

BUY (Unchanged)

TP: Bt 14.50

(From: Bt 15.50)

Change in Numbers

Upside : 23.9%

30 NOVEMBER 2022

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

GRM มีแนวโน้มสูงขึ้น

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SPRC แต่ปรับราคาเป้าหมายเป็น 14.5 บาท จาก 15.5 บาท จากสมมติฐานค่าการกลั่นที่ลดลง เรามองว่าหุ้นน่าสนใจที่ PE ที่ 8.5 เท่า ท่ามกลางแนวโน้มค่าการกลั่นที่สูงขึ้น



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน - “ตลาดโรงกลั่น ดึงตัว” วันที่ 30 พ.ย. 2022 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SPRC เรายังคงคาดว่า SPRC จะได้ประโยชน์จากอัตราค่าไรของ middle distillate ที่แข็งแกร่ง แม้ว่าจะเพิ่มขึ้นน้อยกว่าเมื่อเทียบกับคู่แข่งรายอื่น บริษัทฯ เป็นโรงกลั่นที่ดี ด้วยมีมarginsที่แข็งแกร่ง เราเชื่อว่า FCF yield ที่สูงถึง 17-19% สามารถรองรับอัตราเงินผลตอบแทนปันผลที่ 5.9/4.5% ในปี 2023-24F ได้ เรามองว่าหุ้นน่าสนใจที่ 2023F PE ที่ 8.5 เท่า และ P/BV ที่ 1.2 เท่า ซึ่งอยู่ใกล้ค่าเฉลี่ยในอดีต ขณะที่เราคาดว่าจะให้ ROE สูงที่ 14.5/12.5% ในปี 2024-23F

สมมติให้ GRM ลดลง

เราสมมติให้ GRM ลดลงเหมือนที่เราให้กับโรงกลั่นอื่นๆ เราสมมติให้ Singapore GRM อยู่ที่ US\$7.9/7.6/6.9/bbl ในปี 2023-25F ในแง่ของสัดส่วนผลิตภัณฑ์ SPRC อาจเสียเปรียบโรงกลั่นอื่นในประเทศเล็กน้อย เนื่องจากมีอัตราการผลิตแก๊สโซลีนที่ค่อนข้างสูง และผลิตภัณฑ์มีสเปคที่อ่อนแอ เราปรับลดประมาณการกำไรปกติของ SPRC ลง 20/13/17% ในปี 2022-24F และปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 14.5 บาท จาก 15.5 บาท

GRM สูงขึ้น แต่น้อยกว่าบริษัทอื่น

GRM ของ SPRC สูงกว่าคู่แข่งอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2015 เนื่องจาก gasoline spread สูงกว่าดีเซล เราคาดว่า GRM ของ SPRC จะต่ำกว่าคู่แข่งในปี 2022-24F เนื่องจากเราคาดว่า middle distillate จะเป็นแรงหนุนสำคัญที่ทำให้ค่าการกลั่นแข็งแกร่ง เมื่อเทียบกับบริษัทอื่น SPRC มีสัดส่วน gasoline ที่สูงกว่า และ middle distillate ที่น้อยกว่า ผลผลิต gasoline อยู่ที่ 25% ใน 3Q22 เทียบกับบริษัทอื่นที่ 20% ขณะที่ middle distillate อยู่ที่ 44% เทียบกับบริษัทอื่นที่ 49% ปัจจัยอีกประการหนึ่งที่ทำให้ต่ำกว่าคือ บริษัทฯ มีต้นทุนค่าขนส่งที่สูงกว่าปกติเช่นกัน เนื่องจากใบอนุญาต SPM ถูกระงับอยู่ในปัจจุบัน แม้ว่าจะต่ำกว่าคู่แข่ง แต่เรายังคงคาดว่า SPRC จะมี GRM ที่สูง เราคาดว่า GRM ของ SPRC จะอยู่ที่ US\$9/7.0/6.7/bbl ในปี 2022-24F ซึ่งยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$3.9/bbl อยู่มาก

