

**HOLD** (From: BUY)**TP: Bt 6.10**

(From: Bt 6.60)

Change in Recommendation

Upside : 8.9%

19 DECEMBER 2022

# Ladprao General Hospital (LPH TB)

## ยังคงมีการลงทุนใหม่ต่อเนื่อง

ด้วยหมดช่วงที่ได้ประโยชน์จากบริการโควิด มีค่าเช่าอาคารเพิ่มเติม และการลงทุนใหม่ที่อาจทำให้การเติบโตของกำไรลดลงในช่วงปีแรกๆ เราจะปรับลดคำแนะนำ LPH เป็น “ถือ” ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 6.1 บาท (จาก 6.6 บาท)

**SIRIPORN ARUNOTHAI**

662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับลดคำแนะนำ LPH เป็น “ถือ” (จาก ชื้อ) เนื่องจาก 1) เราเห็น upside ที่จำกัดจากราคาเป้าหมายใหม่ปี 2023F ที่ 6.1 บาท ซึ่งปรับลดลงจาก 6.6 บาท หลังจากปรับลดกำไร 1-3% ต่อปี ในปี 2023-24F สะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการเช่าอาคารใหม่สำหรับบริการประกันสังคม 2) หลังได้ประโยชน์อย่างมากจากบริการโควิด เราคาดว่ากำไรของ LPH จะลดลงอย่างมากที่ 27/44% ในปี 2022-23F และแม้ว่าเราจะปรับเพิ่มกำไรขึ้น 45% ในปี 2022F สะท้อนรายได้บริการโควิดที่สูงกว่าที่คาดไว้ 3) LPH มีการลงทุนใหม่ต่อเนื่อง ซึ่งทำให้กำไรลดลง 7% ในปี 2024F และ 4) เรามองว่าการหุ้นซื้อขายที่ 2023F PE ที่ 21.3 เท่า นั้นเหมาะสม ด้วยสะท้อนถึงแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่อ่อนแอ และ ROE ที่ต่ำที่ 10.5/9.7% ในปี 2023-24F

### การลงทุนใหม่

แม้ว่าการลงทุนใหม่จะเป็นบวกในระยะยาว แต่เราคาดว่าการลงทุนเหล่านั้นจะเป็นปัจจัยจุดกำไรไปจนถึงปี 2024F LPH มีแผนที่จะย้ายบริการประกันสังคมไปยังอาคารเช่าใหม่ตรงข้ามโรงพยาบาลหลักในย่านลาดพร้าวในต้นปี 2023 นอกจากนี้ LPH ยังเตรียมเปิดอาคารจอดรถใหม่ในต้นปี 2023 เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับ นอกจากนี้ LPH ยังมีกำหนดเปิดศูนย์ตรวจสุขภาพแห่งใหม่ที่จังหวัดนครราชสีมาในต้นปี 2023 และอีกแห่งที่จังหวัดฉะเชิงเทราใน 3Q23 จากนั้นในเดือนกุมภาพันธ์ 2024 LPH มีแผนที่จะเปิดอาคารใหม่ 2 อาคาร ได้แก่ อาคารศูนย์ดวงตาขนาด 20 เตียง และศูนย์เฉพาะทาง 2 ขนาด 20 เตียง ที่โรงพยาบาลที่มีอยู่ เราคาดว่าอาคารใหม่สองแห่งนี้จะสร้างผลขาดทุนให้ในช่วง 2-3 ปีแรกของการดำเนินงาน

