

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 50.00

(From: Bt 42.00)

26 JANUARY 2023

Upside : 19.0%

Siam Makro Pcl (MAKRO TB)

กลับมาหน้าสนใจ

เราคาดว่า **MAKRO** จะกลับมาอยู่ในความสนใจของนักลงทุนในฐานะหุ้น **big-cap** ที่เติบโตดี โดยมี **EPS** เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ **38%** หลังจากลดลงมาสองปี ความกังวลเกี่ยวกับ **Free Float** ที่ต่ำได้บรรเทาลง เนื่องจากเพิ่มขึ้นเป็น **15%** คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ **50 บาท**



PHANNARAI TIYPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

แนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ **50 บาท**

หลังการรวมค่าปลีก Lotus's เติบโต และการลงทุนหลักทั้งหมดแล้วเสร็จ เราได้รวมกลยุทธ์การเติบโตในระยะยาวเพื่อกลายเป็นผู้นำค้าปลีกแบบ B2B/B2C ในเอเชีย และปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 11% ต่อปี จากปี 2025F และปรับราคาเป้าหมายขึ้น 19% เป็น 50 บาท (จาก 42 บาท) การปรับลดประมาณการกำไรของเราลง 3-10% ในปี 2022-24F ส่วนใหญ่สะท้อนให้เห็นถึงต้นทุนทางการเงินที่สูงกว่าคาดและต้นทุนไฟฟ้าที่สูงขึ้นด้วยมีมูลค่าตามราคาตลาดใหญ่เป็นอันดับ 9 ใน SET และมี **Free Float** เพิ่มขึ้นเป็น 15% และมีแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่ง ด้วยคาดว่า **EPS** จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 38% ในปี 2023-25F เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ”

การลงทุนหลักเสร็จสิ้น

เนื่องจากเสร็จสิ้นการรีแบรนด์ร้านค้าจาก Tesco เป็น Lotus's การลงทุนใช้จ่ายด้านไอที และการเปิดตัวแพลตฟอร์ม omnichannel อาทิเช่น Lotus's smart app และ Makro PRO ทำให้ MAKRO เสร็จสิ้นการลงทุนหลัก ซึ่งน่าจะทำให้ความกังวลเรื่องต้นทุนผ่อนคลายลง สำหรับหนี้จำนวนมากจากการซื้อกิจการ Lotus's เราคาดว่าต้นทุนดอกเบี้ยจะจุดสูงสุดไปแล้วในปีที่ผ่านมา และเริ่มลดลงชัดเจนมากขึ้นตั้งแต่กลางปี 2023F เป็นต้นไป ด้วยแผนการปรับโครงสร้างหนี้ของบริษัท MAKRO มีแผนที่จะแปลงหนี้สกุลดอลลาร์สหรัฐฯ (39% ของหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ย 1.17 แสนลบ. ในปี 2022F) ซึ่งอิงอัตราดอกเบี้ย LIBOR ที่สูงขึ้น เป็นหนี้ในประเทศที่มีอัตราดอกเบี้ยคงที่ภายใน 1H23F ดังนั้นเราจึงคาดว่าดอกเบี้ยจ่ายจะลดลงตั้งแต่ 2H23F เป็นต้นไป

EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 38% ในปี 2023-25F

เราคาดว่ากำไรที่แข็งแกร่งจะเริ่มในปีนี้ หลังจากสองปีของการหดตัวของ EPS คาดการณ์การเติบโตเฉลี่ย 3 ปีของ EPS ที่ 38% ของเรามาจากการฟื้นตัวของ Lotus's จากที่มีกำไร 655 ลบ. ในปี 2022F เป็น 2.8/6.2/9.4 พันลบ. ในปี 2023-25F หนุนโดยยอดขายและรายได้ค่าเช่าที่เพิ่มขึ้นจากการเปิดสาขามากขึ้น (รูปแบบใหม่) และการพลิกโฉมไฮเปอร์มาร์เก็ตไปสู่ Smart Community Center (ผ่านการออกแบบสาขาใหม่ และการปรับโฉมสาขาเดิม เป้าหมายคือ 100 สาขาที่มีอยู่ ด้วยการขยายพื้นที่ศูนย์การค้าให้เช่าใหม่ 80,000-100,000 ตร.ม. ใน 5 ปี) และการลดหนี้ เรายังคาดว่ากำไรของธุรกิจค้าส่งจะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 15% อีกด้วย

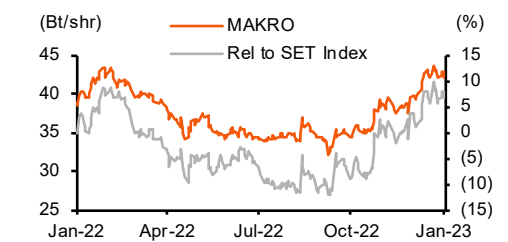
Free Float เพิ่มขึ้นเป็น 15%

การขายหุ้น 1.51% โดยหนึ่งในผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัท CP Holding (CPH) ในเดือนพฤศจิกายนปีที่แล้ว ทำให้ **Free Float** ของ MAKRO สูงขึ้นเป็น 15.04% ด้วยมี **Free Float** 15% MAKRO มีสิทธิ์ที่จะถูกรวมอยู่ในดัชนี MSCI เนื่องจากราคาหุ้นปัจจุบันใกล้เคียงกับราคา PO ที่ 43.5 บาท ที่ออกใน 4Q21 เราจึงเห็นโอกาสสูงที่หุ้นจะถูกขายออกมาอีกโดยผู้ถือหุ้นรายใหญ่ อย่าง CPALL (59.9%), CPH (16.2%), CPF (8.9%) ซึ่งจะผลักดันให้ **Free Float** สูงขึ้นเป็น 20% เพื่อเป็นไปตามข้อกำหนดของ SET50/100