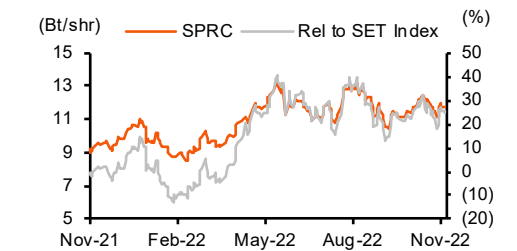
อัตราค่าไรของแก๊สโซลีนใกล้แตะระดับต่ำสุด

เรามองว่าอัตราค่าไรของแก๊สโซลีนใกล้จุดต่ำสุดแล้ว และปัจจุบันอยู่ที่ US\$15/bbl จากระดับต่ำสุดที่ US\$3.8/bbl ในเดือน ต.ค. 2022 แม้ว่าจะมีอุปสงค์น้อยตามฤดูกาลก็ตาม เราเชื่อว่าเป็นเพราะสต็อกแก๊สโซลีนคงคลังสหรัฐฯ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และราคาน้ำมันที่ลดลงน่าจะช่วยยกระดับอุปสงค์ได้ สิ่งนี้ถือเป็นผลดีต่อ SPRC เนื่องจากมีอัตราการผลิตน้ำมันเบนซินที่สูง เราคาดว่าอัตราค่าไรจากแก๊สโซลีนจะอยู่ที่ระดับเฉลี่ยในอดีตที่ US\$12/bbl ในปี 2023-24F ลดลงจาก US\$19/bbl ในปี 2022F เนื่องจากการเติบโตของอุปสงค์ที่ลดลง

COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m) | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| Sales | 172,484 | 273,611 | 246,337 | 232,246 |
| Net profit | 4,746 | 8,663 | 5,947 | 4,515 |
| Consensus NP | — | 12,259 | 6,552 | 6,419 |
| Diff frm cons (%) | — | (29.3) | (9.2) | (29.7) |
| Norm profit | (1,542) | 9,070 | 5,947 | 5,341 |
| Prev. Norm profit | — | 11,348 | 6,870 | 6,444 |
| Chg frm prev (%) | — | (20.1) | (13.4) | (17.1) |
| Norm EPS (Bt) | (0.4) | 2.1 | 1.4 | 1.2 |
| Norm EPS grw (%) | na | na | (34.4) | (10.2) |
| Norm PE (x) | na | 5.6 | 8.5 | 9.5 |
| EV/EBITDA (x) | 19.6 | 3.7 | 4.5 | 4.4 |
| P/BV (x) | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| Div yield (%) | 1.5 | 10.3 | 5.9 | 4.5 |
| ROE (%) | na | 24.4 | 14.5 | 12.5 |
| Net D/E (%) | 14.9 | 5.5 | (8.8) | (20.2) |

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

| | |
|-----------------------------|------------------------------|
| Price as of 29-Nov-22 (Bt) | 11.70 |
| Market Cap (US\$ m) | 1,433.8 |
| Listed Shares (m shares) | 4,335.9 |
| Free Float (%) | 39.4 |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 9.2 |
| 12M Price H/L (Bt) | 13.30/8.50 |
| Sector | Energy |
| Major Shareholder | Chevron Asia Holdings 60.56% |

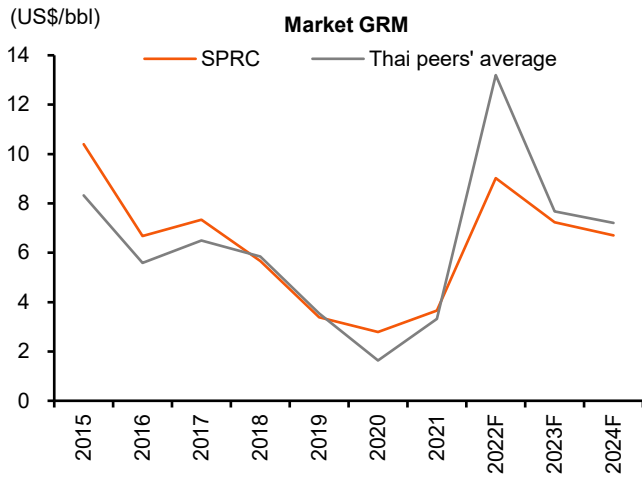
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P32

