

BUY (Unchanged)

TP: Bt 11.00

(From: Bt 9.00)

Change in Numbers

Upside : 40.1%

25 JANUARY 2023

Prima Marine Pcl (PRM TB)

เข้าสู่รอบขาขึ้นอีกครั้ง

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” PRM และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 11 บาท จาก 9 บาท จากอัตราขนส่งแบบกำหนดระยะเวลา (Time Charter) ที่สูงขึ้น และการขยายกองเรือที่เร็วขึ้น แม้จะปรับตัวขึ้นมากในช่วงหกเดือนที่ผ่านมา แต่หุ้นก็ยังดูน่าสนใจที่ 2023F PE ที่ 11 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 15 เท่า และ EPS ที่เติบโต 15% และ 9% ในปี 2023-24F



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

อัตราค่าระวางเรือ FSU เป็นปัจจัยหนุนที่สำคัญ

เราคาดว่าอัตราค่าระวางเรือเทียบเท่า (TCE) ของกองเรือของ PRM จะเพิ่มขึ้น 6% และ 5% y-y ในปี 2023-24F มุมมองของเราอิงกับสถานการณ์ที่ดีในตลาด VLCC ซึ่งอัตราค่าระวางเพิ่มขึ้นอย่างมากตั้งแต่ 4Q22 ภาวะตลาด VLCC ที่ตึงตัวเกิดจากอุปทานเรือใหม่ที่กำลังจะออก (คำสั่งซื้อต่ำสุดในรอบอย่างน้อย 30 ปี) การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันทั่วโลก และอุปสงค์ค่าการขนส่งน้ำมัน (tonne miles) ที่สูงขึ้น เนื่องจากการคว่ำบาตรน้ำมันดิบรัสเซียของสหภาพยุโรป

การขยายกองเรือหนุนการเติบโต

เราคาดว่า PRM จะเพิ่มเรือใหม่เข้ากองเรือต่อเนื่อง โดยในปี 2023F เราคาดว่าบริษัท จะรับรู้ผลกระทบอย่างเต็มที่จากกองเรือ VLCC ที่เพิ่มขึ้น (ปัจจุบันมี 3 ลำ) ซึ่งให้บริการแก่บมจ.ไทยออยล์ (TOP “ซื้อ”) ภายใต้สัญญาอัตราค่าระวางคงที่ระยะยาว นอกจากนี้ PRM ยังกำลังมองหาเรือบรรทุกเคมีภัณฑ์เพิ่มอีกอย่างน้อย 2-3 ลำ เพื่อรองรับตลาดในภูมิภาค แม้เรือเหล่านี้โดยปกติจะมีขนาดเล็ก แต่กำไรของเรือเหล่านี้ค่อนข้างสูง โดยเรือบรรทุกเคมีภัณฑ์ 3.5 ลำ จะสร้างกำไรเท่ากับ VLCC 1 ลำ ในปี 2024F PRM จะรับมอบเรือสนับสนุนนอกชายฝั่งสร้างใหม่ 2 ลำ ซึ่งจะช่วยให้ประสิทธิภาพของเรือ และน่าจะเรียกอัตราค่าระวางได้สูง นอกจากนี้ บริษัท ยังมีแผนเพิ่มเรือ VLCC เพื่อทำหน้าที่เป็น FSU แม้ราคาตลาดมือสองที่สูงจะทำให้การลงทุนดังกล่าวน่าสนใจน้อยลงในปัจจุบันก็ตาม

ธุรกิจเรือ Offshore มีแนวโน้มดีขึ้น

เราคาดว่าธุรกิจเรือ Offshore ของ PRM จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยหนุนการเติบโตของ PRM ธุรกิจนี้ได้รับผลกระทบอย่างมากในช่วงปี 2020-21 เนื่องจากราคาน้ำมันที่ตกต่ำได้จำกัดกิจกรรมสำรวจและผลิตในอ่าวไทย ตั้งแต่กลางปี 2022F แนวโน้มเริ่มดีขึ้นอย่างมาก เนื่องจากราคาน้ำมันพุ่งสูงขึ้น และ PRM สามารถให้เช่าเหมาลำเรือทั้งหมดได้ เราเชื่อว่านี่จะเป็นอีกปัจจัยผลักดันการเติบโต เนื่องจาก PRM พยายามช่วยลูกค้าในการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ และบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ตามลำดับ ผ่านการใช้เรือลำใหม่และมีประสิทธิภาพมากขึ้น

