

SELL

Initiation

TP: Bt 15.50

Downside : 11.9%

10 FEBRUARY 2023

Kerry Express (Thailand) (KEX TB)

เป็นเกมที่ยาวนาน

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ KEX ด้วยคำแนะนำ “ขาย” เรามองว่าเส้นทางของ KEX สู่การรวมตลาดเป็นผู้เล่น 2-3 รายสุดท้ายนั้นยาวนานและเจ็บปวด ขณะที่เราคาดว่ากำไรจะถึงจุดคุ้มทุนใน 1H24F หันดูแพงสำหรับเราที่ 56/46 เท่า PE ในปี 2024-25F เราให้มูลค่า KEX ที่ 15.5 บาท/หุ้น



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ขาย”

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ KEX ซึ่งเป็นหนึ่งบริษัทขนส่งสินค้าตัวจากร้านค้าส่งถึงที่อยู่ปลายทางลูกค้าโดยตรง (last-mile express delivery) ที่ใหญ่ที่สุด 4 อันดับแรกในประเทศไทย ด้วยคำแนะนำ “ขาย” ให้ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2023F) ที่ 15.5 บาท เนื่องจาก 1) เรามองว่ากระบวนการรวมอุตสาหกรรม (consolidate) นั้นยาวนานมาก ด้วยผู้เล่น 4 อันดับแรกยังคงสามารถทนต่อการขาดทุนได้ 2) เราคาดว่า KEX จะเห็นจุดคุ้มทุนใน 1H24F และฐานกำไรในปี 2025F จะอยู่ที่เพียง 55% ของจุดสูงสุดในปี 2020 3) เรามองว่าหุ้นนั้นแพงที่ PE ที่ 56/46 เท่าในปี 2024-25F และ P/BV ที่ 5 เท่า ในปี 2023F เทียบกับบริษัทจดทะเบียนในจีนอื่นที่ 2-3 เท่า

การรวมตลาด (consolidate) เป็นเส้นทางที่เจ็บปวด

KEX มองว่าตลาดบริการส่งด่วนในประเทศไทยในท้ายที่สุดจะเป็นตลาดที่มีผู้เล่น 2 ราย โดยหนึ่งรายคือไปรษณีย์ไทย ซึ่งเป็นเพราะการจัดส่งภายในวันเดียวสามารถทำได้ทั่วประเทศและผลประโยชน์จากขนาดนั้นเหมาะสมที่สุดสำหรับผู้เล่นหลักสองราย แต่กระบวนการรวมตลาดของผู้เล่นหลักสี่รายที่มีอยู่และรายเล็กอื่นๆ ดูเหมือนจะใช้เวลายาวนาน แม้ว่าสงครามราคากระหว่างผู้เล่นส่วนใหญ่จะทำให้มีผลขาดทุนแล้ว ด้วยคาดว่าผู้เล่นสองอันดับแรก เราคาดว่า KEX สูญเสียส่วนแบ่งตลาดจากที่มีส่วนแบ่งสูงสุด 34% ในปี 2019 เหลือ 20% ในปี 2021 และปัจจุบัน Flash Express และ Shopee Express มีส่วนแบ่งการตลาดที่ใหญ่ (Exhibit 7) เนื่องจากตลาดอีคอมเมิร์ซชะลอตัวลงหลังโควิด การเติบโตของปริมาณการจัดส่งจึงชะลอตัวลงเช่นกัน ทำให้การเข้าสู่จุดคุ้มทุนเหมาะสมที่สุดล่าช้า

เราคาดว่าจะพลิกเป็นกำไรในระดับที่ไม่สูง

KEX มีผลขาดทุนตั้งแต่ 4Q21 เนื่องจากการแข่งขันด้านราคา ปริมาณขนส่งเติบโต 25% y-y ใน 9M22 ไม่เพียงพอที่จะชดเชยราคาที่ลดลง 33% y-y เราคาดว่าปี 2022F จะมีผลขาดทุนที่ 2.8 พันลบ. และปี 2023F ขาดทุนลดลงเหลือ 1.4 พันลบ. จากการลดต้นทุน และการปรับปรุงประสิทธิภาพผ่านกระบวนการทำงานอัตโนมัติมากขึ้น เราคาดว่าจะคุ้มทุนใน 1H24F ซึ่งถูกผลักดันด้วยต้นทุนและปริมาณ แต่คาดว่าจะมีกำไรเพียง 763 ลบ. ในปี 2025F หรือ 55% ของจุดสูงสุดที่ 1.4 พันลบ. ในปี 2020 จากมุมมองของ KEX ที่คาดว่า การแข่งขันด้านราคาจะลดลงหลังลดลง 46% จากปี 2020 เราจึงคาดว่ารายได้จะเติบโต -5/+10/+10% ในปี 2023-25F จากปริมาณขนส่งที่เติบโต 10% ต่อปี และราคาที่มีเสถียรภาพ แต่ราคาเฉลี่ยในปี 2023F ยังคงต่ำกว่าปี 2022 ถึง 14%