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

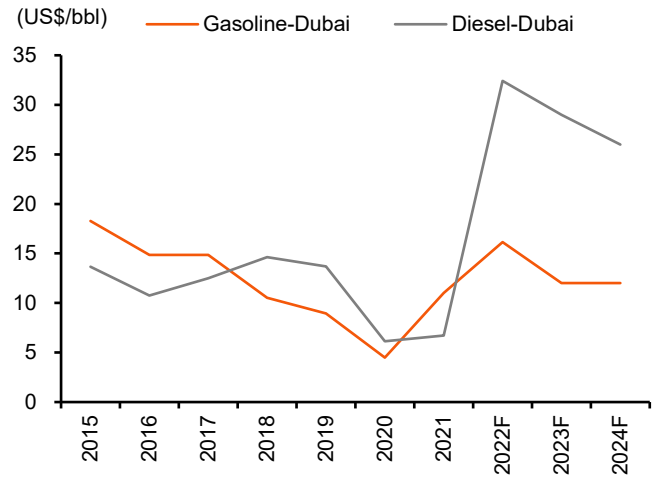


Ex 1: SPRC's GRM Vs. Thai Peers' Average



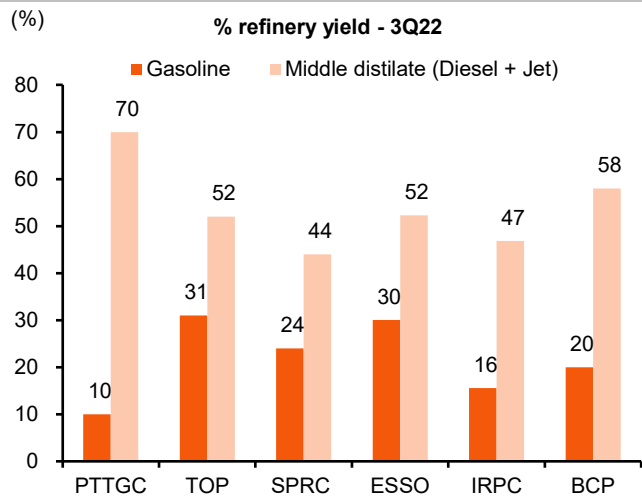
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Gasoline Margin To Be At A Discount To Diesel



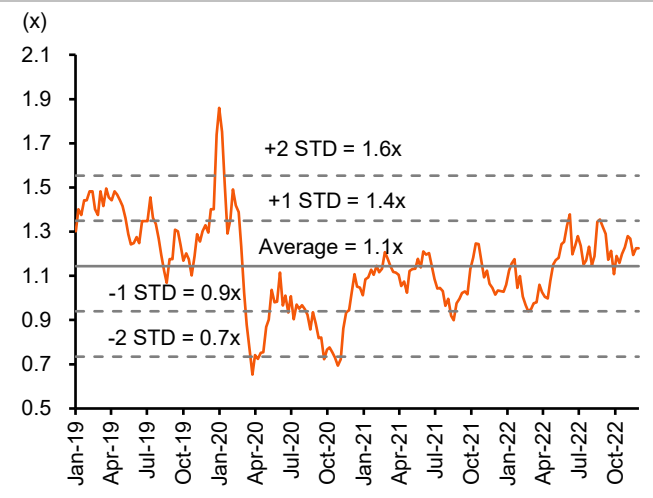
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Thai Refinery Yield