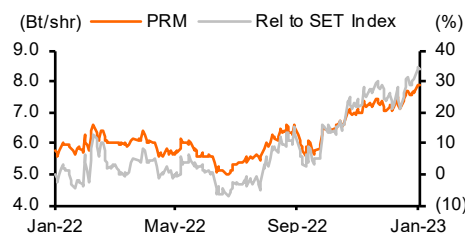
มูลค่ายังคงน่าสนใจ

เราเชื่อว่า PRM ยังคงดูน่าสนใจ เนื่องจากหุ้นซื้อขायที่ forward P/E ที่ 11 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโต 15% และ 9% ในปี 2023-24F มูลค่าในปัจจุบันยังแสดงถึงส่วนลดอย่างมากจากค่าเฉลี่ย 5 ปีในอดีตที่ 15 เท่า PE นอกจากนี้เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะเพิ่มขึ้นตามกำไรที่สูงขึ้น เราเห็นการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งต่อเนื่องเป็นปัจจัยผลักดันที่สำคัญสำหรับหุ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,880	6,734	7,456	7,866
Net profit	1,403	1,510	1,730	1,893
Consensus NP	—	2,013	1,621	1,825
Diff frm cons (%)	—	(25.0)	6.7	3.7
Norm profit	1,060	1,510	1,730	1,893
Prev. Norm profit	—	1,191	1,323	1,502
Chg frm prev (%)	—	26.8	30.8	26.0
Norm EPS (Bt)	0.4	0.6	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(33.7)	42.5	14.6	9.4
Norm PE (x)	18.5	13.0	11.3	10.4
EV/EBITDA (x)	9.9	8.4	7.2	6.5
P/BV (x)	2.2	2.0	1.8	1.7
Div yield (%)	3.3	3.5	4.0	4.3
ROE (%)	12.7	16.4	17.1	17.0
Net D/E (%)	30.1	49.9	42.7	29.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Jan-23 (Bt)	7.85
Market Cap (US\$ m)	597.4
Listed Shares (m shares)	2,500.0
Free Float (%)	45.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.6
12M Price H/L (Bt)	7.85/5.00
Sector	TRANS
Major Shareholder	Nathalin Co., Ltd. 54.20%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

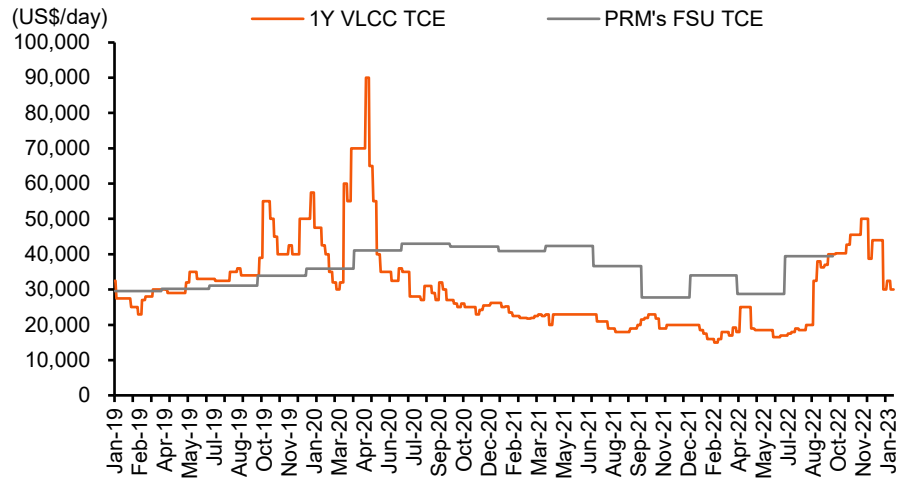
ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

