

BUY (Unchanged)

TP: Bt 3.20

(From: Bt 3.40)

Change in Numbers

Upside : 12.7%

6 FEBRUARY 2023

Dynasty Ceramic Pcl (DCC TB)

กำไรสะอาด

เราได้สะท้อนความต้องการกระเบื้องเซรามิกที่อ่อนแอ ด้วยการปรับลดกำไรของ DCC ในปี 2022-24F ลง 5-7% แต่ยังคงคาดว่าต้นทุนก๊าซจะลดลงในปีนี้และค่าไฟฟ้าในปีหน้า อย่างไรก็ตาม DCC ยังคงเป็นบริษัทที่ทำกำไรได้สูงโดยมี EBITDA margin ที่ 30-33% และ ROE ที่ 26-27% ในปี 2022-24F และให้อัตรากำไรตอบแทนปันผลที่ดีเช่นกันที่ 5-6% แนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

กำไร 4Q22F อ่อนแอ

เราคาดว่า DCC จะรายงานกำไรที่อ่อนแอใน 4Q22F ที่ 210 ลบ. ลดลง 46% y-y และ 35% q-q เนื่องจาก 4Q22 เป็นช่วงโลว์ซีซั่น น้ำท่วมหนักและยาวนานที่สุดในรอบหลายปี และอัตราเงินเฟ้อที่เพิ่มขึ้น กำลังซื้อของประชาชนจึงดูเหมือนว่าจะถูกกระทบอย่างมากโดยเฉพาะในต่างจังหวัดซึ่งยอดขายของ DCC กว่า 80% มาจากส่วนนี้ ขณะที่สินค้าคงคลังที่มีต้นทุนสูงซึ่งผลิตใน 3Q22 ในช่วงก๊าซมีราคาสูง (25% ของต้นทุนรวมของ DCC) และอัตราค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น (16% ของต้นทุนรวมของ DCC) และขายใน 4Q22 คาดว่าจะทำให้กำไรสุทธิลดลง นอกจากนี้ DCC ยังเผชิญกับการแข่งขันด้านราคาจากบมจ. เอสซีซี เซรามิกส์ (COTTO) ซึ่งขยายสาขาอย่างจริงจังในปีที่แล้วและเป็นผู้นำเข้ากระเบื้องเซรามิกของจีน

ปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 3.2 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราปรับประมาณการกำไรของ DCC ลง 5/7/5% ในปี 2022-24F (Exhibit 1) และปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 3.2 บาท/หุ้น (จาก 3.4 บาท) อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจากคาดว่าผลการดำเนินงานจะฟื้นตัวตั้งแต่ปีนี้เป็นต้นไป โดยได้แรงหนุนจาก 1) ความต้องการกระเบื้องเซรามิกที่ฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปจากภาวะเศรษฐกิจที่ดีขึ้น 2) แรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลงจากราคาก๊าซที่ลดลงในปีหน้าและค่าไฟฟ้าในปีหน้า และ 3) การแข่งขันที่มีเหตุผลมากขึ้นหลังจาก COTTO ขาดทุนใน 4Q22 และมีแผนจะขึ้นราคาขายอีกเพื่อสะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้น แม้จะมีการปรับลดกำไร แต่ valuation ของ DCC ยังคงน่าสนใจในมุมมองของเราที่ PE ที่ 16 เท่า ในปีนี้ และ 15 เท่าในปีหน้า เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ 20 เท่าในปี 2015-22

แนวโน้มกำไร

เนื่องจากตลาดกระเบื้องเซรามิกเติบโตเต็มที่ เราคาดว่ายอดขายของ DCC จะเติบโต 2-3% ในปี 2023-24F แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจะเติบโตที่ 6% ในปีนี้ และ 8% ในปีหน้า โดยได้แรงหนุนจากแรงกดดันด้านต้นทุนที่ลดลง ตามมุมมองของบรอกเรตอราคาร้ำมัน เราจึงคาดว่าราคาก๊าซของ DCC จะลดลง 16% ในปีนี้ และ 6% ในปีหน้า และค่าไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้น 15% ในปีนี้ (เนื่องจากรัฐบาลชะลอการปรับขึ้นอัตราค่าไฟฟ้า) และลดลง 10% ปีหน้า เราจึงคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ DCC จะอยู่ที่ 42/42/44% ในปี 2022-24F เทียบกับ 39-43% ในปี 2019-21