ไม่มีผู้ชนะในเร็ว ๆ นี้

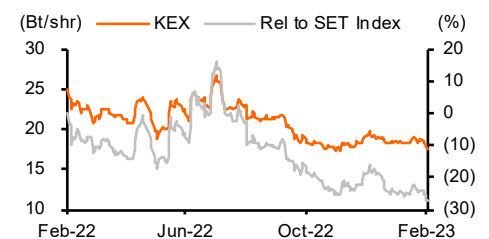
KEX มองว่าตลาดนี้จะมีผู้เล่นสองราย ขณะที่บริษัท คาดว่าจะมีการรวมตลาด (consolidate) ภายใน 2 ปีข้างหน้า แต่เราเห็นความเสี่ยงที่กระบวนการจะยืดเยื้อยาวนานขึ้น เนื่องจากคู่แข่งอย่าง Flash Express และ Shopee Express ยังคงได้รับการสนับสนุนทางการเงินที่แข็งแกร่งจากผู้ถือหุ้นหนาแน่นในการต่อสู้กับสงครามครั้งนี้ Flash Express เพิ่งมีการระดมทุนอีกรอบ ด้วยแผนการเสนอขายหุ้น IPO อีกทั้ง KEX เองก็ยังคงมีงบดุลที่แข็งแกร่งด้วยมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ 2 พันลบ.

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

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	18,818	17,124	16,199	17,819
Net profit	47	(2,757)	(1,413)	545
Consensus NP	—	(2,380)	(365)	415
Diff firm cons (%)	—	na	na	31.3
Norm profit	47	(2,757)	(1,413)	545
Norm EPS (Bt)	0.0	(1.6)	(0.8)	0.3
Norm EPS grw (%)	(96.7)	na	na	na
Norm PE (x)	543.1	na	na	56.3
EV/EBITDA (x)	8.8	na	94.9	8.9
P/BV (x)	3.3	4.8	5.2	4.6
Div yield (%)	4.2	0.0	0.0	0.7
ROE (%)	0.5	na	na	8.7
Net D/E (%)	(56.6)	(17.1)	(13.8)	(20.2)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Feb-23 (Bt)	17.60
Market Cap (US\$ m)	907.7
Listed Shares (m shares)	1,742.6
Free Float (%)	30.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.8
12M Price H/L (Bt)	26.75/17.40
Sector	Transportation
Major Shareholder	KLN Logistics (Thailand) 41.6%

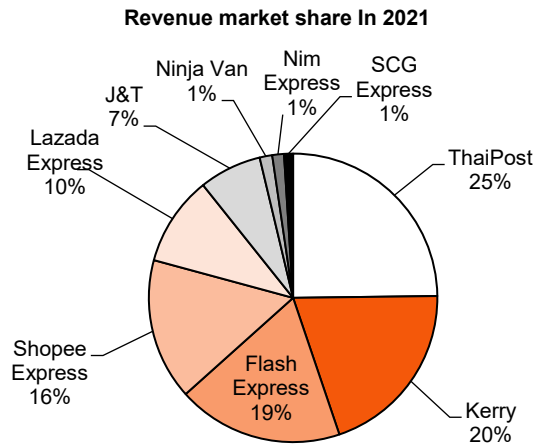
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