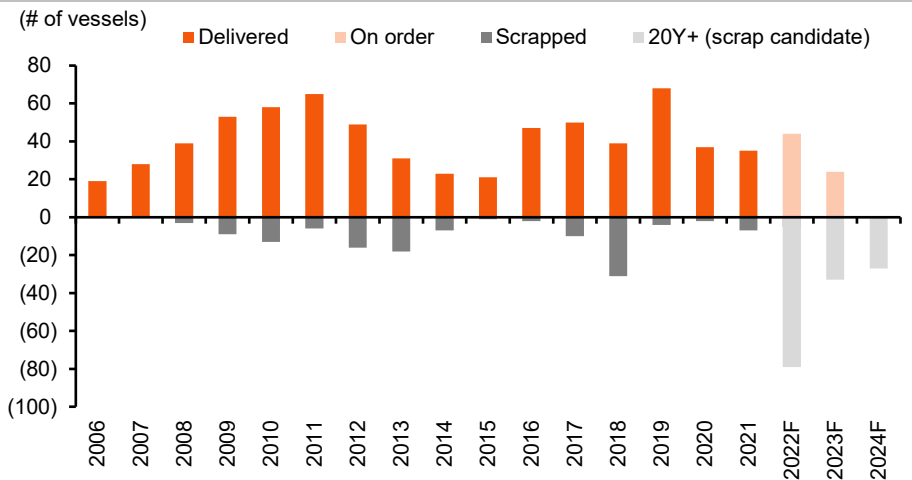


Ex 1: Strong Global VLCC Rate Is A Positive Tailwind For PRM's FSU TCE



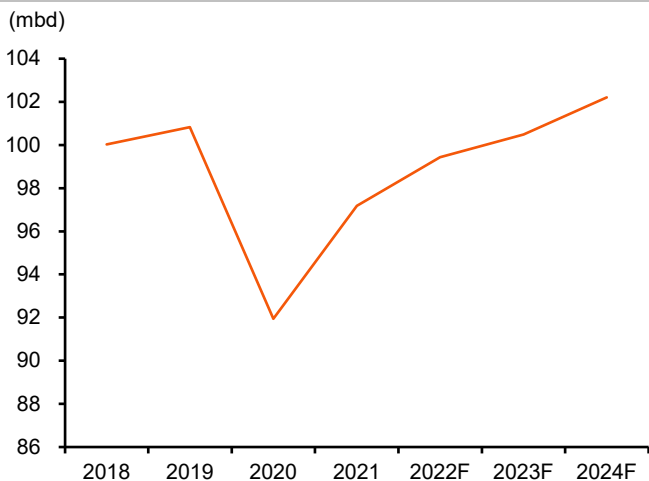
Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Few VLCC Scheduled Deliveries In 2024F And Beyond



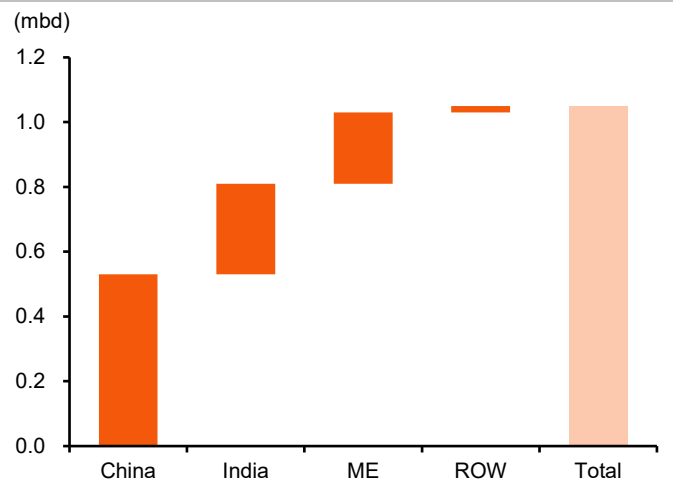
Sources: Frontline, Thanachart estimates