Source: Company data

Ex 4: SPRC's P/BV Range



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Revisions

| | 2019 | 2020 | 2021 | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------------------|---------|----------|---------|--------|--------|--------|
| Normalized profit (Bt m) | | | | | | |
| New | (4,034) | (6,325) | (1,542) | 9,070 | 5,947 | 5,341 |
| Old | | | | 11,348 | 6,870 | 6,444 |
| Change (%) | | | | (20.1) | (13.4) | (17.1) |
| Net profit (Bt m) | | | | | | |
| New | (1,694) | (12,280) | 4,746 | 8,663 | 5,947 | 4,515 |
| Old | | | | 13,807 | 5,073 | 5,583 |
| Change (%) | | | | (37.3) | 17.2 | (19.1) |
| Market GRM (US\$/bbl) | | | | | | |
| New | 3.4 | 2.8 | 3.7 | 9.0 | 7.2 | 6.7 |
| Old | | | | 9.9 | 7.5 | 7.4 |
| Change (%) | | | | (9.0) | (3.7) | (8.8) |
| Utilization (%) | | | | | | |
| New | 81.5 | 86.7 | 77.2 | 90.0 | 92.0 | 94.0 |
| Old | | | | 92.0 | 98.0 | 98.0 |
| Change (ppt) | | | | (2.0) | (6.0) | (4.0) |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 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 + dividend | 10,477 | 9,433 | 7,763 | 6,913 | 7,430 | 7,436 | 7,439 | 7,442 | 5,381 | 7,454 | 7,460 | |
| Free cash flow | 10,247 | 8,474 | 5,420 | 1,902 | 5,892 | 5,896 | 5,903 | 5,911 | 7,671 | 2,525 | 5,940 | 66,899 |
| PV of free cash flow | 9,402 | 7,131 | 4,129 | 1,323 | 3,745 | 3,421 | 3,129 | 2,862 | 3,261 | 976 | 2,088 | 23,511 |
| Risk-free rate (%) | 2.5 | | | | | | | | | | | |
| Market risk premium (%) | 8.0 | | | | | | | | | | | |
| Beta | 1.0 | | | | | | | | | | | |
| WACC (%) | 9.0 | | | | | | | | | | | |
| Terminal growth (%) | 1.0 | | | | | | | | | | | |
| Enterprise value - add | 64,979 | | | | | | | | | | | |
| Investments | | | | | | | | | | | | |
| Net debt (2022F) | 2,198 | | | | | | | | | | | |
| Minority interest | 0 | | | | | | | | | | | |
| Equity value | 62,780 | | | | | | | | | | | |
| # of shares (m) | 4,336 | | | | | | | | | | | |
| Equity value/sh (Bt) | 14.5 | | | | | | | | | | | |

Sources: Thanachart estimates

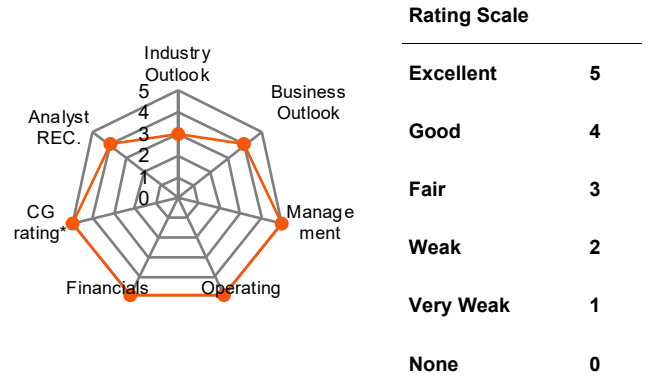
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

โรงงานของ SPRC ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งได้แก่ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว น้ำมันเบนซิน ไร้สารตะกั่วเกรดพิเศษและเกรดธรรมดา น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว น้ำมันเตา และยางมะตอย รวมทั้งผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีซึ่งใช้เป็นผลิตภัณฑ์ตั้งต้นในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้แก่ โพรพิลีนเกรดโพลิเมอร์ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว แนฟทาเกรดปิโตรเคมี ก๊าซผสม C4 และรีฟอร์มเมท บริษัทฯ มีกำลังการผลิต 175K b/d

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงกลั่นนำเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงกลั่นเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายสู่ธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

| | Consensus | Thanachart | Diff |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt) | 12.83 | 14.50 | 13% |
| Net profit 22F (Bt m) | 12,259 | 8,663 | -29% |
| Net profit 23F (Bt m) | 6,552 | 5,947 | -9% |
| Consensus REC | BUY: 9 | HOLD: 6 | SELL: 3 |

