

BUY (Unchanged)

TP: Bt 13.00

(From: Bt 17.00)

6 JANUARY 2023

Change in Numbers

Upside : 23.8%

BEC World Pcl (BEC TB)

แนวโน้มเติบโต

เรคาดำแนะนำ "ซื้อ" BEC ด้วยค่างานกำไรจะแตะจุดต่ำสุดใน 2H22F และเติบโต 45/20% ในปี 2023-24F ปัจจัยหนุนในปี 2023F คือการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจ ด้วยเม็ดเงินโฆษณาเติบโต และการปรับขึ้นราคาของธุรกิจขายคอนเทนท์



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ปัจจัยผลักดัน

เรคาดำแนะนำ "ซื้อ" BEC ด้วยค่างานกำไรจะแตะจุดต่ำสุดใน 2H22F และฟื้นตัว 45/20% ในปี 2023-24F ปัจจัยผลักดัน 3 ประการที่สำคัญ ได้แก่ 1) เศรษฐกิจที่มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งขึ้นในปี 2023F น่าจะช่วยให้การใช้จ่ายโฆษณาทางทีวีฟื้นตัวหลังจากย่อมากกว่าสามปี 2) มีคอนเทนต์สดใหม่ ซึ่งต่างจากปีนี้ที่ฉายซ้ำรายการละคร ซึ่งน่าจะผลักดันทั้งรายได้และอัตรากำไร 3) BEC สามารถเพิ่มราคาขายคอนเทนท์ในปี 2023 และส่งผลบวกโดยตรงสู่กำไร และ 4) เราเชื่อว่าราคาดัชนีที่ลดลง 40% จากจุดสูงสุดของปีที่ผ่านมาได้สะท้อนถึงความอ่อนแอใน 2H22F จากการออกอากาศรายการใหม่ที่ยากจัด และความล่าช้าของข้อตกลงการขายคอนเทนท์ เราปรับลดประมาณการกำไรลง 41/36/36% ในปี 2022-24F และปรับราคาเป้าหมายปี 2023F ลงเหลือ 13 บาท (จาก 17 บาท)

ราคาขายคอนเทนท์สูงขึ้น

BEC ได้ปรับราคาขายคอนเทนท์ขึ้นในปี 2023 และนี่เป็นปัจจัยหลักผลักดันให้กำไรพลิกฟื้น ยอดขายเนื้อหาอยู่ที่ฐานต่ำแล้วที่ 640 ลบ. ในปี 2022F ลดลงจาก 826 ลบ. ในปี 2021 เนื่องจากข้อตกลงการซื้อซ้ำ และมีคอนเทนต์ที่ออกอากาศแบบคู่ขนานซึ่งให้กำไรสูงมีน้อยลง เรคาดำแนะนำการปรับขึ้นราคาจะผลักดันยอดขายคอนเทนท์ให้เติบโต 15/10% ในปี 2023-24F เนื่องจากผลจากการปรับขึ้นราคามุ่งตรงสู่กำไรเป็นส่วนใหญ่ จึงส่งผลกระทบต่อเติบโตของกำไรอย่างมีนัยสำคัญ

อุตสาหกรรมทีวีแตะจุดต่ำสุดแล้ว

จากการระบาดของโควิด 3 ปีติดต่อกัน และผลกระทบจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน การใช้จ่ายโฆษณาผ่านสื่อทีวีจึงลดลง 10% ในปี 2020 และยังคงทรงตัวที่ +0.8/-1.9% ในปี 2021-22F เนื่องจากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจเริ่มแข็งแกร่งขึ้น เรคาดำแนะนำเม็ดเงินโฆษณาผ่านสื่อทีวีจะฟื้นตัวราว 7/5/3% ในปี 2023-25F และกลับสู่ระดับก่อนเกิดโควิดในปี 2024F เรคาดำแนะนำ BEC ในฐานะผู้เล่นชั้นนำจะเติบโตดีกว่าอุตสาหกรรม ด้วยค่างานรายได้โฆษณาจะเติบโต 11/8% ในปี 2023-24F ปัจจัยผลักดันในระยะใกล้สำหรับ BEC คือ การเลือกตั้งทั่วไปที่กำลังจะมีขึ้น เนื่องจากเป็นช่องทางที่มีคอนเทนต์ข่าวชั้นนำเป็นอันดับต้นๆ เรายังคงสมมติให้การใช้จ่ายโฆษณาผ่านสื่อทีวียังคงสูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับสื่อออนไลน์จาก 59-65% ของเม็ดเงินโฆษณารวมในปี 2015-2020 เป็น 50-53% ในปี 2022-25F