Ex 3: Global Oil Demand Back To Pre-COVID Level



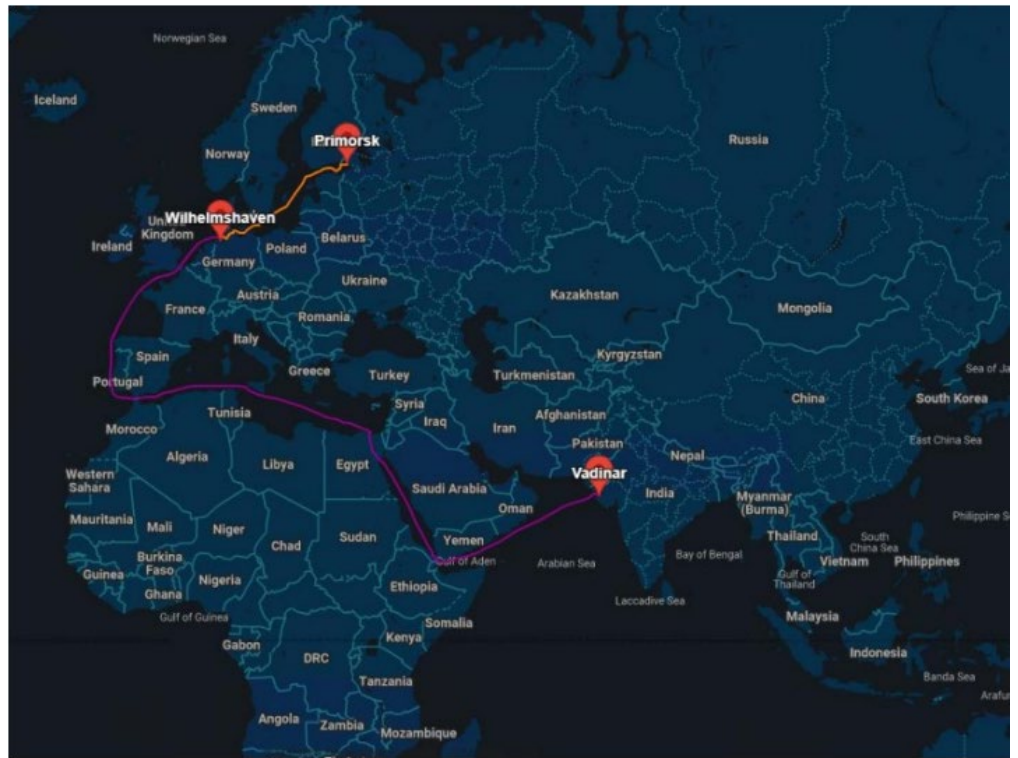
Source: EIA

Ex 4: Change In Global Oil Demand In 2023F



Sources: EIA, Thanachart estimates

Ex 5: Shipping Oil From Russia To India Is 4x The Distance Of Shipping To The EU



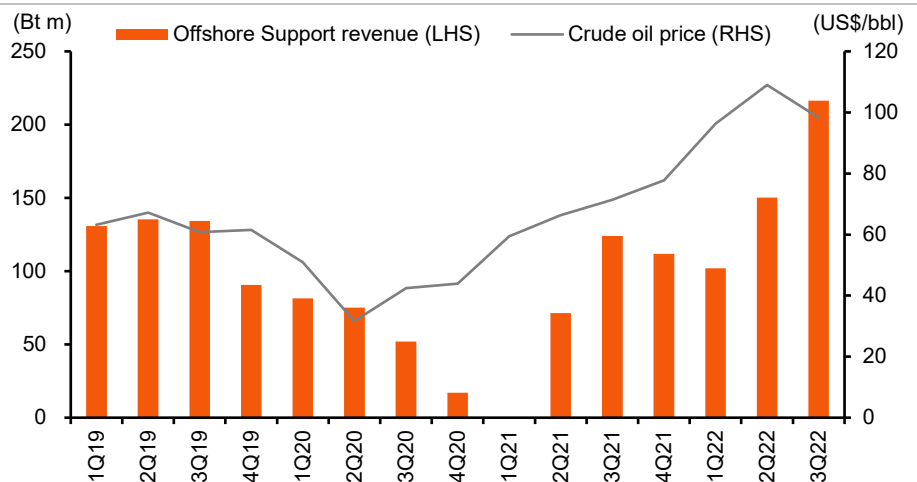
Source: Euronav

Ex 6: PRM Fleet Growth (Measured At Year-End)

	2018	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Dom. & chem. tankers	26	31	30	34	35	37	39
Int'l tankers	2	1	1	2	4	4	4
FSU	4	7	8	5	5	6	6
Offshore vessels	3	3	2	14	15	15	17

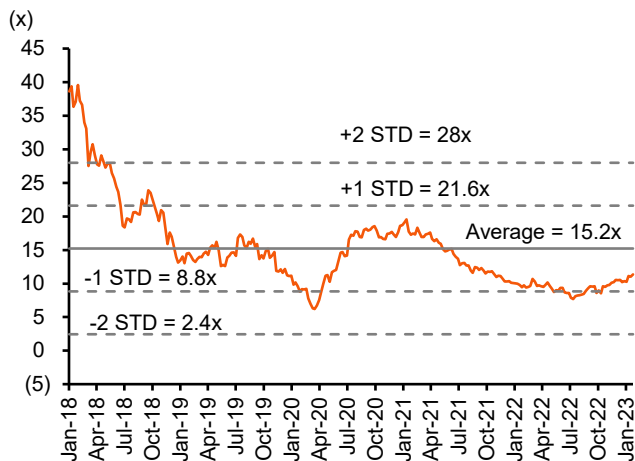
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: PRM's Offshore Support Revenue Vs. Dubai Oil Price