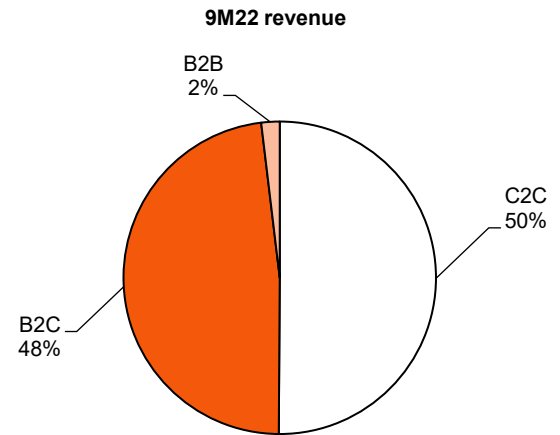


Ex 1: KEX Among 4 Biggest Last-mile Delivery Players



Sources: Business Online (BOL), Thanachart Compilation

Ex 2: KEX's Customer Breakdown

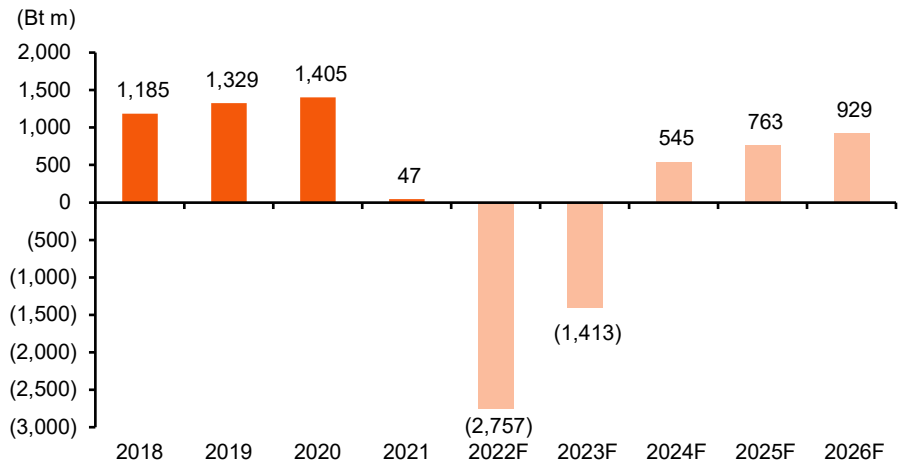


Source: Company data

Note

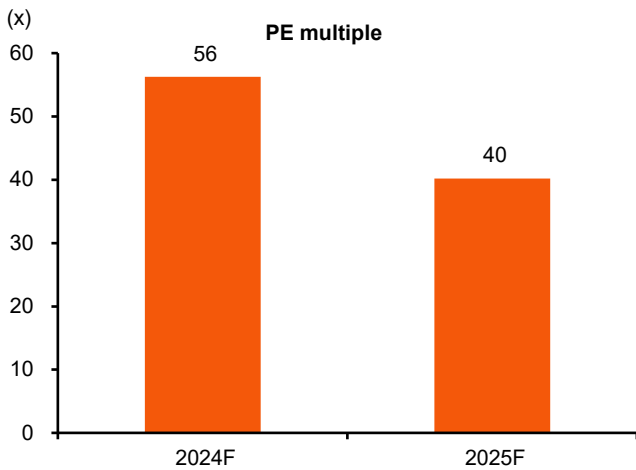
- C2C: Serving individual customers through over 26,000 service points
- B2C: Serving nearly all e-commerce and social platforms and home-shopping in Thailand
- B2B: Serving corporate customers delivering to their other business locations

Ex 3: We Expect KEX's 2025F Earnings To Reach Just 55% Of 2020's Level



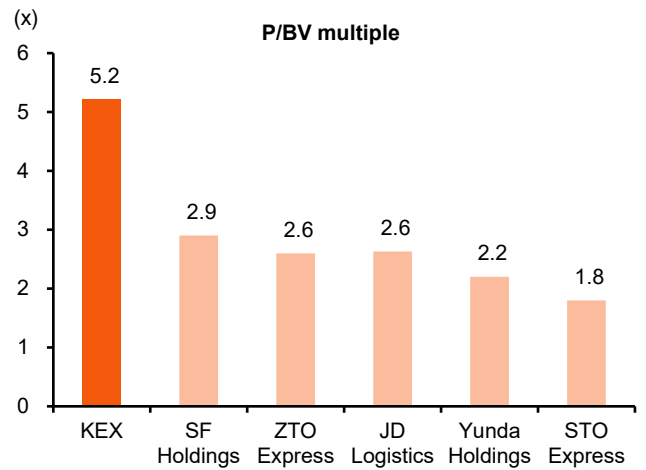
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: KEX Looks Expensive At 56/46x PE In 2024-25F



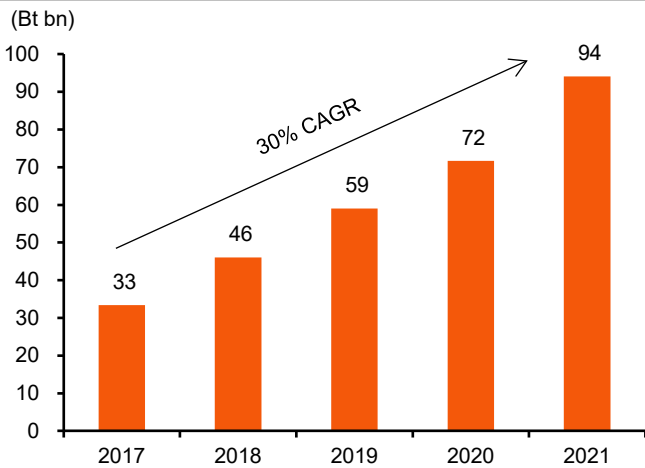
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: KEX's 2023F P/BV Far Above China-listed Peers'



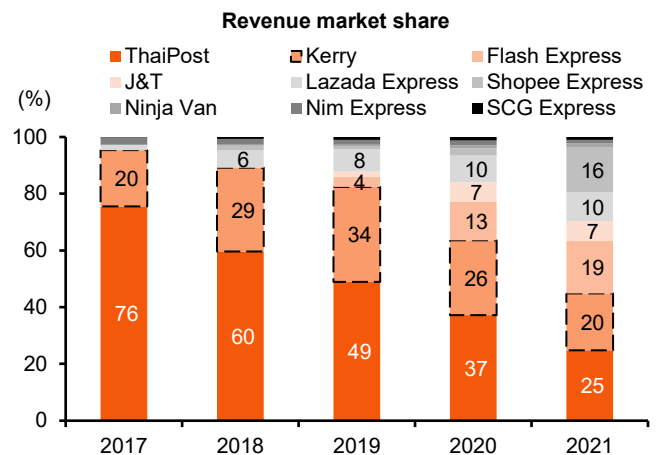
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 30% CAGR Growth Of Express Delivery Market



