

BUY (Unchanged)

TP: Bt 5.50

(Unchanged)

Change in Numbers

Upside : 22.2%

6 DECEMBER 2022

Pylon Public Co Ltd (PYLON TB)

เติบโตแข็งแกร่ง

ด้วยงานในมือที่สูงเป็นประวัติการณ์ที่ 1.6 พันลบ. อัตรากำไรที่ดีขึ้นจากผลของ operating leverage และงานที่มีมูลค่าสูงจากโครงการก่อสร้างพื้นฐาน เราเชื่อว่า PYLON จะมีกำไรเติบโตแข็งแกร่งที่ 53% y-y ในปีหน้า ที่ PE ที่ 15/14 เท่า ในปี 2023-24F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนช่วงโควิดที่ 24 เท่า เราแนะนำ "ซื้อ" PYLON



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราปรับกำไรของ PYLON และคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายปี 2023F ที่ 5.5 บาท/หุ้น โดยมีปัจจัยหนุนจาก 1) การเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งในปีหน้าจากมูลค่างานในมือที่สูงเป็นประวัติการณ์ และอัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้นทำให้อัตรากำไรดีขึ้น 2) งานที่มีมูลค่าสูงที่มีศักยภาพอย่างโครงการก่อสร้างพื้นฐานที่ประมูลในปีนี้จะเริ่มก่อสร้างในปีหน้า และ 3) มีมูลค่าที่น่าสนใจ ด้วยซื้อขายที่ PE ที่ 15 เท่า ในปี 2023F และ 14 เท่า ในปี 2024F เทียบกับค่าเฉลี่ย 24 เท่า ในช่วงก่อนโควิดปี 2015-19

มีรายได้แน่แล้วราว 90% ของคาดการณ์รายได้ปี 2023F ของเรา

แม้ว่าตลาดอาคารสูงจะยังอ่อนแอ แต่ PYLON สามารถได้รับงานใหม่จากโครงการอาคารพาณิชย์และโครงสร้างพื้นฐาน ทำให้มูลค่างานในมือ (Backlog) สูงเป็นประวัติการณ์ที่ 1.6 พันลบ. ณ เดือนพฤศจิกายน 2022 ด้วยสมมติให้มียาได้ 222 ลบ. ใน 4Q22F เราคาดว่ามูลค่างานในมือที่เหลืออยู่ของ PYLON ที่ 1.4 พันลบ. จะถูกรับรู้เป็นรายได้ในปีหน้า ซึ่งคิดเป็น 90% ของประมาณการรายได้ปี 2023F ของเราแล้ว นอกจากนี้ ด้วยมีงานมูลค่าสูงอย่างโครงการก่อสร้างพื้นฐาน เช่น รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ และสายสีส้มตะวันออก การขยายสนามบินอู่ตะเภา และสนามบินดอนเมืองเฟส 3 ซึ่งมีกำหนดจะเริ่มก่อสร้างในปี 2023-24F เราจึงคาดว่ามูลค่างานใหม่ของ PYLON จะอยู่ที่ 1.6-1.7 พันลบ. ในปี 2023-24F เทียบกับ 1.1 พันลบ. ในปี 2022F, 1.8 พันลบ. ในปี 2021 และ 1.6 พันลบ. ในปี 2019

กำไรเติบโต 53% ในปีหน้า

เนื่องจากได้ประโยชน์จาก operating leverage จากอัตราการดำเนินงานที่สูงขึ้น อัตรากำไรขั้นต้นของ PYLON จึงฟื้นตัวเป็น 20% ใน 9M22 เทียบกับ 14% ในปี 2020, 22% ในปี 2020 และ 26% ในปี 2019 และด้วยแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงจากราคาเหล็กที่ลดลง ปัญหาการขาดแคลนแรงงานได้รับการแก้ไข และการแข่งขันประมูลน้อยลงจากความต้องการงานตอกเสาเข็มที่สูงขึ้น เราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของบริษัทฯ จะฟื้นตัวต่อเนื่องเป็น 23% ในปี 2023-24F ผลักดันให้กำไรเติบโต 53% y-y ในปี 2023F และ 5% y-y ในปี 2024F นอกจากนี้ เรายังประเมินว่าการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งจะผลักดันให้ ROE กลับมาอยู่ที่ 19-20% ในปี 2023-24F จาก 14% ในปี 2022F และ 4% ในปี 2021 และ ROA เป็น 14-15% จาก 11% ในปี 2022F และ 3% ในปี 2021