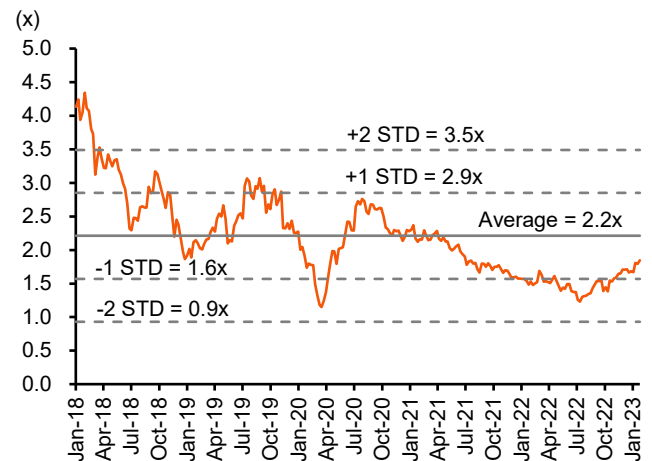
Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: PRM's PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: PRM's P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: 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 & equity income	3,272	3,450	3,480	3,612	3,749	3,864	3,960	4,057	4,159	4,264	4,374	
Free cash flow *	1,393	2,111	2,312	2,440	2,546	2,452	2,521	2,590	2,660	2,734	2,810	39,510
PV of free cash flow	1,393	1,944	1,960	1,904	1,808	1,598	1,509	1,422	1,341	1,265	1,159	16,292
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	8.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	32,202											
Net debt	4,738											
Minority interest	458											
Equity value	27,006											
# of shares (m)	2,500											
Equity value/share (Bt)	10.80											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: 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 (%)
U-Ming Marine Transport	2606 TT	Taiwan	na	9.4	8.4	7.7	1.2	1.1	na	na	na	na
Evergreen Marine Corp TW	2603 TT	Taiwan	39.7	(86.1)	1.0	6.9	0.6	0.7	0.2	0.8	46.1	3.9
Sincere Navigation	2605 TT	Taiwan	(85.0)	na	na	23.1	0.7	0.7	na	na	na	na
Yang Ming Marine Transport	2609 TT	Taiwan	16.1	(89.2)	1.1	10.6	0.6	0.7	na	na	34.8	5.0
Wan Hai Lines Ltd	2615 TT	Taiwan	(1.1)	(93.5)	2.0	31.5	0.9	0.9	0.7	7.9	16.7	2.2
China Shipping Dev	1138 HK	HK	na	130.6	20.3	8.8	1.2	1.0	15.7	10.3	2.0	3.9
Orient Oversea International	316 HK	HK	45.3	(48.4)	8.7	16.9	6.3	5.8	0.3	0.5	7.0	1.5
China COSCO Holding	1919 HK	HK	23.7	(67.8)	1.2	3.6	0.6	0.6	0.1	0.4	36.7	8.9
Pacific Basin Shipping Ltd	2343 HK	HK	(7.8)	(33.3)	19.4	29.1	7.0	6.4	2.0	3.6	3.2	2.1
Kawasaki Kisen Kaisha Ltd	9107 JP	Japan	na	43.8	1.4	1.0	1.1	0.5	15.4	7.9	4.9	8.7
Mitsui OSK Lines Ltd	9104 JP	Japan	na	23.3	1.9	1.5	1.1	0.7	15.2	12.2	10.7	16.3
Nippon Yusen KK	9101 JP	Japan	na	4.9	1.7	1.6	1.2	0.7	6.4	6.0	13.1	15.3
Korea Line Corp	005880 KS	S.Korea	(5.3)	(12.5)	3.0	3.4	0.4	0.4	7.7	7.0	1.6	1.5
Prima Marine Pcl	PRM TB *	Thailand	42.5	14.6	13.0	11.3	2.0	1.8	8.4	7.2	3.5	4.0
Precious Shipping Pcl	PSL TB *	Thailand	8.2	(22.3)	5.3	6.8	1.5	1.4	4.4	5.1	9.9	7.7
Average			7.6	(16.2)	6.3	10.9	1.7	1.6	6.4	5.7	14.6	6.2

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 25 January 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พริมา มารีน จำกัด (มหาชน) (PRM) ประกอบธุรกิจให้บริการขนส่งและจัดเก็บน้ำมัน บริษัท เป็นเจ้าของเรือบรรทุกน้ำมันมากกว่า 40 ลำ ตั้งแต่เรือบรรทุกขนาดเล็กในประเทศ ขนาด 3,000dwt ไปจนถึงเรือ VLCC ที่ใหญ่ที่สุด (270,000 dwt หรือมากกว่า) ธุรกิจของบริษัท แบ่งออกเป็น 5 กลุ่ม ได้แก่ ธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันในประเทศ ธุรกิจเรือขนส่งน้ำมันระหว่างประเทศ ธุรกิจเรือขนส่งและจัดเก็บน้ำมัน (FSU) (VLCC ใช้เป็นหน่วยจัดเก็บน้ำมันดิบและน้ำมันเตาแบบลอยน้ำ) ธุรกิจเรือขนส่งที่ให้การสนับสนุนงานสำรวจและผลิตปิโตรเลียมกลางทะเล และธุรกิจบริหารจัดการเรือ จาก 5 หน่วยธุรกิจ FSU ทำกำไรมากที่สุด (72% ของกำไรขั้นต้นในปี 2020) ตามด้วยเรือขนส่งในประเทศ (15% ของกำไรขั้นต้นปี 2020)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- กองเรือบรรทุกน้ำมันที่มีความหลากหลายเป็นอย่างดี รองรับลูกค้าทั้งในและต่างประเทศ
- PRM เป็นเจ้าของเรือบรรทุกน้ำมันในประเทศที่ใหญ่ที่สุด และมีสัดส่วนถึง 50% ของการขนส่งผลิตภัณฑ์น้ำมันทางน้ำทั้งหมดในประเทศไทย

