

BUY (Unchanged)

TP: Bt 4.40

(From: Bt 4.80)

Change in Numbers

Upside : 20.2%

6 DECEMBER 2022

SEAFCO Public Co Ltd (SEAFCO TB)

กำไรฟื้นตัว

การฟื้นตัวของกำไรที่ช้าของ SEAFCO จากปัญหาการขาดแคลนแรงงานทำให้เราปรับลดกำไรและราคาเป้าหมายเป็น 4.4 บาท แต่การเพิ่มขึ้นอย่างมากของมูลค่างานในมือใน 4Q22 หลังจากปัญหาต่างๆ ได้รับการแก้ไข ทำให้กำไรของบริษัท กลับมาฟื้นตัวในปีหน้า ที่ PE ที่ 18/14 เท่า ในปี 2023/24F เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนโควิดที่ 19 เท่า เรายังคงแนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 4.4 บาท, คงคำแนะนำ "ซื้อ"

การฟื้นตัวของกำไรของ SEAFCO ที่ช้ากว่าที่เราคาดไว้เนื่องจากปัญหาการขาดแคลนแรงงานทำให้ไม่สามารถเพิ่มงานในมือและเพิ่มอัตราการดำเนินงานได้ ทำให้เราปรับลดประมาณการกำไรลงเป็นขาดทุน 174 ลบ. ในปีนี้ (จากขาดทุน 28 ลบ.) และลดลง 6/4% ในปี 2023/24F ราคาเป้าหมายของเราถูกปรับลงเหลือ 4.4 บาท/หุ้น จาก 4.8 บาท อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก 1) ราคาหุ้น SEAFCO ที่ปรับลง 24% จากจุดสูงสุดในปีนี้ดูเหมือนจะสะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว 2) หลังจากจ้างแรงงานต่างชาติเพิ่ม 200 คนใน 3Q-4Q22 ปัญหาการขาดแคลนแรงงานก็ได้รับการแก้ไข 3) มูลค่างานในมือที่เพิ่มขึ้นอย่างมากใน 4Q22 จะช่วยหนุนให้กำไรฟื้นตัวในปีหน้า และ 4) เราเห็นความเป็นไปได้ที่จะมีมูลค่าสูงขึ้น เนื่องจากโครงการโครงสร้างพื้นฐานที่ยื่นประมูลในปีนี้มีกำหนดที่จะเริ่มก่อสร้างในปีหน้า

มีรายได้แน่แล้วราว 90% ของคาดการณ์รายได้ปี 2023F ของเรา

หลังจากแก้ปัญหาการขาดแคลนแรงงาน SEAFCO ได้งานใหม่ 1.5 พัน ลบ. (รถไฟฟ้าสายสีม่วงใต้ 800 ลบ. และอาคารพาณิชย์ 690 ลบ.) ทำให้มูลค่างานในมือเพิ่มขึ้นเป็น 2.6 พันลบ. ใน 4Q22F เทียบกับ 1.2 พันลบ. ณ สิ้น 3Q22 และ 1.1 พันลบ. ณ สิ้น 2Q22 แม้ว่าเราจะไม่รวมรายได้ 171 ลบ. ใน 4Q22F และโครงการ Central Embassy 700 ลบ. เนื่องจากความล่าช้าที่ยาวนาน แต่เรายังคงคาดว่ามูลค่างานในมือของ SEAFCO ที่ 1.7 พันลบ. ณ สิ้นปี 2022F จะถูกรับรู้เป็นรายได้ในปีหน้า ซึ่งคิดเป็น 90% ของประมาณการรายได้ปี 2023F ของเราแล้ว ด้วยมีงานมูลค่าสูงมากขึ้น เช่น รถไฟฟ้าสายสีส้มตะวันออก การขยายสนามบินอู่ตะเภา และสนามบินดอนเมืองเฟส 3 เราจึงคาดว่ามูลค่างานใหม่ของ SEAFCO อยู่ที่ 1.6-1.8 พันลบ. ในปี 2023-24F เทียบกับ 1.4 พันลบ. ในปี 2022F, 519 ลบ. ในปี 2021 และ 3 พันลบ. ในปี 2019

