

BUY (Unchanged)

TP: Bt 5.60

(From: Bt 6.50)

Change in Numbers

Upside : 86.7%

24 JANUARY 2023

Stark Corporation Pcl. (STARK TB)

ธุรกิจเดิมยังโตต่อเนื่อง

เราคาดว่าแนะนำ “ซื้อ” STARK แมตัส M&A จะถูกยกเลิกไป แต่เราคาด EPS ยังเติบโต 5/21/19% ในปี 2023-25F (หลัง dilution) บทยอดขายสายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นทั้งในประเทศและส่งออก ในขณะที่ราคาหุ้นที่ลงมาหนักเหลือเพียง 10 เท่า PE บณปี 2023F เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 5.6 บาท จากผล Dilution และอัตรากำไรที่ถูกระทบในระยะสั้นจากต้นทุนค่าไฟฟ้า



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9107

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

คณาคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” STARK เนื่องจากเชื่อว่าราคาหุ้นปรับลงมาเกินไปแล้ว จากความผิดหวังของตลาดต่อการตัดสินใจยกเลิกดีลซื้อกิจการ 1) ดีลที่ล้มเหลวไม่ได้ส่งผลกระทบต่อเติบโตของธุรกิจสายไฟฟ้าเดิมในไทยและเวียดนาม 2) หลังรวมผล dilution จากการเพิ่มทุนเข้าซื้อกิจการเมื่อเดือนตุลาคมที่ผ่านมาไปแล้ว เรายังคาด EPS จะเติบโตได้ 5/21/19% ในปี 2023-25F แมตัสต้นทุนค่าไฟฟ้าและค่าแรงมีแนวโน้มสูงขึ้น 3) เรามองว่ามูลค่าพื้นฐานอยู่ที่ระดับน่าสนใจที่เพียง 10 เท่า PE บณปี 2023F แม้การเติบโตกำไรจะชะลอตัวในระยะสั้น ราคาปรับราคาเป้าหมายปี 2023F ลงเหลือ 5.6 บาท (จาก 6.5 บาท) จากผล dilution และการปรับกำไรของเราลง 7-10% ในปี 2022-25F เพื่อสะท้อนต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้น

ธุรกิจหลักยังเติบโต

เราคาดกำไร STARK เติบโตเฉลี่ย 18% ต่อปี ในปี 2023-25F แมตัสการเข้าซื้อกิจการธุรกิจผลิตสายไฟฟ้าสำหรับยานยนต์จากบริษัท LEONI AG ในเยอรมนีจะถูกยกเลิกไป ดังนั้นการเติบโตจึงจะมาจากโรงงานในไทยและเวียดนามตามเดิม ซึ่งเราคาดว่ารายได้ STARK จะเพิ่มขึ้น 12/10/8% ในปี 2023-25F จากความต้องการสายไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่องในทั้งสองประเทศ ประเทศไทยต้องการใช้สายไฟฟ้าเพื่อขยายระบบสายส่งไฟฟ้า เพื่อเปลี่ยนระบบสายอากาศเป็นสายใต้ดิน และการเตรียมโครงข่ายการส่งไฟฟ้าของประเทศให้รองรับระบบซื้อขายไฟฟ้าและ Smart Grid และแมตัสสถานการณ์การเมืองมีความไม่แน่นอนในระยะสั้น เราเชื่อว่าเวียดนามยังต้องเร่งขยายกำลังการผลิตและสายส่งไฟฟ้าเพื่อดึงดูดการลงทุนต่างชาติ อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้นจากการประหยัดต่อขนาด และการขายผลิตภัณฑ์มาร์จิ้นสูงมากขึ้น รวมทั้งการส่งออกที่เติบโตเป็นอีกสองปัจจัยหนุนการเติบโตกำไร

