

**HOLD** (From: BUY)**TP: Bt 4.20**

(From: Bt 4.50)

Change in Recommendation

Upside : 7.1%

17 JANUARY 2023

# WHA Corporation Pcl (WHA TB)

## ผลของฐานที่สูง

ฐานกำไรปี 2022 ของ WHA สูงกว่าก่อนเกิดโควิด 30% แล้ว และเราคาดว่า การเติบโตเฉลี่ยของ EPS จะลดลงเป็น 5% ในปี 2023-25F ซึ่งเรารวม ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม ที่แข็งแกร่ง และการฟื้นตัวของธุรกิจโรงไฟฟ้าแล้ว เราปรับคำแนะนำ WHA ลงเป็น “ถือ” ด้วยเห็น upside ที่จำกัด

**RATA LIMSUTHIWANPOOM**

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

### ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราคาดว่ากำไรปี 2022F ของ WHA อยู่ที่ 3.8 พันลบ. ซึ่งสูงกว่าระดับก่อน โควิดที่ 2.9 พันลบ. ในปี 2019 ถึง 30% โดยฐานกำไรที่สูงขึ้นมาจาก ยอดขายที่ดินนิคมอุตสาหกรรม (IE) ขนาดใหญ่ และแนวโน้มธุรกิจ IE โดยรวมที่ดีขึ้น เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีเพียง 5% ในปี 2023-25F และเราได้รวมธุรกิจ IE ที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องและการฟื้นตัวของ ธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP จากการปรับขึ้นอัตราค่าไฟฟ้า (Ft) ในประมาณการ แล้ว ด้วยแนวโน้มการเติบโตดังกล่าว เราเชื่อว่า WHA ซื้อขายที่ระดับ PE ที่เหมาะสมแล้วที่ 15 เท่า อันที่จริงเฉพาะปี 2023F เราคาดว่าไม่มีการ เติบโตของกำไร เราปรับราคาเป้าหมายปี 2023F ลงเป็น 4.2 บาท (จาก 4.5 บาท) ตามการปรับประมาณการกำไรที่ +27/-3/-5% ในปี 2022-24F เนื่องจากรับรู้รายได้จากการขายที่ดินล็อตใหญ่ถูกยกมาในปี 2022F

### ความต้องการที่ดินนิคมอุตสาหกรรมแข็งแกร่ง

แนวโน้มของธุรกิจ IE ดีขึ้นอย่างมากจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ เพิ่มขึ้น และความต้องการในการกระจายความเสี่ยงที่มากขึ้น ยอดขาย ที่ดินของ WHA อยู่ที่ราว 920 ไร่ต่อปี ในช่วงก่อนโควิด, 530 ไร่ต่อปี ในปี 2020-21 และ 1,870 ไร่ ในปี 2022 ซึ่งรวมการขายล็อตใหญ่ 600 ไร่ (Exhibit 3) หนึ่งในนี้เนื้อที่ 1,600 ตรม. อุปสงค์ยังคงแข็งแกร่ง และเราคาดว่า WHA จะสามารถรักษารายการขาย IE ที่สูงไว้ได้ที่ 1,700/1,700/1,600 ไร่ ในปี 2023-25F WHA เห็นอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง ด้วยได้รับความสนใจ มากขึ้นจากกลุ่ม EV, ยานยนต์, อิเล็กทรอนิกส์, สินค้าอุปโภคบริโภค, เครื่องจักร และการแพทย์ จีนเป็นลูกค้ารายใหญ่ที่สุดของ WHA ด้วยมีความต้องการอย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ WHA ยังเห็นอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจาก ยุโรป สหรัฐอเมริกา และญี่ปุ่น อีกด้วย

### ธุรกิจโรงไฟฟ้าฟื้นตัว

ธุรกิจสาธารณูปโภค ซึ่งรวมถึงโรงไฟฟ้า คิดเป็น 38% ของ EBIT+equity income ของ WHA ในปี 2019 และลดลงเหลือ 22% ในปี 2022F เนื่องจากต้นทุนก๊าซที่พุ่งสูงขึ้น ด้วยค่า Ft ไม่สามารถปรับตัวขึ้นได้ทัน การฟื้นตัวในปี 2023-24F มาจากค่า Ft ที่ปรับขึ้นตามต้นทุนที่สูงขึ้น เรา คาดว่าธุรกิจนี้จะมีสัดส่วนเพิ่มขึ้นเป็น 32% ของ EBIT+equity income ในปี 2023-24F