แนวโน้มอัตรากำไร

ที่รายได้ 1.9-2.0 พันลบ. ในปี 2023-24F (เทียบกับ 728 ลบ. ในปี 2022F) และราคาเฉลี่ยที่ลดลง เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ SEAFCO จะฟื้นตัวจากติดลบ 14% ในปีนี้ เป็นบวก 15% ในปีหน้า และ 18% ในปี 2024F ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นระดับที่ระมัดระวังแล้วเมื่อเทียบกับ 17-18% ในปี 2015-17 ซึ่งรายได้อยู่ที่ 1.8-1.9 พันลบ. และ 21-23% ในปี 2018-19 เมื่อรายได้ อยู่ที่ 2.8-3.0 พันลบ. ซึ่งจะผลักดันให้กำไรของบริษัท พลิกกลับมาเป็นบวกที่ 155 ลบ. ในปีหน้า และเติบโตไปอีกที่ 28% y-y ในปี 2024F

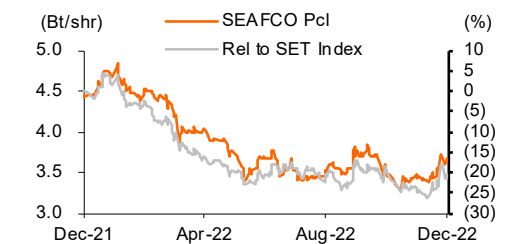
มีมูลค่าที่ไม่แพง

หลังจากที่ราคาหุ้นปรับลง 24% จากจุดสูงสุดในปีนี้ ปัจจุบัน SEAFCO ซื้อขายที่ PE ที่ 18 เท่า ในปี 2023F ก่อนที่จะลดลงเหลือ 14 เท่า ในปี 2024F ซึ่งเราเชื่อว่าจะไม่แพงเมื่อเทียบกับ PE เฉลี่ยที่ 19 เท่า ในช่วงก่อนโควิดปี 2015-19

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,435	728	1,969	1,921
Net profit	(57)	(174)	155	197
Consensus NP	—	(86)	112	153
Diff frm cons (%)	—	na	38.0	29.0
Norm profit	(55)	(174)	155	197
Prev. Norm profit	—	(28)	164	205
Chg frm prev (%)	—	na	(6.0)	(3.8)
Norm EPS (Bt)	(0.1)	(0.2)	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	na	na	na	27.7
Norm PE (x)	na	na	17.5	13.7
EV/EBITDA (x)	24.4	na	7.7	6.1
P/BV (x)	1.7	2.0	1.8	1.6
Div yield (%)	0.0	0.0	2.9	4.4
ROE (%)	na	na	10.6	12.4
Net D/E (%)	13.8	1.9	(6.5)	(16.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Dec-22 (Bt)	3.66
Market Cap (US\$ m)	77.2
Listed Shares (m shares)	739.7
Free Float (%)	73.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.1
12M Price H/L (Bt)	4.84/3.28
Sector	Construction
Major Shareholder	Thasnanipan Family 26.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย วัตถุประสงค์ แก้ไข หรือนอกขอบเขตที่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