มองหากการซื้อกิจการขนาดเล็ก

STARK ตั้งเป้าจะใช้เงิน 5.5 พันลพ. จากการเพิ่มทุน (เดิมจะใช้สำหรับดีล LEONI) เข้าซื้อกิจการที่มีขนาดเล็ก เราเชื่อว่าจะเป็นการลงทุนซื้อธุรกิจผลิตสายไฟฟ้าในประเทศเพื่อขยายกำลังการผลิตและฐานลูกค้า โดยหากไม่มีดีลที่เหมาะสม เราเชื่อว่า STARK จะพิจารณาทางเลือกอื่นอย่างการจ่ายเงินปันผลพิเศษหรือการซื้อหุ้นคืนเพื่อลดผลกระทบ dilution จากการเพิ่มทุนให้ผู้ถือหุ้น ซึ่งเรายังไม่ได้รวมกิจกรรมทางการเงินเหล่านี้ แต่รวมเพียงเฉพาะผล dilution โดยไม่ได้มีผลตอบแทนที่เพิ่มขึ้นจากเงินที่ได้จากการเพิ่มทุนในตัวเลขประมาณการของเรา

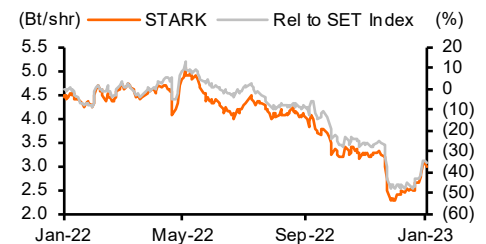
ราคาหุ้นปรับตัวลงมากแล้ว

เรามองว่าราคาหุ้น STARK ที่ปรับตัวลงมาถึง 19% จากราคาเพิ่มทุนให้บุคคลในวงจำกัด (PP) และ 39% จากระดับสูงสุดในปี 2022 ก่อนประกาศซื้อกิจการ นั้นสะท้อนความผิดหวังของตลาดไปมากแล้ว ราคาหุ้นปัจจุบันเทียบเป็น PE เพียง 10 เท่า ในปี 2023F ซึ่งน่าสนใจมากบนประมาณการของเรา เทียบกับ EPS เติบโตเฉลี่ย 15% ต่อปีในช่วงปี 2023-25F ที่ หลังหักผล dilution 13% และยังมี upside จากการปรับโครงสร้างเงินทุน และโอกาสการเข้าซื้อกิจการจากใหม่ที่อาจเกิดขึ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	27,094	30,132	33,672	37,018
Net profit	2,783	3,609	4,157	5,041
Consensus NP	—	3,087	3,373	3,993
Diff frm cons (%)	—	16.9	23.2	26.2
Norm profit	3,203	3,609	4,157	5,041
Prev. Norm profit	—	3,908	4,582	5,389
Chg frm prev (%)	—	(7.7)	(9.3)	(6.5)
Norm EPS (Bt)	0.3	0.3	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	170.7	9.5	5.3	21.3
Norm PE (x)	11.2	10.2	9.7	8.0
EV/EBITDA (x)	9.2	8.4	6.8	5.6
P/BV (x)	5.5	2.6	2.1	1.8
Div yield (%)	0.0	0.0	3.1	3.8
ROE (%)	63.3	32.5	23.8	23.9
Net D/E (%)	198.1	99.6	46.2	27.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Jan-23 (Bt)	3.00
Market Cap (US\$ m)	1,225.0
Listed Shares (m shares)	13,406.4
Free Float (%)	28.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.3
12M Price H/L (Bt)	5.05/2.28
Sector	Industrial Materials & Machinery
Major Shareholder	K.Vonnarat Tangkaravakoon
	48.7%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