O — Opportunity

- หลักเกณฑ์ IMO 2020 ได้สร้างความต้องการการจัดเก็บ การขนส่ง และการผสมน้ำมันอย่างมาก เราเห็นโอกาสในการเติบโตอย่างมีนัยสำคัญสำหรับ PRM เนื่องจากเป็นผู้ที่มีความเชี่ยวชาญในเรื่องนี้

CONSENSUS COMPARISON

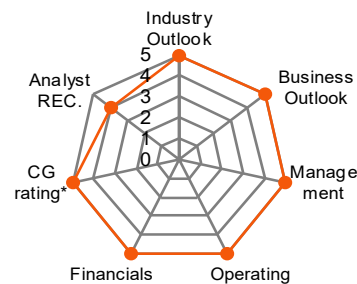
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.36	11.00	18%
Net profit 22F (Bt m)	2,013	1,510	-25%
Net profit 23F (Bt m)	1,621	1,730	7%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2022F ของเรต่ำกว่าที่ตลาดคาด 25% เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่ออัตราค่าระวาง FSU แต่ประมาณการ EPS ปี 2023F ของเราสูงกว่าตลาด 7% เนื่องจากเรารวมอัตรา TCE ที่สูงขึ้น และการขยายกองเรือ
- ราคาเป้าหมายของเรานั้นสูงกว่าของตลาด 18% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวของ PRM

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- PRM พึ่งพา FSU (กองเรือ VLCC) อย่างมากในการสร้างผลกำไร แต่โดยมาตรฐานของ VLCC กำไรของ PRM นั้นผันผวนน้อยกว่ามากเนื่องจากส่วนใหญ่เช่าเหมาระยะยาว
- ผู้ประกอบการเรือขนส่งน้ำมันมักมีค่าใช้จ่ายคงที่สูง และมีช่องว่างในการบริหารจัดการกำไรได้น้อยเมื่ออัตราค่าเช่าเหมาล้าลดลง

T — Threat

- ตลาดเรือขนส่งน้ำมันโดยทั่วไปมีอุปสรรคในการเข้ามายังตลาดต่ำ อย่างไรก็ตามเนื่องจาก PRM ให้บริการเฉพาะและได้พิสูจน์ให้เห็นแล้วว่าลูกค้ามีความภักดีสูง เราจึงคิดว่าบริษัท มีความได้เปรียบเหนือคู่แข่ง

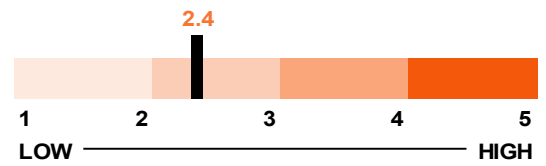
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตราค่าเช่าเรือต่ำกว่าที่คาดหรือการเติบโตของกองเรือที่ช้ากว่าคาด อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจ FSU และเรือบรรทุกน้ำมันระหว่างประเทศของ PRM
- ความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันในประเทศที่อ่อนแอกว่าที่คาดจะส่งผลกระทบต่อปริมาณการขนส่งน้ำมันในประเทศ
- ราคาน้ำมันต่ำเป็นเวลานานอาจนำไปสู่การลดลงอย่างรุนแรงของกำไรของธุรกิจสนับสนุนนอกชายฝั่ง

Source: Thanachart

PRM ดำเนินการบริหารกองเรือบรรทุกน้ำมัน ได้แก่ VLCC (เรือขนส่งน้ำมันดิบขนาดใหญ่) และ Aframax ธุรกิจหลักของบริษัท คือธุรกิจเรือขนส่งและจัดเก็บน้ำมัน (“ธุรกิจเรือขนส่งและจัดเก็บ FSU”) การขนส่งน้ำมันดิบและเคมีภัณฑ์ระหว่างประเทศ การขนส่งเชื้อเพลิงในประเทศ และการสนับสนุนนอกชายฝั่งสำหรับอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซ เราให้คะแนน ESG สำหรับ PRM ที่ 2.44 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเล็กน้อยสำหรับกลุ่มเดินเรือ

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)
PRM	-	-	-	-	45.36	20.5	-	-	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
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- PRM ปฏิบัติตามนโยบายของ International Maritime Organization (IMO) อย่างครบถ้วน ซึ่งควบคุมกลุ่มอุตสาหกรรมเดินเรือว่าสามารถจำกัดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมได้อย่างไร ตัวอย่างเช่น PRM ปฏิบัติตามอนุสัญญาของ IMO ว่าด้วยการควบคุมและจัดการน้ำอับเฉาเรือและตะกอน ซึ่งกำหนดระบบการจัดการน้ำอับเฉา (BWMS) สำหรับเรือทุกลำที่ขนส่งในน่านน้ำสากล ซึ่งมีเป้าหมายคือเพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งมีชีวิตในทะเล
- PRM ยังปฏิบัติตามนโยบายของ IMO เกี่ยวกับการจัดการของเสียบนเรือด้วยการติดตั้งเตาเผาขยะที่ได้รับการรับรองให้ใช้บนเรือได้
- PRM ยังปฏิบัติตามกฎระเบียบ IMO 2020 อย่างครบถ้วน ซึ่งจำกัดปริมาณการปล่อยกำมะถันจากเรือ