### ธุรกิจบริการรักษาโรคทั่วไปดีขึ้น

เช่นเดียวกับโรงพยาบาลส่วนใหญ่ LPH เห็นการฟื้นตัวของผู้ป่วยเงินสดและผู้ป่วยประกันสังคม โดยได้แรงหนุนจากการเจ็บป่วยที่เพิ่มขึ้นจากโรคต่างๆ เช่น ไข้หวัดใหญ่ ไวรัสทางเดินหายใจ (RSV) ไข้เลือดออก การบาดเจ็บ เป็นต้น ในขณะที่ความต้องการผ่าตัดผู้ป่วยไม่เร่งด่วนหรือผู้ป่วยเรื้อรังก็กลับมาเช่นกัน เมื่อรวมกับขีดความสามารถในการให้บริการที่เพิ่มขึ้นจากอาคารใหม่สองแห่งในปี 2023F เราจึงคาดว่าผู้ป่วยเงินสดโรคทั่วไปของ LPH จะเติบโต 20/3/14% สำหรับผู้ป่วยประกันสังคม เราคาดว่า จะเติบโต 0.2/1.8/0.9% ในปี 2022-24F

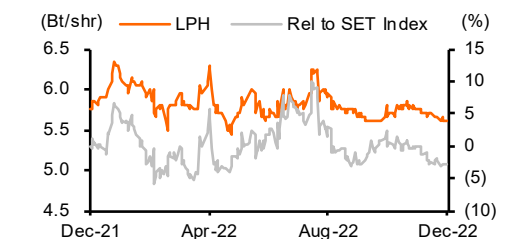
### RJH เป็นหุ้นที่เราชอบมากกว่า

สำหรับโรงพยาบาลขนาดเล็ก เราชอบโรงพยาบาลราชธานี (RJH, “ซื้อ”) มากกว่า LPH กำไรของ RJH มีแนวโน้มดีขึ้นที่ -59/7% ในปี 2023-24F ภายใต้กำไรจากบริการรักษาโรคทั่วไป เรายังมองว่า RJH มีแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งกว่าที่ 20/7% เทียบกับ LPH ที่ 18/-7% ในปี 2023-24F PE ของ RJH อยู่ที่ 20.0 เท่า ในปี 2023F อาจดูต่ำกว่า LPH ที่ 21.3 เท่าเพียงเล็กน้อย แต่ RJH มีแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งกว่า และ ROE ที่สูงกว่าที่ 21% เทียบกับ LPH ที่เพียง 11% ในปี 2023F

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,501	2,447	2,124	2,364
Net profit	465	338	189	175
Consensus NP	—	308	285	na
Diff frm cons (%)	—	9.8	(33.7)	na
Norm profit	465	338	189	175
Prev. Norm profit	—	233	192	180
Chg frm prev (%)	—	45.3	(1.4)	(2.7)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.5	0.3	0.2
Norm EPS grw (%)	225.1	(27.2)	(44.1)	(7.3)
Norm PE (x)	8.7	11.9	21.3	23.0
EV/EBITDA (x)	5.7	7.8	11.2	11.1
P/BV (x)	2.4	2.2	2.2	2.2
Div yield (%)	5.4	6.3	3.5	3.3
ROE (%)	29.6	19.3	10.5	9.7
Net D/E (%)	5.2	5.5	11.3	8.2

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Dec-22 (Bt)	5.60
Market Cap (US\$ m)	115.7
Listed Shares (m shares)	720.0
Free Float (%)	51.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.1
12M Price H/L (Bt)	6.35/5.45
Sector	Health Care
Major Shareholder	LP Holding Co.Ltd. 36.41%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P5

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



## Ex 1: Change In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Revenue from related COVID-19 services (Bt m)</b>					
- New	—	815	455	—	—
- Old			252	37	15
- Change (%)			80.9	(100.0)	(100.0)
<b>Gross profit (%)</b>					
- New	24.5	35.7	30.8	27.5	25.5
- Old			27.1	26.1	24.2
- Change (pp)			3.7	1.4	1.3
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>					
- New	15.7	13.3	15.0	16.7	16.5
- Old			14.0	15.1	15.1
- Change (pp)			1.0	1.6	1.4
<b>Norm profit (Bt m)</b>					
- New	143	465	338	189	175
- Old			233	192	180
- Change (%)			45.3	(1.4)	(2.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	358	355	378	419	457	496	537	579	622	666	716	—
Free cash flow	97	206	292	319	348	376	410	445	481	517	255	4,721
PV of free cash flow	97	181	239	243	248	251	255	259	251	251	115	2,130
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.6											
WACC (%)	6.5											
Terminal growth (%)	2.0											
<b>Enterprise value</b>	4,519											
Net debt (end-2022F)	100											
Minority interest	5											
Equity value	4,413											
# of shares (m)*	720											
Equity value / share (Bt)	6.1											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Share count assumes repurchased shares