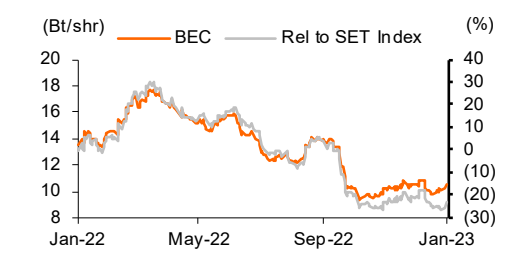
มีอัตรากำไรดีขึ้น

มีเรื่องราวหนุนอัตรากำไรที่สำคัญ 2 เรื่องสำหรับ BEC และเรคาดำแนะนำ EBIT margin จะเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดที่ 14% ในปี 2022F เป็น 17/19% ในปี 2023-24F ปัจจัยขับเคลื่อนหลัก 2 ประการคือ 1) การเพิ่มราคาขายคอนเทนท์ และ 2) การออกอากาศคอนเทนต์ใหม่ในสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับรายการที่ฉายซ้ำ ส่งผลให้อัตรากำไรใช้เวลาโฆษณา และค่าโฆษณาสูงขึ้น เรคาดำแนะนำอัตรากำไรใช้เวลาโฆษณาจะเพิ่มขึ้นกลับสู่ระดับ 74/76% ในปี 2023-24F เทียบกับ 63/67/68% ในปี 2020-22F นอกจากนี้เรายังคาดว่าอัตรากำไรโฆษณารวมแตะจุดต่ำสุดในปี 2022 และฟื้นตัว 2/5% ในปี 2023-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,680	5,149	5,720	6,214
Net profit	762	555	751	904
Consensus NP	—	698	858	977
Diff frm cons (%)	—	(20.5)	(12.5)	(7.5)
Norm profit	847	517	751	904
Prev. Norm profit	—	872	1,169	1,418
Chg frm prev (%)	—	(40.7)	(35.8)	(36.2)
Norm EPS (Bt)	0.4	0.3	0.4	0.5
Norm EPS grw (%)	na	(39.0)	45.2	20.5
Norm PE (x)	24.8	40.6	28.0	23.2
EV/EBITDA (x)	6.2	6.7	6.1	5.8
P/BV (x)	3.4	3.2	3.2	3.1
Div yield (%)	0.0	2.4	3.2	3.9
ROE (%)	14.6	8.1	11.4	13.4
Net D/E (%)	(27.7)	(41.1)	(40.4)	(35.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Jan-23 (Bt)	10.50
Market Cap (US\$ m)	616.8
Listed Shares (m shares)	2,000.0
Free Float (%)	38.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.5
12M Price H/L (Bt)	17.70/9.35
Sector	MEDIA
Major Shareholder	Maleenont Family 45.5%

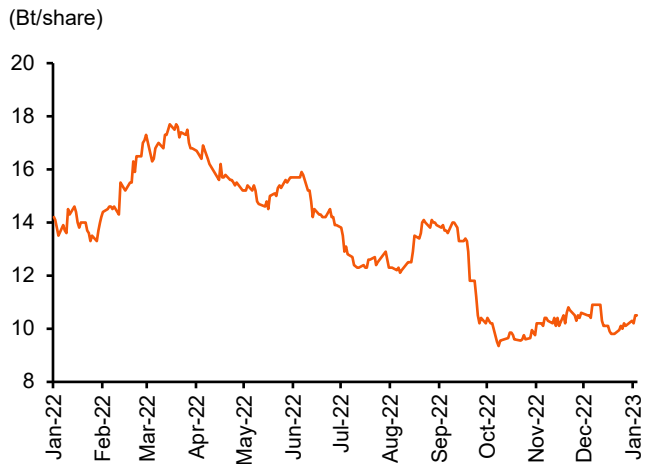
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P9

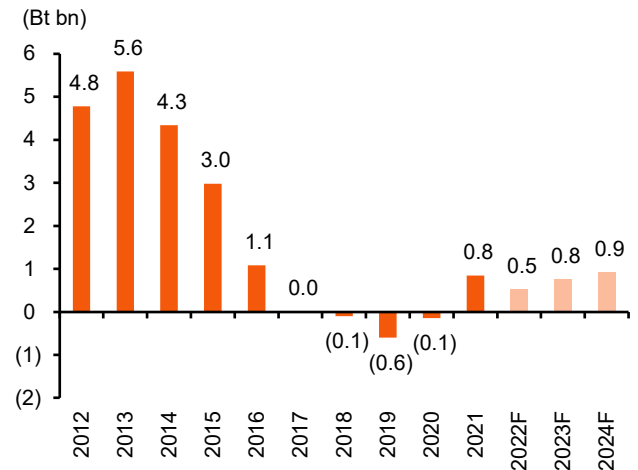
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