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- PRM กำหนดนโยบายเพื่อสนับสนุนและคุ้มครองสิทธิมนุษยชน นโยบายนี้ครอบคลุมถึงพันธมิตรทางธุรกิจ โดย PRM จะกำกับดูแลธุรกิจของตนไม่ให้เกี่ยวข้องกับละเมิดสิทธิมนุษยชน เช่น การใช้แรงงานเด็ก
- บริษัทฯ ยังใช้นโยบายต่อต้านการเลือกปฏิบัติทางเชื้อชาติ สัญชาติ ศาสนา ภาษา เพศ อายุ และการศึกษาด้วย
- สำหรับการบริหารจัดการพนักงาน PRM มุ่งให้สวัสดิการที่เหมาะสม รักษาสภาพแวดล้อมในการทำงานที่ปลอดภัย และจัดฝึกอบรมแก่พนักงานเป็นประจำ
- PRM มีส่วนร่วมในโครงการความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) หลายโครงการ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในชุมชนที่บริษัทฯ ดำเนินการ

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ PRM ประกอบด้วยกรรมการ 8 คน โดยมีเพียง 1 คนเท่านั้นที่เป็นผู้หญิง
- PRM ได้รับคะแนนด้านการกำกับดูแลกิจการที่ดีอยู่ในระดับ "ดีเลิศ" หรือ "5 ดาว" จากโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน
- PRM มีการจัดทำแผนบริหารผู้มีส่วนได้เสีย (Stakeholder Management) ซึ่งควบคุมวิธีการปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียแต่ละราย รวมถึงผู้ถือหุ้น พนักงาน ลูกค้า พันธมิตรทางธุรกิจ และคู่แข่ง
- PRM มีนโยบายและแนวปฏิบัติที่ชัดเจนสำหรับประเด็นการกำกับดูแลที่สำคัญทั้งหมด รวมถึงจรรยาบรรณ การต่อต้านการทุจริต ผลประโยชน์ทับซ้อน และนโยบายการแจ้งเบาะแส ทั้งคณะกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกระดับมีหน้าที่และความรับผิดชอบในการปฏิบัติตามนโยบายเหล่านี้
- PRM ใช้นโยบายการคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคลและปฏิบัติตามพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล พ.ศ. 2560 ซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 มิถุนายน พ.ศ. 2565

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	5,926	5,880	6,734	7,456	7,866
Cost of sales	3,398	4,067	4,328	4,699	4,923
Gross profit	2,527	1,813	2,406	2,756	2,944
% gross margin	42.7%	30.8%	35.7%	37.0%	37.4%
Selling & administration expenses	486	498	514	536	549
Operating profit	2,042	1,315	1,892	2,220	2,395
% operating margin	34.5%	22.4%	28.1%	29.8%	30.4%
Depreciation & amortization	735	953	1,044	1,168	1,187
EBITDA	2,777	2,268	2,936	3,388	3,582
% EBITDA margin	46.9%	38.6%	43.6%	45.4%	45.5%
Non-operating income	56	143	100	102	104
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(214)	(249)	(298)	(352)	(342)
Pre-tax profit	1,883	1,210	1,694	1,970	2,157
Income tax	191	134	169	197	216
After-tax profit	1,692	1,076	1,525	1,773	1,941
% net margin	28.5%	18.3%	22.6%	23.8%	24.7%
Shares in affiliates' Earnings	90	27	117	108	117
Minority interests	(169)	(124)	(131)	(150)	(165)
Extraordinary items	(80)	424	0	0	0
NET PROFIT	1,533	1,403	1,510	1,730	1,893
Normalized profit	1,598	1,060	1,510	1,730	1,893
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8

