

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 4.70

Upside : 32.8%

(From: Bt 4.60)

8 FEBRUARY 2023

Small Cap Research

Namyong Terminal Pcl (NYT TB)

มีปัจจัยหนุนราคาหุ้น

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” NYT จาก 2 ปัจจัยหลักดังนี้ คือ ธุรกิจเรือขนส่งและโดยสารได้กลับมาให้บริการอีกครั้งใน 1Q23 และคลัสสินค้าแห่งใหม่เริ่มรับรายได้ใน 2Q23F ซึ่งน่าจะทำให้กำไรเติบโตที่ 14/34% บน PE ที่ 16.2/12.1 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.9-6.6% ในปี 2023-24F

ปัจจัยหนุนใน 1Q23F : ธุรกิจเรือขนส่งและโดยสาร Seahorse

ธุรกิจบริการขนส่งและโดยสารของ Seahorse ที่ NYT ถือหุ้น หักค่าเงินการใน 4Q22F เพื่อทำการปรับปรุงและจะเริ่มให้บริการอีกครั้งใน 1Q23 เส้นทางเดินเรือได้ถูกเปลี่ยนไปเป็นสัปดาห์-เกาะสมุย จากสัปดาห์-สงขลา โดยให้ความสำคัญกับการให้บริการขนส่งผู้โดยสารมากกว่าการขนส่งสินค้า เนื่องจากกลับมาให้บริการอีกครั้งโดยเปลี่ยนไปเดินเรือในเส้นทางที่เป็นที่นิยมมากขึ้น เราจึงคาดว่าธุรกิจบริการขนส่งและโดยสารจะขาดทุนน้อยลงในปีที่ 32 ลบ. เทียบกับ 80/83 ลบ. ต่อปี ในปี 2021-22F สมมติว่ามีการให้บริการต่อเนื่องตลอดทั้งปีจากที่หยุดชะงักในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาจากการปรับแผนธุรกิจ เราคาดว่า Seahorse จะทำกำไรได้ 34 ลบ. ในปี 2024F

ปัจจัยหนุนใน 2Q23F: คลัสสินค้าใหม่

คลัสสินค้าใหม่ขนาด 34,000 ตร.ม. ของ NYT พร้อมให้เช่าใน 2Q23F ซึ่งจะทำให้พื้นที่เช่าเพิ่มขึ้นอีก 12% จากคลัสสินค้าที่มีอยู่ในแหลมฉบังและระยองพื้นที่รวม 274,360 ตร.ม. ซึ่งถูกเช่าเต็มแล้ว คลัสสินค้าใหม่ตั้งอยู่บนพื้นที่ 37 ไร่ ในนิคมอุตสาหกรรม WHA ชลบุรี การก่อสร้างทั้งหมดมีกำหนดแล้วเสร็จใน 1Q23 และพร้อมให้เช่าใน 2Q23 เราประมาณการอัตราการเช่าคลัสสินค้าแห่งใหม่ที่ 50/85/95% ในปี 2023-25F เราคาดว่า จะมีรายได้เพิ่มเติมจากการขยายพื้นที่เช่าที่ 17/23/59 ลบ. ในปีดังกล่าว ธุรกิจคลัสสินค้าของ NYT มีสัดส่วนราว 24% ของรายได้รวมในปี 2022F

การส่งออกรถยนต์กำลังฟื้นตัว

ประเทศไทยประสบกับการหดตัวลงของการส่งออกรถยนต์เฉลี่ยที่ 18% ต่อปี ในปี 2019-20 เนื่องจากหลักเกณฑ์ใหม่ของสหภาพยุโรปในเรื่องการปล่อยมลพิษ ความต้องการที่ลดลงจากโควิด และการขาดแคลนชิปเนื่องจากการกลับมาเปิดประเทศ และปัญหาการขาดแคลนชิปลดลง สภาอุตสาหกรรมแห่งประเทศไทยรายงานยอดส่งออกรถยนต์รวมที่ 0.96/1.0 ล้านคัน ในปี 2021-22 หรือเติบโต 30.4/4.3% ซึ่งดีกว่าที่เราคาดว่าจะหดตัวลง 5% ในปี 2022F ปัจจุบันเราคาดว่า การส่งออกรถยนต์จะเติบโตที่ 0/+4% (จาก +3/+8%) ในปี 2023-24F NYT ครองส่วนแบ่งตลาดในธุรกิจบริการท่าเทียบเรือส่งออก/นำเข้ารถยนต์ราว 78%

คำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมาย 4.7 บาท

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” NYT ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2023F) ที่ 4.70 บาท (จาก 4.60 บาท) ราคาเป้าหมายที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเกิดจากการปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเรา 7/3/0.1% ในปี 2022-24F จากการเติบโตของการส่งออกรถยนต์ที่แข็งแกร่งเกินคาด เราชอบ NYT จากปัจจัยหนุนระยะสั้นที่กล่าวถึงข้างต้นใน 1Q23-2Q23F และการฟื้นตัวของการส่งออกรถยนต์ที่น่าจะหนุนให้กำไรเติบโต 14/34% ในปี 2023-24F จากที่เติบโต +4/-2% ในปี 2021-22F เรามองว่า PE ที่ 16.2 เท่า/12.1 เท่า นั้นน่าสนใจ พร้อมให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 4.9-6.6% ในปี 2023-24F



SIRIPORN ARUNOTHAI

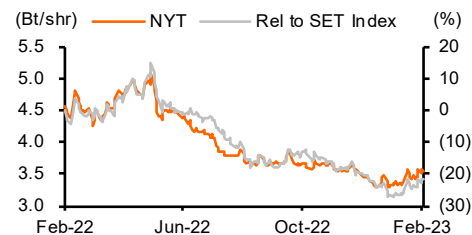
662 – 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,334	1,424	1,624	1,881
Net profit	243	237	270	363
Consensus NP	—	236	277	349
Diff frm cons (%)	—	0.2	(2.4)	4.0
Norm profit	243	237	270	363
Prev. Norm profit	—	222	262	363
Chg frm prev (%)	—	6.8	3.0	0.1
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	3.6	(2.4)	14.3	34.3
Norm PE (x)	18.1	18.6	16.2	12.1
EV/EBITDA (x)	3.9	4.6	4.4	3.5
P/BV (x)	1.4	1.3	1.3	1.3
Div yield (%)	4.5	4.3	4.9	6.6
ROE (%)	7.5	7.2	8.1	10.6
Net D/E (%)	(34.6)	(20.5)	(23.2)	(30.7)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Feb-23 (Bt)	3.54
Market Cap (US\$ m)	131.0
Listed Shares (m shares)	1,240.0
Free Float (%)	40.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.1
12M Price H/L (Bt)	5.10/3.28
Sector	Transportation
Major Shareholder	Nam Yuen Yong Shipping 25.2%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

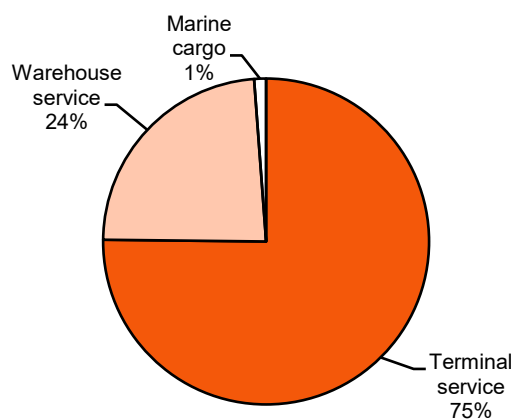
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Thailand's auto exports (units)						
- New	1,054,103	735,842	959,194	1,000,256	1,000,256	1,038,001
- Old				911,234	938,571	1,013,657
- Change (%)				9.8	6.6	2.4
Revenue from terminal service (Bt m)						
- New	1,129	878	1,006	1,071	1,099	1,156
- Old				996	1,042	1,133
- Change (%)				7.5	5.5	2.1
Equity income (Bt m)						
- New	(55)	(25)	(27)	(24)	(17)	(12)
- Old				(13)	(11)	(9)
- Change (%)				n.a.	n.a.	n.a.
Seahorse business' loss (Bt m)						
- New	0	(2)	(80)	(83)	(32)	34
- Old				(61)	(10)	34
- Change (%)				n.a.	n.a.	—
Net profit (Bt m)						
- New	377	234	243	237	270	363
- Old				222	262	363
- Change (%)				6.8	3.0	—