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	265,545	462,926	518,746	576,289
Net profit	13,687	7,669	10,706	15,420
Consensus NP	—	7,747	11,672	14,136
Diff frm cons (%)	—	(1.0)	(8.3)	9.1
Norm profit	6,972	7,669	10,706	15,420
Prev. Norm profit	—	8,101	11,895	15,843
Chg frm prev (%)	—	(5.3)	(10.0)	(2.7)
Norm EPS (Bt)	1.1	0.7	1.0	1.5
Norm EPS grw (%)	(8.1)	(35.8)	39.6	44.0
Norm PE (x)	37.2	57.9	41.5	28.8
EV/EBITDA (x)	21.3	18.2	16.0	13.4
P/BV (x)	1.5	1.5	1.5	1.5
Div yield (%)	1.7	1.3	1.8	2.6
ROE (%)	4.5	2.6	3.6	5.1
Net D/E (%)	23.5	30.9	33.0	31.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 26-Jan-23 (Bt)	42.00
Market Cap (US\$ m)	13,564.1
Listed Shares (m shares)	10,580.3
Free Float (%)	15.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.9
12M Price H/L (Bt)	43.50/32.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	CP All 59.92%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P10

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือลอกเลียนแบบที่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Our Key Assumptions

	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Lotus's profit (Bt m)												
New	655	2,754	6,210	9,362	12,686	15,850	18,634	21,393	24,349	27,555	30,999	34,700
Old	1,278	4,075	6,954	9,549	12,195	14,295	16,559	18,710	21,020	23,498	26,158	29,011
Change (%)	(49)	(32)	(11)	(2)	4	11	13	14	16	17	19	20
Wholesale's profit (Bt m)												
New	7,014	7,952	9,210	10,742	12,796	14,404	15,859	17,531	19,406	21,411	23,562	25,702
Old	6,824	7,820	8,889	10,194	11,893	13,405	14,776	16,072	17,457	18,910	20,422	20,423
Change (%)	3	2	4	5	8	7	7	9	11	13	15	26
Wholesale business												
SSS growth (%)												
New	6.6	7.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
Old	4.9	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
Gross margin on sales (%)												
New	10.5	10.6	10.7	10.8	10.9	11.0	11.1	11.2	11.3	11.4	11.5	11.6
Old	10.4	10.5	10.6	10.7	10.8	10.9	11.0	11.1	11.2	11.3	11.4	11.5
Store expansion -Thailand												
Classic + Eco Plus	2	4	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Foodservice	7	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
Food shop	(1)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Frozen shop	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fresh@Makro	2	0	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Store number (YE) -Thailand												
Classic + Eco Plus	96	100	102	104	106	108	110	112	114	116	118	120
Food service	42	50	58	66	74	82	90	98	106	114	122	130
Food shop	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4	4
Frozen shop	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
Fresh@Makro	3	3	13	23	33	43	53	63	73	83	93	103
Overseas store expansion												
Cambodia	1	1	2	2	1	0	0	0	0	0	0	0
India	1	2	3	3	3	0	0	0	0	0	0	0
China	1	2	3	4	4	5	0	0	0	0	0	0
Myanmar	0	1	2	2	3	0	0	0	0	0	0	0
Overseas stores (YE)												
Cambodia	3	4	6	8	9	9	9	9	9	9	9	9
India	4	6	9	12	15	15	15	15	15	15	15	15
China	2	4	7	11	15	20	20	20	20	20	20	20
Myanmar	1	2	4	6	9	9	9	9	9	9	9	9
Normalized profit (Bt m)												
New	7,669	10,706	15,420	20,104	25,483	30,255	34,493	38,924	43,755	48,965	54,562	60,402
Old	8,101	11,895	15,843	19,743	24,088	27,701	31,335	34,783	38,476	42,409	46,580	51,040
Change (%)	(5)	(10)	(3)	2	6	9	10	12	14	15	17	18

Source: Thanachart estimates

Ex 2: Lotus's Key Assumptions

	FY19 (end-Feb)	FY20 (end-Feb)	2021 (end-Dec)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Sales of goods (Bt m)												
- Thailand	171,326	162,962	159,272	169,190	187,347	207,070	225,929	244,145	261,970	280,727	300,463	321,230
- Malaysia	33,901	34,498	34,457	35,609	42,131	47,474	52,723	57,922	62,947	68,127	73,469	78,983
Rental revenues (Bt m)												
- Thailand	12,739	9,670	9,348	11,055	12,577	14,023	15,436	16,956	18,608	19,586	20,606	21,669
- Malaysia	2,066	1,518	1,555	1,822	2,041	2,167	2,277	2,366	2,458	2,550	2,645	2,741
IBD (YE) (Bt m)	120,823	120,823	128,261	117,747	117,747	112,747	107,747	102,747	92,747	82,747	72,747	60,747
Lotus's Thailand												
SSSG (%)												
- Hypermarkets	na	na	na	(0)	3	3	3	3	3	3	3	3
- Supermarkets	na	na	na	4	3	3	3	3	3	3	3	3
- Mini-supermarkets	na	na	na	16	10	10	7	5	3	3	3	3
Store expansion	na	106	524	(40)	160	163	163	163	193	193	193	193
- Hypermarkets	na	4	3	1	5	5	5	5	5	5	5	5
- Supermarkets	na	18	3	3	5	8	8	8	8	8	8	8
- Mini-supermarkets	na	84	518	(44)	150	150	150	150	180	180	180	180
Store number (YE)	1,988	2,094	2,618	2,578	2,738	2,901	3,064	3,227	3,420	3,613	3,806	3,999
- Hypermarkets	215	219	222	223	228	233	238	243	248	253	258	263
- Supermarkets	178	196	199	202	207	215	223	231	239	247	255	263
- Mini-supermarkets	1,595	1,679	2,197	2,153	2,303	2,453	2,603	2,753	2,933	3,113	3,293	3,473
Net leasable area (sqm)	na	na	717,224	740,877	777,377	816,877	856,377	895,877	936,377	956,877	977,377	997,877
Occupancy rate (%)	90	90	90	92	95	96	96	96	96	96	96	96
Average rental rate growth (%)	na	na	na	12	5	5	5	5	5	3	3	3
Lotus's Malaysia												
SSSG (%)												
- Hypermarkets	na	na	na	(3)	0	1	1	1	1	1	1	1
- Supermarkets	na	na	na	(3)	0	1	1	1	1	1	1	1
Store expansion	na	(7)	0	3	14	10	10	10	10	10	10	10
- Hypermarkets	na	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- Supermarkets	na	2	0	3	14	10	10	10	10	10	10	10
- Express stores	na	(9)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Store number (YE)	69	62	62	65	79	89	99	109	119	129	139	149
- Hypermarkets	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46	46
- Supermarkets	14	16	16	19	33	43	53	63	73	83	93	103
- Express stores	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net leasable area (sqm)	na	na	300,562	309,966	323,966	333,966	343,966	353,966	363,966	373,966	383,966	393,966
Occupancy rate (%)	92	92	92	95	97	97	97	97	97	97	97	97
Average rental rate growth (%)	na	na	na	10	5	3	2	1	1	1	1	1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Debt Structure