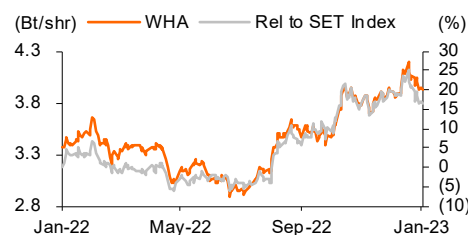
### ธุรกิจก่อตั้งสินค้าอิมมูมตัวมากขึ้น

WHA สร้างโกดังเพื่อให้เช่าและขายเข้ากอง REITs ยอด prelease เฉลี่ย อยู่ที่ 215,214 ตรม. ต่อปี ในปี 2010-15, 176,871 ตรม. ในปี 2016-19, 140,785 ตรม. ในปี 2020-22 เราคาดว่าจะอยู่ที่ระดับ 130,000 ตรม. ต่อ ปี ในปี 2023-25F การเติบโตที่ชะลอตัวแม้ว่าอุตสาหกรรมโลจิสติกส์จะยัง เติบโตในประเทศไทยนั้นเป็นเพราะเราเชื่อว่ารอบการเติบโตสูงสุดได้ผ่าน พ้นไปแล้ว อีกปัจจัยหนึ่งคือมีผู้เช่าในตลาดมากขึ้น โดยกลุ่มบริษัทบาง กลุ่มมีธุรกิจโลจิสติกส์เป็นของตนเอง ด้วยแนวโน้มการเติบโตที่จำกัดมากขึ้นของพื้นที่อาคารคลังสินค้าเช่าใหม่ เราคาดว่ายอดขายคลังสินค้าสำหรับ WHA จะลดลง (Exhibit 7 และ 8)

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	10,417	12,853	13,201	14,276
Net profit	2,590	4,198	3,960	4,429
Norm profit	2,718	3,835	3,960	4,429
Consensus NP	—	3,357	3,886	4,387
Diff frm cons (%)	—	25.1	1.9	1.0
Prev. Norm profit	—	3,026	4,077	4,674
Chg frm prev (%)	—	26.7	(2.9)	(5.2)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.3	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	9.5	41.1	3.3	11.8
Norm PE (x)	21.6	15.3	14.8	13.2
EV/EBITDA (x)	24.8	20.7	20.5	17.8
P/BV (x)	1.9	1.8	1.6	1.5
Div yield (%)	1.9	2.9	2.7	3.0
ROE (%)	9.2	12.0	11.5	11.9
Net D/E (%)	102.8	80.1	78.4	69.2

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jan-23 (Bt)	3.92
Market Cap (US\$ m)	1,769.9
Listed Shares (m shares)	14,946.8
Free Float (%)	67.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.1
12M Price H/L (Bt)	4.20/2.88
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	WHA Holding Co Ltd 25.2%

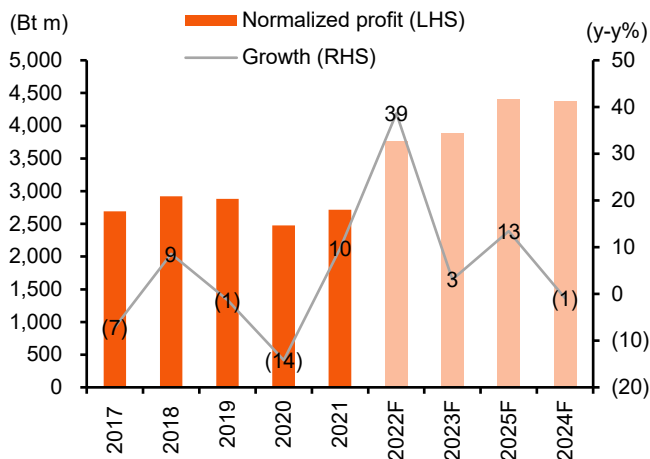
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