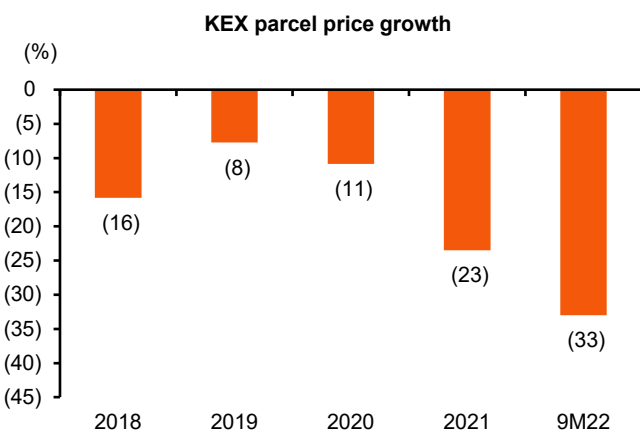
Sources: Business Online (BOL), Thanachart compilation

Ex 7: KEX Losing While Peers Now Have Sizable Shares



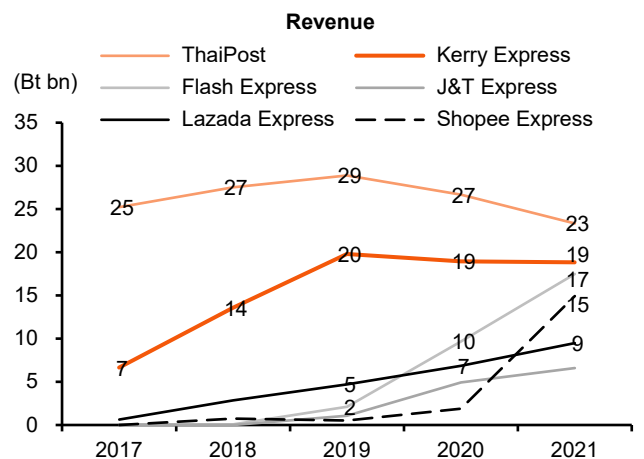
Sources: Business Online (BOL), Thanachart compilation

Ex 8: Industry Wide Aggressive Price Cuts, Including KEX



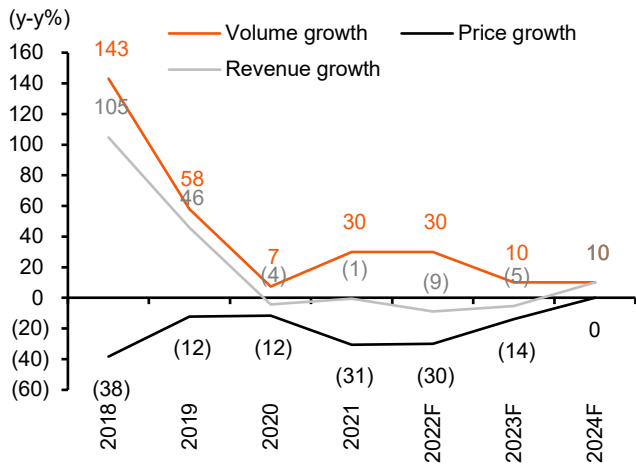
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Amid Industry Growth, KEX's Revenue Was Flat



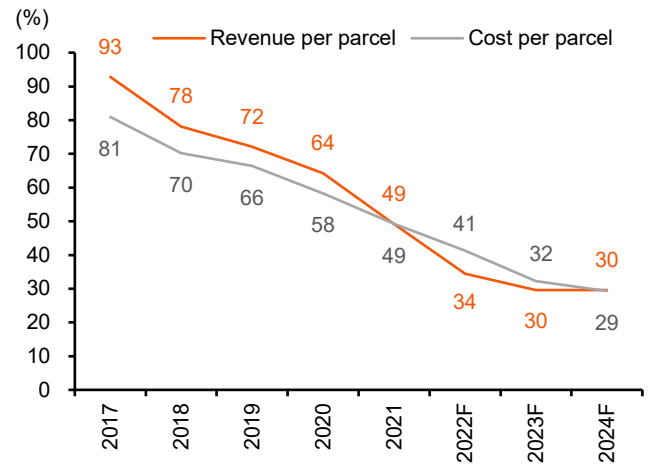
Sources: Business Online (BOL), Thanachart compilation