## Valuation Comparison

### Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	Market Cap (US\$ m)	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 (%)
Ramsay Healthcare	RHC AU	Australia	10,084	19.3	31.5	47.3	35.9	3.7	3.6	13.6	12.4	1.6	1.8
Guangzhou Pharmaceutical	874 HK	Hong Kong	6,932	2.3	4.7	9.7	9.3	1.1	1.0	8.2	8.1	3.0	2.9
Lijun Int'l Pharmaceutical	2005 HK	Hong Kong	1,579	49.3	16.0	10.6	9.2	1.8	1.6	7.4	6.6	4.1	4.0
Apollo Hospitals Enterprise	APHS IN	India	8,012	(12.5)	6.1	71.7	67.7	11.7	10.3	30.3	30.5	0.2	0.2
Fortis Healthcare India	FORH IN	India	2,570	(33.1)	40.9	57.3	40.7	3.2	3.1	20.8	20.0	0.0	0.0
KPJ Healthcare	KPJ MK	Malaysia	971	168.9	21.9	30.9	25.4	2.0	1.9	12.2	11.3	1.7	2.1
IHH Healthcare Bhd	IHH MK	Malaysia	11,733	(14.9)	18.0	34.3	29.1	2.1	2.0	15.1	14.0	1.0	1.1
Ryman	RYM NZ	New Zealand	1,873	na	24.5	12.7	10.2	0.9	0.8	16.1	12.9	3.4	3.6
Raffles Medical Group	RFMD SP	Singapore	1,860	28.6	(8.6)	23.4	25.7	2.5	2.4	12.4	13.5	2.1	2.1
Bangkok Chain Hospital *	BCH TB	Thailand	1,417	(39.0)	(59.1)	11.8	28.9	3.5	3.4	7.8	14.5	3.3	1.7
Bangkok Dusit Medical *	BDMS TB	Thailand	12,886	43.0	5.7	39.6	37.4	5.1	4.9	24.5	23.1	1.9	1.6
Bumrungrad Hospital *	BH TB	Thailand	4,837	265.1	21.4	36.2	29.8	8.6	7.6	24.2	20.0	1.4	2.0
Chularat Hospital *	CHG TB	Thailand	1,118	(30.4)	(51.3)	13.3	27.4	4.7	4.9	9.7	18.4	6.0	3.1
Ladprao General Hospital *	LPH TB	Thailand	116	(27.2)	(44.1)	11.9	21.3	2.2	2.2	7.8	11.2	6.3	3.5
Praram 9 Hospital *	PR9 TB	Thailand	381	101.6	2.2	26.5	25.9	2.9	2.7	13.1	12.5	1.7	1.7
Rajthanee Hospital *	RJH TB	Thailand	256	8.1	(59.3)	8.2	20.0	4.0	4.4	6.4	14.2	9.8	3.7
Ratchaphruek Hospital *	RPH TB	Thailand	94	(26.2)	(52.4)	11.0	23.1	1.8	1.8	6.6	11.0	5.4	3.2
Thonburi Healthcare Group*	THG TB	Thailand	1,569	2.4	(44.7)	39.0	70.5	5.6	5.6	22.4	30.7	1.6	0.9
<b>Average</b>				<b>29.7</b>	<b>(7.0)</b>	<b>27.5</b>	<b>29.9</b>	<b>3.8</b>	<b>3.6</b>	<b>14.4</b>	<b>15.8</b>	<b>3.0</b>	<b>2.2</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 19 Dec 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

ธุรกิจแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม 1) กลุ่มธุรกิจบริการด้านการแพทย์ ดำเนินการผ่าน โรงพยาบาลลาดพร้าว โรงพยาบาลเอกชนที่ให้บริการ 24 ชั่วโมง 2) ธุรกิจให้บริการตรวจวิเคราะห์ ทดสอบ และวิจัย ดำเนินการโดยบริษัทย่อยคือ ศูนย์ห้องปฏิบัติการและวิจัยทางการแพทย์และการเกษตรแห่งเอเชีย จำกัด (AMARC) 3) ธุรกิจสนับสนุนการให้บริการทางการแพทย์และการพัฒนาธุรกิจดำเนินการโดย บริษัทย่อยคือ บริษัท ศูนย์บริหารจัดการธุรกิจแห่งเอเชีย จำกัด (ABMC) ขอบเขตธุรกิจหลักรวมถึงให้บริการการสนับสนุนงานทางด้านเวชสถิติของโรงพยาบาล โดยว่าจ้างผู้เชี่ยวชาญในการจัดทำค่าสถิติการรักษาของผู้ป่วยประกันสังคม ให้บริการสนับสนุนงานด้านกฎหมาย และให้การสนับสนุนงานด้านบริหารจัดการและการพัฒนาธุรกิจให้แก่บริษัทฯ และบริษัทย่อยของบริษัทฯ

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในเขตตลาดพร้าว
- LPH ให้บริการในกลุ่มผู้มีรายได้ปานกลาง-ผู้มีรายได้น้อยทั้งผู้ป่วยเงินสดและประกันสังคม

## O — Opportunity

- การเพิ่มขึ้นของรายได้ทำให้ประชาชนสามารถจ่ายเพื่อได้รับการดูแลสุขภาพที่ดีขึ้นในโรงพยาบาลเอกชน
- ประชากรสูงอายุต้องการการรักษาพยาบาลที่มีความซับซ้อนมากขึ้น
- ความต้องการ outsourcing โรงพยาบาลรัฐมากขึ้น
- การแพร่ระบาดของโควิด

## CONSENSUS COMPARISON

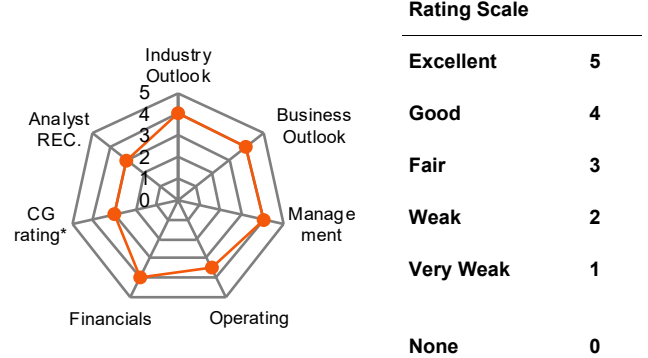
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.70	6.10	-9%
Net profit 22F (Bt m)	308	338	10%
Net profit 23F (Bt m)	285	189	-34%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 1	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรและราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองอย่างระมัดระวังต่อการดำเนินงานของโรงพยาบาลเนื่องจากต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนใหม่

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- LPH เป็นโรงพยาบาลเดี่ยว

## T — Threat

- การเพิ่มขึ้นของอุปทานในตลาด
- เศรษฐกิจชะลอตัว
- ความเสี่ยงด้านหลักเกณฑ์กฎระเบียบ
- ผลกระทบจากโควิด-19