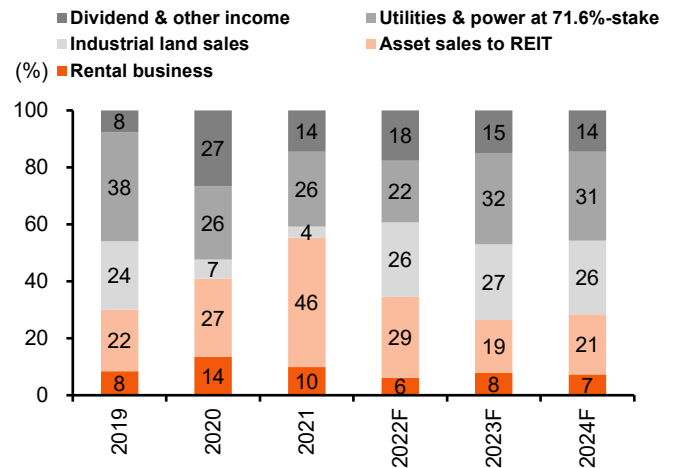


**Ex 1: We Estimate Only A 5% EPS CAGR in 2023-25F**



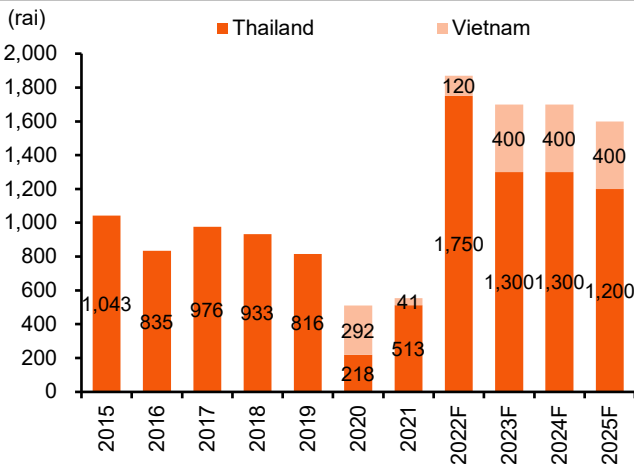
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Operating Profit And Equity Income Breakdown**



Sources: Company data, Thanachart estimates

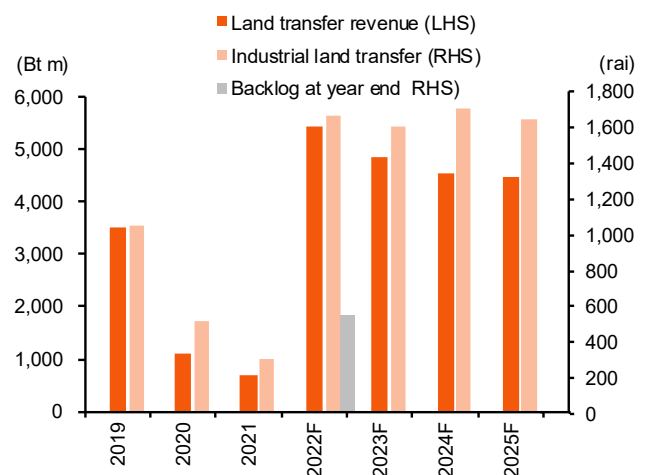
**Ex 3: Continued Robust Industrial Land Presales...**



Sources: Company data, Thanachart estimates

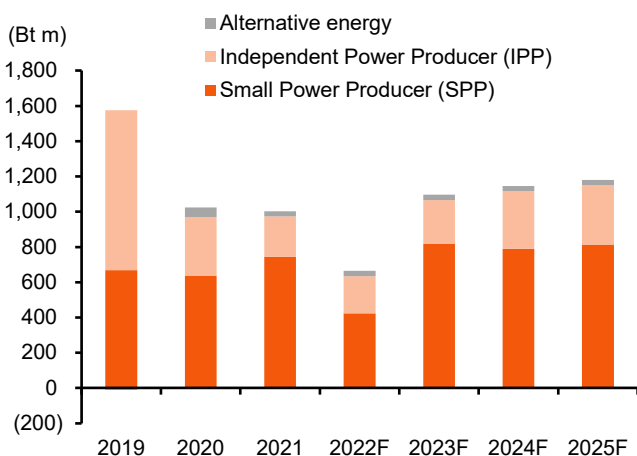
Note: 1 rai is equivalent to 1,600 sqm and it normally takes six to 12 months for presales to transfer to sales.