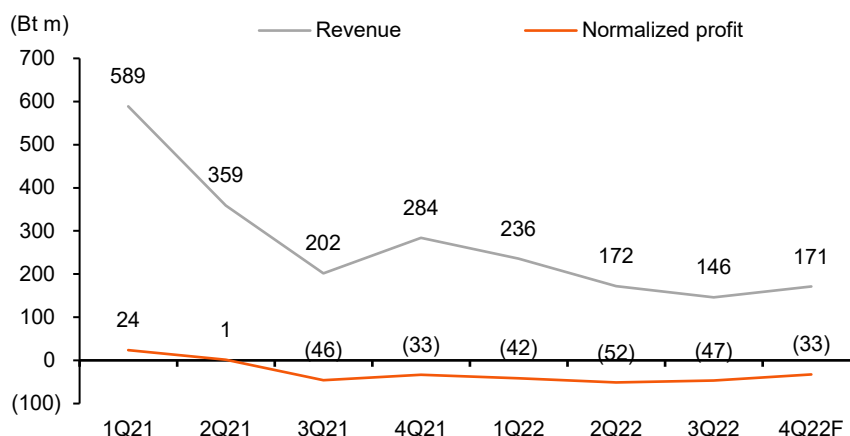


Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
New work value (Bt m)					
New	2,384	505	1,383	1,600	1,800
Old			1,400	2,000	2,060
Change (%)			(1.2)	(20.0)	(12.6)
Revenue (Bt m)					
New	2,560	1,435	728	1,969	1,921
Old			1,262	2,151	2,034
Change (%)			(42.3)	(8.5)	(5.6)
Gross margin (%)					
New	13.5	2.2	(13.5)	15.0	18.0
Old			5.0	15.0	18.0
Change (pp)			na	—	—

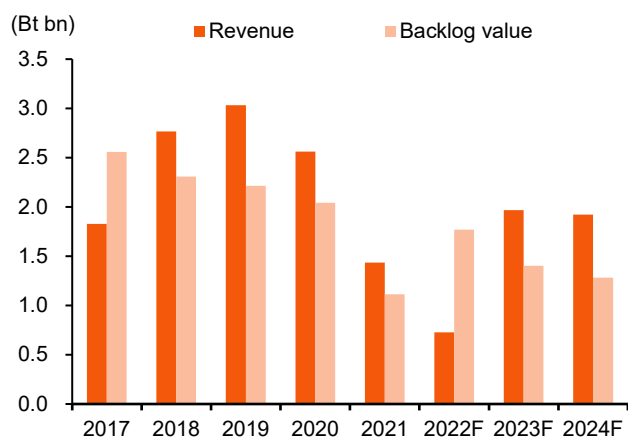
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Low Utilization Rate To Keep SEAFCO's Earnings Under Pressure This Year



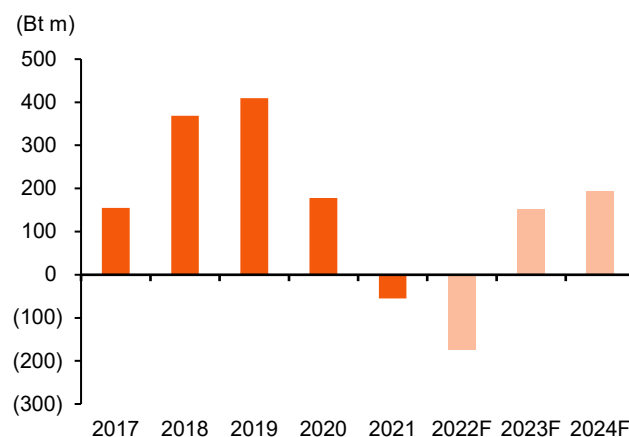
Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: But High Backlog At End-2022F To Drive Sales...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ...And Turn Around Its Earnings Next Year



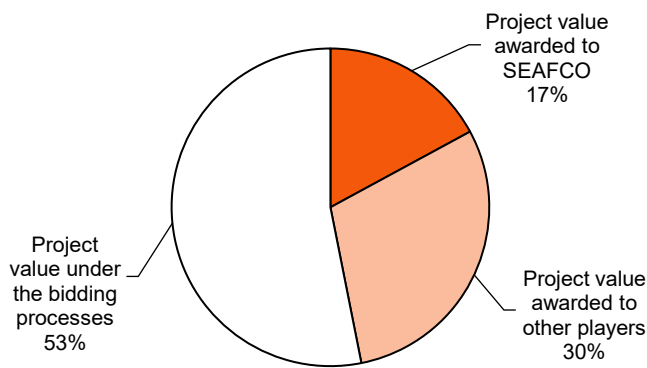
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Major Projects In SEAFCO's Backlog

Project	Value (Bt m)
Backlog as of September 2022	1,153
Excluding Central Embassy project	(700)
Adding Tenth Avenue	190
Adding North Plot	500
Adding South Purple Line	800
Deducting 4Q22F revenue	(171)
Backlog at end 2022F	1,771