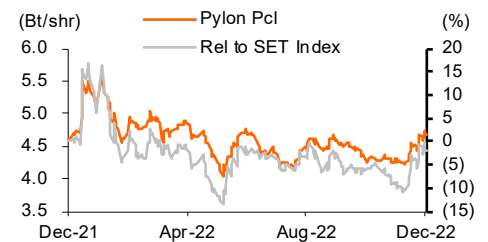
กำไรสะดุดใน 4Q แต่เป็นโอกาสในการเข้าซื้อ

เราคาดว่ากำไรของ PYLON ในไตรมาสนี้จะลดลง 27% q-q เนื่องจากหลายโครงการแล้วเสร็จตั้งแต่ช่วงปลาย 3Q22 ทำให้บริษัทฯ ต้องใช้เวลาในการย้ายเครื่องจักรไปยังไซต์ก่อสร้างใหม่ ส่งผลให้อัตราการดำเนินงานลดลง อย่างไรก็ตาม นี่เป็นเพียงการสะดุดในระยะสั้น และผู้บริหารเห็นอัตราการดำเนินงานฟื้นตัวกลับมาที่ 80-85% แล้ว ดังนั้น หากราคาหุ้นถูกกระทบเนื่องจากผลการดำเนินงานที่อ่อนแอใน 4Q22 เรามองว่าเป็นโอกาสในการเข้าซื้อหุ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	785	1,210	1,550	1,616
Net profit	40	147	225	235
Consensus NP	—	153	212	235
Diff frm cons (%)	—	(4.3)	6.0	(0.2)
Norm profit	38	147	225	235
Prev. Norm profit	—	158	223	237
Chg frm prev (%)	—	(7.1)	0.8	(1.0)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	(78.8)	283.2	53.2	4.5
Norm PE (x)	88.2	23.0	15.0	14.4
EV/EBITDA (x)	22.7	10.6	7.5	7.0
P/BV (x)	3.5	3.1	2.8	2.7
Div yield (%)	1.3	3.3	5.0	5.2
ROE (%)	3.8	14.3	19.8	19.1
Net D/E (%)	(38.0)	(44.6)	(47.8)	(52.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Dec-22 (Bt)	4.50
Market Cap (US\$ m)	96.2
Listed Shares (m shares)	749.9
Free Float (%)	41.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.0
12M Price H/L (Bt)	5.60/4.04
Sector	Construction
Major Shareholder	Sangarayakul Family 51.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์

ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเปิดเผยแฟ้มข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

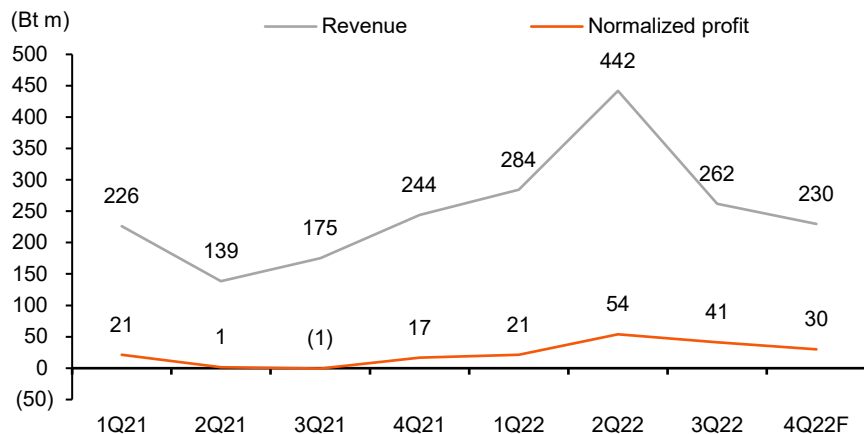


Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
New work value (Bt m)					
New	741	1,759	1,120	1,600	1,680
Old			1,200	1,600	1,680
Change (%)			(6.7)	—	—
Revenue (Bt m)					
New	1,416	785	1,210	1,550	1,616
Old			1,584	1,736	1,640
Change (%)			(23.6)	(10.7)	(1.5)
Gross margin (%)					
New	21.5	13.9	20.0	23.0	23.0
Old			17.5	21.0	23.0
Change (pp)			2.5	2.0	-