Ex 10: We Expect Volume Growth And Stable Pricing



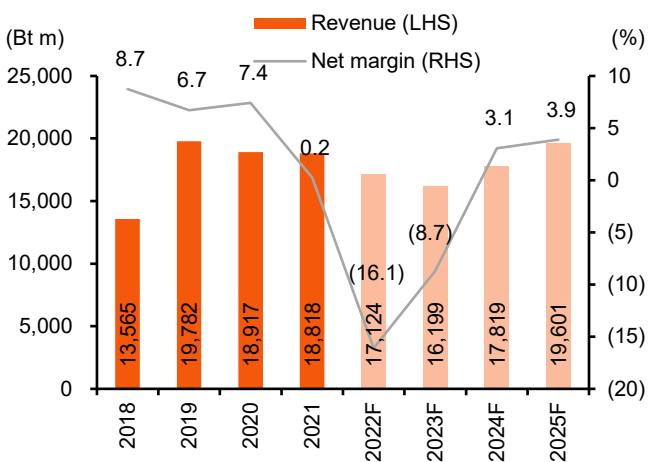
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Cost-Cutting Will Help Push Down Cost Per Parcel



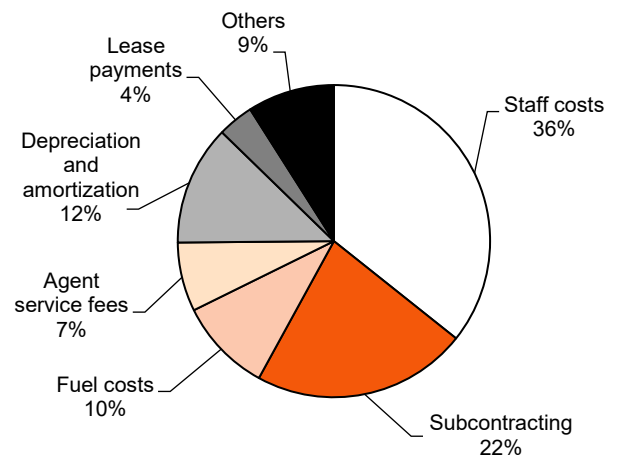
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Revenue And Net Margin Forecasts



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: 2021 Cost Breakdown



Source: Company data

Ex 14: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032	2033F	Terminal value
EBITDA	(625)	2,140	2,445	2,888	3,394	4,032	4,759	5,474	6,159	6,887	7,615	—
Free cash flow	(791)	478	862	1,096	1,280	1,574	1,956	2,334	2,597	2,906	3,234	45,119
PV of free cash flow	(789)	407	678	796	839	948	1,082	1,186	1,214	1,247	1,214	16,939
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	8.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments*	25,763											
Net debt (2022F)	(1,102)											
Minority interest	(2)											
Equity value	26,866											
# of shares (m)	1,740											
Equity value / share (Bt)	15.5											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison**Ex 15: Comparison With Regional Peers**

Name	BBG Code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div Yield	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
SF Holding	002352 CH	China	42.3	40.8	43.4	30.8	3.2	2.9	12.9	11.1	0.4	0.6
Yunda Holding	002120 CH	China	(1.7)	70.5	28.9	17.0	2.5	2.2	10.6	8.1	0.4	1.1
STO Express	002468 CH	China	na	125.9	50.2	22.2	1.9	1.8	11.7	8.8	0.1	0.3
JD Logistics	2618 HK	Hong Kong	na	na	na	50.8	2.2	2.2	10.0	7.5	0.0	0.0
ZTO Express Cayman	2057 HK	Hong Kong	na	23.0	23.6	19.2	2.9	2.6	13.4	11.1	1.3	1.6
Yamato Holdings	9064 JP	Japan	(15.9)	21.00	18.5	15.3	1.4	1.3	7.0	6.0	2.0	2.1
Nippon Express Holdings	9147 JP	Japan	137.3	(48.0)	5.2	10.0	0.9	0.9	3.3	3.9	5.5	3.5
CJ Logistics Corp	000120 KS	South Korea	26.5	13.4	8.7	7.6	0.5	0.5	5.7	5.7	0.6	0.6
Kerry Express (Thailand)	KEX TB	Thailand	na	na	na	na	4.8	5.2	na	94.9	0.0	0.0
Average			37.7	35.2	25.5	21.6	2.3	2.2	9.3	17.5	1.1	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 10 Feb 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคอรี่ เอ็กซ์เพรส (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในบริษัทขนส่งสินค้าด่วนจากร้านค้าส่งถึงที่อยู่ปลายทางลูกค้าโดยตรง (last-mile express delivery) ที่ใหญ่ที่สุด 4 อันดับแรกในประเทศไทย มีเครือข่ายจัดส่งที่แข็งแกร่งและครอบคลุมทั่วประเทศ ให้บริการลูกค้ารายบุคคล แพลตฟอร์มโซเซียล อีคอมเมิร์ซ ช่องทางโฮมชอปปิง ตลอดจนองค์กรต่างๆ บริษัทฯ มีจุดให้บริการกว่า 37,000 แห่งทั่วประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำในการให้บริการที่มีคุณภาพในอุตสาหกรรม มีแบรนด์โลจิสติกส์ที่แข็งแกร่ง
- มีเครือข่ายครอบคลุมทั่วประเทศ
- ธุรกิจ hub-and-spoke ขนาดใหญ่
- มีทีมผู้บริหารที่มีประสบการณ์