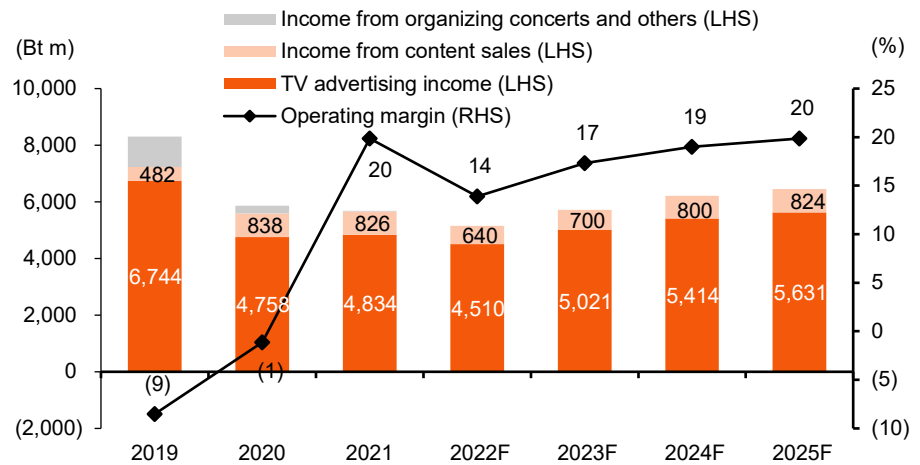


Ex 1: Share Price Reflects Weak 2H22F Profit

Source: Bloomberg

Ex 2: Expecting 2023-24F Earnings Turnaround By 45/20%

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Revenue Forecasts

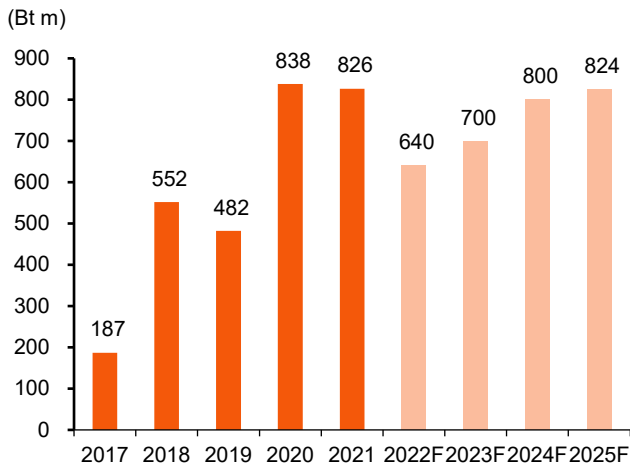
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Key Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
TV - Ad rate (Bt/minute)						
New	102,500	85,900	82,000	75,932	77,451	81,323
Old				80,360	80,360	83,574
Change (%)				(5.5)	(3.6)	(2.7)
Content sales revenue (Bt m)						
New	482	838	826	640	700	800
Old				920	1,104	1,325
Change (%)				(30.4)	(36.6)	(39.6)
Normalized profit (Bt m)						
New	(596)	(146)	847	517	751	904
Old				872	1,169	1,418
Change (%)				(40.7)	(35.8)	(36.2)

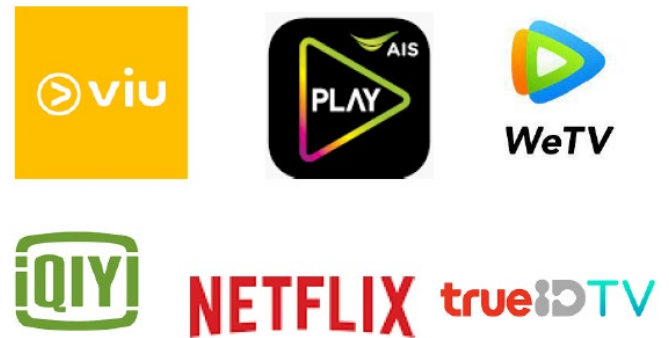
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Content Sales Revenue Forecasts



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Examples of Buyer Platforms



Source: Company data

Ex 7: BEC's Content Was Top Of Netflix's Charts



Source: Netflix

Ex 8: Two BEC Soaps On VIU 2022 Best Thai Series



Source: VIU

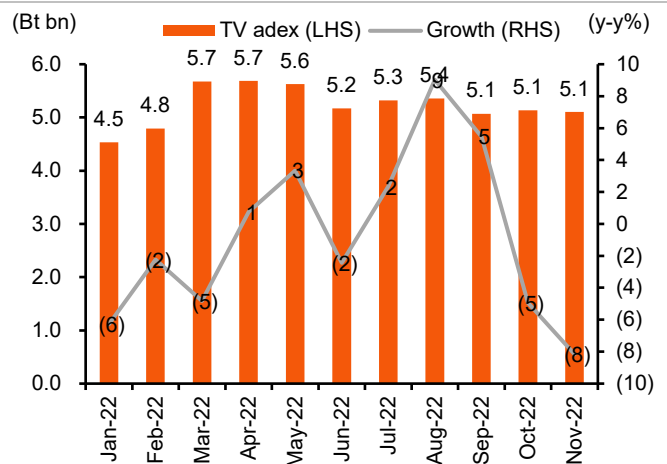
Ex 9: 11M22 TV Adex Falls 0.4% y-y...

(Bt m)	11M22	y-y%	Nov-22	y-y%	m-m%
Total adex	108,467	10.2	10,415	7.1	5.1
TV	57,733	(0.4)	5,105	(8.2)	(0.6)
Internet	24,354	7.8	2,269	4.5	0.0
Outdoor*	12,728	45.7	1,562	73.7	13.9
Cinema	6,966	153.6	805	73.9	59.4
Radio	2,769	(1.7)	256	(4.1)	3.2
Print	3,113	4.6	341	11.8	10.4
In-store	804	32.2	77	22.2	4.1