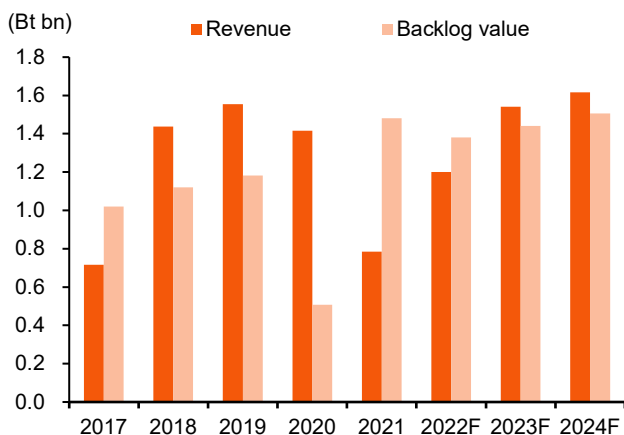
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: We See PYLON's Earnings Hiccup In 4Q22F As A Chance To BUY As...



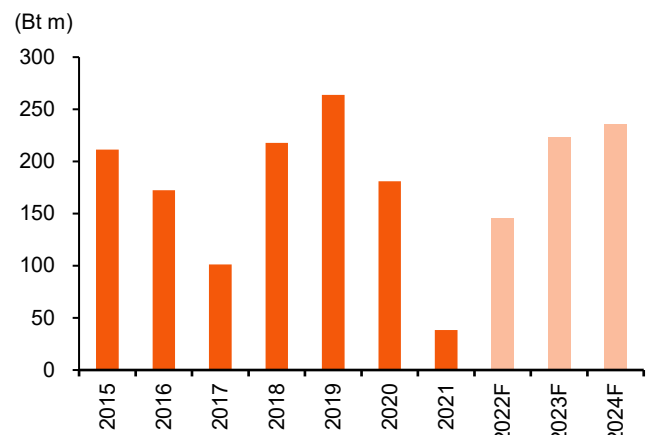
Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Its High Backlog at End-4Q22F Would Drive Sales...



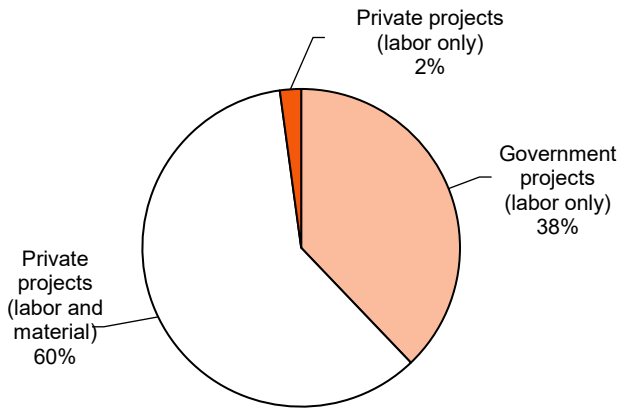
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ...And Earnings In 2023F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: PYLON's Backlog As Of 23 Nov 2022



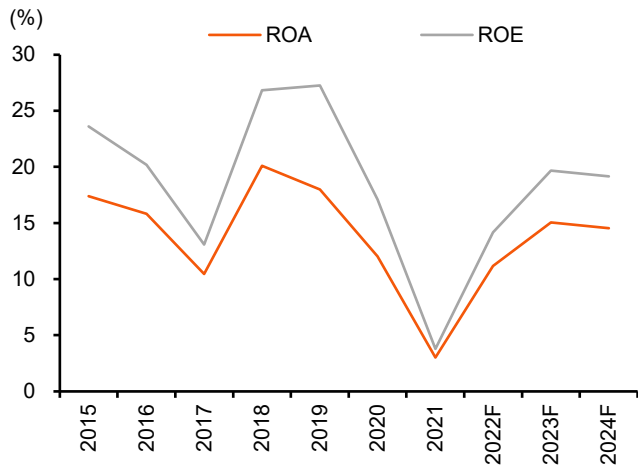
Sources: Company data, Ch. Karnchang, Thanachart estimates