**Ex 4: ...And Strong Land Transfers**



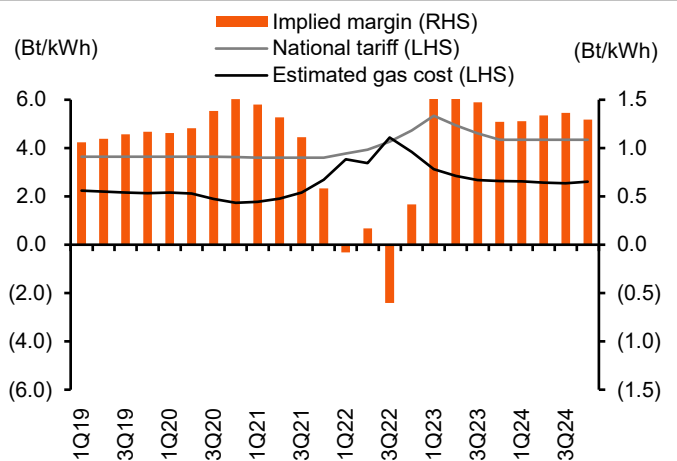
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Improving Power Plant Equity Income**



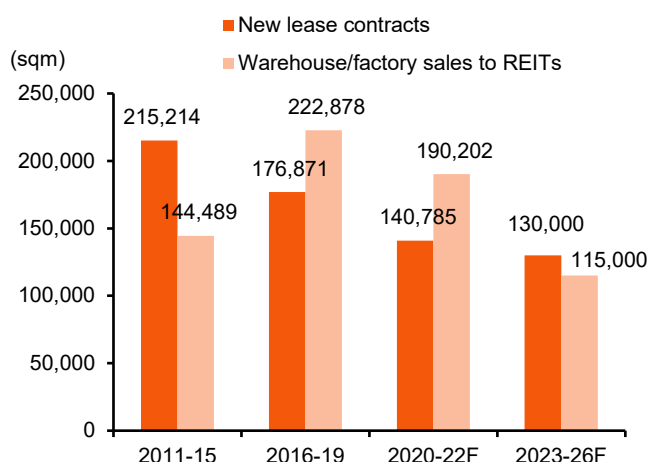
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Falling Gas Prices And A Higher Electricity Tariff**



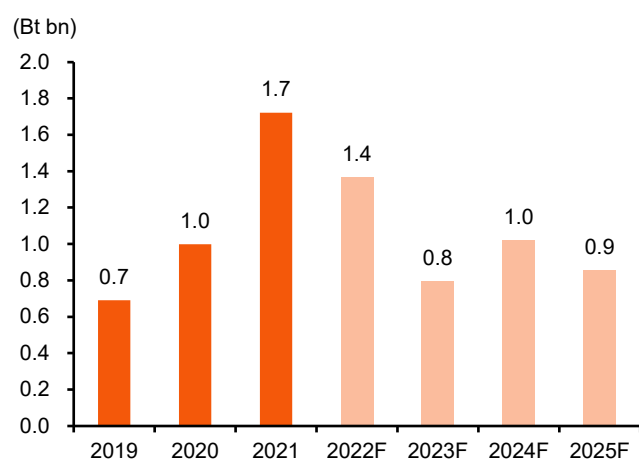
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 7: Warehouse Prelease Vs. Sales



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 8: Asset Sales to REITs Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 9: Key Assumption Changes

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Industrial land presales (rai)</b>						
New						
Thailand	816	218	513	1,750	1,300	1,300
Vietnam	0	292	41	120	400	400
<b>Total</b>	<b>816</b>	<b>510</b>	<b>554</b>	<b>1,870</b>	<b>1,700</b>	<b>1,700</b>
Old						
Thailand				1,404	1,100	1,200
Vietnam				250	400	400
<b>Total</b>				<b>1,654</b>	<b>1,500</b>	<b>1,600</b>
<b>Industrial land transfer revenue (Bt m)</b>						
New	3,505	1,487	924	5,725	5,418	5,687
Old				3,119	5,962	6,101
<i>Change (%)</i>				83.6	(9.1)	(6.8)
<b>Average gross margin IE (%)</b>						
New	50.7	42.6	40.6	43.8	45.4	46.4
Old				47.6	39.1	45.5
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
New	2,885	2,477	2,718	3,835	3,960	4,429
Old				3,026	4,077	4,674
<i>Change (%)</i>				26.7	(2.9)	(5.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 10: We Downgrade WHA to HOLD With A DCF/NAV-derived SOTP-based TP Of Bt4.2**

	Equity value (Bt m)	Value/ share (Bt)	SOTP (%)
Industrial land bank value	16,348	1.1	26
Warehouse & factory rentals, asset sales (DCF)	9,776	0.7	17
Asset sales to WHART, HREIT and customers (DCF)	9,248	0.6	14
WHAUP (Utilities and power) - 70% stake (DCF)	14,462	1.0	24
REITs* -15-23% stake (DDM)	11,766	0.8	19
<b>Total equity value</b>	<b>61,600</b>	<b>4.2</b>	<b>100</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Valuation Comparison****Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers**