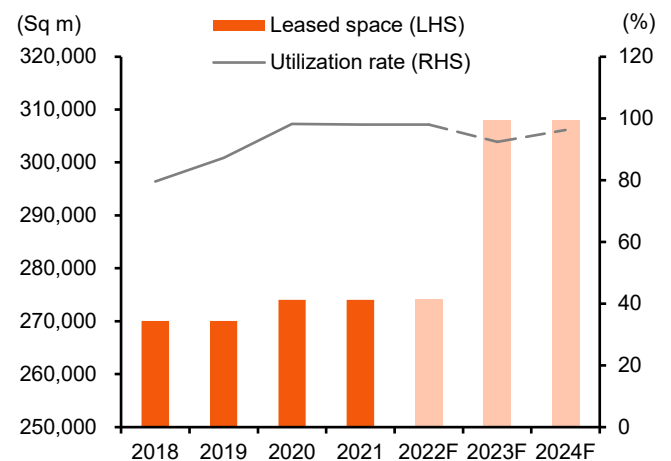
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown In 2022F

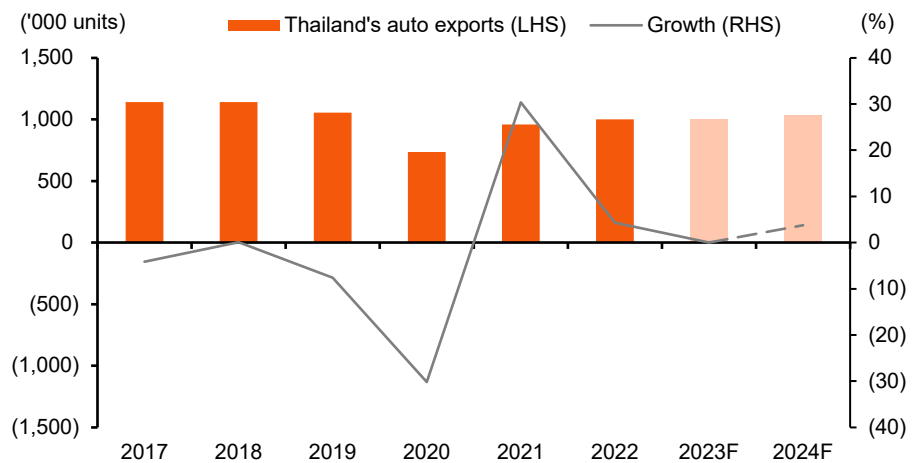


Source: Thanachart estimates

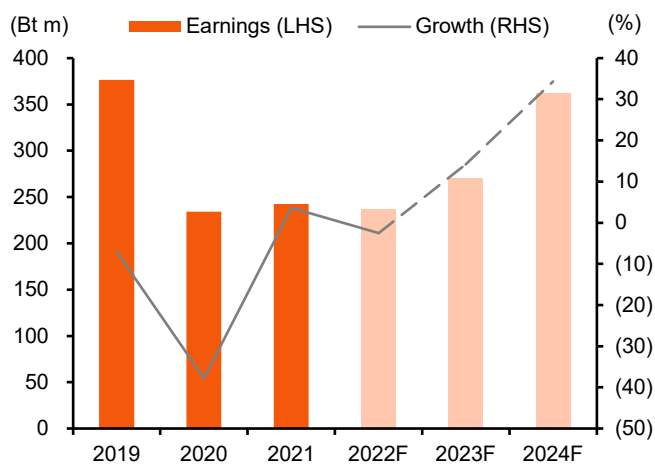
Ex 3: Warehouse's Leased Space And Utilization



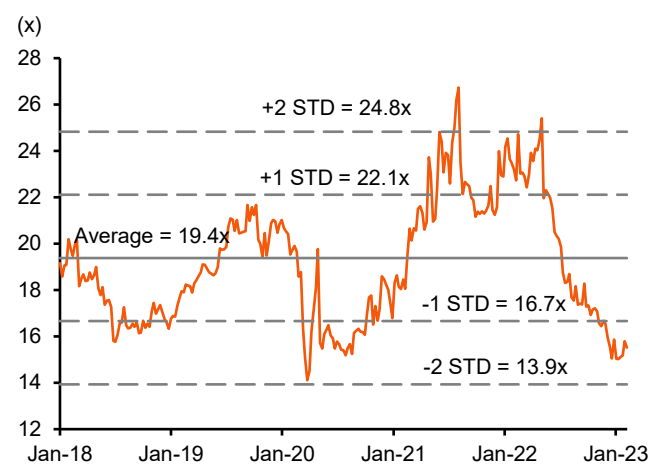
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Auto Exports And Growth