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการของเราต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากการคาดการณ์ GRM ที่ต่ำลง และขาดทุนสต็อกของเรา ประมาณการกำไรปี 2023F ของเราน่าจะต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากการรวมค่าขนส่งที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราเกี่ยวกับค่าการกลั่น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

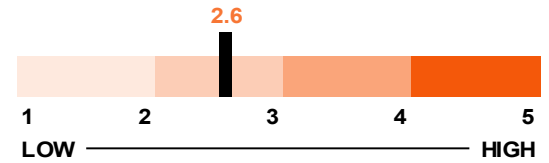
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยงหากเงินส่งออกมากขึ้น หรือความต้องการลดลงอย่างมาก ซึ่งจะทำให้ค่าการกลั่นปรับลดลง
- การแทรกแซงราคาหน้าโรงกลั่นของรัฐบาลจะช่วยลดแรงกดดันด้านเงินเพื่อ

Source: Thanachart

SPRC เป็นหนึ่งในบริษัทที่มีความโปร่งใสที่สุดและมีมาตรการที่แข็งแกร่งในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเพื่อชดเชยธุรกรรมระหว่างกันกับผู้ถือหุ้นใหญ่ อย่างเชฟรอน เราให้คะแนน ESG สำหรับ SPRC ที่ 2.6 เนื่องจากการที่ SPRC มีความเข้มข้นของพลังงานสูงตามลักษณะธุรกิจ และไม่มีโครงการลงทุนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

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) |
|------|---------------|------------|------------|----------------|-------------------------|-------------------|--------------------|-----------------|-----------------|
| SPRC | - | - | - | - | 56.47 | 54.92 | 26.94 | - | 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 |
|---|---|
| <p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย | <ul style="list-style-type: none"> - ในปี 2021 SPRC ปล่อย 1.3 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ซึ่งคงที่จากปี 2018 ความเข้มข้นของการปล่อยอยู่ที่ 194 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทพลังงานไทยอื่นที่ 280 กก./BOE เราเชื่อว่าเป็นเพราะการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจที่ต่ำ เนื่องจากบริษัทมีโรงกลั่นเป็นธุรกิจหลักเท่านั้น - บริษัทฯ ไม่มีเป้าหมายการลดการปล่อยมลพิษที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีเป้าหมายในการป้องกันการรั่วไหลเป็นศูนย์ การปรับปรุงคุณภาพอากาศ และการจัดการของเสีย/น้ำ นอกจากนี้ SPRC จะร่วมมือกับ Chevron ซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำของโลก เพื่อศึกษาและจัดทำโครงการปรับปรุงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจำเป็นต่อการใช้พลังงานและการปล่อยก๊าซเรือนกระจก - SPRC ล้ำหลังกว่าคู่แข่งทั่วโลกในแง่ของการหันไปทำธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพหรือพลังงานหมุนเวียนที่สามารถช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนได้ เราเชื่อว่าบริษัทฯ คงเป้าหมายที่จะใช้เงินลงทุนในการปรับปรุงประสิทธิภาพ |
| <p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม | <ul style="list-style-type: none"> - บริษัทฯ ใช้นโยบายสิ่งแวดล้อม อาชีวอนามัยและความปลอดภัย (EHS) เป็นกรอบสำหรับความปลอดภัยสำหรับการปฏิบัติงานทั้งหมดของ SPRC บริษัทฯ มีเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในช่วงต้นปี 2022 แต่บริษัทฯ ได้ดำเนินการอย่างทันท่วงที และไม่มีรายงานผู้ได้รับบาดเจ็บสาหัส บริษัทฯ ยังรับผิดชอบในการฟื้นฟูความเสียหายและจ่ายค่าชดเชยให้กับกลุ่มคนที่ได้รับผลกระทบเป็นจำนวนเงิน US\$42m ในปี 2022 - ในปี 2021 SPRC ไม่ได้รับข้อร้องเรียนใดๆ ผ่านช่องทางการแจ้งเบาะแส ณ เดือนธันวาคม 2021 SPRC มีอัตราการจ้างงาน 7% รวมมีพนักงานเต็มเวลา 499 คน ซึ่ง 492 คน ทำงานประจำ 70% ของพนักงานอยู่กับครอบครัว SPRC มานานกว่า 10 ปี และอัตราการลาออกบริษัทฯ อยู่ที่ 2% เท่านั้น |
| <p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม | <ul style="list-style-type: none"> - ผู้ถือหุ้นรายใหญ่คือ Chevron South Asia Limited ซึ่งถือหุ้น 60.6% แต่บริษัทฯ ดำเนินกิจการโดยอิสระ และมีความยืดหยุ่นในการจัดซื้อน้ำมันดิบ - บริษัทฯ มีสัดส่วนคณะกรรมการที่ดี โดยมีแนวทางนโยบายและทบทวนผลงานเป็นประจำทุกปี สมาชิกคณะกรรมการ 4 ใน 8 คนของ SPRC เป็นกรรมการอิสระที่ไม่เป็นผู้บริหาร (INED) มีกรรมการบริหารเพียงคนเดียวที่ทำหน้าที่ในคณะกรรมการ: CEO Robert Joseph Dobrik ตัวแทนจากเชฟรอน - อัตรากำไรจากผลการดำเนินงานเป็นไปตามเกณฑ์มาตรฐานและสามารถตรวจสอบได้อย่างง่ายดาย มีการรายงานค่าสอบบัญชี และใช้มาตรฐานการบัญชี IFRS แม้ว่าจะมีความเสี่ยงจากหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และอัตราแลกเปลี่ยน แต่ยังคงแข็งแกร่ง |

INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------------------------|-----------------|----------------|---------------|---------------|--------------|
| Sales | 130,163 | 172,484 | 273,611 | 246,337 | 232,246 |
| Cost of sales | 137,169 | 171,528 | 261,460 | 237,897 | 224,876 |
| Gross profit | (7,006) | 956 | 12,151 | 8,440 | 7,370 |
| % gross margin | -5.4% | 0.6% | 4.4% | 3.4% | 3.2% |
| Selling & administration expenses | 911 | 749 | 881 | 881 | 881 |
| Operating profit | (7,916) | 207 | 11,270 | 7,559 | 6,489 |
| % operating margin | -6.1% | 0.1% | 4.1% | 3.1% | 2.8% |
| Depreciation & amortization | 2,832 | 2,644 | 2,874 | 2,918 | 2,944 |
| EBITDA | (5,084) | 2,851 | 14,144 | 10,477 | 9,433 |
| % EBITDA margin | -3.9% | 1.7% | 5.2% | 4.3% | 4.1% |
| Non-operating income | 71 | 62 | 40 | 70 | 103 |
| Non-operating expenses | 143 | (433) | 0 | 0 | 0 |
| Interest expense | (177) | (212) | (249) | (204) | (130) |
| Pre-tax profit | (7,880) | (376) | 11,061 | 7,425 | 6,462 |
| Income tax | (1,555) | 1,166 | 1,990 | 1,478 | 1,121 |
| After-tax profit | (6,325) | (1,542) | 9,070 | 5,947 | 5,341 |
| % net margin | -4.9% | -0.9% | 3.3% | 2.4% | 2.3% |
| Shares in affiliates' Earnings | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Minority interests | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Extraordinary items | (5,955) | 6,288 | (407) | 0 | (826) |
| NET PROFIT | (12,280) | 4,746 | 8,663 | 5,947 | 4,515 |
| Normalized profit | (6,325) | (1,542) | 9,070 | 5,947 | 5,341 |
| EPS (Bt) | (2.8) | 1.1 | 2.0 | 1.4 | 1.0 |
| Normalized EPS (Bt) | (1.5) | (0.4) | 2.1 | 1.4 | 1.2 |

Though we expect lower profit in 2023F, we see upside risk if the Ukraine war is prolonged

BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| ASSETS: | | | | | |
| Current assets: | 19,323 | 32,731 | 43,304 | 43,691 | 44,254 |
| Cash & cash equivalent | 1,635 | 2,945 | 5,000 | 9,000 | 11,500 |
| Account receivables | 8,515 | 13,219 | 16,732 | 15,064 | 14,202 |
| Inventories | 9,052 | 16,486 | 21,444 | 19,511 | 18,443 |
| Others | 121 | 81 | 128 | 115 | 109 |
| Investments & loans | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Net fixed assets | 24,156 | 24,219 | 23,045 | 20,827 | 18,583 |
| Other assets | 3,062 | 1,776 | 2,763 | 2,497 | 2,359 |
| Total assets | 46,541 | 58,726 | 69,112 | 67,015 | 65,197 |
| LIABILITIES: | | | | | |
| Current liabilities: | 10,740 | 20,031 | 21,652 | 19,330 | 18,002 |
| Account payables | 7,821 | 13,961 | 18,045 | 16,419 | 15,520 |
| Bank overdraft & ST loans | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Current LT debt | 1,380 | 4,680 | 1,080 | 797 | 396 |
| Others current liabilities | 1,539 | 1,390 | 2,527 | 2,114 | 2,086 |
| Total LT debt | 8,857 | 3,374 | 6,118 | 4,519 | 2,246 |
| Others LT liabilities | 517 | 950 | 1,297 | 1,262 | 1,145 |
| Total liabilities | 20,114 | 24,355 | 29,067 | 25,111 | 21,394 |
| Minority interest | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Preferreds shares | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Paid-up capital | 30,004 | 30,004 | 30,004 | 30,004 | 30,004 |
| Share premium | 978 | 978 | 978 | 978 | 978 |
| Warrants | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Surplus | (7,447) | (4,207) | (4,207) | (4,207) | (4,207) |
| Retained earnings | 2,892 | 7,596 | 13,270 | 15,129 | 17,029 |
| Shareholders' equity | 26,427 | 34,371 | 40,045 | 41,904 | 43,804 |
| Liabilities & equity | 46,541 | 58,726 | 69,112 | 67,015 | 65,197 |

Balance sheet remains strong despite a difficult operating environment during the pandemic

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m) | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax | (7,880) | (376) | 11,061 | 7,425 | 6,462 |
| Tax paid | 1,555 | (1,166) | (1,990) | (1,478) | (1,121) |
| Depreciation & amortization | 2,832 | 2,644 | 2,874 | 2,918 | 2,944 |
| Chg In working capital | 1,736 | (5,999) | (4,386) | 1,974 | 1,031 |
| Chg In other CA & CL / minorities | 847 | (171) | 1,086 | (402) | (23) |
| Cash flow from operations | (910) | (5,068) | 8,645 | 10,437 | 9,293 |
| Capex | (253) | (2,665) | (1,700) | (700) | (700) |
| Right of use | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| ST loans & investments | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| LT loans & investments | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Adj for asset revaluation | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Chg In other assets & liabilities | (7,191) | 7,670 | (1,045) | 234 | (804) |
| Cash flow from investments | (7,444) | 5,005 | (2,745) | (466) | (1,504) |
| Debt financing | 3,738 | (1,824) | (856) | (1,882) | (2,674) |
| Capital increase | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | (271) | (774) | (2,989) | (4,088) | (2,616) |
| Warrants & other surplus | 6,502 | 3,971 | 0 | 0 | 0 |
| Cash flow from financing | 9,969 | 1,373 | (3,844) | (5,970) | (5,289) |
| Free cash flow | (1,163) | (7,733) | 6,945 | 9,737 | 8,593 |