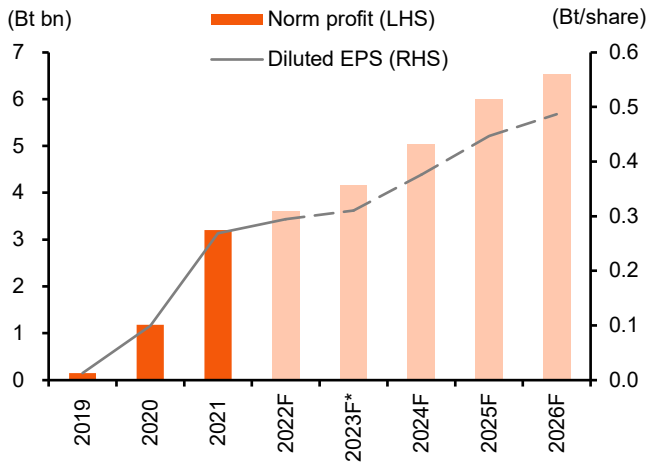
ESG Summary Report P5

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



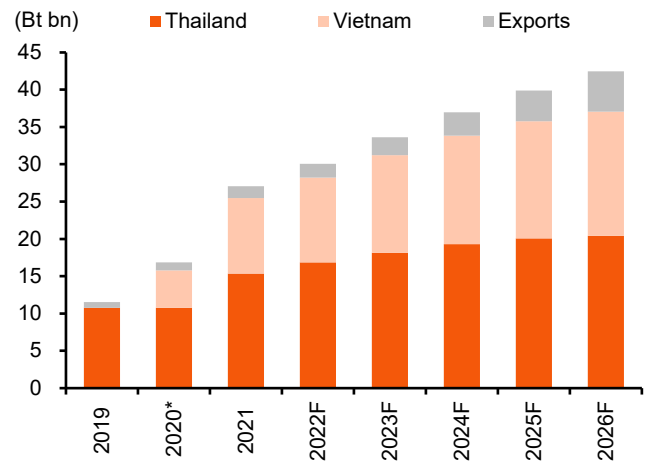
Ex 1: Share Dilution Weighs Down 2023F EPS



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: STARK issued 1,500 million new shares for a private placement (PP) in October 2022, so the full dilution impact occurs in 2023F.

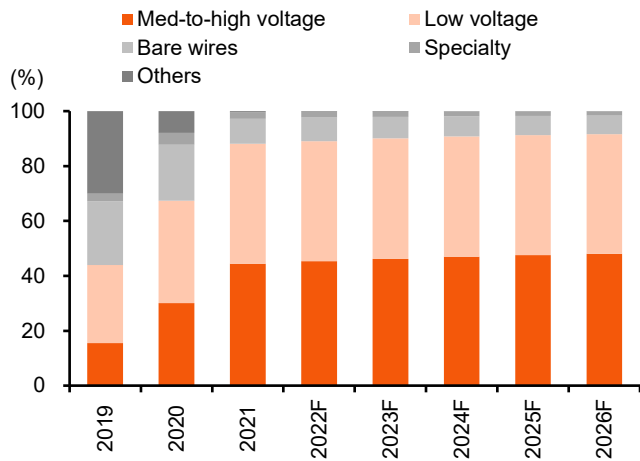
Ex 2: Growing Revenue From Home Markets



Sources: Company data, Thanachart estimates

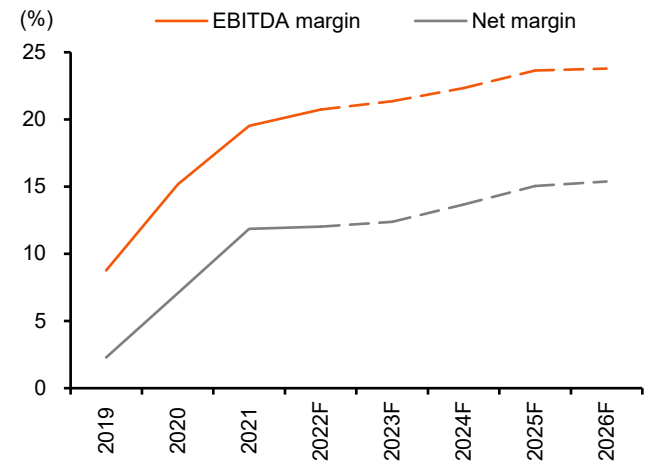
Note: * STARK acquired its Vietnam factory in April 2020.

Ex 3: More Favorable Product Mix ...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ... So Margin Expansion Intact Despite Higher Costs



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: 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 (excl. depre from right of use)	7,141	8,217	9,391	10,055	10,425	10,659	10,817	10,972	11,124	11,273	11,419	—
Free cash flow	7,716	4,073	5,292	6,189	6,618	6,908	7,090	7,211	7,329	7,445	7,559	113,673
PV of free cash flow	7,156	3,501	4,217	4,573	4,438	4,276	4,051	3,804	3,569	3,347	2,993	45,010
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	90,935											
Net debt (2022F)	15,733											
Minority interest	100											
Equity value	75,101											
# of shares *	13,406											
Equity value/share (Bt)	5.60											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * We use the number of fully diluted shares in our DCF calculation, assuming all STARK-W1 warrants are exercised in 2024F.