Sources: The Federation of Thai Industries, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Turnaround

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: PE Band

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	822	943	1,033	1,233	1,202	1,236	1,271	1,306	1,348	1,390	1,454	—
Free cash flow	429	639	746	891	778	825	868	1,043	1,080	1,118	277	429
PV of free cash flow	428	510	525	558	434	409	382	409	362	332	73	428
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	11.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	5,102											
Net debt (end-2022F)	(672)											
Minority interest	(18)											
Equity value	5,791											
# of shares (m)	1,240											
Target price/share (Bt)	4.70											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation 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)	(%)	(%)
China Merchants Port Holding	144 HK	Hong Kong	2.3	(12.0)	4.9	5.6	0.4	0.4	19.6	19.1	9.0	8.3
Cosco Shipping Ports Ltd.	1199 HK	Hong Kong	2.8	4.5	52.3	50.0	3.2	3.1	13.1	13.3	0.8	0.8
Port of Tauranga Ltd.	POT NZ	New Zealand	(3.0)	11.3	39.5	35.5	na	2.0	25.4	22.9	2.2	2.5
Hutchison Port Holdings TR-U	HPHT SP	Singapore	26.8	(25.0)	1.3	1.7	0.1	0.1	6.7	7.1	69.8	63.4
Namyong Terminal Pcl *	NYT TB	Thailand	(2.4)	14.3	18.6	16.2	1.3	1.3	4.6	4.4	4.3	4.9
Precious Shipping *	PSL TB	Thailand	8.2	(22.3)	5.3	6.9	1.5	1.4	4.5	5.2	9.8	7.6
Average			5.3	(1.4)	23.3	21.8	1.2	1.4	13.9	13.4	17.2	16.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS.

Based on 8 Feb 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท Namyong Terminal (NYT) คือผู้ให้บริการท่าเทียบเรือ Ro/Ro ที่ใหญ่และพร้อมที่สุดในประเทศไทย ตั้งอยู่ที่ท่าเรือแหลมฉบัง อำเภอสัตหิรา จ.ชลบุรี บริษัทเริ่มให้บริการท่าเทียบเรือ Ro/Ro สำหรับส่งออกและนำเข้ารถยนต์ตั้งแต่ปี 2002 และมีตำแหน่งเกือบผูกขาดทางการค้า ด้วยส่วนแบ่งตลาดของรถส่งออกราว 76% ต่อปี

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีตำแหน่งเกือบผูกขาดทางการค้าในฐานะผู้ให้บริการท่าเทียบเรือสำหรับส่งออกและนำเข้ารถยนต์
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่งด้วยการเป็นบริษัทเงินสดสุทธิ
- รูปแบบธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำเนื่องจากได้สัมปทานจากการท่าเรือแห่งประเทศไทย (กทท.)
- การขยายพื้นที่สนับสนุนและธุรกิจคลังสินค้าเพื่อกระจายความเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ
- ขยายไปยังธุรกิจโลจิสติกส์ที่มีการเติบโตสูง

O — Opportunity

- นโยบายส่งเสริมการลงทุนของภาครัฐ
- ความต้องการธุรกิจโลจิสติกส์ที่แข็งแกร่งในประเทศไทย
- การกลับมาเติบโตของอุตสาหกรรมรถส่งออกรถยนต์

CONSENSUS COMPARISON

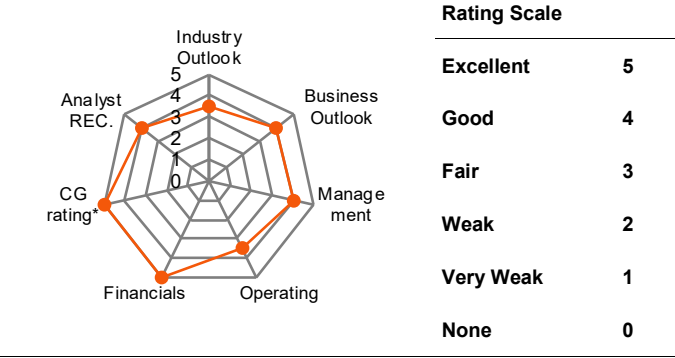
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.04	4.70	16%
Net profit 22F (Bt m)	236	237	0%
Net profit 23F (Bt m)	277	270	-2%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อธุรกิจของ NYT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- ธุรกิจขึ้นกับการส่งออกรถยนต์ค่อนข้างมาก
- อยู่ภายใต้การควบคุมของกทท. โดยตรง
-