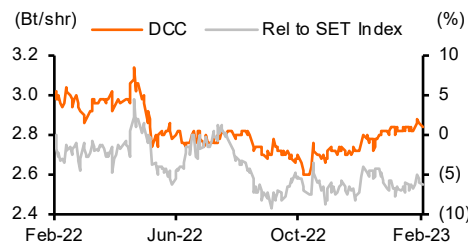
ยังคงเป็นธุรกิจที่ทำกำไรได้สูง

แม้จะปรับลดกำไรลง แต่ธุรกิจของ DCC ก็ยังให้ผลตอบแทนที่ดีภายใต้ประมาณการของเรา ROE ของบริษัทอยู่ที่ 26-27% ในปี 2022-24F เทียบกับ ROE ของ COTTO ที่ 7-8% อีกทั้งยังให้ ROA ดีที่ 17-18% ในช่วงเวลาเดียวกัน แม้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนจะต่ำเพียง 0.2 เท่าในปี 2022-24F แต่เราคาดว่า DCC จะให้ EBITDA ที่ 2.5-2.9 พันลบ.ต่อปี โดยมี EBITDA margin ที่ 30-33% เราสมมติให้ DCC จ่ายปันผลในอัตรา 80-90% ซึ่งคิดเป็นอัตรากำไรตอบแทนปันผลที่ 5-6% ต่อปี ในปี 2022-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	8,396	8,256	8,384	8,634
Net profit	1,700	1,498	1,582	1,712
Consensus NP	—	1,634	1,757	1,869
Diff frm cons (%)	—	(8.3)	(10.0)	(8.4)
Norm profit	1,700	1,498	1,582	1,712
Prev. Norm profit	—	1,583	1,706	1,795
Chg frm prev (%)	—	(5.4)	(7.3)	(4.6)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(0.4)	(13.7)	5.6	8.2
Norm PE (x)	14.9	17.3	16.4	15.1
EV/EBITDA (x)	9.7	10.9	10.3	9.5
P/BV (x)	4.5	4.4	4.2	4.0
Div yield (%)	6.5	4.6	5.2	5.9
ROE (%)	32.2	25.7	26.3	27.2
Net D/E (%)	20.4	21.7	20.0	18.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Feb-23 (Bt)	2.84
Market Cap (US\$ m)	769.6
Listed Shares (m shares)	9,125.6
Free Float (%)	43.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	3.14/2.60
Sector	CONMAT
Major Shareholder	Saengsastra Family 41.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

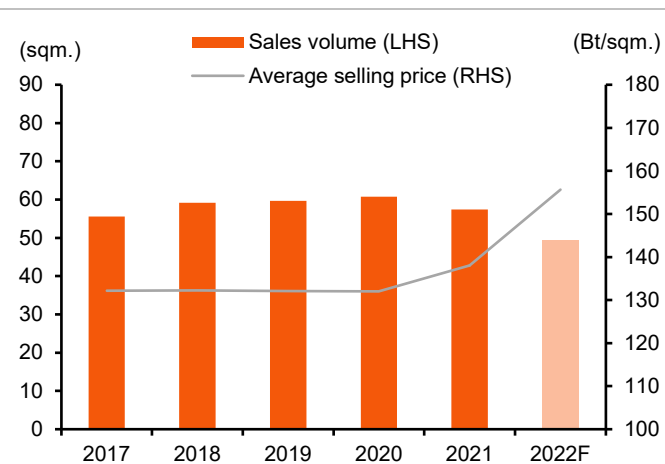


Ex 1: Key Assumption Changes

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Average selling price (Bt/sqm)					
New	132	138	156	157	155
Old			156	150	147
Change (%)			—	4.5	5.0
Sales volume (m sqm)					
New	61	57	50	50	52
Old			51	54	56
Change (%)			(2.0)	(6.5)	(5.6)
Gas price (Bt/MMBTU)					
New	215	278	386	324	305
Old			367	327	307
Change (%)			5.2	(0.7)	(0.7)
Electricity tariff (Bt)					
New	3.64	3.60	4.17	4.80	4.34
Old			4.00	4.60	4.50
Change (%)			4.3	4.3	(3.6)
Gross margin (%)					
New	41.5	43.3	41.6	42.4	43.6
Old			41.5	43.3	41.8
Change (pp)			0.1	0.9	1.8
Normalized profit (Bt bn)					
New	1.6	1.7	1.5	1.6	1.7
Old			1.6	1.7	1.8
Change (%)			(5.4)	(7.3)	(4.6)