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Sembcorp Industri	SCI SP	Singapore	197.3	(20.0)	7.4	9.3	1.3	1.2	8.4	9.5	3.3	2.8
Bekasi Fajar Industrial Estate	BEST IJ	Indonesia	na	54.4	9.4	6.1	0.3	0.3	8.2	6.6	na	4.3
Alam Sutera Realty	ASRI IJ	Indonesia	123.4	16.4	9.4	8.1	0.3	0.3	5.2	5.0	na	na
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	(2.9)	31.0	14.5	11.0	0.5	0.5	6.8	6.2	0.5	0.8
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	5.7	0.0	9.0	9.0	0.9	0.8	5.9	5.8	1.4	1.8
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	65.2	75.2	na	na	0.3	0.3	9.1	8.0	0.0	0.0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	16.0	16.2	13.2	11.4	1.2	1.1	7.3	6.7	0.8	1.0
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	36.8	37.2	20.2	14.7	1.0	0.9	7.7	6.8	0.6	1.0
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	70.7	40.8	17.7	12.6	1.2	1.2	13.9	11.1	2.3	3.2
Amata VN *	AMATAV TB	Thailand	39.9	69.8	29.7	17.5	1.4	1.4	17.6	13.2	6.2	2.3
Frasers Property*	FPT TB	Thailand	33.9	48.3	17.9	12.1	1.0	1.0	24.2	15.2	2.8	3.3
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	41.1	3.3	15.3	14.8	1.8	1.6	20.7	20.5	2.9	2.7
<b>Average</b>			<b>57.0</b>	<b>31.1</b>	<b>14.9</b>	<b>11.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>11.3</b>	<b>9.6</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 17-Jan-23 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (WHA) ดำเนินธุรกิจพัฒนา logistics facilities ให้เช่า บริษัทฯ พัฒนาโครงการตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) และโครงการ Warehouse Farm โดยมีกลุ่มลูกค้าเป็นผู้ผลิต, ผู้ประกอบการค้าปลีก และ ผู้ให้บริการโลจิสติกส์ นอกจากนี้ WHA ยังเป็นผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ในประเทศไทยและเวียดนาม ปัจจุบัน WHA ถือหุ้น 15-23% ใน REITs และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (WHART HREIT WHABT และ HPF) WHART และ HREIT จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนสำหรับ WHA ผ่านการขายสินทรัพย์ให้กับกองทุน

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญสูงในธุรกิจพัฒนาศูนย์ โลจิสติกส์ และสร้างคลังสินค้าประเภท Built-to-Suit
- กลุ่มลูกค้าที่มีคุณภาพสูง และ WHA มีชื่อเสียงในหมู่นักลงทุนต่างชาติและบริษัทชั้นนำของไทย
- คลังสินค้าในปัจจุบัน และที่ดินเพื่อการพัฒนาโครงการในอนาคต ตั้งอยู่ในจุดยุทธศาสตร์ที่ดี และไม่มีประวัติน้ำท่วม

## O — Opportunity

- แนวโน้มการขยายตัวของสังคมเมือง และกลุ่มค้าปลีก
- แนวโน้มการ outsourcing คลังสินค้าเดปโต
- การเติบโตของเครือข่ายโลจิสติกส์ ทำให้ประเทศไทยเป็นศูนย์กลางโลจิสติกส์ในอาเซียน

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.40	4.20	-5%
Norm profit 22F (Bt m)	3,357	4,198	25%
Norm profit 23F (Bt m)	3,886	3,960	2%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 4	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่าของ Bloomberg consensus ซึ่งเป็นเพราะเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นเกี่ยวกับธุรกิจนิคมอุตสาหกรรม และการโอนที่ดินนิคมอุตสาหกรรมที่เร็วขึ้น ประเมินการกำไรสุทธิปี 2023F และราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

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

- ธุรกิจโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าต้องใช้เงินลงทุนสูง และมีระยะเวลาดำเนินการนาน
- การพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

## T — Threat

- การแข่งขันสูงขึ้นจากการเข้ามาของบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์รายใหญ่ เช่น FPT และ AMATA
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติและปัญหาทางการเมือง
- เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ