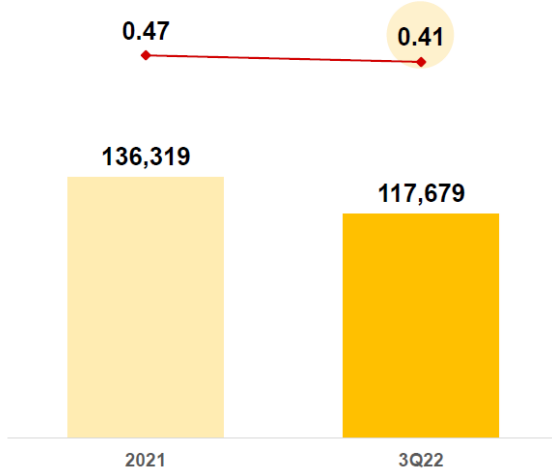
Interest-bearing Debts and IBD/Equity Ratio

Unit: in million Baht / times

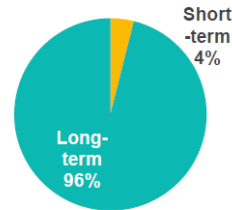


90,219 million
3Q22 Net Debt ¹⁾

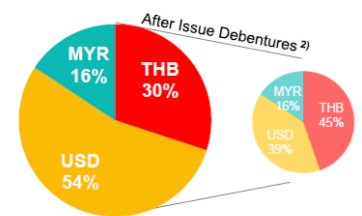
Net IBD/Equity = 0.31



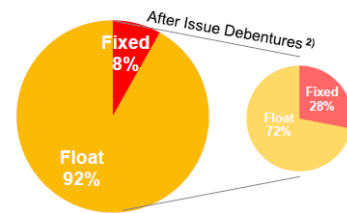
Debt Life Breakdown



Currency Breakdown



Interest Rate Breakdown



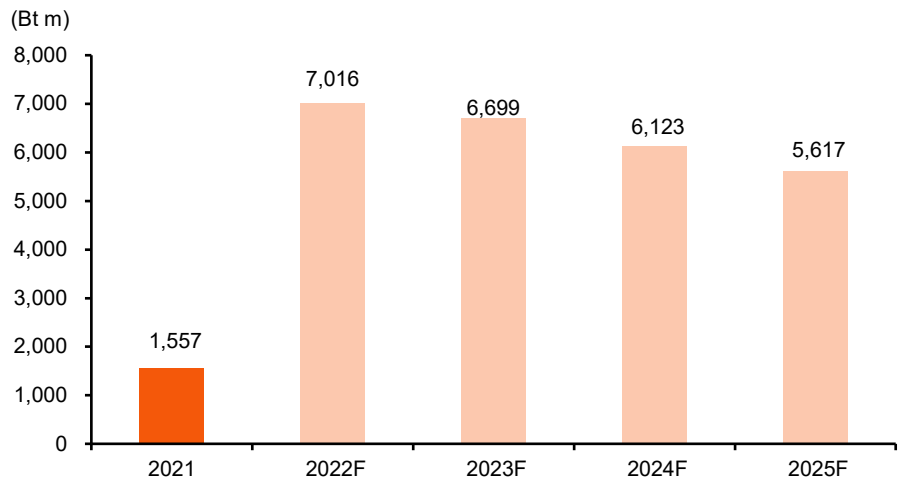
Source: Company data

Note: Loan covenant for IBD to equity not in excess of 2.0x

1) Net debt calculated by IBD excluding cash and cash equivalent & short-term investments

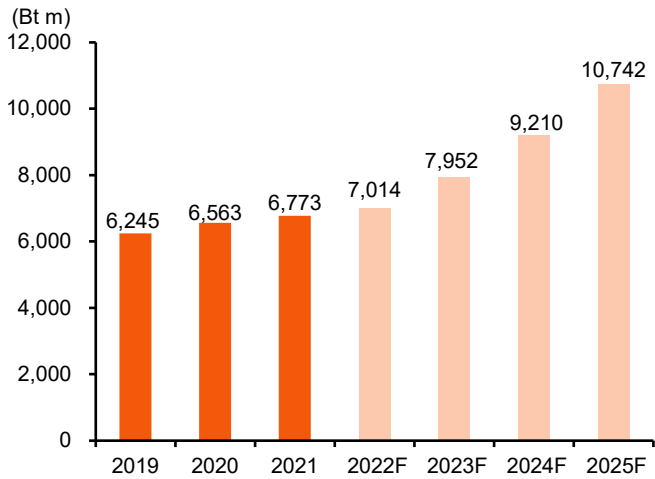
2) On 21 October 2022, MAKRO partially repaid long-term borrowings amounting to US\$449m (equivalent to Bt17,220m) and Bt6,869m, assuming other borrowings were maintained as of 30 September 2022