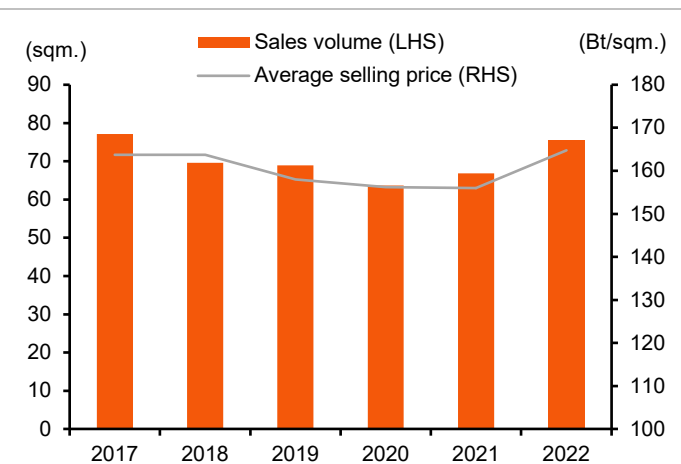
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: DCC's Sales Volume And ASP



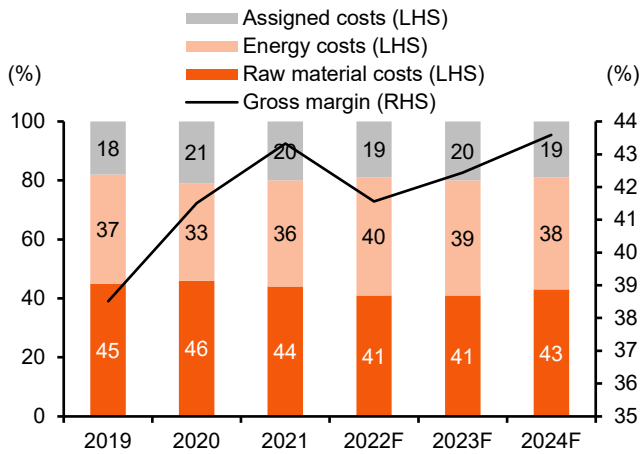
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: COTTO's Sales Volume And ASP



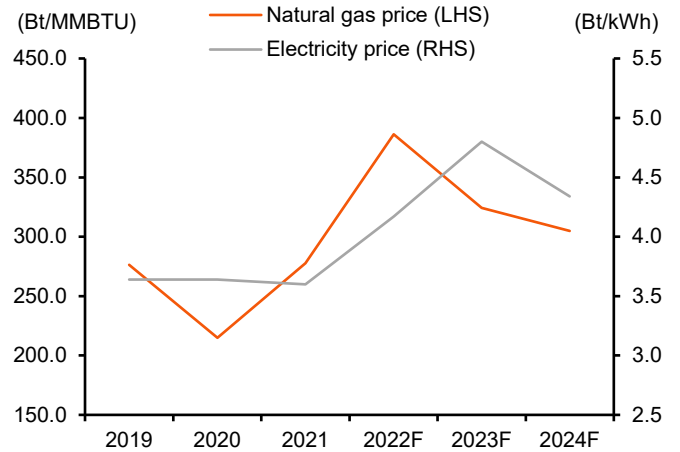
Sources: COTTO, Thanachart estimates

Ex 4: DCC's Cost Breakdown And Gross Margin



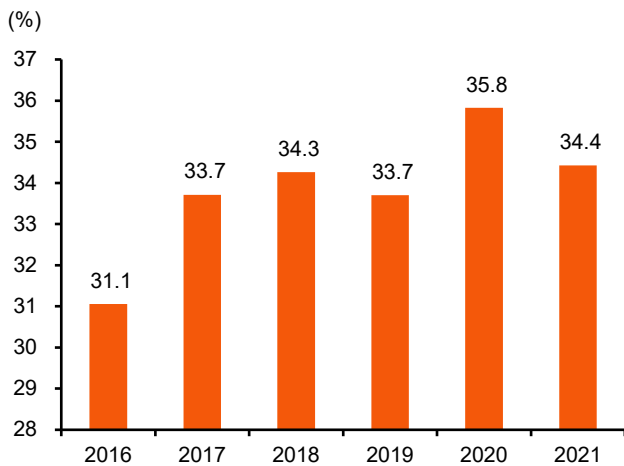
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Natural Gas Price Vs. Electricity Tariff