O — Opportunity

- M&As ของผู้เล่นรายย่อย
- การกระจายการลงทุนไปยังส่วนงานใหม่ที่มีการแข่งขันต่ำ เช่น ขนส่งสินค้าควบคุมอุณหภูมิแบบด่วน (Cold Chain Express)

CONSENSUS COMPARISON

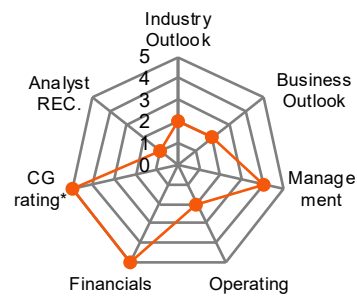
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.42	15.50	-11%
Net profit 22F (Bt m)	(2,380)	(2,757)	na
Net profit 23F (Bt m)	(365)	(1,413)	na
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 1	SELL: 8

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคิดว่ามีผลขาดทุนมากกว่าตลาด ซึ่งเป็นเพราะเราให้สมมติฐานการปรับลดต้นทุนน้อยกว่า
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า

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

- ต้นทุนการดำเนินงานสูง

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรง และการลดราคา
- ตลาดอีคอมเมิร์ซออนไลน์หลังโควิด
- กำลังซื้ออ่อนแอ และเศรษฐกิจชะลอตัว

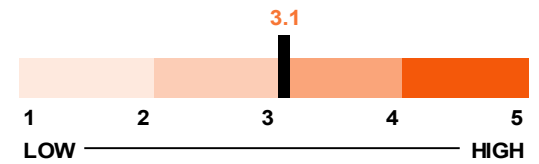
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การลดต้นทุนและการปรับปรุงประสิทธิภาพมีมากกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้มี upside ต่อประมาณการของเรา
- Upside อีกประการมาจากการเติบโตของปริมาณการจัดส่งที่มากกว่าที่คาดไว้และการเติบโตของราคา

Source: Thanachart

บริษัท เคอรี่ เอ็กซ์เพรส (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในบริษัทขนส่งสินค้าด่วนจากร้านค้าส่งถึงที่อยู่ปลายทางลูกค้าโดยตรง (last-mile express delivery) ที่ใหญ่ที่สุด 4 อันดับแรกในประเทศไทย การดำเนินการที่เกี่ยวข้องกับการคัดแยกและการขนส่งพัสดุ KEX ดูจะค่อนข้างกระตือรือร้นในกิจกรรม ESG โดยตั้งเป้าไว้ปลายปี 2022 เราให้คะแนน ESG ที่ 3.1

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)
KEX	YES	YES	-	-	57.33	65.17	20.18	-	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 "terms of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- KEX เป็นหนึ่งในบริษัทขนส่งสินค้าด่วนจากร้านค้าส่งถึงที่อยู่ปลายทางลูกค้าโดยตรง (last-mile express delivery) ที่ใหญ่ที่สุด 4 อันดับแรกในประเทศไทย ธุรกิจเกี่ยวข้องกับการขนส่งพัสดุและน่าจะก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับหนึ่ง KEX ตั้งเป้าที่จะจัดกิจกรรมทางธุรกิจให้สอดคล้องกับเป้าหมายของประเทศไทยในการบรรลุการปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2065 บริษัทฯ เพิ่งประกาศเป้าหมายว่าภายในปี 2026 100% ของบรรจุภัณฑ์ของ KEX จะต้องเป็น Sustainable packaging และลดการปล่อยก๊าซคาร์บอน 10% เมื่อเทียบกับการปล่อยก๊าซในปี 2021
- นวัตกรรมวัสดุบรรจุภัณฑ์ การแยกขยะ การวางแผนเส้นทางเพื่อลดการปล่อยมลพิษมากขึ้น พลังงานทดแทน และรถยนต์ไฟฟ้า ล้วนอยู่ระหว่างการพิจารณาเพื่อปรับใช้ในการดำเนินงานของ KEX ในอนาคตอันใกล้
- แม้ปริมาณการขนส่งจะเติบโต 30% แต่ปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงยังทรงตัวในปี 2021 KEX รายงานการใช้ น้ำ ของเสียจากการดำเนินงาน และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลดลง 8% 32% และ 6% ตามลำดับในปี 2021