Ex 4: MAKRO's Falling Interest Expenses



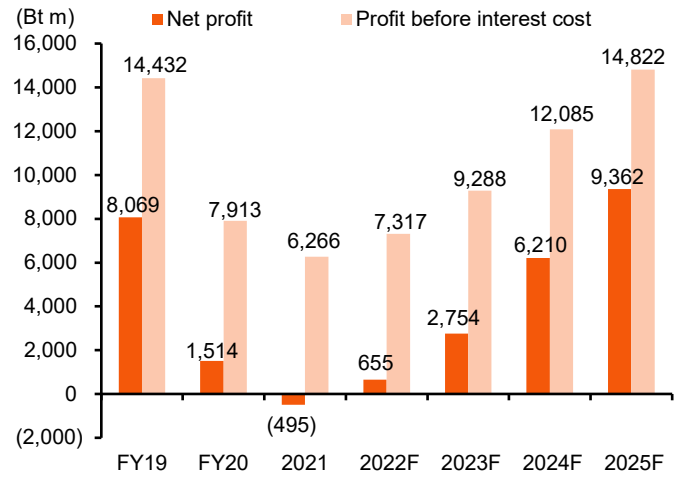
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Wholesale's Normalized Profit



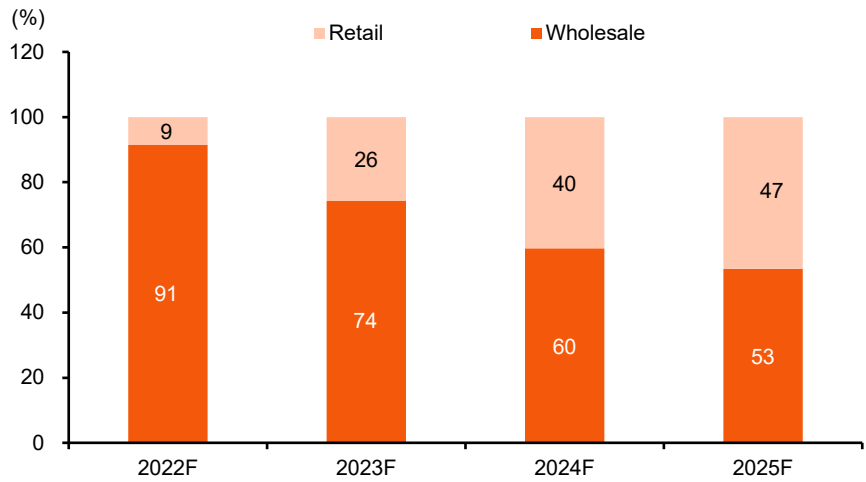
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Lotus's Profit



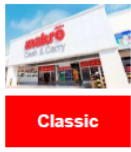
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Profit Breakdown



Source: Thanachart estimates

Ex 8: Wholesale Business Plan In 2023



+4
Classic/Eco
+8
Food Service

FY22: 3 Stores + 1 new Store	FY22: 4 Stores + 2 new Stores
FY22: 2 Stores + 2 new Stores	FY22: 1 Store + 1 new Store

- Double sales target (102%) in 2023, most sales from 1P
- Plan to increase 3X last-mile delivery capabilities in Bangkok and Greater Bangkok with 95% OTIF (within 24hrs)
- Develop new DC to support E2E

- FOODSERVICE**
Asia Pacific Makro, Eco
- House-brand development
 - Branding & marketing activities
 - Group Synergy
 - FSAPME sales & commercial synergy

- | | |
|-----------------|--|
| Cambodia | <ul style="list-style-type: none"> Sale force team to look after professional customers Online development. Fresh and grocery destination Point collection and fresh food royalty campaign |
| Myanmar | <ul style="list-style-type: none"> Online development. Fresh and grocery destination Accelerate importing own brand products |
| India | <ul style="list-style-type: none"> Focus on customer activation to increase the number of customers by 20% Fresh focus to increase sales participation to 11% HoReCa focus to increase sales participation to 13% |
| China | <ul style="list-style-type: none"> Fresh food focus "get fresh go makro" Develop FF premium range for differentiation and margin improvement Online development |

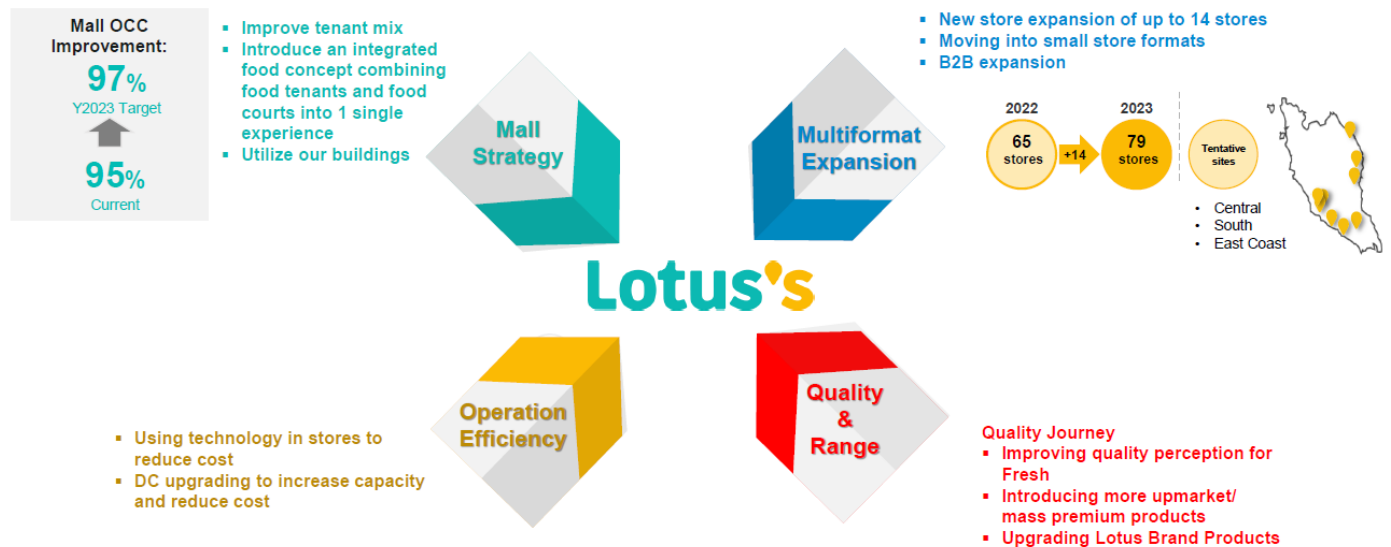
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Wholesale Business Plan In 2023: Thailand