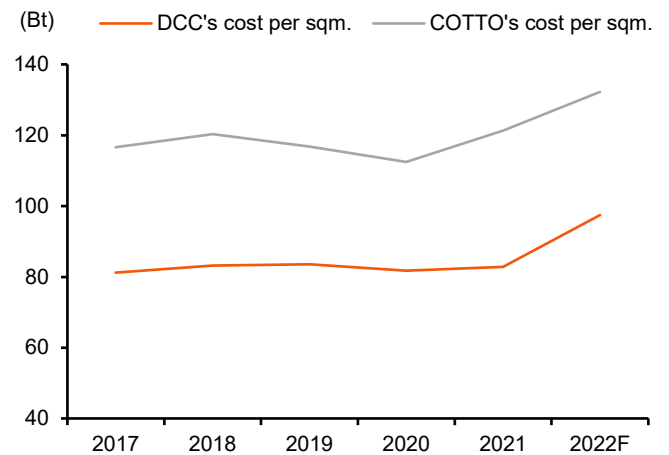
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: DCC's Market Share



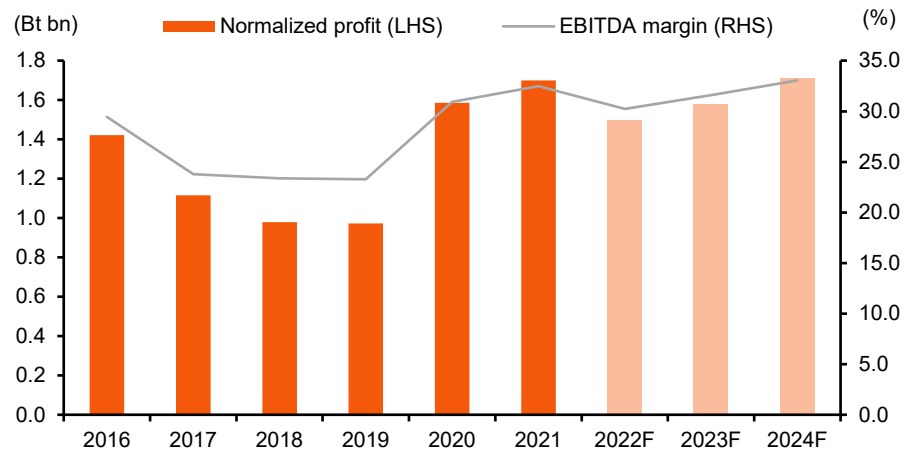
Sources: Company data, The Office Of Industrial Economics

Ex 7: DCC's Cost Per Sq.M. Vs. COTTO's Cost Per Sq.M.

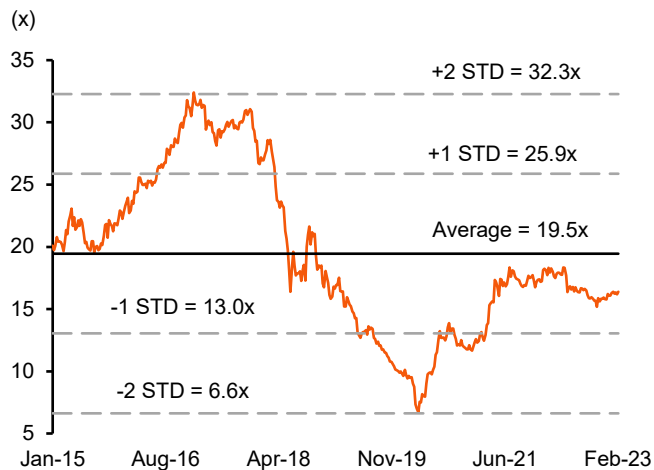


Sources: Company data, COTTO, Thanachart estimates

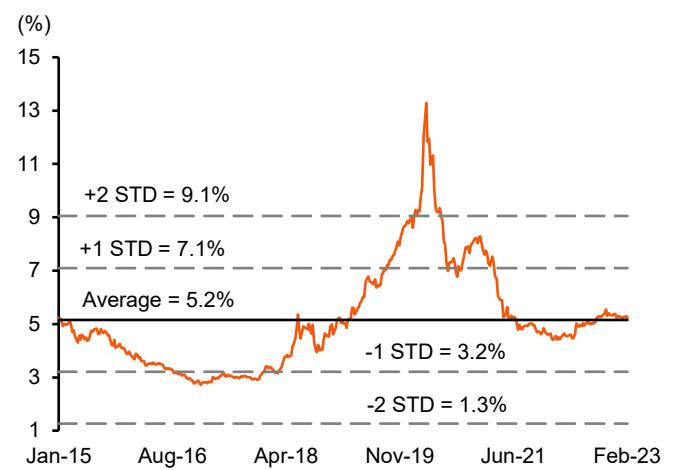
Ex 8: DCC's Earnings And EBITDA margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: DCC's PE Standard Deviation