Sources: Company data, Ch. Karnchang, Thanachart estimates

Ex 7: Project Value Under Bidding Processes



Sources: Company data, Thanachart estimates

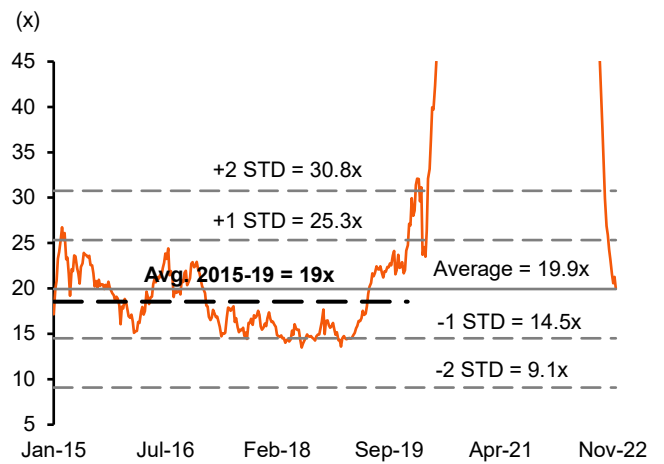
Note: During 1 Jan 2022 - 15 Nov 2022

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 8: SEAFCO'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	339	396	389	411	431	454	474	489	497	505	513	—
Free cash flow	99	226	234	245	262	282	299	315	326	333	341	4,419
PV of free cash flow	99	190	179	171	168	165	160	154	139	130	121	1,568
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	3,243											
Net debt (2022F)	26											
Minority interest	(1)											
Equity value	3,218											
# of shares (m)*	740											
Target price/share (Bt)	4.4											

Source: 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*	SEAFCO 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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพีแอนด์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทรับเหมาก่อสร้างและวิศวกรรม ซึ่งใช้เสาเข็มเจาะ กำแพงไดอะแฟรม และเทคโนโลยีวิศวกรรมใต้ดิน สำหรับงานฐานราก การก่อสร้างชั้นใต้ดิน และการพัฒนาสิ่งอำนวยความสะดวกใต้ดิน และงานส่วนล่าง ในกรุงเทพฯ และเมืองใหญ่อื่นๆ บริษัทฯ ดำเนินการและให้บริการในฐานะเป็นผู้รับเหมาหลัก ผู้รับเหมาช่วง และหุ้นส่วนร่วมทุน ทั้งกับภาครัฐและภาคเอกชน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ประสบการณ์ 40 ปี ความรู้และนวัตกรรมของบริษัททำให้บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดที่สูง
- ความสามารถในด้านต้นทุนจากการประหยัดจากต้นทุน
- สถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งที่มีอัตราหนี้สินต่อทุนที่ต่ำ

O — Opportunity

- ประเทศไทยกำลังเข้าสู่ช่วงการก่อสร้างขาขึ้น
- แนวโน้มการสร้างตึกสูงมากขึ้นในกทม. จากต้นทุนที่ดินที่สูง
- แผ่นดินที่หนาและอ่อนในกทม. ทำให้งานเสาเข็มเจาะเป็นที่ต้องการ

CONSENSUS COMPARISON

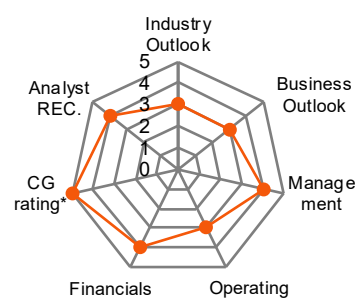
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.13	4.40	6%
Net profit 22F (Bt m)	(86)	(174)	na
Net profit 23F (Bt m)	112	155	38%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F ของเราสูงกว่าของตลาด 38% เนื่องจากเราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามองว่ารายได้และอัตรากำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวในเชิงรุกมากขึ้นหลังจากมีมูลค่างานในมือสูงขึ้นใน 4Q22
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด ตามคาดการณ์กำไรของเราที่สูงกว่า