T — Threat

- ถ้าไม่ได้รับอนุมัติสัมปทานใหม่จากกทท.
- การเกิดท่าเทียบเรือ Ro/Ro ใหม่จะเข้ามาแย่งส่วนแบ่งตลาดของ NYT
- ภัยธรรมชาติและการระบาดของโรค
- การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก

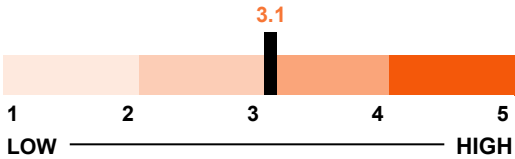
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก NYT ไม่สามารถได้สัมปทานท่าเรือ A5 ใหม่ หลังจากสัมปทานที่มีอยู่หมดอายุในปี 2026 จะมีผลกระทบต่อกำไรจากสัมปทานของการให้บริการท่าเทียบเรือ และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากอุตสาหกรรมส่งออกรถยนต์ของประเทศไทยเติบโตช้ากว่าที่เราคาด จะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- อัตราการเช่าและราคาค่าเช่าที่ต่ำกว่าคาดของธุรกิจคลังสินค้าของ NYT จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- หากธุรกิจขนส่งทางเรือใหม่ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

NYT ให้ความสำคัญอย่างมากต่อประเด็น ESG รายงาน ESG อธิบายเป้าหมายและแผนในประเด็นสำคัญ เราให้คะแนน ESG แก่ NYT ที่ 3.1 ซึ่งถือว่าสูง ซึ่งไม่เพียงแต่เป็นเพราะธุรกิจส่งออกและคลังสินค้าไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยตรงแล้ว แต่ยังรวมถึงการที่บริษัท ให้ความสำคัญกับการจัดการปัญหา ESG เราคาดว่า NYT จะสามารถยกระดับคะแนนที่สูงไว้ได้หรืออาจจะดีขึ้นในอนาคตจากการตระหนักถึงการใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ