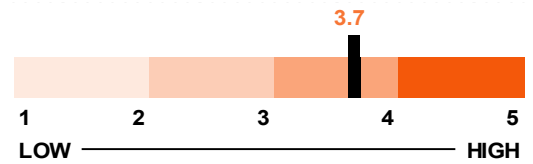
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศอ่อนแอ/แข็งแรงแกว่าคาด อาจส่งผลต่อประมาณการยอดขายที่ดินนิคมของเรา
- หากบริษัทอื่นที่ที่ดินนิคมฯ น้อย/มากกว่าที่เราคาด จะส่งผลต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากทรัพย์สินที่รอการขายให้ลูกค้าและ REITs มีมูลค่าต่ำ/สูงกว่าที่คาด จะเป็นการเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศหยุดชะงัก ผู้เช่าอาจยกเลิกหรือไม่ต่ออายุสัญญาเช่า จะเป็นการเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

WHA ให้ความสำคัญกับประเด็น ESG ด้วยมีแผนและเป้าหมายที่ชัดเจน เราให้คะแนนที่ 3.7 ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูง WHA บรรลุความเป็นกลางของคาร์บอน และมีเป้าหมายในการบริหารจัดการน้ำและของเสีย WHA ยังทำได้ดีในประเด็นทางสังคม ด้วยนโยบายและขั้นตอนที่ชัดเจนในการส่งเสริมธรรมาภิบาลและความยั่งยืน

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)
WHA	YES	YES	-	BBB	56.83	75.26	44.31	-	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

- WHA ดำเนินธุรกิจขายและบริหารจัดการนิคมอุตสาหกรรม โรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม (ก๊าซและไอน้ำ) และคลังสินค้าสำเร็จรูปสำหรับขายและให้เช่า บริษัทฯ บรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนในปี 2021 ด้วยมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) เทียบเท่าคาร์บอนไดออกไซด์ 19,250 ตัน เทียบกับเครดิต 26,000 ตันจากการติดตั้งพลังงานแสงอาทิตย์บนที่ดินของบริษัทฯ
- WHA ได้ปฏิบัติตามมาตรฐานสากล ทั้งมาตรฐานระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม (ISO 14001) และมาตรฐานระบบบริหารงาน คุณภาพ (ISO 9001) โดยองค์กรระหว่างประเทศว่าด้วยการมาตรฐาน (ISO)
- บริษัทฯ ได้จัดตั้งคณะกรรมการจัดการของเสีย โดยมีเป้าหมายในการลดอัตราขยะมูลฝอยที่ต้องส่งไปกำจัดโดยการฝังกลบหรือการเผา โดยไม่มีการแปรรูปเพื่อเปลี่ยนเป็นพลังงานภายในปี 2025 เทียบกับ 24% ในปี 2021 และ 61% ในปี 2018
- ลดการพึ่งพิงการใช้น้ำจากแหล่งน้ำธรรมชาติ WHA มีเป้าหมายเพิ่มประสิทธิภาพในการนำน้ำเสียกลับมาใช้ใหม่เป็น 2 เท่า เป็น 60,400 ลบ.ม. ต่อวันภายในปี 2025 Utilization อยู่ที่ 23% ในปี 2021 vs 11% ในปี 2020

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- นโยบายสิทธิมนุษยชนของ WHA ครอบคลุมผู้ถือหุ้นและผู้ถือสิทธิ์ทั้งหมด รวมถึงพนักงาน ชัพพลายเออร์ ผู้รับเหมา และหุ้นส่วนทางธุรกิจทั้งหมด กลุ่ม WHA ได้มีการตรวจสอบการดำเนินการด้านสิทธิมนุษยชน (HRDD) เป็นประจำทุกปีเพื่อประเมินความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชน
- WHA ยึดมั่นในพระราชบัญญัติความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม พ.ศ. ๒๕๕๔ และมาตรฐานความปลอดภัยระดับสากล อย่างเคร่งครัด มีการบาดเจ็บจากการทำงานในปี 2021 เพียง 4 ราย และการเสียชีวิตจากการทำงานเป็นศูนย์
- WHA ส่งเสริมสภาพแวดล้อมการทำงานที่หลากหลายและการปฏิบัติที่เป็นธรรม ผู้หญิงคิดเป็น 36% ของแรงงานในปี 2021 เทียบกับเป้าหมายในปี 2023 ที่ 40%
- WHA ใช้เงิน 22 ลบ. สำหรับโครงการความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) และชั่วโมงการทำงานของพนักงาน 36,410 ชั่วโมงในปี 2021 ซึ่งเป็นประโยชน์ต่อประชาชน 126,386 คน WHA ตั้งเป้ากิจกรรม CSR ให้ครอบคลุมพื้นที่มากกว่าร้อยละ 97 ของชุมชนโดยรอบ