Ex 6: Potential High-value Work In 2023-24F

Type	Project	Project Value (Bt bn)
Mass transit	South Orange Line	109
Mass transit	Red Line Extensions	66
Double-track rail	Khonkaen – Nong Khai	29
Double-track rail	Chira Junction – Ubon.	36
Double-track rail	Pak Nam Pho – Den Chai	63
Airport	Don Mueang Airport's phase 3	37
Total		340

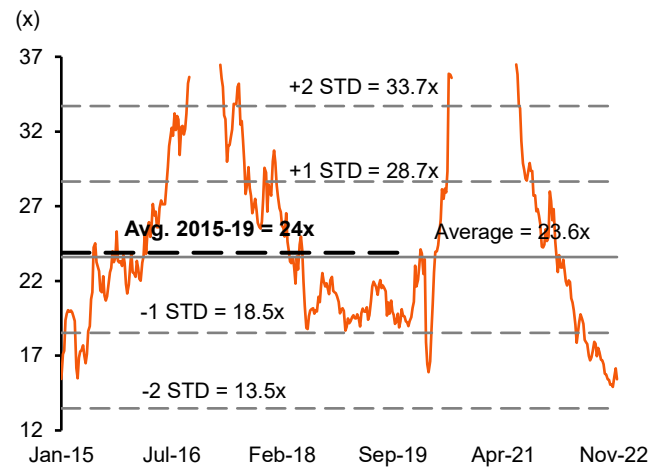
Sources: Company data, Ch. Karnchang, Thanachart estimates

Ex 7: PYLON's ROA & ROE



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: PYLON's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: 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	375	391	411	430	444	459	473	488	506	525	544	—
Free cash flow	197	247	262	278	293	305	316	328	344	360	377	4,822
PV of free cash flow	196	208	199	193	186	177	168	159	146	139	132	1,695
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	3,600											
Net debt (2022F)	(481)											
Minority interest	-											
Equity value	4,082											
# of shares (m)*	750											
Target price/share (Bt)	5.5											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Peer Valuation Comparison

Name	BBG code	Current	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
		Price (Bt)	22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Italian-Thai Devel.	ITD TB	1.88	(758.7)	65.6	na	na	0.9	0.9	10.7	9.3	0.0	0.0
Sriracha Construction	SRICHA TB	9.60	na	na	na	6.8	1.7	1.6	28.6	4.1	0.0	11.8
CH Karnchang*	CK TB	24.50	897.1	25.6	41.7	33.2	1.6	1.5	na	113.1	1.0	1.2
Pylon Pcl*	PYLON TB	4.50	283.2	53.2	23.0	15.0	3.1	2.8	10.6	7.5	3.3	5.0
Seafco Pcl*	SEAFKO TB	3.66	na	na	na	17.5	2.0	1.8	na	7.7	0.0	2.9
Sino Thai Eng. & Cons*	STEC TB	12.20	5.1	21.1	25.5	21.1	1.1	1.0	7.1	6.1	1.2	1.7
Average			106.7	41.4	30.1	18.7	1.7	1.6	14.3	24.6	0.9	3.8

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

Based on 6-Dec-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไพลอน จำกัด (มหาชน) จัดตั้งขึ้นในปี 2002 บริษัท ให้บริการงานก่อสร้างที่เกี่ยวข้องกับฐานราก โดยแบ่งออกเป็น 3 สายงานหลัก คือ งานเสาเข็มเจาะ งานกำแพงกันดินชนิดไดอะแฟรม และงานปรับปรุงคุณภาพดินโดยวิธีการฉีดซีเมนต์ด้วยแรงดันสูง ณ สิ้นปี 2020 PYLON มีเครื่องจักรตอกเสาเข็ม 30 ชุด