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)
NYT	-	YES	-	-	55.43	56.21	-	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	▪ NYT ปฏิบัติตามกฎหมายและกฎระเบียบเกี่ยวกับสิ่งแวดล้อมและความปลอดภัยอย่างเคร่งครัด ตามมาตรฐานสากล (ISO 9001, ISO 14001 และ ISO 45001) ▪ ธุรกิจของ NYT ไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยตรง อย่างไรก็ตาม NYT มีเป้าหมายที่จะลดการใช้ไฟฟ้าและน้ำมันเชื้อเพลิงทุกปี บริษัท ได้เปลี่ยนหลอดไฟทั้งหมดในท่าเทียบเรือ A5 เป็น LED 100% ▪ NYT ผลักดันให้เกิดความตระหนักในการใช้น้ำอย่างมีประสิทธิภาพ โดยบันทึกการใช้น้ำเป็นรายเดือน ตลอดจนควบคุมคุณภาพน้ำทะเลและน้ำเสียให้อยู่ในเกณฑ์มาตรฐานตามกฎหมายกำหนด ▪ NYT คัดแยกขยะเพื่อกำจัดอย่างเหมาะสม และขอความร่วมมือจากพนักงานและผู้ให้บริการทุกคน รายได้จากการจำหน่ายขวดพลาสติก บริจาคให้โรงพยาบาล บริษัท ยังตั้งเป้าลดการใช้กระดาษ 10% ต่อปีอีกด้วย
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ NYT มีนโยบายและการปฏิบัติต่อสิทธิมนุษยชน และดูแลสถานที่ทำงานให้ปราศจากการเลือกปฏิบัติหรือการคุกคาม ▪ คำตอบแทนและสวัสดิการของ NYT ขึ้นอยู่กับหน้าที่ ความรับผิดชอบ ทักษะ และประสบการณ์ บริษัท ได้ตระหนักถึงความสำคัญของความปลอดภัยในการทำงานและสิ่งแวดล้อม กระบวนการพัฒนาพนักงานผ่านการหมุนเวียนงาน การฝึกอบรม การแบ่งปันความรู้และการทำงานร่วมกัน NYT สืบหาความสัมพันธ์ระหว่างองค์กรกับพนักงานทุกๆ สองปี และตั้งเป้าอัตราส่วนความสัมพันธ์ให้เพิ่มขึ้นเป็น 50% ในปี 2023 จาก 43% ในปี 2021 ▪ NYT คำนึงถึงผลประโยชน์ของชุมชน การอนุรักษ์สิ่งแวดล้อม และละเว้นจากการกระทำใดๆ ที่อาจทำลายสิ่งแวดล้อมและผลประโยชน์สาธารณะ บริษัท ได้ส่งเสริมให้พนักงานมีความรับผิดชอบต่อสังคมและมีส่วนร่วมในกิจกรรมสาธารณะประโยชน์ เช่น กิจกรรมจิตอาสา บริจาคโลหิต จ้างงานผู้พิการ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	▪ NYT มีกรรมการ 12 คน (ผู้หญิง 5 คน และผู้ชาย 7 คน) คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการจากคุณวุฒิที่หลากหลาย ทั้งเพศ ทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถ (จำแนกตามทักษะของคณะกรรมการ) ▪ บริษัท ส่งเสริมให้ผู้บริหารและพนักงานปฏิบัติหน้าที่อย่างเคร่งครัดทั้งต่อทรัพย์สินทางปัญญา ลิขสิทธิ์ และสิทธิบัตร ▪ NYT ให้ความสำคัญกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งภายในและภายนอก ซึ่งได้แก่ ผู้ถือหุ้น พนักงาน ลูกค้า คู่แข่ง ซัพพลายเออร์ และพันธมิตรทางธุรกิจ เจ้าหนี้ สังคมและชุมชนที่บริษัทดำเนินธุรกิจด้วย ▪ NYT ให้ความสำคัญต่อเทคโนโลยีและนวัตกรรม ด้วยเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ในการส่งเสริมการเติบโตอย่างยั่งยืนโดยการนำเทคโนโลยีใหม่มาใช้ในธุรกิจที่มีอยู่และสร้างโอกาสใหม่ในธุรกิจใหม่

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

*Earnings turnaround
from Seahorse ferry
business' falling losses*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,195	1,334	1,424	1,624	1,881
Cost of sales	621	767	888	1,021	1,133
Gross profit	574	566	536	603	748
% gross margin	48.0%	42.5%	37.6%	37.1%	39.8%
Selling & administration expenses	160	201	154	182	210
Operating profit	414	366	382	421	538
% operating margin	34.7%	27.4%	26.8%	25.9%	28.6%
Depreciation & amortization	429	469	421	401	405
EBITDA	843	835	804	822	943
% EBITDA margin	70.6%	62.6%	56.4%	50.6%	50.1%
Non-operating income	27	22	22	24	29
Non-operating expenses	(9)	14	(11)	0	0
Interest expense	(75)	(94)	(100)	(92)	(80)
Pre-tax profit	357	308	293	353	487
Income tax	69	80	70	75	90
After-tax profit	288	228	223	278	396
% net margin	24.1%	17.1%	15.7%	17.1%	21.1%
Shares in affiliates' Earnings	(55)	(25)	(27)	(24)	(17)
Minority interests	1	39	41	16	(16)
Extraordinary items	(6)	0	0	0	0
NET PROFIT	229	243	237	270	363
Normalized profit	234	243	237	270	363
EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3

BALANCE SHEET

*New warehouse due to be
completed in 1Q23*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	1,420	1,465	1,260	1,169	1,396
Cash & cash equivalent	1,302	1,320	1,100	1,000	1,200
Account receivables	95	117	129	133	155
Inventories	3	4	5	6	6
Others	20	25	27	30	35
Investments & loans	1,260	1,282	1,282	1,282	1,282
Net fixed assets	1,238	1,606	1,844	1,872	1,796
Other assets	1,775	2,302	2,048	1,833	1,622
Total assets	5,693	6,655	6,435	6,157	6,097
LIABILITIES:					
Current liabilities:	382	604	584	560	571
Account payables	24	37	41	36	34
Bank overdraft & ST loans	0	25	64	34	21
Current LT debt	7	7	7	4	2
Others current liabilities	352	535	471	486	513
Total LT debt	156	156	357	191	116
Others LT liabilities	1,862	2,623	2,221	2,080	1,958
Total liabilities	2,400	3,383	3,161	2,831	2,645
Minority interest	40	23	(18)	(33)	(17)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	620	620	620	620	620
Share premium	2,178	2,178	2,178	2,178	2,178
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	455	450	493	560	670
Shareholders' equity	3,254	3,248	3,291	3,359	3,468
Liabilities & equity	5,693	6,655	6,435	6,157	6,097