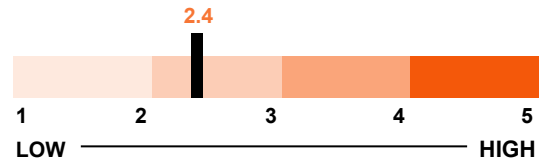
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากแผนการขยายตัวใหม่ของ LPH ในช่วง 5 ปีข้างหน้า ทำกำไรได้เร็วหรือช้ากว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ถ้าการดำเนินงานในปัจจุบันของ LPH แข็งแกร่งหรืออ่อนแอกว่าที่เราคาด เนื่องจากมีจำนวนผู้ป่วยหรือมีความสามารถในการเพิ่มค่ารักษาพยาบาลที่มากกว่าหรือน้อยกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากจำนวนคนจดทะเบียน และ adjusted Relative Weight (RW) ภายใต้ SSS สูงหรือน้อยกว่าคาด อาจจะทำให้มี upside หรือ downside ต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

LPH เป็นบริษัทดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลขนาดเล็ก มีขนาด 210 เตียง ในเขตที่อยู่อาศัยที่มีประชากรหนาแน่นในเขตลาดพร้าวในกรุงเทพฯ เราให้คะแนน ESG สำหรับ LPH ที่ 2.4 เท่านั้น เนื่องจากบริษัท ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายและแผนที่ชัดเจนในเรื่องนี้

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI			Arabesque			S&P		
	Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
LPH	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0

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

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- LPH ดำเนินธุรกิจโรงพยาบาลและไม่ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก เราเชื่อว่าเป็นเหตุผลที่ LPH ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายและแผนหลักเกี่ยวกับประเด็น ESG แม้ว่าจะมีแนวทางการดูแลสิ่งแวดล้อมในด้านการป้องกันมลพิษและการประหยัดทรัพยากรธรรมชาติ
- LPH มีมาตรฐานการจัดการสิ่งแวดล้อมของตนเองที่เป็นไปตามกฎหมายว่าด้วยการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมและข้อบังคับเกี่ยวกับการกำจัดของเสีย ซึ่งรวมถึงขยะติดเชื้อและของเสียอื่นๆ อีกทั้งยังปฏิบัติตามระเบียบว่าด้วยการควบคุมมลพิษอีกด้วย
- LPH ดำเนินมาตรการอนุรักษ์พลังงานโดยร่วมกับสถาบันเทคโนโลยีพระจอมเกล้าธนบุรี สถาบันให้คำปรึกษาวางแผน และประเมินผลการปรับปรุงประสิทธิภาพอุปกรณ์ไฟฟ้าสำหรับ LPH

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- LPH มีนโยบายสนับสนุนและปกป้องสิทธิมนุษยชน นโยบายกำหนดให้พนักงาน ผู้ป่วย และลูกค้า ได้รับการปฏิบัติอย่างเป็นธรรมโดยไม่มีการเลือกปฏิบัติในประเด็นเกี่ยวกับสุขภาพส่วนบุคคล และสถานะทางสังคม บริษัท ต้องไม่เกี่ยวข้องกับการละเมิดสิทธิมนุษยชน
- LPH มุ่งมั่นพัฒนาบริการอย่างมีคุณภาพสูงอย่างต่อเนื่องเพื่อตอบสนองความต้องการและความพึงพอใจของลูกค้า โดยยึดหลักความรับผิดชอบต่อ ชีววิถี และตอบสนองความต้องการของลูกค้า
- LPH ตระหนักถึงความรับผิดชอบต่อชุมชนและสังคม บริษัท ให้ความสำคัญช่วยเหลือทางสังคมแก่สังคม เช่น การฝึกอบรมด้านการดูแลสุขภาพในชุมชน การบริจาค และทุนการศึกษาของนักเรียน

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ LPH (BOD) มีสมาชิก 11 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 4 คน เรามองว่าเป็นขนาดที่เหมาะสมสำหรับขอบเขตธุรกิจ
- LPH เชื่อมมั่นในการดำเนินธุรกิจบนพื้นฐานของความโปร่งใส มีจริยธรรม และธรรมาภิบาล พร้อมแนวปฏิบัติเพื่อป้องกันการทุจริต บริษัท เชื่อว่ามีบริษัท มีโครงสร้างองค์กรที่มีสายการบังคับบัญชาที่ชัดเจน ขอบเขตของหน้าที่และความรับผิดชอบที่ชัดเจน และกระบวนการทำงานที่ชัดเจน
- คณะกรรมการบริหารความเสี่ยงของ LPH ประกอบด้วยสมาชิกอย่างน้อยห้าคน คณะกรรมการความเสี่ยงกำหนดนโยบายการบริหารความเสี่ยงให้ครอบคลุมทั้งองค์กร