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

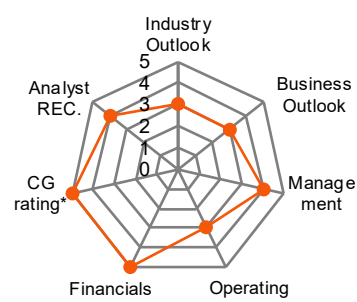
S — Strength

- มีประสบการณ์ 14 ปีมีความรู้ และนวัตกรรม ซึ่งช่วยให้บริษัท มีคุณสมบัติในการดำเนินงานได้เกือบทุกงานฐานราก
- มีความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุน เนื่องจากการประหยัดจากขนาด และการบริหารต้นทุนที่แข็งแกร่ง
- มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่งด้วยอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังเข้าสู่ช่วงการก่อสร้าง
- แนวโน้มการสร้างตึกสูงมากขึ้นในกทม. จากต้นทุนที่ดินที่สูง
- แผ่นดินที่หนาและอ่อนในกทม. ทำให้งานเสาเข็มเจาะเป็นที่ต้องการ

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ใช้เงินลงทุนสูงและต้องการการใช้สินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง
- งานเสาเข็มต้องใช้ความน่าเชื่อถือสูง
กำลังการผลิตที่จำกัดสกัดกั้นประโยชน์จากรอบการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานขนาดใหญ่

T — Threat

- ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองทำให้การลงทุนใหม่และโครงการก่อสร้างของภาคเอกชนของไทยล่าช้าออกไป
- ความผันผวนของราคาเหล็กและซีเมนต์ในช่วงสั้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.42	5.50	2%
Net profit 22F (Bt m)	153	147	-4%
Net profit 23F (Bt m)	212	225	6%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรของเราปี 2023F สูงกว่าตลาด 6% เนื่องจากเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อการเติบโตของรายได้และอัตรากำไรขั้นต้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด ตามประมาณการกำไรของเราที่สูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

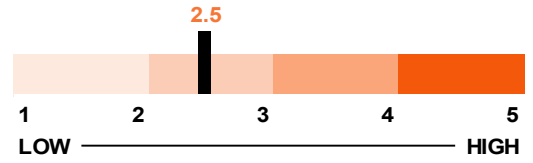
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความล่าช้าของโครงการโครงสร้างพื้นฐานของภาครัฐและโครงการก่อสร้างของภาคเอกชนจะส่งผลกระทบต่อสมมติฐานงานใหม่ของเรา
- ความล่าช้าจะทำให้อัตรากำไรขั้นต้นของ PYLON ได้รับผลกระทบเนื่องจากมี operating leverage ในระดับสูง
- ความผันผวนของราคาวัสดุก่อสร้างในช่วงสั้นทำให้คาดการณ์กำไรของเราได้รับผลกระทบ

Source: Thanachart

PYLON เป็นหนึ่งใน 4 บริษัทรับเหมาดอกเสาเข็มรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยดำเนินงานทั้งงานเสาเข็มเจาะ งานดอกเสาเข็ม กำแพงรับแรงดันของดิน (Diaphragm Wall) และงานปรับปรุงพื้นดินในโครงการโครงสร้างพื้นฐานและอาคารสูง บริษัทฯ ปล่อยมลพิษบางส่วนและดำเนินมาตรการเพื่อบรรเทาผลกระทบตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง เราให้คะแนน ESG ที่ 2.5 ซึ่งเป็นระดับปานกลางเพื่อสะท้อนแนวทางที่เป็นมาตรฐานในการจัดการสิ่งแวดล้อม

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)
PYLON	-	-	-	-	-	-	-	-	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" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- นโยบายและแนวปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมของ PYLON เป็นไปตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้องเพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในด้านพลังงาน น้ำ ขยะ ของเสีย มลพิษ และการจัดการการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG)
- ตัวอย่างเช่น สถานที่ก่อสร้างต้องปิดล้อมด้วยรั้วเพื่อป้องกันฝุ่นและเสียง เครื่องจักรไม่เพียงแต่จะได้รับการตรวจสอบเป็นประจำเท่านั้น แต่ยังได้รับการติดตั้งอุปกรณ์ GPS ตามระยะเวลาการบำรุงรักษาที่กำหนด เพื่อป้องกันมลพิษ เช่น คาร์บอน การสิ้นเปลือง และลดการปล่อยก๊าซคาร์บอน
- พนักงานของบริษัทฯ ได้รับการสนับสนุนให้นำเทคโนโลยีสารสนเทศมาใช้ในการปฏิบัติงาน เช่น ใช้วิธีการทางอิเล็กทรอนิกส์แทนทรัพยากรที่เป็นกระดาษ
- อย่างไรก็ตาม ข้อมูลการปล่อยก๊าซเรือนกระจกยังไม่ได้รับการรวบรวม เนื่องจาก PYLON อยู่ในขั้นตอนการหาผู้ตรวจสอบ/รับรองข้อมูล