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

- ใช้เงินลงทุนสูงและต้องการการใช้สินทรัพย์อย่างต่อเนื่อง
- งานเสาเข็มต้องใช้ความน่าเชื่อถือสูง
- ความเสี่ยงจากการพึ่งพาผู้บริหารที่มีโอกาสการเกษียณอายุ

T — Threat

- ความไม่มีเสถียรภาพทางการเมืองทำให้การลงทุนใหม่และโครงการก่อสร้างของภาคเอกชนของไทยล่าช้าออกไป
- ความผันผวนของราคาเหล็กและซีเมนต์ในช่วงสั้น

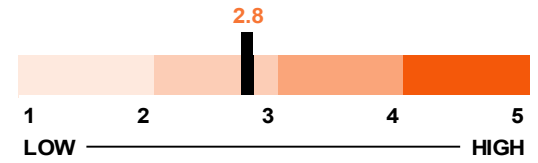
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การล่าช้าของโครงการก่อสร้างพื้นฐานภาครัฐ และโครงการของภาคเอกชน ส่งผลต่อสมมติฐานมูลค่างานใหม่ของเรา
- การล่าช้าจะส่งผลต่ออัตรากำไรขั้นต้นของ SEAFCO เนื่องจากมี operating leverage ในระดับสูง
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบในช่วงสั้นทำให้คาดการณ์กำไรได้รับผลกระทบ

Source: Thanachart

SEAFCO เป็นผู้รับเหมาเจาะเสาเข็มรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับเสาเข็มเจาะ ตอกเสาเข็ม กำแพงรับแรงดันของดิน (Diaphragm Wall) และงานปรับปรุงพื้นดินในโครงการโครงสร้างพื้นฐานและอาคารสูง งานของบริษัทฯ ปล่อยมลพิษบางส่วน และบริษัทฯ ได้ดำเนินการเพื่อบรรเทาผลกระทบตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง เราให้คะแนน ESG ที่ 2.8 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลางเพื่อสะท้อนแนวทางที่เป็นมาตรฐานในการจัดการสิ่งแวดล้อม

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)
SEAFCO	-	-	-	-	-	-	-	-	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

- นโยบายและการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมของ SEAFCO เป็นไปตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง มีการใช้มาตรการหลายอย่างเพื่อควบคุมการใช้พลังงานและน้ำ เช่น เครื่องจักรจะได้รับการตรวจสอบเป็นประจำเพื่อควบคุมการปล่อยควันดำ ขณะเดียวกันก็ช่วยประหยัดน้ำมันเครื่องยนต์ด้วยการเปลี่ยนถ่ายน้ำมันเครื่องครั้งใหญ่จาก 2,000 ชั่วโมงเป็น 3,200 ชั่วโมง
- บริษัทฯ ยังได้รับการตรวจสอบและประเมินผลในปี 2021 สำหรับการรับรองระบบการจัดการสิ่งแวดล้อมจากกรมโรงงานอุตสาหกรรม และค่าต่างๆ ทั้งน้ำ อากาศ เสียง ฝุ่นละออง สารเคมี อยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน
- ในปี 2021 ปริมาณการใช้เชื้อเพลิงทั้งหมดอยู่ที่ 3.3 ล้านลิตร และปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอยู่ที่ 9.7 ล้านกิโลกรัม/CO2e บริษัทฯ ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้ได้ 5% ภายใน 3 ปีข้างหน้า
- บริษัทฯ ได้รับใบรับรองโรงงานสีเขียว ระดับ 3 ในปี 2021 จากกรมโรงงานอุตสาหกรรม และได้รับรางวัลการฟื้นฟูชนบทแห่งประเทศไทยในพระบรมราชูปถัมภ์ "ESG 100" จากมูลนิธิไทยพัฒนา