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: DCC's Dividend Yield Band

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	2,648	2,855	3,001	3,082	3,164	3,245	3,327	3,408	3,492	3,575	3,660	—
Free cash flow	1,330	1,504	2,051	2,117	2,196	2,276	2,356	2,427	2,499	2,572	2,645	39,653
PV of free cash flow	1,326	1,294	1,614	1,538	1,473	1,409	1,347	1,281	1,169	1,106	1,045	15,665
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.7											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	30,268											
Net debt (2022F)	1,277											
Minority interest	46											
Equity value	28,945											
# of shares (m)*	9,126											
Target price/share (Bt)	3.20											

Sources: Company data, Thanachart estimates; *Note: Using fully-diluted share count

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Somany Ceramics	SOMC IN	India	(1.1)	60.7	26.0	16.1	2.8	2.4	13.3	9.6	0.6	0.8
Kajaria Ceramics	KJC IN	India	(6.6)	42.5	49.9	35.0	7.7	6.9	29.5	22.2	1.0	1.3
Shandong Sinocera	300285 CH	China	(18.5)	51.7	50.0	33.0	5.2	4.6	37.9	24.1	0.3	0.5
Nichiha Corp	7943 JP	Japan	(2.9)	14.9	9.5	8.3	0.8	0.8	4.7	4.0	3.8	4.2
Norcros	NXR LN	UK	6.5	(5.6)	6.3	6.7	na	na	5.1	5.1	4.3	4.2
HB Fuller	FUL US	US	28.1	16.8	17.7	14.7	2.3	2.2	9.7	8.9	1.0	1.1
SCG Ceramics	COTTO TB	Thailand	na	16.7	17.3	14.5	na	na	7.5	6.8	na	na
Diamond Building	DRT TB	Thailand	7.4	0.0	11.4	11.4	na	na	7.1	7.2	6.0	6.0
Dynasty Ceramic	DCC TB*	Thailand	(13.7)	5.6	17.3	16.4	4.4	4.2	10.9	10.3	4.6	5.2
Average			(0.1)	22.6	22.8	17.3	3.9	3.5	14.0	10.9	2.7	2.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 6-Feb-2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

เนื่องจากเน้นตลาดต่างจังหวัด บริษัท ไตนาสต์เซรามิค จำกัด (มหาชน) (DCC) จึงเป็นผู้ผลิต และจำหน่าย กระเบื้องเซรามิคระดับ low-end ภายใต้เครื่องหมายการค้า "ไตนาสต์", "โทมาฮ็อค", "จាកัวร์" "นาวาร์" และ "ไทล์ท็อป" ในปี 2005 DCC ได้เข้าซื้อกิจการของผู้จัดจำหน่ายกระเบื้องรายใหญ่ 3 ราย ซึ่งทำให้บริษัท สามารถดำเนินกลยุทธ์โรงงานของตนเองเพื่อขยายฐานลูกค้า และลดการพึ่งพาผู้จัดจำหน่ายได้ ปัจจุบันทุนจดทะเบียนของบริษัท มีจำนวน 408 ล้านบาท ซึ่งเป็นทุนจดทะเบียนที่ชำระแล้วทั้งหมด โดยมีราคาพาร์ที่ 1 บาท/หุ้น

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เนื่องจากมีการประหยัดจากขนาดสูง การควบคุมต้นทุนที่ดีขึ้น และไม่มี financial leverage DCC จึงเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำสุดในประเทศไทย
- นอกจากนี้การมีช่องทางการกระจายสินค้าที่แข็งแกร่ง ยังช่วยให้บริษัท สามารถกีดกันคู่แข่งที่จะเข้ามายังตลาดต่างจังหวัดได้.