<p>Strengthen Hypermarket</p> <p>Transform Hypermarket to Smart community center</p> <p>Develop upmarket proposition</p> <p>+5 Hyper +19 Malls</p> <p>Extension in 2023, up to 100 malls in 3-5 years</p> <p>+100 Stores upgraded offers</p>	<p>Accelerate Convenience Format</p> <p>Fine tune the offers in Go fresh proposition</p> <p>+5 Super +200 Mini Super</p>	<p>Enhance Fresh Food</p> <p>Build fresh food to become the key competitive advantage</p> <p>Imported /exclusive range</p> <p>Quality/ food safety</p>	<p>Smart App</p> <p>Accelerate the online food/nonfood</p> <p>On demand and scheduled</p> <p>CRM/ personalized offers</p>	<p>Synergy</p> <p>Drive the synergy with Makro and group</p> <p>Own Brand development</p> <p>Supply chain</p> <p>Property</p>	<p>Cost Optimization</p> <p>Deliver the cost optimization and initiatives</p> <p>Energy reduction</p> <p>Productivity</p> <p>IT cost</p>
--	---	---	--	--	---

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Wholesale Business Plan In 2023: Malaysia



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 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	29,296	35,629	41,296	49,199	56,038	60,704	66,792	73,253	78,610	85,958	93,838	
Free cash flow	1,723	13,619	18,093	24,654	33,000	36,848	44,157	49,622	53,920	60,095	66,703	1,005,294
PV of free cash flow	1,718	11,716	14,436	18,245	22,158	22,842	25,277	26,230	26,320	27,082	26,451	398,646
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	621,122											
Net debt (end-2022F)	91,651											
Minority interest	485											
Equity value	528,986											
# of shares (m)	10,580											
Equity value/share (Bt)	50.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	na	(25.8)	6.1	8.2	1.0	0.9	4.6	5.2	0.6	3.5
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	109.1	(5.2)	9.5	10.0	0.7	0.6	4.8	5.0	5.6	6.0
Tesco	TSCO LN	Britain	110.8	(2.3)	10.4	10.6	1.3	1.1	6.3	6.7	4.8	4.8
Carrefour SA	CA FP	France	6.2	12.7	11.5	10.2	1.2	1.1	6.7	6.2	3.3	3.8
Casino Guichard	CO FP	France	(58.2)	63.6	19.8	12.1	0.5	0.5	7.1	6.5	0.0	0.0
L'Oreal SA	OR FP	France	25.7	6.3	34.9	32.8	7.9	7.1	23.0	21.6	1.5	1.6
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	7.9	14.4	na	na	na	na	10.2	9.7	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	148.7	135.5	na	80.5	2.4	2.3	9.7	8.9	1.4	1.4
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(16.8)	13.2	24.5	21.6	2.5	2.4	12.0	10.7	2.9	2.9
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(6.2)	(7.7)	19.8	21.5	1.5	1.4	8.0	7.9	1.8	1.9
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	(8.7)	79.7	80.9	45.0	4.8	4.5	25.6	18.6	1.5	1.0
Lawson	2651 JP	Japan	105.8	22.6	27.7	22.6	1.9	1.8	3.8	3.6	2.9	2.9
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	36.3	26.9	25.0	19.7	1.9	1.7	11.1	8.7	1.7	1.8
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	21.6	11.4	9.0	8.1	0.5	0.4	9.6	9.2	4.6	4.9
Shinsegae	004170 KS	South Korea	21.7	9.4	6.4	5.8	0.6	0.5	5.8	5.6	1.3	1.5
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(52.6)	50.9	31.5	20.8	1.1	1.0	6.7	6.9	0.9	1.3
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(34.1)	2.2	12.8	12.5	6.5	7.2	6.7	6.6	4.1	4.2
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	(5.1)	8.1	23.4	21.6	4.9	4.5	12.4	11.6	1.6	1.6
Home Depot Inc	HD US	USA	7.3	1.3	19.0	18.8	na	na	13.6	13.6	2.4	2.6
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	0.8	(5.7)	11.4	12.1	3.5	2.9	8.1	8.1	2.5	2.8
Yonghui Superstores	601933 CH	China	90.2	na	na	47.7	3.1	3.1	22.4	15.8	0.6	1.2
Sa International	178 HK	Hong Kong	21.8	74.7	na	na	5.9	6.6	na	na	0.0	0.5
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	(75.5)	na	na	22.1	3.8	3.4	12.2	10.2	1.3	3.5
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	10.3	17.6	28.6	24.3	7.9	7.4	11.1	10.9	3.2	3.5
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	188.9	3.8	25.6	24.7	18.2	14.3	7.8	8.5	2.4	2.4
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	49.1	6.9	30.3	28.3	1.3	1.3	14.4	13.8	2.5	2.6
COM7 *	COM7 TB	Thailand	21.0	19.3	23.2	19.4	9.9	8.2	15.7	13.3	2.0	4.2
CP All *	CPALL TB	Thailand	59.0	60.3	50.8	31.7	5.6	5.1	13.8	11.7	1.0	1.6
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	152.2	30.4	36.7	28.2	3.9	3.6	21.0	17.3	1.3	1.6
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	10,199.2	48.5	42.9	28.9	4.3	4.0	11.6	10.1	0.9	1.4
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	13.4	12.9	25.5	22.6	4.4	3.9	20.2	18.1	1.6	1.8
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	14.0	17.7	30.9	26.3	8.1	7.5	17.4	15.2	2.6	3.0
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	(35.8)	39.6	57.9	41.5	1.5	1.5	18.2	16.0	1.3	1.8
Mc Group *	MC TB**	Thailand	27.6	22.6	15.2	12.4	2.5	2.5	6.7	6.4	6.3	8.0
Average			29.9	23.9	25.9	23.5	3.9	3.6	11.8	10.6	2.2	2.6