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- SEAFCO ให้ความสำคัญกับพระราชบัญญัติ ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน พ.ศ. ๒๕๕๔
- บริษัทฯ กำหนดข้อกำหนดใน ISO9001 ว่าต้องส่งพนักงานรายเดือน 80% เข้าร่วมการฝึกอบรม อีกทั้งยังจัดให้มีการตรวจสอบสภาพพนักงานเป็นประจำทุกปี และมีสวัสดิการต่างๆ มากมาย เช่น ที่พักอาศัย การลดค่าครองชีพ กองทุนสำรองเลี้ยงชีพ และประกันสังคม
- บริษัทฯ ได้รับใบรับรองการจัดการคุณภาพ: ISO 9001:2015 ในปี 2021
- บริษัทฯ ร่วมกิจกรรมทางศาสนากับชุมชน เช่น ทอดผ้าป่าประจำปี ทอดผ้าป่าหล่อเทียนพรรษา นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังดำเนินโครงการ "You Give, We Pass" โดยการบริจาคสิ่งของจากผู้บริหาร พนักงาน และประชาชน ให้กับผู้ยากไร้ในพื้นที่ใกล้เคียงของบริษัทฯ

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- SEAFCO มีคณะกรรมการบริหาร (BOD) จำนวน 9 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 4 คน มีกรรมการหญิงสองคน
- คณะกรรมการตรวจสอบประกอบด้วยกรรมการอิสระ 3 คน เพื่อทำหน้าที่ตรวจสอบงบการเงิน ระบบควบคุมภายใน ระบบบริหารความเสี่ยง การปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับของรัฐบาล และการประเมินผลการปฏิบัติงานด้วยตนเอง
- ในปี 2021 บริษัทฯ ได้รับคะแนนการประเมินการกำกับดูแลกิจการที่ดีของบริษัทจดทะเบียนไทยในระดับดีเยี่ยมจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย อีกทั้งยังได้รับรางวัลนวัตกรรมดีเด่นจาก ตลท. ในการสร้างเสาเข็มเจาะโดยไม่ใช้เครื่องเขย่าเพื่อลดการรบกวนจากแรงสั่นสะเทือน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,560	1,435	728	1,969	1,921
Cost of sales	2,214	1,404	826	1,673	1,575
Gross profit	345	31	(98)	295	346
% gross margin	13.5%	2.2%	-13.5%	15.0%	18.0%
Selling & administration expenses	126	120	116	134	134
Operating profit	219	(89)	(215)	161	211
% operating margin	8.6%	-6.2%	-29.5%	8.2%	11.0%
Depreciation & amortization	213	209	170	177	185
EBITDA	432	120	(45)	339	396
% EBITDA margin	16.9%	8.3%	-6.1%	17.2%	20.6%
Non-operating income	25	41	35	35	35
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(24)	(21)	(15)	(8)	(4)
Pre-tax profit	220	(68)	(195)	188	242
Income tax	48	(11)	(19)	38	48
After-tax profit	172	(58)	(175)	151	194
% net margin	6.7%	-4.0%	-24.1%	7.7%	10.1%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	5	3	1	4	4
Extraordinary items	(23)	(2)	0	0	0
NET PROFIT	154	(57)	(174)	155	197
Normalized profit	178	(55)	(174)	155	197
EPS (Bt)	0.2	(0.1)	(0.2)	0.2	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	(0.1)	(0.2)	0.2	0.3

We expect the COVID hit to cause SEAFCO to make another loss in 2022F...

...before an earnings turnaround in 2023F when infrastructure projects start to be built

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	975	886	624	896	1,027
Cash & cash equivalent	111	231	200	200	350
Account receivables	459	372	140	378	368
Inventories	82	65	34	69	65
Others	323	217	250	250	244
Investments & loans	60	57	57	57	57
Net fixed assets	1,286	1,177	1,107	1,050	985
Other assets	757	593	479	489	493
Total assets	3,078	2,713	2,267	2,493	2,562
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,003	842	521	628	587
Account payables	593	355	181	367	345
Bank overdraft & ST loans	41	166	84	38	27
Current LT debt	158	145	74	33	23
Others current liabilities	210	176	183	190	191
Total LT debt	197	135	68	31	22
Others LT liabilities	266	182	299	306	308
Total liabilities	1,466	1,160	889	964	917
Minority interest	7	1	(1)	(5)	(9)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	370	370	370	370	370
Share premium	164	164	164	164	164
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5)	(8)	(8)	(8)	(8)
Retained earnings	1,076	1,027	853	1,008	1,128
Shareholders' equity	1,605	1,553	1,379	1,533	1,654
Liabilities & equity	3,078	2,713	2,267	2,493	2,562