O — Opportunity

- ความต้องการซ่อมแซมบ้านในต่างจังหวัดค่อนข้างสม่ำเสมอว่าความต้องการบ้านใหม่ จึงเป็นปัจจัยรองรับความต้องการผลิตภัณฑ์ของ DCC
- ผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ได้รุกเจาะตลาดต่างจังหวัด ซึ่งทำให้ DCC มีโอกาสในการขายสินค้าของบริษัท มากขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

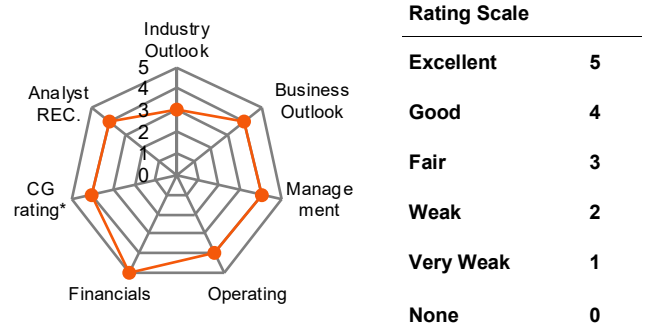
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.09	3.20	4%
Net profit 22F (Bt m)	1,634	1,498	-8%
Net profit 23F (Bt m)	1,757	1,582	-10%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าตลาด 8-10% จากการที่เรามีสู่มุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของปริมาณขายและอัตรากำไรขั้นต้นของ DCC
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 4% เนื่องจากเราอาจมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาว

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

- รูปแบบสินค้าของ DCC เหมาะสำหรับตลาดต่างจังหวัด จึงทำให้ยากในการเข้ามาแข่งขันกับคู่แข่งอื่นในกรุงเทพฯ ได้

T — Threat

- อุตสาหกรรมกระเบื้องเซรามิคในประเทศไทย ยังคงได้รับผลลบจากอุปทานที่ล้นตลาด การขยายตัวที่มากเกินไป สามารถทำให้เกิดการแข่งขันอย่างรุนแรงได้
- ความผันผวนของต้นทุนพลังงาน อาจส่งผลลบต่อบริษัท เนื่องจากมีสัดส่วนราว 30% ของต้นทุนรวม

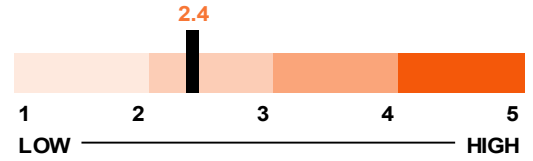
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่อยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจะส่งผลกระทบต่อทางลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ยอดขายของ DCC เชื่อมโยงกับรายได้ภาคการเกษตร และเศรษฐกิจในต่างจังหวัด การลดลงของราคาสินค้าเกษตร และการชะลอตัวของเศรษฐกิจในต่างจังหวัดเป็นความเสี่ยงต่อยอดขายของ DCC

Source: Thanachart

DCC เป็นผู้ผลิตกระเบื้องเซรามิกรายใหญ่อันดับสองของประเทศไทย โดยมุ่งเน้นที่ตลาดระดับล่างในต่างจังหวัด โดยเป็นเจ้าของร้านค้ากว่า 200 แห่งทั่วประเทศ การผลิตของบริษัทฯ ได้ปล่อยมลพิษออกมามากมาย และบริษัทฯ ได้ดำเนินมาตรการเพื่อบรรเทาผลกระทบตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง เราให้คะแนน ESG ที่ 2.44 ซึ่งเป็นระดับปานกลางเพื่อสะท้อนแนวทางในการจัดการสิ่งแวดล้อมที่เป็นมาตรฐานของบริษัทฯ