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- นโยบายและแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนและสังคมของ PYLON สอดคล้องกับกฎหมาย กฎ และข้อบังคับ
- มีการปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรมในรูปแบบของอัตราค่าตอบแทนที่เหมาะสม สวัสดิการต่างๆ ความปลอดภัยในการทำงาน จัดให้มีช่องทางร้องเรียนเพื่อให้พนักงานสามารถร้องเรียนและเสนอเรื่องได้ ในปี 2021 ไม่มีรายงานหรือข้อร้องเรียนเกี่ยวกับการละเมิดสิทธิมนุษยชน
- บริษัทฯ ได้จัดฝึกอบรมเพื่อเพิ่มพูนความรู้และประสบการณ์ในสาขาเฉพาะที่จำเป็นต่อการปฏิบัติงานที่ของพนักงานในตำแหน่งที่เกี่ยวข้อง

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- PYLON มีคณะกรรมการบริหาร (BOD) จำนวน 9 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 3 คน ทั้งหมดเป็นคณะกรรมการชาย
- คณะกรรมการตรวจสอบประกอบด้วยกรรมการอิสระ 3 ท่าน เพื่อทำหน้าที่สอบทานงบการเงิน ระบบควบคุมภายใน การปฏิบัติงานตรวจสอบภายใน ระบบบริหารความเสี่ยง การปฏิบัติตามกฎหมายและระเบียบราชการ
- บริษัทฯ ได้ลงนามประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) เพื่อต่อต้านการทุจริตในภาคเอกชนกับ IOD หอการค้าไทย หอการค้าร่วมต่างประเทศ และสมาคมบริษัทจดทะเบียนไทย
- บริษัทฯ ได้พัฒนาแอปพลิเคชันมือถือสำหรับการรวบรวมข้อมูล กระบวนการและการควบคุมคุณภาพ การควบคุมผลผลิต และงบประมาณ ตลอดจนการตรวจหาปัญหาและการแก้ไขปัญหาแบบ real-time

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,416	785	1,210	1,550	1,616
Cost of sales	1,111	676	968	1,194	1,244
Gross profit	305	109	242	357	372
% gross margin	21.5%	13.9%	20.0%	23.0%	23.0%
Selling & administration expenses	96	73	67	84	87
Operating profit	209	36	175	272	284
% operating margin	14.8%	4.6%	14.5%	17.6%	17.6%
Depreciation & amortization	98	97	99	103	107
EBITDA	307	133	274	375	391
% EBITDA margin	21.7%	16.9%	22.6%	24.2%	24.2%
Non-operating income	9	9	9	9	10
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4)	(3)	(1)	(1)	(1)
Pre-tax profit	214	42	183	281	294
Income tax	33	4	37	56	59
After-tax profit	181	38	147	225	235
% net margin	12.8%	4.9%	12.1%	14.5%	14.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	2	1	0	0	0
NET PROFIT	183	40	147	225	235
Normalized profit	181	38	147	225	235
EPS (Bt)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3

*We expect strong piling work demand from commercial building and infrastructure projects
...to boost PYLON's earnings in 2023F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	718	665	858	1,046	1,150
Cash & cash equivalent	343	418	496	585	670
Account receivables	329	177	265	340	354
Inventories	44	41	53	65	68
Others	2	28	43	56	58
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	505	465	446	423	397
Other assets	97	83	95	106	110
Total assets	1,321	1,212	1,399	1,575	1,657
LIABILITIES:					
Current liabilities:	190	199	258	307	320
Account payables	117	124	186	229	239
Bank overdraft & ST loans	19	31	9	10	10
Current LT debt	18	16	5	5	5
Others current liabilities	36	28	58	63	66
Total LT debt	15	0	0	0	0
Others LT liabilities	69	36	62	74	77
Total liabilities	274	235	320	381	397
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	375	375	375	375	375
Share premium	154	154	154	154	154
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6)	(6)	(6)	(6)	(6)
Retained earnings	523	454	556	671	737
Shareholders' equity	1,047	978	1,079	1,194	1,260
Liabilities & equity	1,321	1,212	1,399	1,575	1,657