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- KEX ได้รับรางวัลเหรียญทองจาก HR Excellence Awards 2021 สำหรับแนวทางปฏิบัติด้านทรัพยากรบุคคลที่โดดเด่น โดยมีความผูกพันของพนักงานสูงและสถานที่ทำงานที่ดี
- พนักงานถึง 1 ใน 3 เป็นพนักงานหญิง ชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยเพิ่มขึ้นสองเท่าเป็น 34 ชั่วโมง/ปี ในปี 2021
- KEX ให้บริการด้านความปลอดภัยและการประกอบอาชีพโดยยึดตามมาตรฐาน กฎหมาย และข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง โดยเฉพาะอย่างยิ่งภายในศูนย์กลางการคัดแยก ศูนย์กระจายสินค้า และกระบวนการขนส่ง เช่น มีอุปกรณ์การทำงานที่เหมาะสม ยานพาหนะขนส่งที่ใช้งานได้ดี
- KEX ยังได้รับรางวัลชนะเลิศรางวัล Business+ Product of the Year ประจำปี 2021 รางวัลสุดยอดสินค้าและบริการแห่งปี 2021 ในกลุ่มขนส่งและโลจิสติกส์ ซึ่งสะท้อนถึงประสิทธิภาพยอดเยี่ยมของ KEX ในการจัดส่งผลิตภัณฑ์และบริการที่ดีที่สุด และเป็นแบรนด์ชั้นนำในด้านการขนส่งด่วน

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- มีสมาชิก 9 คนในคณะกรรมการบริหาร (BOD) ซึ่งเราเชื่อว่ามีความเหมาะสมสำหรับธุรกิจของบริษัทฯ สมาชิก BOD ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 6 คน แต่มีกรรมการอิสระเพียง 3 คน และผู้หญิงเพียง 1 คน ประธานกรรมการไม่ใช่ผู้บริหารและไม่มีความสัมพันธ์กับประธานเจ้าหน้าที่บริหารและผู้บริหารระดับสูง
- KEX ได้รวมการจัดการความเสี่ยงระดับองค์กรไว้ในกระบวนการวางแผนเชิงกลยุทธ์ กำกับดูแลโดย BOD คณะกรรมการบริหารความเสี่ยงประกอบด้วยสมาชิก 4 ท่าน ทั้งที่เป็นผู้บริหารและไม่เป็นผู้บริหาร มีการประชุม 4 ครั้งในปี 2021
- KEX มีแผนเพิ่มความปลอดภัยทางไซเบอร์อย่างต่อเนื่องเพื่อป้องกันการโจมตีทางไซเบอร์ และเพื่อรักษาความปลอดภัยเป็นส่วนตัวของข้อมูลของลูกค้า
- บริษัทฯ ได้นำจรรยาบรรณและจริยธรรมทางธุรกิจมาใช้เพื่อป้องกันความขัดแย้งทางผลประโยชน์ ขณะที่นโยบายต่อต้านการทุจริตและต่อต้านการติดสินบนถูกนำมาใช้เพื่อเสริมสร้างวัฒนธรรมทางจริยธรรมของ KEX โดยในปี 2021 มีการประพฤติมิชอบ 2 คดี

Sources: Thanachart, Company data

*Not a rosy earnings picture
post turnaround*

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	18,917	18,818	17,124	16,199	17,819
Cost of sales	15,850	17,479	18,734	16,199	15,681
Gross profit	3,067	1,339	(1,610)	0	2,138
% gross margin	16.2%	7.1%	-9.4%	0.0%	12.0%
Selling & administration expenses	1,314	1,380	1,995	1,885	1,599
Operating profit	1,753	(40)	(3,605)	(1,885)	540
% operating margin	9.3%	-0.2%	-21.1%	-11.6%	3.0%
Depreciation & amortization	2,356	2,342	1,870	2,200	2,740
EBITDA	4,109	2,302	(1,735)	315	3,280
% EBITDA margin	21.7%	12.2%	-10.1%	1.9%	18.4%
Non-operating income	93	154	171	162	178
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(112)	(97)	(81)	(66)	(63)
Pre-tax profit	1,734	17	(3,515)	(1,790)	655
Income tax	329	(28)	(738)	(358)	131
After-tax profit	1,405	45	(2,777)	(1,432)	524
% net margin	7.4%	0.2%	-16.2%	-8.8%	2.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	2	20	19	21
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	1,405	47	(2,757)	(1,413)	545
Normalized profit	1,405	47	(2,757)	(1,413)	545
EPS (Bt)	1.0	0.0	(1.6)	(0.8)	0.3
Normalized EPS (Bt)	1.0	0.0	(1.6)	(0.8)	0.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	11,278	7,125	3,178	2,681	3,371
Cash & cash equivalent	9,697	5,272	1,183	806	1,326
Account receivables	1,467	1,613	1,783	1,687	1,855
Inventories	80	176	154	133	129
Others	35	64	59	55	61
Investments & loans	0	2,022	2,022	22	22
Net fixed assets	2,259	2,244	2,504	3,803	3,763
Other assets	5,782	5,653	4,778	4,788	4,849
Total assets	19,318	17,046	12,482	11,295	12,005
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,698	5,278	4,734	4,276	4,261
Account payables	1,962	2,701	2,361	2,042	1,976
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	800	0	0	0	0
Others current liabilities	1,936	2,577	2,373	2,234	2,284
Total LT debt	0	0	81	0	0
Others LT liabilities	3,773	2,451	1,214	1,163	1,190
Total liabilities	8,471	7,729	6,029	5,439	5,451
Minority interest	0	18	(2)	(21)	(42)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	870	871	870	871	871
Share premium	8,111	8,139	8,139	8,139	8,139
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	33	74	83	83	83
Retained earnings	1,833	214	(2,638)	(3,217)	(2,498)
Shareholders' equity	10,847	9,299	6,455	5,877	6,596
Liabilities & equity	19,318	17,046	12,482	11,295	12,005