Valuation Comparison

Ex 6: 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 (%)
Nexans SA	NEX FP	France	61.6	(6.8)	15.5	16.6	2.5	2.2	7.5	7.6	1.5	1.5
nVent Electric PLC	NVT US	Britain	42.3	8.3	16.7	15.4	2.4	2.3	13.3	12.6	1.8	2.0
TE Connectivity Ltd	TEL US	Switzerland	(3.1)	(5.2)	17.1	18.1	3.7	3.4	11.3	11.9	1.7	1.7
Huber + Suhner AG	HUBN SW	Switzerland	(3.0)	0.0	21.0	21.0	2.6	2.5	12.5	12.4	2.3	2.3
Topsec Technologies Group	002212 CH	China	105.8	28.0	26.1	20.4	1.3	1.3	22.4	17.4	0.5	0.7
Yangtze Optical Fibre & Cabl	601869 CH	China	59.9	27.4	23.4	18.3	2.5	2.3	14.7	11.7	1.1	1.6
Interlink Telecom PCL	ITEL TB	Thailand	(30.4)	18.8	23.6	19.9	1.5	1.4	11.9	10.6	0.0	0.0
Stark Corporation *	STARK TB	Thailand	9.5	5.3	10.2	9.7	2.6	2.1	9.0	6.8	0.0	3.1
Average			30.3	9.5	19.2	17.4	2.4	2.2	12.8	11.4	1.1	1.6

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 24 Jan 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

STARK เป็นบริษัทโฮลดิ้ง โดยถือหุ้นในบริษัทในเครือที่ส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตสายไฟฟ้าและสายเคเบิลรายใหญ่ ซึ่งมีประสบการณ์มากกว่า 50 ปี ในอุตสาหกรรมสายไฟฟ้าทั้งในประเทศไทยและเวียดนาม ปัจจุบัน บริษัทฯ มีกำลังการผลิตรวมมากที่สุดในอาเซียนและมากเป็นอันดับที่ 14 ในตลาดโลก นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังดำเนินธุรกิจบริการจัดหากำลังคน โลจิสติกส์ และคลังสินค้าให้เข้าแก่ลูกค้าในอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซอีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีชื่อเสียงและประวัติที่ดีในตลาดในไทยและเวียดนาม
- อำนาจการต่อรองด้านราคากับซัพพลายเออร์และการประหยัดต่อขนาดจากการเป็นผู้ผลิตสายเคเบิลรายใหญ่ที่สุดในอาเซียน

O — Opportunity

- โอกาสในการส่งออกสินค้ามากขึ้น ใช้ประโยชน์จากขนาด ค่าแรงที่ต่ำ และสิทธิพิเศษประโยชน์ทางภาษีกับประเทศกำลังพัฒนาต่างๆ
- มีศักยภาพในการเข้าซื้อ หรือเข้าลงทุนธุรกิจที่เกี่ยวข้องเพิ่มเติม เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและเพิ่มส่วนแบ่งตลาด

CONSENSUS COMPARISON

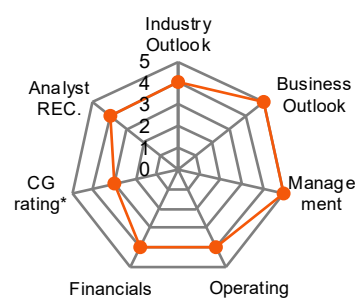
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.50	5.60	24%
Net profit 22F (Bt m)	3,087	3,609	17%
Net profit 23F (Bt m)	3,373	4,157	23%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเรสูงกว่าของตลาด 17/23% คาดเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานการเติบโตรายได้ และการเพิ่มขึ้นของอัตรากำไรที่สูงกว่าคาด
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าตลาด 24%

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

- ฟังพากการนำเข้าวัตถุดิบหลักคือ ทองแดง และอลูมิเนียม จากต่างประเทศ
- ฟังพากการใช้จ่ายของรัฐบาลในโครงการโครงสร้างพื้นฐานของประเทศในการผลักดันยอดขาย

T — Threat

- การผลิตสายเคเบิลเป็นเทคโนโลยีที่พัฒนาแล้ว จึงไม่ยากสำหรับผู้เล่นใหม่ที่มีเงินทุนหนาในการเจาะเข้ามาแย่งตลาด
- การเปลี่ยนแปลงแรงจูงใจด้านภาษีและกฎระเบียบในการเข้าร่วมประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานในแต่ละประเทศ