Source: Nielsen

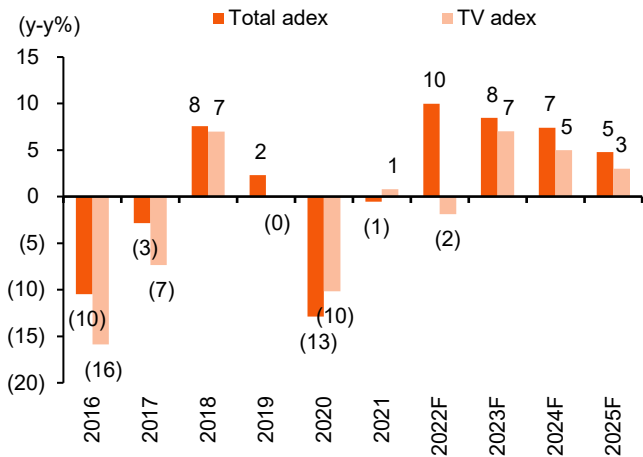
Note: *Including transit

Ex 10: ...Turned To Positive Growth Of +2% y-y In July



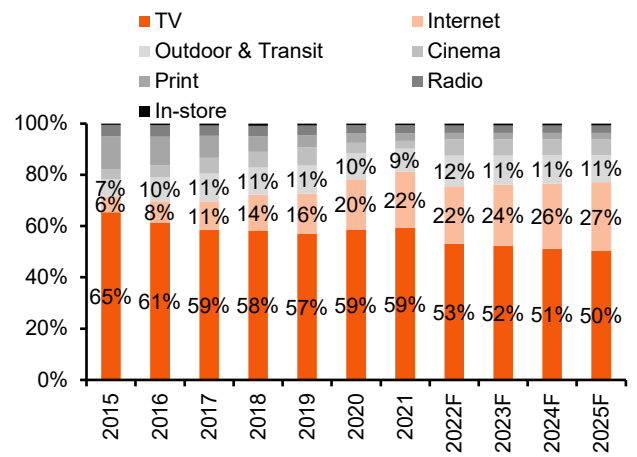
Source: Nielsen

Ex 11: We Estimate 7/5% TV Adex Growth In 2023-24F...



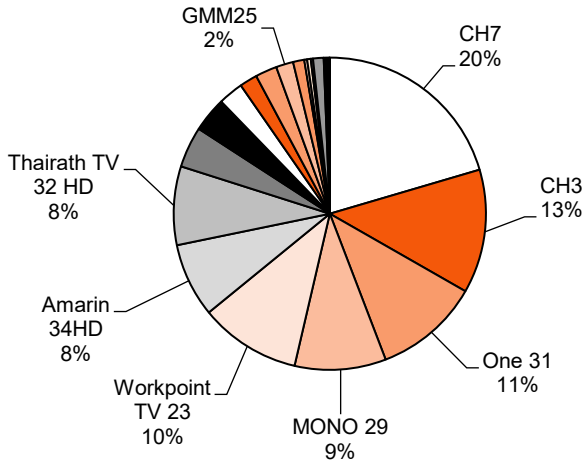
Sources: Nielsen, Thanachart estimates

Ex 12: ...And Assume TV Adex Share Falls Through 2024F



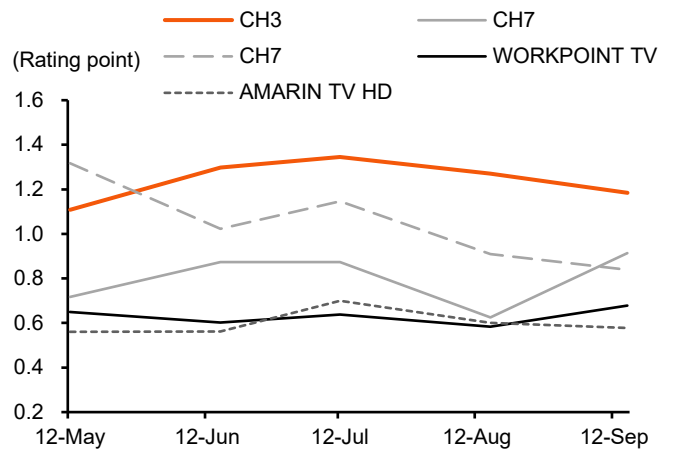
Sources: Nielsen, Thanachart estimates

Ex 13: TV Viewership Market Share In Oct-Nov 2022



Source: Nielsen

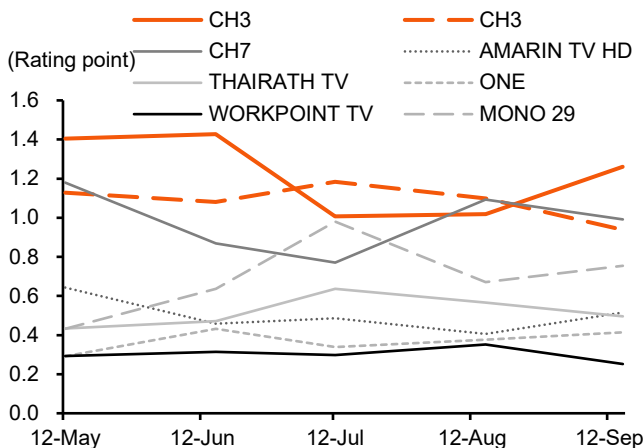
Ex 14: Strong TV Rating News Programs – Morning News



Source: Nielsen

Note: Ch7 has two news programs in the morning

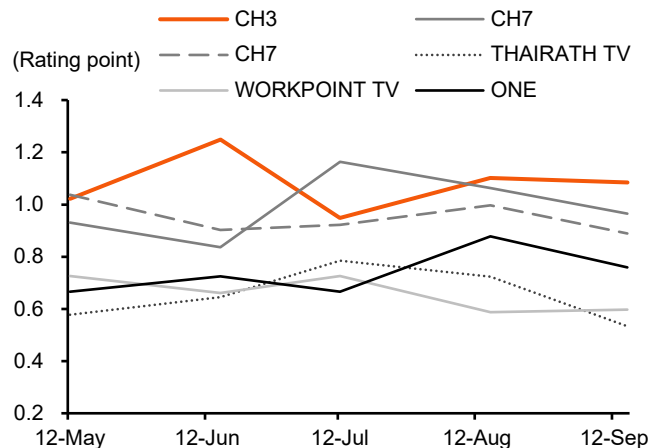
Ex 15: Strong TV Rating News Programs – Mid-day News