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong cash flow from operations

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	357	308	293	353	487
Tax paid	(72)	(82)	(67)	(73)	(85)
Depreciation & amortization	429	469	421	401	405
Chg In working capital	25	(10)	(9)	(10)	(24)
Chg In other CA & CL / minorities	90	178	(97)	(15)	1
Cash flow from operations	829	864	543	656	783
Capex	(295)	(571)	(400)	(200)	(100)
Right of use	(1,903)	(789)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	60	(22)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,642	758	(409)	(155)	(140)
Cash flow from investments	(496)	(624)	(809)	(355)	(240)
Debt financing	152	25	240	(199)	(90)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(620)	(248)	(194)	(203)	(253)
Warrants & other surplus	(147)	0	0	0	0
Cash flow from financing	(614)	(223)	46	(402)	(343)
Free cash flow	534	293	143	456	683

VALUATION

Inexpensive valuation, in our view

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	18.8	18.1	18.6	16.2	12.1
Normalized PE - at target price (x)	24.9	24.0	24.6	21.6	16.1
PE (x)	19.2	18.1	18.6	16.2	12.1
PE - at target price (x)	25.5	24.0	24.6	21.6	16.1
EV/EBITDA (x)	3.9	3.9	4.6	4.4	3.5
EV/EBITDA - at target price (x)	5.6	5.6	6.4	6.2	5.1
P/BV (x)	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
P/BV - at target price (x)	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
P/CFO (x)	5.3	5.1	8.1	6.7	5.6
Price/sales (x)	3.7	3.3	3.1	2.7	2.3
Dividend yield (%)	5.6	4.5	4.3	4.9	6.6
FCF Yield (%)	12.2	6.7	3.3	10.4	15.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
DPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
BV/share	2.6	2.6	2.7	2.7	2.8
CFO/share	0.7	0.7	0.4	0.5	0.6
FCF/share	0.4	0.2	0.1	0.4	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

Strong financial status

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(15.8)	11.6	6.8	14.0	15.9
Net profit (%)	(39.3)	6.1	(2.4)	14.3	34.3
EPS (%)	(39.3)	6.1	(2.4)	14.3	34.3
Normalized profit (%)	(37.8)	3.6	(2.4)	14.3	34.3
Normalized EPS (%)	(37.8)	3.6	(2.4)	14.3	34.3
Dividend payout ratio (%)	108.5	81.8	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	48.0	42.5	37.6	37.1	39.8
Operating margin (%)	34.7	27.4	26.8	25.9	28.6
EBITDA margin (%)	70.6	62.6	56.4	50.6	50.1
Net margin (%)	24.1	17.1	15.7	17.1	21.1
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.1	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	5.6	3.9	3.8	4.6	6.7
Interest coverage - EBITDA (x)	11.3	8.9	8.0	9.0	11.8
ROA - using norm profit (%)	4.7	3.9	3.6	4.3	5.9
ROE - using norm profit (%)	6.6	7.5	7.2	8.1	10.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	8.2	7.0	6.8	8.4	11.6
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
- operating margin (%)	36.1	30.2	27.6	27.4	30.1
- leverage (x)	1.4	1.9	2.0	1.9	1.8
- interest burden (%)	82.7	76.7	74.6	79.4	85.9
- tax burden (%)	80.7	74.0	76.0	78.8	81.4
WACC (%)	11.9	11.9	11.9	11.9	11.9
ROIC (%)	15.1	12.8	13.7	12.7	16.9
NOPAT (Bt m)	334	271	291	331	438
invested capital (Bt m)	2,115	2,117	2,619	2,588	2,408

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, none 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's.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.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย 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 ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ 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) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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, เติ่นเรือ 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง 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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี 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 ลิมาวงษ์ปรางค์ 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