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- WHA มีคณะกรรมการ (BOD) จำนวน 11 ท่าน โดย 73% ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารและกรรมการอิสระ อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการ BOD ยังดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหารอีกด้วย
- มีการกำหนดแนวทางการจัดทำนโยบายและวิธีปฏิบัติที่โปร่งใสและแสดงให้เห็นถึงสภาพแวดล้อมขององค์กรที่โปร่งใสของ WHA ไม่พบการละเมิดข้อกำหนดด้านกฎระเบียบหรือนโยบายในปี 2021
- BOD แต่งตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง ซึ่งประกอบด้วย CEO และสมาชิกจาก BOD เพื่อดูแลการดำเนินการบริหารความเสี่ยงโดยรวม

Sources: Thanachart, Company data

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Sales	6,914	10,417	12,853	13,201	14,276
Cost of sales	3,841	5,663	7,398	7,614	8,087
<b>Gross profit</b>	<b>3,073</b>	<b>4,754</b>	<b>5,454</b>	<b>5,586</b>	<b>6,189</b>
% gross margin	44.4%	45.6%	42.4%	42.3%	43.4%
Selling & administration expenses	1,304	1,604	1,845	1,925	1,993
<b>Operating profit</b>	<b>1,769</b>	<b>3,150</b>	<b>3,610</b>	<b>3,661</b>	<b>4,196</b>
% operating margin	25.6%	30.2%	28.1%	27.7%	29.4%
Depreciation & amortization	592	620	659	712	770
<b>EBITDA</b>	<b>2,361</b>	<b>3,770</b>	<b>4,269</b>	<b>4,373</b>	<b>4,966</b>
% EBITDA margin	34.2%	36.2%	33.2%	33.1%	34.8%
Non-operating income	1,284	915	892	959	1,000
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,112)	(1,146)	(952)	(780)	(909)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,940</b>	<b>2,919</b>	<b>3,550</b>	<b>3,840</b>	<b>4,287</b>
Income tax	293	679	533	576	643
<b>After-tax profit</b>	<b>1,647</b>	<b>2,241</b>	<b>3,018</b>	<b>3,264</b>	<b>3,644</b>
% net margin	23.8%	21.5%	23.5%	24.7%	25.5%
Shares in affiliates' Earnings	1,171	760	1,082	1,089	1,229
Minority interests	(341)	(283)	(265)	(393)	(445)
Extraordinary items	47	(128)	363	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>2,524</b>	<b>2,590</b>	<b>4,198</b>	<b>3,960</b>	<b>4,429</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,477</b>	<b>2,718</b>	<b>3,835</b>	<b>3,960</b>	<b>4,429</b>
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3