Source: Nielsen

Note: Ch 3 has two news programs at mid-day

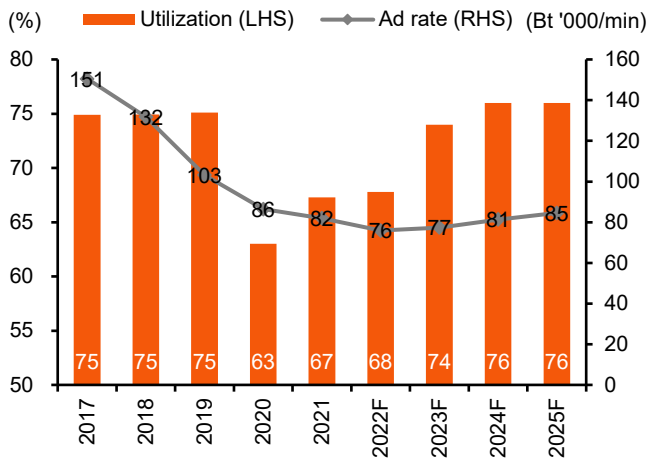
Ex 16: Strong TV Rating News Programs – Evening News



Source: Nielsen

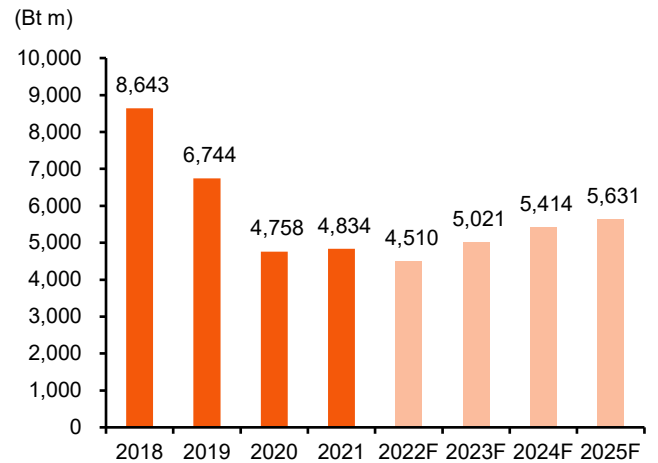
Note Ch 7 has two news programs in the evening

Ex 17: Utilization And Ad Rate Forecasts



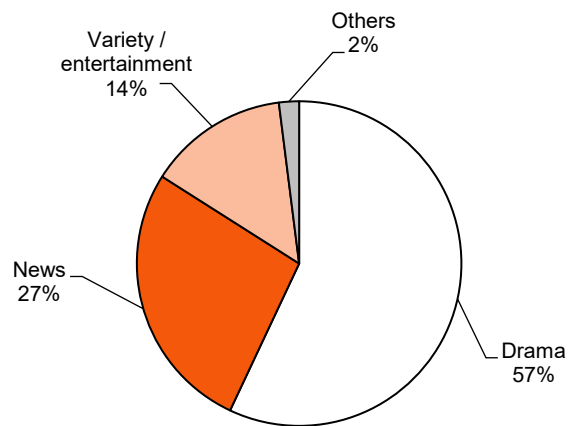
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: BEC's Advertising Revenue Forecast



Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: 2021 BEC's Advertising Revenue Breakdown