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth, ** MC's fiscal year ends in June. The figures shown in the table are for FY23F and FY24F

Based on 26 January 2023 closing price

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท สยามแม็คโคร จำกัด (มหาชน) (MAKRO) ประกอบธุรกิจศูนย์จำหน่ายสินค้าแบบซ้ราคาเงินสดและบริการตนเอง จำหน่ายสินค้าอุปโภคบริโภคให้แก่ลูกค้าที่เป็นสมาชิกบัตรของแม็คโคร รวมถึง ผู้ค้าส่ง, ผู้ค้าปลีก, ธุรกิจขนาดเล็ก ผู้จัดเลี้ยง และบุคคลทั่วไปที่ถือบัตรสมาชิกของแม็คโคร ณ ปี 4Q22 MAKRO มี 152 สาขา (รวม แม็คโคร ฟูดเซอร์วิส, ฟูดซ้อป และร้านโพรเซ่นซ้อป) ในประเทศไทย, 2 ค้าส่งที่กัมพูชา, eco-plus 4 สาขา ในอินเดีย, 2 สาขา ในจีน และ 1 สาขาในพม่า ใน 4Q21 โลตัสในไทย และมาเลเชียกลายเป็นบริษัทย่อยของ MAKRO (ถือหุ้น 100%)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการค้าส่งเงินสดสินค้าประเภทอาหาร และไม่ใช่อาหาร ให้แก่ลูกค้าที่เป็นสมาชิกเพียงผู้เดียวในประเทศไทย
- มีจุดแข็งซึ่งเป็นความแตกต่างด้านสินค้าอาหารและอาหารแช่แข็งเกรดสูงที่จับกลุ่มลูกค้าที่เป็นผู้ประกอบการ
- ส่วนแบ่งตลาดของชำที่สูงขึ้นมากภายหลังการเข้าซื้อกิจการของโลตัส

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเปิดร้านแบบ HORECA ขนาดกลาง หรือเล็ก เพื่อจำหน่ายอาหารสด และแช่แข็งแก่โรงแรม ร้านอาหาร และจัดเลี้ยงมากขึ้น
- ยังมีโอกาสปรับสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้นไปอีก เช่น อาหารสด และแฮร์สแบรนต์

CONSENSUS COMPARISON

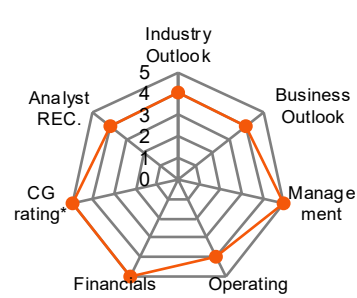
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	42.88	50.00	17%
Net profit 22F (Bt m)	7,747	7,669	-1%
Net profit 23F (Bt m)	11,672	10,706	-8%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 5	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิของเราในปี 2022-23F ต่ำกว่าตลาด 1-8% เนื่องจากเราให้ SG&A ที่สูงในช่วงเปลี่ยนผ่านธุรกิจ และสมมติฐานดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 17% เนื่องจากคาดการณ์กำไรในระยะยาวของเราที่สูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- ไม่เห็นลูกค้าปลีก และ end-users
- เป็นธุรกิจที่ต้องการความมีประสิทธิภาพในการบริหารจัดการสินค้าคงคลังอย่างมาก

T — Threat

- ความเสี่ยง และความท้าทายในตลาดต่างประเทศ

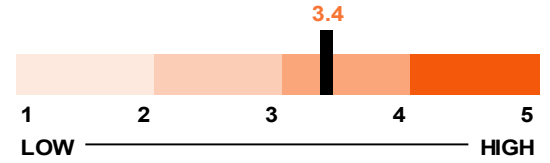
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มี downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา หากเศรษฐกิจอ่อนแอ และการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวที่อ่อนแอ ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำไรโดยรวม
- downside risk อีกประการมาจากการฝึกกำลังจากการเข้าซื้อโลตัสที่อ่อนแอกว่าคาด

Source: Thanachart

MAKRO มีร้าน cash & carry ทั้งขนาดใหญ่และขนาดเล็ก 152 แห่ง ในไทย และ 10 สาขา ในกัมพูชา อินเดีย จีน และเมียนมาร์ นอกจากนี้ยังเป็นเจ้าของไฮเปอร์มาร์เก็ตและซูเปอร์มาร์เก็ตโลตัส 2,578 แห่ง ในไทย และ 65 แห่ง ในมาเลเซีย เราให้คะแนน ESG สำหรับ MAKRO ในระดับดีที่ 3.4 เนื่องจากแม้ว่าจะไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่ยังคงกำหนดเป้าหมายและมุ่งมั่นที่จะปรับปรุงปัญหา ESG