Sources: Company data, Thanachart estimates

Spending on more automation and systems to improve efficiency this year

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,734	17	(3,515)	(1,790)	655
Tax paid	(433)	28	738	358	(131)
Depreciation & amortization	2,356	2,342	1,870	2,200	2,740
Chg In working capital	(410)	497	(488)	(202)	(230)
Chg In other CA & CL / minorities	1,879	601	(198)	(136)	45
Cash flow from operations	5,125	3,484	(1,593)	430	3,079
Capex	(284)	(738)	(1,150)	(2,500)	(1,500)
Right of use	(6,887)	(1,106)	600	(800)	(1,200)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(2,022)	0	2,000	0
Adj for asset revaluation	0	(7)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,623	(1,648)	(1,941)	(261)	(33)
Cash flow from investments	(3,547)	(5,520)	(2,491)	(1,561)	(2,733)
Debt financing	0	(800)	81	(81)	0
Capital increase	8,861	29	(1)	1	0
Dividends paid	(1,646)	(1,676)	(95)	834	174
Warrants & other surplus	(5)	57	9	0	0
Cash flow from financing	7,209	(2,389)	(6)	754	174
Free cash flow	4,841	2,747	(2,743)	(2,070)	1,579

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	18.1	543.1	na	na	56.3
Normalized PE - at target price (x)	15.9	478.3	na	na	49.6
PE (x)	18.1	543.1	na	na	56.3
PE - at target price (x)	15.9	478.3	na	na	49.6
EV/EBITDA (x)	4.0	8.8	na	94.9	8.9
EV/EBITDA - at target price (x)	3.3	7.5	na	83.3	7.8
P/BV (x)	2.3	3.3	4.8	5.2	4.6
P/BV - at target price (x)	2.1	2.9	4.2	4.6	4.1
P/CFO (x)	5.0	7.3	(19.3)	71.3	10.0
Price/sales (x)	1.6	1.6	1.8	1.9	1.7
Dividend yield (%)	1.2	4.2	0.0	0.0	0.7
FCF Yield (%)	19.1	10.8	(8.9)	(6.7)	5.1
(Bt)					
Normalized EPS	1.0	0.0	(1.6)	(0.8)	0.3
EPS	1.0	0.0	(1.6)	(0.8)	0.3
DPS	0.2	0.7	0.0	0.0	0.1
BV/share	7.5	5.3	3.7	3.4	3.8
CFO/share	3.6	2.4	(0.9)	0.2	1.8
FCF/share	3.4	1.9	(1.6)	(1.2)	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strong balance sheet with net cash

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(4.4)	(0.5)	(9.0)	(5.4)	10.0
Net profit (%)	5.8	(96.7)	na	na	na
EPS (%)	5.8	(96.7)	na	na	na
Normalized profit (%)	5.8	(96.7)	na	na	na
Normalized EPS (%)	5.8	(96.7)	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	22.5	2,755.5	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	16.2	7.1	(9.4)	0.0	12.0
Operating margin (%)	9.3	(0.2)	(21.1)	(11.6)	3.0
EBITDA margin (%)	21.7	12.2	(10.1)	1.9	18.4
Net margin (%)	7.4	0.2	(16.2)	(8.8)	2.9
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.8)	(0.6)	(0.2)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	15.7	na	na	na	8.6
Interest coverage - EBITDA (x)	36.7	23.8	na	4.7	52.4
ROA - using norm profit (%)	11.1	0.3	na	na	4.7
ROE - using norm profit (%)	21.5	0.5	na	na	8.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.5	0.4	na	na	8.4
- asset turnover (x)	1.5	1.0	1.2	1.4	1.5
- operating margin (%)	9.8	0.6	na	na	4.0
- leverage (x)	1.9	1.8	1.9	1.9	1.9
- interest burden (%)	93.9	15.0	102.4	103.9	91.3
- tax burden (%)	81.0	262.6	na	na	80.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	66.9	(5.4)	(70.7)	(28.2)	8.5
NOPAT (Bt m)	1,420	(106)	(2,848)	(1,508)	432
invested capital (Bt m)	1,951	4,027	5,353	5,071	5,270

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 61 003 399 657/AFSL 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ดูแลและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 49 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, KBANK16C2306A, KBANK16C2304A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2302A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCGP16C2303A, SET5016C2306A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, (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 ราชธานีลิซซิง 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 ราชธานีลิซซิง 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 ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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, เติมน้ำมัน

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

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวลดี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

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

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

สุนทร รักษาวัต

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

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

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