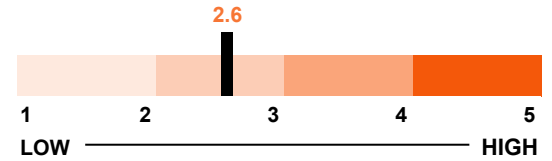
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความก้าวหน้าของโครงสร้างพื้นฐานในประเทศไทยและเวียดนามที่ช้ากว่าที่คาดไว้ ทั้งจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐ หรือความล่าช้าในการก่อสร้างเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ต้นทุนค่าไฟฟ้าและสาธารณูปโภค และค่าแรงที่เพิ่มขึ้นเร็วจะเป็นความเสี่ยงต่อการเติบโตของกำไรในระยะสั้นของบริษัทฯ
- แผนการขยายกำลังการผลิต และความสามารถในการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ของระบบสายส่งและผลิตไฟฟ้าในไทยและเวียดนาม ที่ช้ากว่าคาดเป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการผลิตภัณฑ์ไฮเอนด์ที่ต่ำกว่าที่คาด เป็นความเสี่ยงด้านลบต่ออัตรากำไร และจะกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

STARK มีโรงงานผลิตสายไฟฟ้า 3 แห่งในประเทศไทย และอีก 1 แห่งในเวียดนาม แม้แทบจะไม่ปล่อยก๊าซคาร์บอนจากกระบวนการผลิต แต่เรามองว่านโยบาย ESG ยังคงค่อนข้างอ่อนแอ มีมาตรฐานความปลอดภัยของสถานที่ทำงานสำหรับพนักงาน และการสนับสนุนคุณภาพชีวิตของพนักงานในช่วงที่มีการระบาดใหญ่คือจุดแข็งที่สำคัญของบริษัทฯ เราให้คะแนน ESG ที่ 2.6

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)
STARK	-	-	-	-	45.91	24.66	8.08	-	3.0

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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> STARK วางตำแหน่งตัวเองในฐานะผู้นำด้านพลังงานหมุนเวียน เป็นผู้จัดหาสายไฟฟ้าสำหรับโครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน เพื่อช่วยให้ประเทศไทยบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน STARK ติดตั้งระบบโซลาร์รูฟท็อปรวม 5.6MW ที่โรงงานสามแห่งในประเทศไทย เพื่อชดเชยผลกระทบบางส่วนจากกระบวนการผลิตที่ใช้ไฟฟ้าอย่างมาก นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีแผนที่จะเปลี่ยนรถยนต์ของบริษัทฯ บางส่วนในโรงงานให้เป็นรถยนต์ไฟฟ้าอีกด้วย STARK มุ่งมั่นพยายามอย่างมากที่จะเลือกใช้วัสดุที่นำกลับมาใช้ใหม่หรือรีไซเคิลได้มากที่สุดในการผลิตผลิตภัณฑ์เพื่อลดการสร้างขยะให้กับสังคม
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขภาพอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> STARK กำหนดแนวปฏิบัติเพื่อปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนอย่างเท่าเทียมกัน จ่ายค่าตอบแทนที่เป็นธรรมตามความรู้ความสามารถ และมีมาตรฐานความปลอดภัยของสถานที่ทำงานสำหรับพนักงาน STARK ให้การช่วยเหลือพนักงานและชุมชนโดยรอบอย่างมากในช่วงการระบาดใหญ่ของโควิด-19 โดยจัดหาอาหาร ที่พักอาศัย อุปกรณ์ทางการแพทย์และสุขอนามัย รวมถึงการฉีดวัคซีนในช่วงปิดประเทศ STARK จัดสัมมนาและฝึกอบรมเกี่ยวกับการออกแบบระบบไฟฟ้าเพื่อให้ความรู้แก่พนักงานและช่างไฟฟ้าภายนอกทั่วประเทศเพื่อให้สอดคล้องกับแนวโน้มเทคโนโลยีพลังงานใหม่
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> คณะกรรมการบริหารของ STARK ประกอบด้วยสมาชิก 9 คน โดยเป็นชายทั้งหมด มีกรรมการอิสระจำนวน 3 คน เรา รู้สึกว่าจำนวนกรรมการเพียงพอกับขนาดธุรกิจ แต่มองว่าสัดส่วนของกรรมการอิสระน้อยเกินไป เนื่องจากมีกิจกรรมการเข้าซื้อกิจการบ่อยครั้ง จึงทำให้ STARK มีความล่าช้าในการชี้แจงหรือให้รายละเอียดเกี่ยวกับกลยุทธ์การลงทุน เพื่อรักษาการลงทุนที่ยังไม่ได้เผยแพร่สู่สาธารณะยังเป็นความลับภายใต้นโยบายความเป็นส่วนตัวระหว่างผู้ซื้อขาย STARK ได้นำระบบดิจิทัลมาใช้ และเพิ่มประสิทธิภาพด้านการวิจัยและพัฒนาอย่างต่อเนื่อง และมีนโยบายหลักสองประการ เพื่อให้มั่นใจถึงความยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว บริษัทฯ เชื่อมโยงอย่างยิ่งว่าการลงทุนพัฒนาผลิตภัณฑ์ที่เพียงพอ ผ่านที่มงานภายในและที่ปรึกษาภายนอก มีความสำคัญต่อการรักษาและขยายธุรกิจ