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

Core operation set to reach a new, higher base

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,801	2,501	2,447	2,124	2,364
Cost of sales	1,360	1,609	1,694	1,540	1,761
<b>Gross profit</b>	<b>441</b>	<b>892</b>	<b>753</b>	<b>583</b>	<b>603</b>
% gross margin	24.5%	35.7%	30.8%	27.5%	25.5%
Selling & administration expenses	283	334	368	355	391
<b>Operating profit</b>	<b>159</b>	<b>558</b>	<b>386</b>	<b>228</b>	<b>212</b>
% operating margin	8.8%	22.3%	15.8%	10.8%	8.9%
Depreciation & amortization	152	168	143	150	164
<b>EBITDA</b>	<b>311</b>	<b>726</b>	<b>529</b>	<b>378</b>	<b>375</b>
% EBITDA margin	17.3%	29.0%	21.6%	17.8%	15.9%
Non-operating income	13	27	17	16	17
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(13)	(15)	(12)	(7)	(11)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>159</b>	<b>570</b>	<b>391</b>	<b>238</b>	<b>218</b>
Income tax	18	97	57	38	31
<b>After-tax profit</b>	<b>141</b>	<b>473</b>	<b>334</b>	<b>200</b>	<b>188</b>
% net margin	7.9%	18.9%	13.6%	9.4%	7.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	1	(8)	4	(11)	(12)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>143</b>	<b>465</b>	<b>338</b>	<b>189</b>	<b>175</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>143</b>	<b>465</b>	<b>338</b>	<b>189</b>	<b>175</b>
EPS (Bt)	0.2	0.6	0.5	0.3	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.6	0.5	0.3	0.2

## BALANCE SHEET

New investment in 2023-24

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	519	867	569	327	295
Cash & cash equivalent	160	147	50	50	50
Account receivables	195	673	469	233	194
Inventories	30	45	46	42	48
Others	134	3	3	2	3
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	1,451	1,494	1,645	1,978	2,038
Other assets	257	235	213	176	168
<b>Total assets</b>	<b>2,227</b>	<b>2,597</b>	<b>2,426</b>	<b>2,482</b>	<b>2,501</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	380	542	368	383	391
Account payables	231	275	232	211	241
Bank overdraft & ST loans	18	79	15	25	20
Current LT debt	52	53	41	69	55
Others current liabilities	80	136	80	78	75
<b>Total LT debt</b>	<b>156</b>	<b>104</b>	<b>95</b>	<b>160</b>	<b>127</b>
Others LT liabilities	245	243	157	130	124
<b>Total liabilities</b>	<b>781</b>	<b>889</b>	<b>619</b>	<b>673</b>	<b>642</b>
Minority interest	2	9	5	16	28
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	375	360	360	360	360
Share premium	923	923	923	923	923
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6	6	6	6	6
<b>Retained earnings</b>	<b>140</b>	<b>410</b>	<b>513</b>	<b>504</b>	<b>543</b>
Shareholders' equity	1,444	1,698	1,801	1,793	1,831
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>2,227</b>	<b>2,597</b>	<b>2,426</b>	<b>2,482</b>	<b>2,501</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT***Sustainable cash inflow stream, in our view*