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	220	(68)	(195)	188	242
Tax paid	(55)	8	17	(33)	(49)
Depreciation & amortization	213	209	170	177	185
Chg In working capital	81	(135)	90	(87)	(8)
Chg In other CA & CL / minorities	139	76	(24)	4	7
Cash flow from operations	598	89	58	249	377
Capex	115	(100)	(100)	(120)	(120)
Right of use	(375)	96	50	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(34)	3	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	30	(21)	181	7	9
Cash flow from investments	(265)	(22)	131	(124)	(121)
Debt financing	(246)	50	(220)	(125)	(29)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(155)	0	0	0	(77)
Warrants & other surplus	(17)	4	0	0	0
Cash flow from financing	(418)	54	(220)	(125)	(106)
Free cash flow	712	(11)	(42)	129	257

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.2	na	na	17.5	13.7
Normalized PE - at target price (x)	18.3	na	na	21.1	16.5
PE (x)	17.5	na	na	17.5	13.7
PE - at target price (x)	21.1	na	na	21.1	16.5
EV/EBITDA (x)	6.9	24.4	na	7.7	6.1
EV/EBITDA - at target price (x)	8.2	29.0	na	9.3	7.5
P/BV (x)	1.7	1.7	2.0	1.8	1.6
P/BV - at target price (x)	2.0	2.1	2.4	2.1	2.0
P/CFO (x)	4.5	30.3	46.4	10.9	7.2
Price/sales (x)	1.1	1.9	3.7	1.4	1.4
Dividend yield (%)	2.7	0.0	0.0	2.9	4.4
FCF Yield (%)	26.3	(0.4)	(1.5)	4.7	9.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	(0.1)	(0.2)	0.2	0.3
EPS	0.2	(0.1)	(0.2)	0.2	0.3
DPS	0.1	0.0	0.0	0.1	0.2
BV/share	2.2	2.1	1.9	2.1	2.2
CFO/share	0.8	0.1	0.1	0.3	0.5
FCF/share	1.0	(0.0)	(0.1)	0.2	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Bad news already looks to be baked into the share price

Strong 2023-24F earnings turnaround makes PE look undemanding at 18/14x vs. 19x pre-COVID

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(15.6)	(43.9)	(49.3)	170.5	(2.4)
Net profit (%)	(62.3)	na	na	na	27.7
EPS (%)	(62.3)	na	na	na	27.7
Normalized profit (%)	(56.6)	na	na	na	27.7
Normalized EPS (%)	(56.6)	na	na	na	27.7
Dividend payout ratio (%)	47.9	0.0	0.0	50.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.5	2.2	(13.5)	15.0	18.0
Operating margin (%)	8.6	(6.2)	(29.5)	8.2	11.0
EBITDA margin (%)	16.9	8.3	(6.1)	17.2	20.6
Net margin (%)	6.7	(4.0)	(24.1)	7.7	10.1
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	0.0	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	9.1	na	na	19.8	48.9
Interest coverage - EBITDA (x)	18.0	5.8	na	41.4	91.6
ROA - using norm profit (%)	5.7	na	na	6.5	7.8
ROE - using norm profit (%)	11.0	na	na	10.6	12.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.7	na	na	10.3	12.1
- asset turnover (x)	0.8	0.5	0.3	0.8	0.8
- operating margin (%)	9.6	na	na	10.0	12.8
- leverage (x)	1.9	1.8	1.7	1.6	1.6
- interest burden (%)	90.2	143.7	108.4	95.8	98.2
- tax burden (%)	78.1	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	8.3	(4.7)	(10.9)	9.2	11.8
NOPAT (Bt m)	171	(89)	(193)	129	169
invested capital (Bt m)	1,892	1,768	1,405	1,434	1,376

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. ("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 and 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 ทูชนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูชนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทูชนชาติ 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 ทูชนชาติ 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 ทูชนชาติ 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 นางอติวี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ 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