We see strong earnings growth in 2023-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,754	3,615	4,127	4,565	4,815
Cash & cash equivalent	2,219	2,612	2,991	3,311	3,494
Account receivables	364	741	849	940	991
Inventories	163	166	177	192	201
Others	7	96	110	122	129
Investments & loans	673	458	458	458	458
Net fixed assets	8,853	9,606	12,920	13,602	13,738
Other assets	1,364	3,670	3,869	4,052	4,221
Total assets	13,643	17,349	21,373	22,677	23,232
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,093	2,595	1,579	1,654	1,686
Account payables	661	890	948	1,029	1,078
Bank overdraft & ST loans	0	0	401	402	355
Current LT debt	1,172	1,385	0	0	0
Others current liabilities	260	320	230	223	253
Total LT debt	2,998	3,968	7,619	7,647	6,750
Others LT liabilities	229	1,676	2,088	2,289	2,465
Total liabilities	5,319	8,239	11,286	11,590	10,902
Minority interest	468	327	458	458	623
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,500	2,500	2,500	2,500	2,500
Share premium	3,407	3,407	3,407	3,407	3,407
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(651)	(233)	(233)	(233)	(233)
Retained earnings	2,600	3,109	3,954	4,955	6,033
Shareholders' equity	7,856	8,783	9,628	10,629	11,707
Liabilities & equity	13,643	17,349	21,373	22,677	23,232

Balance sheet remains strong despite continued fleet expansion

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,883	1,210	1,694	1,970	2,157
Tax paid	(68)	(250)	(92)	(216)	(189)
Depreciation & amortization	735	953	1,044	1,168	1,187
Chg In working capital	272	(150)	(61)	(25)	(12)
Chg In other CA & CL / minorities	(10)	(111)	(64)	(43)	113
Cash flow from operations	2,813	1,652	2,521	2,854	3,256
Capex	(50)	(1,706)	(4,257)	(1,734)	(1,192)
Right of use	(147)	(1,589)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	88	0	0	0	0
LT loans & investments	(28)	215	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(199)	1,144	412	200	177
Cash flow from investments	(336)	(1,936)	(4,145)	(1,834)	(1,315)
Debt financing	(607)	1,153	2,667	29	(944)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(525)	(650)	(665)	(729)	(815)
Warrants & other surplus	(67)	174	0	0	0
Cash flow from financing	(1,199)	677	2,003	(700)	(1,759)
Free cash flow	2,763	(54)	(1,735)	1,120	2,064

PRM is likely to generate high FCF in 2023-24F on favorable outlook

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.3	18.5	13.0	11.3	10.4
Normalized PE - at target price (x)	17.2	26.0	18.2	15.9	14.5
PE (x)	12.8	14.0	13.0	11.3	10.4
PE - at target price (x)	17.9	19.6	18.2	15.9	14.5
EV/EBITDA (x)	7.8	9.9	8.4	7.2	6.5
EV/EBITDA - at target price (x)	10.6	13.3	11.1	9.5	8.7
P/BV (x)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7
P/BV - at target price (x)	3.5	3.1	2.9	2.6	2.3
P/CFO (x)	7.0	11.9	7.8	6.9	6.0
Price/sales (x)	3.3	3.3	2.9	2.6	2.5
Dividend yield (%)	3.2	3.3	3.5	4.0	4.3
FCF Yield (%)	14.1	(0.3)	(8.8)	5.7	10.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.4	0.6	0.7	0.8
EPS	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
DPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
BV/share	3.1	3.5	3.9	4.3	4.7
CFO/share	1.1	0.7	1.0	1.1	1.3
FCF/share	1.1	(0.0)	(0.7)	0.4	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

PRM still trading below its 5-year average P/E of 15x

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	10.8	(0.8)	14.5	10.7	5.5
Net profit (%)	49.8	(8.5)	7.6	14.6	9.4
EPS (%)	49.8	(8.5)	7.6	14.6	9.4
Normalized profit (%)	62.3	(33.7)	42.5	14.6	9.4
Normalized EPS (%)	62.3	(33.7)	42.5	14.6	9.4
Dividend payout ratio (%)	40.8	46.3	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	42.7	30.8	35.7	37.0	37.4
Operating margin (%)	34.5	22.4	28.1	29.8	30.4
EBITDA margin (%)	46.9	38.6	43.6	45.4	45.5
Net margin (%)	28.5	18.3	22.6	23.8	24.7
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.6	0.8	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	9.5	5.3	6.4	6.3	7.0
Interest coverage - EBITDA (x)	13.0	9.1	9.9	9.6	10.5
ROA - using norm profit (%)	12.0	6.8	7.8	7.9	8.2
ROE - using norm profit (%)	21.6	12.7	16.4	17.1	17.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.9	12.9	16.6	17.5	17.4
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	35.4	24.8	29.6	31.1	31.8
- leverage (x)	1.8	1.9	2.1	2.2	2.1
- interest burden (%)	89.8	82.9	85.1	84.8	86.3
- tax burden (%)	89.8	88.9	90.0	90.0	90.0
WACC (%)	8.6	8.6	8.6	8.6	8.6
ROIC (%)	17.1	11.9	14.8	13.6	14.0
NOPAT (Bt m)	1,834	1,170	1,702	1,998	2,155
invested capital (Bt m)	9,807	11,524	14,658	15,367	15,319

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJJK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJJK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJJK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJJK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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, BCP16C2305A, 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

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 ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th