<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	159	570	391	238	218
Tax paid	(15)	(40)	(85)	(30)	(33)
Depreciation & amortization	152	168	143	150	164
Chg In working capital	9	(449)	159	220	63
Chg In other CA & CL / minorities	32	130	(27)	(14)	(2)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>337</b>	<b>379</b>	<b>580</b>	<b>563</b>	<b>410</b>
Capex	(182)	(187)	(270)	(460)	(200)
Right of use	(125)	(23)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	167	19	(88)	(10)	(21)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(140)</b>	<b>(190)</b>	<b>(358)</b>	<b>(470)</b>	<b>(221)</b>
Debt financing	(36)	9	(85)	104	(53)
Capital increase	0	(15)	0	0	0
Dividends paid	(72)	(216)	(235)	(198)	(137)
Warrants & other surplus	2	21	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(106)</b>	<b>(201)</b>	<b>(319)</b>	<b>(93)</b>	<b>(189)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>155</b>	<b>191</b>	<b>310</b>	<b>103</b>	<b>210</b>

**VALUATION***Fairly valued, in our view*

<b>FY ending Dec</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Normalized PE (x)	28.2	8.7	11.9	21.3	23.0
Normalized PE - at target price (x)	30.7	9.5	13.0	23.2	25.1
PE (x)	28.2	8.7	11.9	21.3	23.0
PE - at target price (x)	30.7	9.5	13.0	23.2	25.1
EV/EBITDA (x)	13.2	5.7	7.8	11.2	11.1
EV/EBITDA - at target price (x)	14.3	6.2	8.5	12.1	12.1
P/BV (x)	2.8	2.4	2.2	2.2	2.2
P/BV - at target price (x)	3.0	2.6	2.4	2.4	2.4
P/CFO (x)	12.0	10.6	6.9	7.2	9.8
Price/sales (x)	2.2	1.6	1.6	1.9	1.7
Dividend yield (%)	2.7	5.4	6.3	3.5	3.3
FCF Yield (%)	3.9	4.7	7.7	2.6	5.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.2	0.6	0.5	0.3	0.2
EPS	0.2	0.6	0.5	0.3	0.2
DPS	0.2	0.3	0.4	0.2	0.2
BV/share	2.0	2.4	2.5	2.5	2.5
CFO/share	0.5	0.5	0.8	0.8	0.6
FCF/share	0.2	0.3	0.4	0.1	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	13.9	38.8	(2.2)	(13.2)	11.3
Net profit (%)	29.3	225.1	(27.2)	(44.1)	(7.3)
EPS (%)	29.3	225.1	(27.2)	(44.1)	(7.3)
Normalized profit (%)	29.4	225.1	(27.2)	(44.1)	(7.3)
Normalized EPS (%)	29.4	225.1	(27.2)	(44.1)	(7.3)
Dividend payout ratio (%)	75.6	46.5	75.0	75.0	75.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	24.5	35.7	30.8	27.5	25.5
Operating margin (%)	8.8	22.3	15.8	10.8	8.9
EBITDA margin (%)	17.3	29.0	21.6	17.8	15.9
Net margin (%)	7.9	18.9	13.6	9.4	7.9
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	12.1	36.3	31.3	34.9	19.8
Interest coverage - EBITDA (x)	23.7	47.2	42.9	57.8	35.2
ROA - using norm profit (%)	6.9	19.3	13.5	7.7	7.0
ROE - using norm profit (%)	10.2	29.6	19.3	10.5	9.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	10.1	30.1	19.1	11.1	10.4
- asset turnover (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.9
- operating margin (%)	9.6	23.4	16.5	11.5	9.7
- leverage (x)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.4
- interest burden (%)	92.4	97.4	96.9	97.3	95.3
- tax burden (%)	89.0	82.9	85.5	84.0	86.0
WACC (%)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
ROIC (%)	9.0	30.7	18.5	10.1	9.1
NOPAT (Bt m)	141	463	330	192	182
invested capital (Bt m)	1,510	1,786	1,902	1,997	1,983

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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK 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 76 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, KBANK16C2304A, 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 ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ 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

บริษัท ธนชาติ 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 ธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท 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

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, 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 คลั่งเปรมจิตต์

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

---