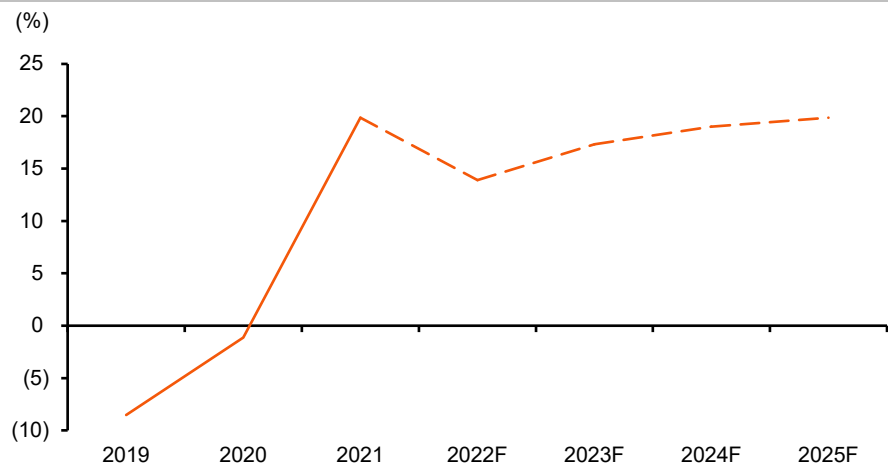
Source: Company data

Ex 20: Strong Line-up Of Upcoming 2023 Dramas



Source: Company data

Ex 21: Operating Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: 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	3,007	3,206	3,300	3,313	3,337	3,361	3,384	3,405	3,425	3,443	3,459	—
Free cash flow	2,346	2,522	2,617	2,590	2,610	2,631	2,651	2,669	2,687	2,702	2,717	28,152
PV of free cash flow	2,339	2,051	1,919	1,714	1,524	1,379	1,247	1,128	1,019	921	793	8,214
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	24,248											
Net debt (2022F)	(2,671)											
Minority interest	—											
Equity value	26,919											
# of shares (m)	2,000											
Target price/share (Bt)	13.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 23: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Entertainment Ne	ENIL IN	India	na	na	na	35.5	na	na	9.1	6.2	na	na
Sun TV Network	SUNTV IN	India	3.9	11.3	11.1	10.0	2.1	1.9	5.9	5.4	4.2	4.7
Zee Entertainment	Z IN	India	(6.9)	43.2	24.6	17.2	2.0	1.9	15.3	11.4	1.3	1.6
Surya Citra Media	SCMA IJ	Indonesia	(24.8)	19.8	12.9	10.7	2.0	1.8	9.9	8.2	2.5	3.6
Media Nusantara	MNCN IJ	Indonesia	(3.9)	17.5	4.2	3.6	0.5	0.5	3.2	2.9	3.8	5.7
Beijing Gehua	600037 CH	China	60.0	14.6	34.0	29.7	0.9	0.9	4.0	3.9	1.0	1.0
Media Prima Bhd	MPR MK	Malaysia	5.6	1.6	7.8	7.4	0.7	0.7	2.2	2.1	4.8	5.0
BEC World*	BEC TB	Thailand	(39.0)	45.2	40.6	28.0	3.2	3.2	6.7	6.1	2.4	3.2
MAJOR Cineplex*	MAJOR TB	Thailand	na	10.6	15.0	13.6	2.1	2.1	9.1	8.0	5.3	5.9
The One Enterprise*	ONEE TB	Thailand	(23.3)	20.2	24.0	19.9	2.5	2.3	7.7	6.7	1.7	2.0
Plan B Media*	PLANB TB	Thailand	na	33.8	49.7	37.1	3.9	3.7	9.3	8.4	0.7	1.3
RS Pcl*	RS TB	Thailand	117.6	79.1	56.9	31.7	6.8	6.3	22.2	13.4	1.4	2.5
VGI Global Media**	VGI TB	Thailand	na	75.6	76.1	43.4	1.8	1.7	45.7	38.0	0.7	2.0
Average			9.9	31.0	29.7	22.1	2.4	2.3	11.6	9.3	2.5	3.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth

** VGI's fiscal year ends in March.

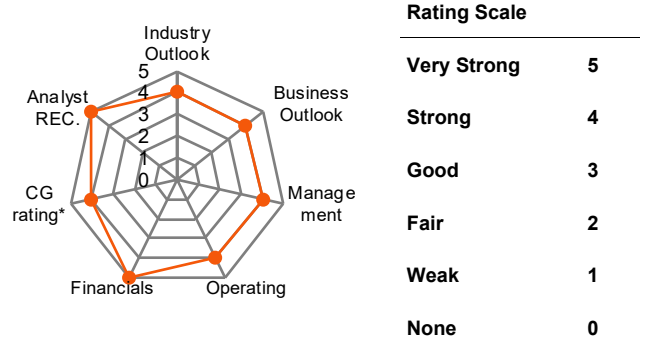
Based on 6-Jan-23 closing price

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บีอีซี เวิลด์ จำกัด (มหาชน) (BEC) เป็นบริษัทโฮลดิ้ง ที่ทำธุรกิจสื่อหลากหลาย โดยสามารถแยกออกเป็นกลุ่มตามลักษณะของธุรกิจที่ดำเนินกิจการได้แก่ กลุ่มธุรกิจดำเนินการออกอากาศทางโทรทัศน์ และการขายคอนเทนต์ไปยังแพลตฟอร์มออนไลน์และต่างประเทศ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- BEC มีงบดุลที่แข็งแกร่งอย่างมาก
- BEC มีนักแสดงเป็นของตัวเอง
- มีส่วนแบ่งผู้ชมเป็นอันดับสองรองจากช่อง 7.

O — Opportunity

- ด้วยโอกาสในการขยายไปยังแพลตฟอร์มออนไลน์ในไทยและต่างประเทศ

W — Weakness

- ขึ้นอยู่กับการบริโภคในประเทศ

T — Threat

- ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นของแพลตฟอร์มดิจิทัล ทำให้ผู้โฆษณาทางเลือกมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อค่าโฆษณาของ BEC

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.97	13.00	9%
Net profit 22F (Bt m)	698	555	-21%
Net profit 23F (Bt m)	858	751	-12%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 0	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2022-23F ของเราน่าจะต่ำกว่าตลาด ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามีมุมมองที่ระมัดระวังต่อการขายคอนเทนต์มากขึ้น ขณะที่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 9%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

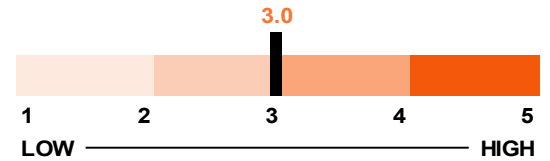
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากรายได้จากลิขสิทธิ์และออนไลน์ต่ำกว่าคาด
- หากมีอัตราการใช้เวลาโฆษณาที่ดีขึ้นต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนการผลิตรายการของบริษัทฯ สูงกว่าประมาณการปัจจุบัน
- หากการพัฒนาของสื่อและแพลตฟอร์มออนไลน์อื่นเร็วกว่าคาด
- หากเม็ดเงินโฆษณาในประเทศฟื้นตัวช้ากว่าคาด

Source: Thanachart

BEC เป็นบริษัทสื่อ และเป็นผู้นำในอุตสาหกรรมโทรทัศน์ ลักษณะธุรกิจของบริษัท ไม่ได้ก่อให้เกิดปัญหาด้านสิ่งแวดล้อมมากนัก อย่างไรก็ตามเราให้คะแนน ESG ที่ 3.0 ซึ่งเป็นระดับเฉลี่ยของหุ้นทั้งหมดที่เราทำบทวิเคราะห์ เราคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นด้วยความคิดริเริ่มที่มากขึ้นพร้อมแผนและเป้าหมายที่ชัดเจนขึ้น นอกจากนี้บริษัทฯ ยังใช้เทคโนโลยีมากขึ้นในกระบวนการผลิตคอนเทนต์อีกด้วย