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)
MAKRO	-	-	-	-	52.69	77.15	52.84	-	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" in the following back page.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- MAKRO ปล่อย scope 1 และ 2 ก๊าซเรือนกระจก (GHG) ที่ 0.25 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ในปี 2021 ความเข้มของการปล่อย GHG ลดลง 30% ในช่วงปี 2018-21
- MAKRO ตั้งเป้าดำเนินธุรกิจให้มีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030
- MAKRO ตั้งเป้าลดความเข้มของน้ำ 20% ต่อรายได้ภายในปี 2030 จากระดับปี 2020-23 โดยการป้องกันน้ำรั่ว การใช้อุปกรณ์ประหยัดน้ำ และการรีไซเคิลน้ำ
- MAKRO มุ่งมั่นที่จะทำให้ไม่มีขยะอาหารเหลือทิ้งภายในปี 2030
- MAKRO มุ่งมั่นที่จะใช้บรรจุภัณฑ์ที่สามารถลด นำกลับมาใช้ใหม่ และรีไซเคิลได้

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- MAKRO เคารพสิทธิมนุษยชน และแนวปฏิบัติด้านแรงงานในทุกประเทศที่ดำเนินงาน และยึดมั่นในปฏิญญาสากลว่าด้วยสิทธิมนุษยชน (UDHR), หลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชน (UNGPs) และปฏิญญาวาดด้วยหลักการและสิทธิขั้นพื้นฐานในการทำงาน และองค์การแรงงานระหว่างประเทศ (ILO)
- ในปี 2021 พนักงาน 3.5% ของทั้งหมด 16,920 คน มีอายุ >50 ปี และมีพนักงานที่เป็นผู้พิการ 26 คน ชั่วโมงการฝึกอบรมพนักงานโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้นจาก 8.96 ชั่วโมง/คนปี ในปี 2018 เป็น 14.75 ชั่วโมง ในปี 2021 อัตราการเสียชีวิตของพนักงานอันเป็นผลจากการบาดเจ็บจากการทำงานอยู่ที่ 0 เปอร์เซนต์ ในปี 2018-21 โดยพนักงานทั้งหมดอยู่ภายใต้ระบบอาชีวอนามัย และระบบบริหารจัดการความปลอดภัย
- MAKRO มุ่งมั่นที่จะรับรองความปลอดภัยด้านอาหารตลอด supply chain และแต่งตั้งคณะกรรมการด้านคุณภาพ และความปลอดภัยของอาหาร

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- บริษัทฯ มีคณะกรรมการบริษัท 15 คน โดย 5 คน เป็นกรรมการอิสระ และ 3 คน เป็นหญิง อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการบริษัทก็เป็นประธานคณะกรรมการบริหารด้วย
- MAKRO มุ่งมั่นที่จะดำเนินธุรกิจด้วยความซื่อสัตย์ โปร่งใส และเป็นธรรมต่อผู้ถือหุ้นทุกคน เพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทฯ ในการรักษาการเติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน พร้อมผลตอบแทนที่ดีแก่ผู้ถือหุ้นในระยะยาว
- ความพึงพอใจของลูกค้ามีความสำคัญเป็นอันดับแรก และคาดว่าจะระดับจะสูงกว่ามาตรฐานอุตสาหกรรม เพื่อความยั่งยืนของธุรกิจและความพึงพอใจของลูกค้า MAKRO มุ่งมั่นที่จะค้นหาผลิตภัณฑ์ใหม่ ขยายผลิตภัณฑ์ เน้นคุณภาพ และความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์ มาตรฐานความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์อาหารมีความสำคัญสูงสุด

Source: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	218,259	265,545	462,926	518,746	576,289
Cost of sales	192,072	229,451	387,132	432,890	480,025
Gross profit	26,186	36,094	75,793	85,856	96,264
% gross margin	12.0%	13.6%	16.4%	16.6%	16.7%
Selling & administration expenses	17,731	26,490	62,719	70,323	76,351
Operating profit	8,957	10,494	15,521	18,227	22,859
% operating margin	4.1%	4.0%	3.4%	3.5%	4.0%
Depreciation & amortization	3,215	4,842	13,932	15,694	17,434
EBITDA	12,171	15,336	29,453	33,921	40,293
% EBITDA margin	5.6%	5.8%	6.4%	6.5%	7.0%
Non-operating income	502	890	2,446	2,693	2,946
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(619)	(1,557)	(7,016)	(6,699)	(6,123)
Pre-tax profit	8,337	8,937	8,504	11,528	16,736
Income tax	1,813	2,128	1,749	2,306	3,347
After-tax profit	6,524	6,810	6,755	9,222	13,389
% net margin	3.0%	2.6%	1.5%	1.8%	2.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	149	897	1,442	1,989
Minority interests	39	14	16	42	42
Extraordinary items	0	6,714	0	0	0
NET PROFIT	6,563	13,687	7,669	10,706	15,420
Normalized profit	6,563	6,972	7,669	10,706	15,420
EPS (Bt)	1.2	2.2	0.7	1.0	1.5
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.1	0.7	1.0	1.5