*We estimate a 5% EPS  
CAGR in 2023-25F*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	17,362	17,844	18,105	18,409	19,346
Cash & cash equivalent	3,794	3,573	3,500	3,500	3,500
Account receivables	461	435	634	543	587
Inventories	12,626	12,635	12,567	12,934	13,737
Others	481	1,200	1,404	1,433	1,522
Investments & loans	16,122	15,713	16,243	16,582	16,974
Net fixed assets	17,821	17,514	18,161	19,770	20,790
Other assets	31,316	31,698	32,052	32,403	32,753
<b>Total assets</b>	<b>82,621</b>	<b>82,769</b>	<b>84,560</b>	<b>87,165</b>	<b>89,862</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	14,707	18,636	12,163	12,645	12,520
Account payables	2,577	2,583	2,736	2,816	2,991
Bank overdraft & ST loans	1,947	2,997	332	347	333
Current LT debt	9,865	12,579	8,219	8,590	8,237
Others current liabilities	318	477	876	892	959
<b>Total LT debt</b>	<b>29,533</b>	<b>22,986</b>	<b>24,656</b>	<b>25,769</b>	<b>24,711</b>
Others LT liabilities	6,214	7,117	10,637	8,926	9,609
<b>Total liabilities</b>	<b>50,454</b>	<b>48,739</b>	<b>47,456</b>	<b>47,339</b>	<b>46,841</b>
Minority interest	3,362	3,436	3,701	4,094	4,539
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
Share premium	15,266	15,266	15,266	15,266	15,266
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	2,971	3,518	3,518	3,518	3,518
<b>Retained earnings</b>	<b>9,073</b>	<b>10,315</b>	<b>13,124</b>	<b>15,453</b>	<b>18,204</b>
Shareholders' equity	28,805	30,594	33,403	35,732	38,483
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>82,621</b>	<b>82,769</b>	<b>84,560</b>	<b>87,165</b>	<b>89,862</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Earnings before tax	1,940	2,919	3,550	3,840	4,287
Tax paid	(325)	(631)	(479)	(581)	(622)
Depreciation & amortization	592	620	659	712	770
Chg In working capital	(162)	22	23	(196)	(672)
Chg In other CA & CL / minorities	(12)	(176)	854	778	832
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,033</b>	<b>2,755</b>	<b>4,608</b>	<b>4,553</b>	<b>4,596</b>
Capex	(2,719)	(307)	(1,247)	(2,257)	(1,721)
Right of use	(710)	(307)	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	244	(291)	0	0	0
LT loans & investments	10,203	410	(530)	(339)	(391)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(7,018)	796	3,596	(1,724)	719
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(0)</b>	<b>300</b>	<b>1,719</b>	<b>(4,420)</b>	<b>(1,494)</b>
Debt financing	2,030	(2,475)	(5,011)	1,499	(1,424)
Capital increase	1,356	0	0	0	0
Dividends paid	(1,733)	(1,694)	(1,389)	(1,632)	(1,678)
Warrants & other surplus	(2,819)	893	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,166)</b>	<b>(3,277)</b>	<b>(6,400)</b>	<b>(133)</b>	<b>(3,102)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(686)</b>	<b>2,447</b>	<b>3,361</b>	<b>2,296</b>	<b>2,875</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Normalized PE (x)	23.6	21.6	15.3	14.8	13.2
Normalized PE - at target price (x)	25.3	23.1	16.4	15.9	14.2
PE (x)	23.2	22.6	14.0	14.8	13.2
PE - at target price (x)	24.8	24.2	15.0	15.9	14.2
EV/EBITDA (x)	40.7	24.8	20.7	20.5	17.8
EV/EBITDA - at target price (x)	42.4	25.9	21.7	21.5	18.6
P/BV (x)	2.0	1.9	1.8	1.6	1.5
P/BV - at target price (x)	2.2	2.1	1.9	1.8	1.6
P/CFO (x)	28.8	21.3	12.7	12.9	12.7
Price/sales (x)	8.5	5.6	4.6	4.4	4.1
Dividend yield (%)	1.6	1.9	2.9	2.7	3.0
FCF Yield (%)	(1.2)	4.2	5.7	3.9	4.9
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
EPS	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.9	2.0	2.2	2.4	2.6
CFO/share	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
FCF/share	(0.0)	0.2	0.2	0.2	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

*A fair multiple of 15x PE, in our view*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(33.9)	50.7	23.4	2.7	8.1
Net profit (%)	(21.8)	2.6	62.1	(5.7)	11.8
EPS (%)	(23.3)	2.4	62.1	(5.7)	11.8
Normalized profit (%)	(14.1)	9.7	41.1	3.3	11.8
Normalized EPS (%)	(15.7)	9.5	41.1	3.3	11.8
Dividend payout ratio (%)	37.6	42.4	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	44.4	45.6	42.4	42.3	43.4
Operating margin (%)	25.6	30.2	28.1	27.7	29.4
EBITDA margin (%)	34.2	36.2	33.2	33.1	34.8
Net margin (%)	23.8	21.5	23.5	24.7	25.5
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.1	0.9	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	2.8	3.8	4.7	4.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	3.3	4.5	5.6	5.5
ROA - using norm profit (%)	3.0	3.3	4.6	4.6	5.0
ROE - using norm profit (%)	8.5	9.2	12.0	11.5	11.9
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	5.7	7.5	9.4	9.4	9.8
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	44.1	39.0	35.0	35.0	36.4
- leverage (x)	2.8	2.8	2.6	2.5	2.4
- interest burden (%)	63.6	71.8	78.9	83.1	82.5
- tax burden (%)	84.9	76.8	85.0	85.0	85.0
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
ROIC (%)	2.3	3.6	4.7	4.9	5.3
NOPAT (Bt m)	1,502	2,418	3,068	3,112	3,567
invested capital (Bt m)	66,356	65,584	63,110	66,937	68,264

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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

#### Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 60 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, 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, 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 นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ 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)

บริษัทธนชาติ 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 หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท 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, 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

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, 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

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

### 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

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

---