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Revenue growth intact from strong power cable demand in local markets

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	16,858	27,094	30,132	33,672	37,018
Cost of sales	13,809	21,134	23,034	25,625	27,887
Gross profit	3,049	5,959	7,098	8,047	9,131
% gross margin	18.1%	22.0%	23.6%	23.9%	24.7%
Selling & administration expenses	854	1,097	1,337	1,426	1,499
Operating profit	2,195	4,862	5,761	6,621	7,631
% operating margin	13.0%	17.9%	19.1%	19.7%	20.6%
Depreciation & amortization	363	430	489	567	636
EBITDA	2,558	5,293	6,250	7,188	8,267
% EBITDA margin	15.2%	19.5%	20.7%	21.3%	22.3%
Non-operating income	60	36	34	70	113
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(660)	(943)	(1,091)	(1,129)	(1,001)
Pre-tax profit	1,595	3,955	4,704	5,562	6,743
Income tax	403	741	1,082	1,390	1,686
After-tax profit	1,192	3,215	3,622	4,171	5,057
% net margin	7.1%	11.9%	12.0%	12.4%	13.7%
Shares in affiliates' Earnings	1	(0)	0	0	0
Minority interests	(10)	(12)	(13)	(15)	(16)
Extraordinary items	338	(420)	0	0	0
NET PROFIT	1,521	2,783	3,609	4,157	5,041
Normalized profit	1,183	3,203	3,609	4,157	5,041
EPS (Bt)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4

BALANCE SHEET

STARK has been left with excess cash after the failed M&A deal last year

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	16,331	27,962	29,444	31,011	33,880
Cash & cash equivalent	1,214	1,029	1,000	6,000	6,500
Account receivables	6,042	15,571	16,511	13,838	15,213
Inventories	8,618	10,487	11,359	10,531	11,461
Others	457	875	575	642	706
Investments & loans	344	329	329	329	329
Net fixed assets	4,417	4,413	5,969	7,249	8,163
Other assets	6,266	6,438	15,905	15,435	14,962
Total assets	27,358	39,142	51,648	54,024	57,334
LIABILITIES:					
Current liabilities:	19,649	23,548	26,074	24,766	26,064
Account payables	10,248	17,093	17,039	17,551	19,101
Bank overdraft & ST loans	7,761	4,030	4,183	2,242	2,572
Current LT debt	1,057	1,711	3,765	3,811	3,087
Others current liabilities	583	714	1,086	1,162	1,304
Total LT debt	3,310	8,347	8,785	8,892	7,202
Others LT liabilities	723	655	996	1,025	1,049
Total liabilities	23,682	32,551	35,855	34,683	34,315
Minority interest	55	87	100	114	131
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	11,906	11,906	13,406	13,406	13,406
Share premium	(10,542)	(10,542)	(6,462)	(6,462)	(6,462)
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(591)	(493)	(493)	(493)	(493)
Retained earnings	2,847	5,633	9,242	12,775	16,437
Shareholders' equity	3,621	6,505	15,693	19,227	22,888
Liabilities & equity	27,358	39,142	51,648	54,024	57,334