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	Arabesque			S&P		
				MSCI (CCC-AAA)	S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BEC	-	-	-	-	66.26	50.45	16.86	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- BEC เป็นเจ้าของใบอนุญาตดำเนินการช่องโทรทัศน์สองช่อง และผลิตคอนเทนต์สื่อออนไลน์ของตนเอง และขายให้กับแพลตฟอร์มอื่น ลักษณะธุรกิจของบริษัท ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก แม้ว่าการผลิตคอนเทนต์อาจส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมบ้าง
- BEC ได้จัดตั้งคณะกรรมการพัฒนาที่ยั่งยืนเพื่อจัดการปัญหาของเสีย ก๊าซเรือนกระจก ทรัพยากรสิ่งแวดล้อม และธรรมชาติ พลังงาน ไฟฟ้า และน้ำ บริษัทฯ อยู่ระหว่างดำเนินการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซคาร์บอน
- ในปี 2021 BEC มีคอนเทนต์เกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมมากกว่า 5% ของรายการข่าวเพื่อสร้างความตระหนักรู้เกี่ยวกับประเด็นสิ่งแวดล้อม
- BEC ทำลายวีดีโอเทปรายการ/ละครที่ใช้แล้ว 12,410 กิโลกรัม ในปี 2021 โดยแยกเป็นขยะรีไซเคิล และขยะที่ไม่สามารถรีไซเคิลได้ และยังคงการใช้กระดาษลง 675 ริม อีกด้วย

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- BEC ดำเนินงานตามหลักการและเจตนารมณ์ตามที่ประกาศไว้ในปฏิญญาสากลว่าด้วยสิทธิมนุษยชน (UDHR) พร้อมทั้งรายงานข่าวจูงใจให้ประชาชนเห็นความสำคัญของสิทธิมนุษยชนอย่างต่อเนื่อง
- บริษัทฯ อ้างว่าองค์กรมีสภาพแวดล้อมในการทำงานด้านสุขภาพและความปลอดภัยที่ดี โดยไม่มีอัตราการเสียชีวิตจากการทำงาน และอัตราความถี่ของการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานเป็นศูนย์
- พนักงานทุกคนเป็นตัวแทนของสหภาพแรงงาน มีอัตราส่วนพนักงานชาย - หญิง ที่ดีที่ 41:59 แต่ไม่มีผู้พิการ มีอัตราการลาออกของพนักงานเพียง 6%
- BEC มีคณะกรรมการบรรษัทภิบาลเพื่อดำเนินการบริหารความยั่งยืนและความรับผิดชอบต่อสังคมด้วยกิจกรรม CSR

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- BEC มีคณะกรรมการบริษัท (BOD) 13 คน โดยในจำนวนนี้เป็นผู้บริหารบริษัท 4 คน 38% ของสมาชิกเป็นกรรมการอิสระ และ 38% ของสมาชิกเป็นผู้หญิง ประธานกรรมการและประธานเจ้าหน้าที่บริหารเป็นคนละคนกัน
- คณะกรรมการตรวจสอบและความเสี่ยงมีสมาชิกอิสระอย่างน้อยสามคน และหนึ่งในนั้นต้องมีความเชี่ยวชาญด้านการเงินและการบัญชี มีการประชุมการบริหารความเสี่ยงอย่างน้อยเจ็ดครั้งต่อปี
- BEC มีช่องทางรับเรื่องร้องเรียน/แจ้งเบาะแส คำแนะนำที่ชัดเจนเกี่ยวกับการร้องเรียน/การแจ้งเบาะแส และขั้นตอนการคุ้มครองผู้ร้องเรียน/ผู้แจ้งเบาะแสสำหรับบุคลากรภายในองค์กรและบุคคลภายนอกอย่างเท่าเทียมกัน
- BEC มองว่า BOD มีเป้าหมายที่เหมาะสมกับสภาพแวดล้อมทางธุรกิจและความสามารถทางธุรกิจ ทั้งด้านการเงินและที่ไม่ใช่ทางการเงิน โดยคำนึงถึงปัจจัยแวดล้อมของธุรกิจ โอกาสทางธุรกิจ และความเสี่ยง
- BEC มีแผนที่จะใช้เทคโนโลยีใหม่เพื่อลดการผลิตและการถ่ายทำ ซึ่งจะช่วยลดปริมาณขยะ และคาร์บอนฟุตพริ้นท์

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,861	5,680	5,149	5,720	6,214
Cost of sales	4,583	3,789	3,634	3,839	4,082
Gross profit	1,278	1,891	1,515	1,881	2,132
% gross margin	21.8%	33.3%	29.4%	32.9%	34.3%
Selling & administration expenses	1,344	763	799	891	952
Operating profit	(66)	1,128	716	991	1,180
% operating margin	-1.1%	19.9%	13.9%	17.3%	19.0%
Depreciation & amortization	2,102	1,987	2,009	2,016	2,026
EBITDA	2,036	3,115	2,725	3,007	3,206
% EBITDA margin	34.7%	54.8%	52.9%	52.6%	51.6%
Non-operating income	47	47	39	43	47
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(117)	(97)	(108)	(95)	(96)
Pre-tax profit	(135)	1,078	646	938	1,130
Income tax	98	231	129	188	226
After-tax profit	(233)	847	517	751	904
% net margin	-4.0%	14.9%	10.0%	13.1%	14.6%
Shares in affiliates' Earnings	(2)	0	0	0	0
Minority interests	90	(0)	0	0	0
Extraordinary items	(68)	(86)	38	0	0
NET PROFIT	(214)	762	555	751	904
Normalized profit	(146)	847	517	751	904
EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.3	0.4	0.5
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	0.4	0.3	0.4	0.5