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)
DCC	-	-	-	CCC	-	-	7.66	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "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"> - นโยบายและแนวปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมของ DCC เป็นไปตามกฎหมายและข้อบังคับที่เกี่ยวข้องเพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม - บริษัทฯ ได้ติดตั้งระบบผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกกว่า 1,700 ตันCO2e ต่อปี ในปี 2021 บริษัทฯ ปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยตรง 242,068 ตัน CO2e และปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยอ้อม 61,451 ตัน CO2e - บริษัทฯ ยังได้ติดตั้งเครื่องวัดก๊าซธรรมชาติแบบดัชนีการใช้ก๊าซต่อหน่วยการผลิต และเครื่องมือวัดพลังงานไฟฟ้าแบบระบบ IoT เพื่อวิเคราะห์การจัดการพลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ - มีการจัดการน้ำแบบระบบปิดเพื่อนำน้ำจากกระบวนการผลิตกลับมาใช้ใหม่ ลดมลภาวะฝุ่นด้วยเครื่องดักฝุ่น - มีฝ่ายวิจัยภายในเพื่อพัฒนาผลิตภัณฑ์เพื่อลดการใช้พลังงานและทดแทนวัตถุดิบที่ต้องนำเข้าจากต่างประเทศ
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนและสังคมของ DCC สอดคล้องกับกฎหมาย กฎระเบียบ และข้อบังคับ - มีการปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเป็นธรรมในรูปแบบของอัตราค่าตอบแทนที่เหมาะสมสวัสดิการต่างๆ และความปลอดภัยในการทำงาน อีกทั้งยังจัดให้มีช่องทางร้องเรียนสำหรับพนักงาน ในปี 2021 DCC ไม่มีข้อร้องเรียนเกี่ยวกับการละเมิดสิทธิมนุษยชน - ในปี 2021 DCC และบริษัทย่อยได้ส่งเสริมหลักสูตรฝึกอบรม 2 หลักสูตรที่โรงงาน รวม 12 ชั่วโมง สำหรับพนักงาน 632 คน เพื่อเพิ่มพูนทักษะ และ 1 หลักสูตรฝึกอบรมที่สาขา รวม 6 ชั่วโมง สำหรับผู้เข้ารับการฝึกอบรม 98 คน
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> - DCC มีคณะกรรมการบริหาร (BOD) 11 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 5 คน และ 1 คนเป็นผู้หญิง - คณะกรรมการตรวจสอบประกอบด้วยกรรมการอิสระ 4 คน เพื่อดูแลกระบวนการบริหารความเสี่ยงผ่านการตรวจสอบภายในของบริษัทฯ และสอบทานระบบควบคุมภายใน - บริษัทฯ ได้แสดงความจำนงเข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) ซึ่งรับรองโดยคณะกรรมการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต - ฝ่ายวิจัยภายในของ DCC ได้พัฒนากระบวนการผลิตของตนเอง ซึ่งช่วยลดต้นทุนของวัตถุดิบและลดอัตราการใช้พลังงานต่อหน่วยผลิตภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	8,501	8,396	8,256	8,384	8,634
Cost of sales	4,973	4,758	4,824	4,826	4,870
Gross profit	3,529	3,638	3,431	3,558	3,764
% gross margin	41.5%	43.3%	41.6%	42.4%	43.6%
Selling & administration expenses	1,621	1,582	1,602	1,626	1,675
Operating profit	1,907	2,055	1,830	1,931	2,089
% operating margin	22.4%	24.5%	22.2%	23.0%	24.2%
Depreciation & amortization	722	673	668	717	766
EBITDA	2,630	2,728	2,497	2,648	2,855
% EBITDA margin	30.9%	32.5%	30.3%	31.6%	33.1%
Non-operating income	88	85	67	71	83
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(49)	(18)	(20)	(20)	(27)
Pre-tax profit	1,946	2,122	1,877	1,981	2,145
Income tax	360	419	375	396	429
After-tax profit	1,586	1,704	1,502	1,585	1,716
% net margin	18.7%	20.3%	18.2%	18.9%	19.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	(1)	(3)	(3)	(3)	(3)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,585	1,700	1,498	1,582	1,712
Normalized profit	1,585	1,700	1,498	1,582	1,712
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

Gas prices and electricity tariff likely to fall next year, leading to higher earnings in 2023-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	2,305	2,505	2,385	2,389	2,413
Cash & cash equivalent	71	58	100	100	100
Account receivables	144	164	161	163	168
Inventories	2,089	2,273	2,115	2,115	2,135
Others	1	10	10	10	10
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	5,879	5,866	6,198	6,481	6,715
Other assets	611	571	580	591	603
Total assets	8,796	8,943	9,164	9,461	9,732
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,240	2,450	2,596	2,568	2,550
Account payables	786	922	935	935	944
Bank overdraft & ST loans	2,165	1,250	1,377	1,344	1,309
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	290	278	285	290	297
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	697	656	672	684	700
Total liabilities	3,937	3,106	3,269	3,253	3,251
Minority interest	96	43	46	49	53
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	820	913	913	913	913
Share premium	2,260	3,233	3,233	3,233	3,233
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(1,579)	(1,685)	(1,685)	(1,685)	(1,685)
Retained earnings	3,261	3,333	3,388	3,698	3,968
Shareholders' equity	4,762	5,794	5,849	6,159	6,429
Liabilities & equity	8,796	8,943	9,164	9,461	9,732