With limited capex, high GRM, FCF is strong over the next three years

VALUATION

| FY ending Dec | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Normalized PE (x) | na | na | 5.6 | 8.5 | 9.5 |
| Normalized PE - at target price (x) | na | na | 6.9 | 10.6 | 11.8 |
| PE (x) | na | 10.7 | 5.9 | 8.5 | 11.2 |
| PE - at target price (x) | na | 13.2 | 7.3 | 10.6 | 13.9 |
| EV/EBITDA (x) | na | 19.6 | 3.7 | 4.5 | 4.4 |
| EV/EBITDA - at target price (x) | na | 23.8 | 4.6 | 5.6 | 5.7 |
| P/BV (x) | 1.9 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.2 |
| P/BV - at target price (x) | 2.4 | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.4 |
| P/CFO (x) | (55.7) | (10.0) | 5.9 | 4.9 | 5.5 |
| Price/sales (x) | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.2 |
| Dividend yield (%) | 0.0 | 1.5 | 10.3 | 5.9 | 4.5 |
| FCF Yield (%) | (2.3) | (15.2) | 13.7 | 19.2 | 16.9 |
| (Bt) | | | | | |
| Normalized EPS | (1.5) | (0.4) | 2.1 | 1.4 | 1.2 |
| EPS | (2.8) | 1.1 | 2.0 | 1.4 | 1.0 |
| DPS | 0.0 | 0.2 | 1.2 | 0.7 | 0.5 |
| BV/share | 6.1 | 7.9 | 9.2 | 9.7 | 10.1 |
| CFO/share | (0.2) | (1.2) | 2.0 | 2.4 | 2.1 |
| FCF/share | (0.3) | (1.8) | 1.6 | 2.2 | 2.0 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation at 1.2x P/BV looks attractive to us vs. ROE of 14.5% in 2023F

FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec | 2020A | 2021A | 2022F | 2023F | 2024F |
|----------------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Growth Rate | | | | | |
| Sales (%) | (22.9) | 32.5 | 58.6 | (10.0) | (5.7) |
| Net profit (%) | na | na | 82.5 | (31.4) | (24.1) |
| EPS (%) | na | na | 82.5 | (31.4) | (24.1) |
| Normalized profit (%) | na | na | na | (34.4) | (10.2) |
| Normalized EPS (%) | na | na | na | (34.4) | (10.2) |
| Dividend payout ratio (%) | 0.0 | 16.3 | 60.1 | 50.0 | 50.0 |
| Operating performance | | | | | |
| Gross margin (%) | (5.4) | 0.6 | 4.4 | 3.4 | 3.2 |
| Operating margin (%) | (6.1) | 0.1 | 4.1 | 3.1 | 2.8 |
| EBITDA margin (%) | (3.9) | 1.7 | 5.2 | 4.3 | 4.1 |
| Net margin (%) | (4.9) | (0.9) | 3.3 | 2.4 | 2.3 |
| D/E (incl. minor) (x) | 0.4 | 0.2 | 0.2 | 0.1 | 0.1 |
| Net D/E (incl. minor) (x) | 0.3 | 0.1 | 0.1 | (0.1) | (0.2) |
| Interest coverage - EBIT (x) | na | 1.0 | 45.2 | 37.0 | 49.9 |
| Interest coverage - EBITDA (x) | na | 13.5 | 56.8 | 51.3 | 72.6 |
| ROA - using norm profit (%) | na | na | 14.2 | 8.7 | 8.1 |
| ROE - using norm profit (%) | na | na | 24.4 | 14.5 | 12.5 |
| DuPont | | | | | |
| ROE - using after tax profit (%) | na | na | 24.4 | 14.5 | 12.5 |
| - asset turnover (x) | 2.6 | 3.3 | 4.3 | 3.6 | 3.5 |
| - operating margin (%) | na | na | 4.1 | 3.1 | 2.8 |
| - leverage (x) | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.5 |
| - interest burden (%) | 102.3 | 229.4 | 97.8 | 97.3 | 98.0 |
| - tax burden (%) | na | na | 82.0 | 80.1 | 82.7 |
| WACC (%) | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 | 9.0 |
| ROIC (%) | (20.2) | 0.6 | 23.2 | 14.3 | 13.6 |
| NOPAT (Bt m) | (7,916) | 207 | 9,164 | 6,055 | 5,199 |
| invested capital (Bt m) | 35,029 | 39,480 | 42,243 | 38,220 | 34,946 |

ROE looks set to remain at double-digit levels over the next three years.

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 74 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, 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 มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง 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 ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรชมิล 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 สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ 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, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