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Accelerating capex to cope with rising demand from higher capacity

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,595	3,955	4,704	5,562	6,743
Tax paid	(190)	(1,020)	(832)	(1,501)	(1,595)
Depreciation & amortization	363	430	489	567	636
Chg In working capital	(2,064)	(4,553)	(1,866)	4,014	(755)
Chg In other CA & CL / minorities	74	168	65	119	(13)
Cash flow from operations	(222)	(1,020)	2,559	8,761	5,015
Capex	(2,126)	(381)	(2,000)	(1,800)	(1,500)
Right of use	(789)	(31)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(179)	(149)	358	0	0
LT loans & investments	(44)	15	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(4,202)	(114)	(9,121)	501	498
Cash flow from investments	(7,339)	(659)	(10,813)	(1,349)	(1,052)
Debt financing	7,512	1,393	2,644	(1,789)	(2,083)
Capital increase	(432)	0	5,580	0	0
Dividends paid	0	0	0	(624)	(1,380)
Warrants & other surplus	264	101	0	0	0
Cash flow from financing	7,344	1,494	8,224	(2,412)	(3,463)
Free cash flow	(2,348)	(1,400)	559	6,961	3,515

VALUATION

Attractive valuation in our view after its share price fell due to the failed deal

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	30.2	11.2	10.2	9.7	8.0
Normalized PE - at target price (x)	56.4	20.8	19.0	18.1	14.9
PE (x)	23.5	12.8	10.2	9.7	8.0
PE - at target price (x)	43.8	24.0	19.0	18.1	14.9
EV/EBITDA (x)	18.2	9.2	8.4	6.8	5.6
EV/EBITDA - at target price (x)	30.3	15.1	13.5	11.7	9.9
P/BV (x)	9.9	5.5	2.6	2.1	1.8
P/BV - at target price (x)	18.4	10.3	4.8	3.9	3.3
P/CFO (x)	(160.9)	(35.0)	14.4	4.6	8.0
Price/sales (x)	2.4	1.5	1.3	1.2	1.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	3.1	3.8
FCF Yield (%)	(6.6)	(3.9)	1.5	17.3	8.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.3	0.3	0.3	0.4
EPS	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
BV/share	0.3	0.5	1.2	1.4	1.7
CFO/share	(0.0)	(0.1)	0.2	0.7	0.4
FCF/share	(0.2)	(0.1)	0.0	0.5	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	46.2	60.7	11.2	11.7	9.9
Net profit (%)	1,127.2	83.0	29.7	15.2	21.3
EPS (%)	1,127.2	83.0	26.0	5.3	21.3
Normalized profit (%)	687.6	170.7	12.7	15.2	21.3
Normalized EPS (%)	687.6	170.7	9.5	5.3	21.3
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.1	22.0	23.6	23.9	24.7
Operating margin (%)	13.0	17.9	19.1	19.7	20.6
EBITDA margin (%)	15.2	19.5	20.7	21.3	22.3
Net margin (%)	7.1	11.9	12.0	12.4	13.7
D/E (incl. minor) (x)	3.3	2.1	1.1	0.8	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	3.0	2.0	1.0	0.5	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	3.3	5.2	5.3	5.9	7.6
Interest coverage - EBITDA (x)	3.9	5.6	5.7	6.4	8.3
ROA - using norm profit (%)	5.9	9.6	7.9	7.9	9.1
ROE - using norm profit (%)	40.2	63.3	32.5	23.8	23.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	40.5	63.5	32.6	23.9	24.0
- asset turnover (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.7
- operating margin (%)	13.4	18.1	19.2	19.9	20.9
- leverage (x)	6.8	6.6	4.1	3.0	2.6
- interest burden (%)	70.7	80.7	81.2	83.1	87.1
- tax burden (%)	74.7	81.3	77.0	75.0	75.0
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	28.3	27.2	22.7	15.8	20.3
NOPAT (Bt m)	1,640	3,952	4,436	4,966	5,724
invested capital (Bt m)	14,534	19,564	31,427	28,171	29,249

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, 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 ปทุมโรสมิต 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอวิคิพีเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอวิคิพีเมนท์ 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 นิजारุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

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, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

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

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117
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