We project a 2023-24F earnings turnaround of 45/20%

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	3,889	5,708	5,581	5,702	5,538
Cash & cash equivalent	2,598	4,718	4,675	4,695	4,445
Account receivables	1,117	830	762	846	919
Inventories	2	0	0	0	0
Others	171	159	144	160	174
Investments & loans	41	70	70	70	70
Net fixed assets	268	184	259	526	782
Other assets	5,321	4,361	3,620	3,513	3,636
Total assets	9,519	10,323	9,530	9,810	10,027
LIABILITIES:					
Current liabilities:	818	3,835	688	785	821
Account payables	474	390	378	400	425
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	3,000	0	0	0
Others current liabilities	344	445	309	385	396
Total LT debt	2,999	0	2,004	2,001	2,003
Others LT liabilities	293	295	339	362	382
Total liabilities	4,110	4,130	3,031	3,148	3,206
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Share premium	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(73)	(50)	(50)	(50)	(50)
Retained earnings	2,315	3,076	3,382	3,545	3,704
Shareholders' equity	5,409	6,193	6,498	6,661	6,821
Liabilities & equity	9,519	10,323	9,530	9,810	10,027

Balance sheet still strong, on our estimates

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(135)	1,078	646	938	1,130
Tax paid	(97)	(246)	(123)	(191)	(224)
Depreciation & amortization	2,102	1,987	2,015	2,024	2,035
Chg In working capital	(0)	205	57	(63)	(48)
Chg In other CA & CL / minorities	(276)	128	(127)	63	(5)
Cash flow from operations	1,593	3,153	2,468	2,771	2,889
Capex	(55)	(21)	(200)	(400)	(400)
Right of use	(95)	75	(30)	(30)	(30)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	78	(28)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,410)	(1,082)	(1,036)	(1,731)	(1,965)
Cash flow from investments	(1,481)	(1,056)	(1,266)	(2,161)	(2,395)
Debt financing	(330)	1	(996)	(3)	1
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(250)	(588)	(745)
Warrants & other surplus	(0)	22	0	0	0
Cash flow from financing	(330)	23	(1,245)	(590)	(744)
Free cash flow	1,538	3,132	2,268	2,371	2,489

We factor in capex for BEC Studios' business over 2022-24F

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	24.8	40.6	28.0	23.2
Normalized PE - at target price (x)	na	30.7	50.3	34.6	28.8
PE (x)	na	27.6	37.8	28.0	23.2
PE - at target price (x)	na	34.1	46.8	34.6	28.8
EV/EBITDA (x)	10.5	6.2	6.7	6.1	5.8
EV/EBITDA - at target price (x)	13.0	7.8	8.6	7.8	7.3
P/BV (x)	3.9	3.4	3.2	3.2	3.1
P/BV - at target price (x)	4.8	4.2	4.0	3.9	3.8
P/CFO (x)	13.2	6.7	8.5	7.6	7.3
Price/sales (x)	3.6	3.7	4.1	3.7	3.4
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.4	3.2	3.9
FCF Yield (%)	7.3	14.9	10.8	11.3	11.9
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	0.4	0.3	0.4	0.5
EPS	(0.1)	0.4	0.3	0.4	0.5
DPS	0.0	0.0	0.2	0.3	0.4
BV/share	2.7	3.1	3.2	3.3	3.4
CFO/share	0.8	1.6	1.2	1.4	1.4
FCF/share	0.8	1.6	1.1	1.2	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(29.5)	(3.1)	(9.3)	11.1	8.6
Net profit (%)	na	na	(27.1)	35.2	20.5
EPS (%)	na	na	(27.1)	35.2	20.5
Normalized profit (%)	na	na	(39.0)	45.2	20.5
Normalized EPS (%)	na	na	(39.0)	45.2	20.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	90.0	90.0	90.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.8	33.3	29.4	32.9	34.3
Operating margin (%)	(1.1)	19.9	13.9	17.3	19.0
EBITDA margin (%)	34.7	54.8	52.9	52.6	51.6
Net margin (%)	(4.0)	14.9	10.0	13.1	14.6
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.3	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	na	11.7	6.6	10.4	12.3
Interest coverage - EBITDA (x)	17.5	32.2	25.2	31.6	33.3
ROA - using norm profit (%)	na	8.5	5.2	7.8	9.1
ROE - using norm profit (%)	na	14.6	8.1	11.4	13.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	14.6	8.1	11.4	13.4
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
- operating margin (%)	na	20.7	14.7	18.1	19.7
- leverage (x)	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5
- interest burden (%)	724.6	91.8	85.7	90.8	92.2
- tax burden (%)	na	78.6	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
ROIC (%)	(1.1)	15.3	12.8	20.7	23.8
NOPAT (Bt m)	(66)	886	573	793	944
invested capital (Bt m)	5,810	4,475	3,828	3,968	4,378

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ดูแลและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 54 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวิณี ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ 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 เรื่องสินภิญญา
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

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, 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 ชรรคมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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
sunset.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