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,946	2,122	1,877	1,981	2,145
Tax paid	(280)	(423)	(377)	(394)	(423)
Depreciation & amortization	722	673	668	717	766
Chg In working capital	169	(68)	174	(3)	(16)
Chg In other CA & CL / minorities	(73)	(72)	9	2	2
Cash flow from operations	2,485	2,232	2,351	2,303	2,474
Capex	(573)	(660)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	(537)	32	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	569	(34)	18	11	14
Cash flow from investments	(541)	(661)	(992)	(999)	(996)
Debt financing	(1,802)	(915)	127	(33)	(35)
Capital increase	1,113	1,066	(0)	0	0
Dividends paid	(1,187)	(1,638)	(1,443)	(1,272)	(1,443)
Warrants & other surplus	(115)	(96)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,991)	(1,583)	(1,317)	(1,304)	(1,477)
Free cash flow	1,912	1,572	1,351	1,303	1,474

We assume Bt1bn of capex per year for store expansion and renovation

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	14.9	14.9	17.3	16.4	15.1
Normalized PE - at target price (x)	16.8	16.8	19.5	18.5	17.1
PE (x)	14.9	14.9	17.3	16.4	15.1
PE - at target price (x)	16.8	16.8	19.5	18.5	17.1
EV/EBITDA (x)	9.8	9.7	10.9	10.3	9.5
EV/EBITDA - at target price (x)	10.9	10.9	12.2	11.5	10.7
P/BV (x)	5.1	4.5	4.4	4.2	4.0
P/BV - at target price (x)	5.8	5.0	5.0	4.7	4.5
P/CFO (x)	9.5	11.4	11.0	11.3	10.5
Price/sales (x)	3.0	3.1	3.1	3.1	3.0
Dividend yield (%)	5.5	6.5	4.6	5.2	5.9
FCF Yield (%)	8.1	6.2	5.2	5.0	5.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
DPS	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
BV/share	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
CFO/share	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
FCF/share	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	4.7	(1.2)	(1.7)	1.6	3.0
Net profit (%)	63.0	7.3	(11.9)	5.6	8.2
EPS (%)	54.3	(0.4)	(13.7)	5.6	8.2
Normalized profit (%)	63.0	7.3	(11.9)	5.6	8.2
Normalized EPS (%)	54.3	(0.4)	(13.7)	5.6	8.2
Dividend payout ratio (%)	85.3	99.3	80.0	85.0	90.0
Operating performance					
Gross margin (%)	41.5	43.3	41.6	42.4	43.6
Operating margin (%)	22.4	24.5	22.2	23.0	24.2
EBITDA margin (%)	30.9	32.5	30.3	31.6	33.1
Net margin (%)	18.7	20.3	18.2	18.9	19.9
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	39.0	116.4	92.9	94.7	78.7
Interest coverage - EBITDA (x)	53.8	154.6	126.8	129.8	107.6
ROA - using norm profit (%)	18.1	19.2	16.6	17.0	17.8
ROE - using norm profit (%)	39.0	32.2	25.7	26.3	27.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	39.0	32.3	25.8	26.4	27.3
- asset turnover (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	23.5	25.5	23.0	23.9	25.1
- leverage (x)	2.2	1.7	1.6	1.6	1.5
- interest burden (%)	97.5	99.2	99.0	99.0	98.8
- tax burden (%)	81.5	80.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	21.5	24.1	21.0	21.7	22.6
NOPAT (Bt m)	1,555	1,650	1,464	1,545	1,671
invested capital (Bt m)	6,856	6,986	7,126	7,403	7,638

Despite going through a tough period, ROEs are still high at 26-27%

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 and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ถือแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 47 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, CBG16C2305A, CBG16C2302A, COM716C2305A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2303A, EA16C2305A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2302A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2302A, HANA16C2303A, JMART16C2303A, JMT16C2305A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2302A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BGRIM, BH, BLA, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, PTTEP, RCL, SAWAD, SCGP, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

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

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

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร 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

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

วิเคราะห์เทคนิค

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

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ 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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

สุนทร รักษาวัต

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

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

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

สุจินตนา สถาพร

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

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