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	214	42	183	281	294
Tax paid	(45)	(4)	(37)	(56)	(59)
Depreciation & amortization	98	97	99	103	107
Chg In working capital	53	161	(38)	(44)	(8)
Chg In other CA & CL / minorities	(8)	(33)	14	(7)	0
Cash flow from operations	312	264	222	277	334
Capex	41	(56)	(80)	(80)	(80)
Right of use	(78)	13	(3)	(3)	(3)
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	15	(32)	17	5	2
Cash flow from investments	(22)	(75)	(66)	(78)	(81)
Debt financing	(70)	(5)	(32)	0	0
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(202)	(105)	(45)	(110)	(168)
Warrants & other surplus	(1)	(4)	0	0	0
Cash flow from financing	(273)	(114)	(77)	(110)	(168)
Free cash flow	353	208	142	197	254

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	18.7	88.2	23.0	15.0	14.4
Normalized PE - at target price (x)	22.8	107.7	28.1	18.4	17.6
PE (x)	18.5	84.9	23.0	15.0	14.4
PE - at target price (x)	22.6	103.7	28.1	18.4	17.6
EV/EBITDA (x)	10.0	22.7	10.6	7.5	7.0
EV/EBITDA - at target price (x)	12.5	28.3	13.3	9.5	8.9
P/BV (x)	3.2	3.5	3.1	2.8	2.7
P/BV - at target price (x)	3.9	4.2	3.8	3.5	3.3
P/CFO (x)	10.8	12.8	15.2	12.2	10.1
Price/sales (x)	2.4	4.3	2.8	2.2	2.1
Dividend yield (%)	3.1	1.3	3.3	5.0	5.2
FCF Yield (%)	10.5	6.2	4.2	5.8	7.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
EPS	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
BV/share	1.4	1.3	1.4	1.6	1.7
CFO/share	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4
FCF/share	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks attractive to us at 15x PE in 2023F vs. 24x in the pre-COVID 2015-19 period

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(8.9)	(44.6)	54.2	28.1	4.3
Net profit (%)	(34.2)	(78.2)	269.0	53.2	4.5
EPS (%)	(34.2)	(78.2)	269.0	53.2	4.5
Normalized profit (%)	(31.4)	(78.8)	283.2	53.2	4.5
Normalized EPS (%)	(31.4)	(78.8)	283.2	53.2	4.5
Dividend payout ratio (%)	57.5	113.2	75.0	75.0	75.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.5	13.9	20.0	23.0	23.0
Operating margin (%)	14.8	4.6	14.5	17.6	17.6
EBITDA margin (%)	21.7	16.9	22.6	24.2	24.2
Net margin (%)	12.8	4.9	12.1	14.5	14.5
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	50.3	12.7	162.9	na	473.1
Interest coverage - EBITDA (x)	74.0	46.9	254.4	na	na
ROA - using norm profit (%)	12.0	3.0	11.2	15.1	14.5
ROE - using norm profit (%)	17.1	3.8	14.3	19.8	19.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.1	3.8	14.3	19.8	19.1
- asset turnover (x)	0.9	0.6	0.9	1.0	1.0
- operating margin (%)	15.4	5.8	15.2	18.2	18.2
- leverage (x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
- interest burden (%)	98.1	93.7	99.4	99.8	99.8
- tax burden (%)	84.7	90.4	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	20.5	4.3	23.1	36.4	36.5
NOPAT (Bt m)	177	32	140	218	228
invested capital (Bt m)	756	606	598	624	605

*We forecast low gearing
but decent ROE*

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 เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ 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 สหกลีดิควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิควิปเมนต์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ 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 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