*We project a 38% EPS
CAGR in 2023-25F*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	28,251	110,000	70,561	72,668	77,992
Cash & cash equivalent	10,518	68,530	25,975	23,975	23,975
Account receivables	945	2,301	2,029	2,274	2,526
Inventories	14,478	31,967	35,001	37,952	42,084
Others	2,310	7,203	7,556	8,467	9,407
Investments & loans	85,552	14,310	14,310	14,310	14,310
Net fixed assets	30,564	118,444	127,947	142,692	148,318
Other assets	15,219	326,737	330,308	328,896	327,588
Total assets	159,587	569,490	543,126	558,565	568,208
LIABILITIES:					
Current liabilities:	40,475	118,211	112,335	120,426	126,977
Account payables	25,804	54,845	53,032	59,300	65,757
Bank overdraft & ST loans	1,050	29,198	23,525	24,580	24,055
Current LT debt	5,001	2,001	4,705	4,916	4,811
Others current liabilities	8,619	32,167	31,073	31,630	32,355
Total LT debt	2,002	105,120	89,395	93,403	91,408
Others LT liabilities	8,847	57,661	45,055	44,622	44,128
Total liabilities	51,324	280,992	246,785	258,451	262,513
Minority interest	86,024	501	485	443	402
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,400	5,290	5,290	5,290	5,290
Share premium	3,290	263,882	263,882	263,882	263,882
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(202)	(6,874)	0	0	0
Retained earnings	16,751	25,700	26,684	30,499	36,122
Shareholders' equity	22,239	287,997	295,855	299,671	305,294
Liabilities & equity	159,587	569,490	543,126	558,565	568,208

*Capital increase to
acquire Lotus's in 4Q21*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	8,337	8,937	8,504	11,528	16,736
Tax paid	(1,730)	(1,929)	(910)	(2,070)	(3,102)
Depreciation & amortization	3,215	4,842	13,932	15,694	17,434
Chg In working capital	1,741	10,195	(4,576)	3,072	2,072
Chg In other CA & CL / minorities	87,366	(68,234)	(1,389)	853	1,530
Cash flow from operations	98,929	(46,188)	15,561	29,077	34,670
Capex	(1,254)	(91,201)	(20,110)	(27,000)	(19,510)
Right of use	(11,150)	(28,147)	(1,407)	(1,407)	(1,407)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(85,552)	71,243	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,045	(228,033)	(18,094)	(1,053)	(1,330)
Cash flow from investments	(95,912)	(276,138)	(39,612)	(29,460)	(22,247)
Debt financing	7,225	128,266	(18,694)	5,274	(2,626)
Capital increase	0	263,482	0	0	0
Dividends paid	(4,608)	(4,800)	(6,685)	(6,891)	(9,797)
Warrants & other surplus	41	(6,610)	6,874	0	0
Cash flow from financing	2,658	380,338	(18,504)	(1,617)	(12,423)
Free cash flow	97,675	(137,389)	(4,549)	2,077	15,160

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	34.2	37.2	57.9	41.5	28.8
Normalized PE - at target price (x)	40.7	44.3	69.0	49.4	34.3
PE (x)	34.2	19.0	57.9	41.5	28.8
PE - at target price (x)	40.7	22.6	69.0	49.4	34.3
EV/EBITDA (x)	18.2	21.3	18.2	16.0	13.4
EV/EBITDA - at target price (x)	21.7	24.6	21.1	18.5	15.5
P/BV (x)	10.1	1.5	1.5	1.5	1.5
P/BV - at target price (x)	12.0	1.8	1.8	1.8	1.7
P/CFO (x)	2.3	(5.6)	28.6	15.3	12.8
Price/sales (x)	2.0	1.7	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	2.1	1.7	1.3	1.8	2.6
FCF Yield (%)	43.6	(53.0)	(1.0)	0.5	3.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.1	0.7	1.0	1.5
EPS	1.2	2.2	0.7	1.0	1.5
DPS	0.9	0.7	0.5	0.8	1.1
BV/share	4.2	27.2	28.0	28.3	28.9
CFO/share	18.5	(7.5)	1.5	2.7	3.3
FCF/share	18.3	(22.2)	(0.4)	0.2	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

EPS turnaround for many years justifies high 2023F PE, in our view

FINANCIAL RATIOS

	FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate						
<i>Strong profit growth from 2023F</i>	Sales (%)	4.0	21.7	74.3	12.1	11.1
	Net profit (%)	5.1	108.6	(44.0)	39.6	44.0
	EPS (%)	5.1	80.3	(67.3)	39.6	44.0
	Normalized profit (%)	5.1	6.2	10.0	39.6	44.0
	Normalized EPS (%)	5.1	(8.1)	(35.8)	39.6	44.0
	Dividend payout ratio (%)	73.1	55.7	75.0	75.0	75.0
Operating performance						
<i>More debt room given loan covenant at 2x D/E</i>	Gross margin (%)	12.0	13.6	16.4	16.6	16.7
	Operating margin (%)	4.1	4.0	3.4	3.5	4.0
	EBITDA margin (%)	5.6	5.8	6.4	6.5	7.0
	Net margin (%)	3.0	2.6	1.5	1.8	2.3
	D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.5	0.4	0.4	0.4
	Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	0.2	0.3	0.3	0.3
	Interest coverage - EBIT (x)	14.5	6.7	2.2	2.7	3.7
	Interest coverage - EBITDA (x)	19.6	9.9	4.2	5.1	6.6
	ROA - using norm profit (%)	5.9	1.9	1.4	1.9	2.7
	ROE - using norm profit (%)	30.9	4.5	2.6	3.6	5.1
	DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	30.7	4.4	2.3	3.1	4.4	
- asset turnover (x)	2.0	0.7	0.8	0.9	1.0	
- operating margin (%)	4.1	4.0	3.4	3.5	4.0	
- leverage (x)	5.2	2.4	1.9	1.8	1.9	
- interest burden (%)	93.1	85.2	54.8	63.2	73.2	
- tax burden (%)	78.3	76.2	79.4	80.0	80.0	
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8	
ROIC (%)	43.2	40.4	3.5	3.8	4.6	
NOPAT (Bt m)	7,009	7,996	12,328	14,582	18,287	
invested capital (Bt m)	19,774	355,787	387,506	398,595	401,592	

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 การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 63 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2302A, AOT16C2303A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BCP16C2305A, BCP16C2302A, BEC16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2305A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, 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 นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สทกลอควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สทกลอควิเบเมนท์ 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 ชรรคมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

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

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th