

BUY

Initiation

TP: Bt 8.00

Upside : 30.1%

1 FEBRUARY 2023

Rojana Industrial Park (ROJNA TB)

หุ้นถูกมีปัจจัยหนุน

เราเริ่มบทวิเคราะห์ ROJNA ซึ่งดำเนินธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมเฉพาะในไทยด้วยไม่มีการลงทุนในเวียดนามด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" จากการฟื้นตัวของสองปัจจัย ได้แก่ การเข้าสู่อุปการเติบโตใหม่ของนิคมฯ และการฟื้นตัวของอัตรากำไรของธุรกิจโรงไฟฟ้า เราให้มูลค่า ROJNA ที่ 8 บาท/หุ้น



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 - 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

เริ่มบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ"

ROJNA เป็นบริษัทจดทะเบียนที่ใหญ่ที่สุดเป็นอันดับสามในกลุ่มนิคมอุตสาหกรรม (IE) ซึ่งมีบริษัทจดทะเบียนไม่กี่บริษัท เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยให้ราคาเป้าหมาย SOTP ปี 2023F ที่ 8.0 บาท/หุ้น 1) เราเห็นแนวโน้มที่ชัดเจนของรอบการเติบโตใหม่ของ IE ที่ถูกผลักดันด้วยความต้องการกระจายความเสี่ยงจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และนโยบายของจีนที่เพิ่มขึ้น ROJNA เริ่มมียอดขายที่สูงขึ้น 2) ROJNA ยังมีธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP ขนาด 350MW (ตามสัดส่วนการถือหุ้น) ซึ่งกำลังฟื้นตัวอย่างมากจากค่า Ft ที่สูงขึ้น ชดเชยต้นทุนก๊าซที่พุ่งสูงขึ้นตั้งแต่ปีที่แล้ว 3) ROJNA เป็นผู้เล่นโดยตรงใน IE ในประเทศสำหรับนักลงทุนที่ไม่ต้องการลงทุนในเวียดนาม ซึ่งอุปทานที่ดินต้องเผชิญกับความล่าช้าในการส่งมอบของรัฐบาล

ดำเนินธุรกิจนิคมฯ เฉพาะในไทยซึ่งเข้าสู่อุปการเติบโตใหม่

เราเห็นแนวโน้มที่ชัดเจนสำหรับรอบการเติบโตใหม่ของ IE ซึ่งมีความต้องการเพิ่มขึ้นทั้งที่เศรษฐกิจโลกชะลอตัวเนื่องจากความต้องการกระจายฐานการผลิตเนื่องจากมีความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และนโยบายของจีนมากขึ้น ROJNA เป็นผู้เล่นในกลุ่มนิคมฯ ในไทยโดยตรงกว่า บมจ.ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น (WHA "ถือ") ซึ่งมีธุรกิจให้เช่าและขายคลังสินค้า และมีธุรกิจเวียดนาม และ บมจ.อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA, "ซื้อ") ซึ่งมีธุรกิจเวียดนามเช่นกัน นอกจากนี้ ROJNA มีลูกค้าชาวจีนมากกว่าสองบริษัทนี้ ซึ่งรอบนี้ความต้องการส่วนใหญ่มาจากจีน เนื่องจากความต้องการของจีนไม่ได้อยู่ในอุตสาหกรรมหนัก ROJNA จึงสามารถปลดล็อกการขายอสังหาริมทรัพย์ในอยุธยาที่ได้รับความนิยมน้อยได้ (40% ของที่ดิน 7,700 ไร่) ROJNA ยังมีที่ดินใน EEC ในจ.ชลบุรี และระยอง (50% ของที่ดิน) ROJNA ขายที่ดินได้ 350 ไร่ต่อปี ในปี 2015-21 และ 950 ไร่ในปี 2022F เราคาดว่า จะขายได้สูงถึง 700 ไร่ต่อปี ในปี 2023-25F

ธุรกิจโรงไฟฟ้าฟื้นตัว

ROJNA มีกำลังการผลิต 350MW จากสัดส่วนการถือหุ้น 75% ภายใต้โครงการ SPP การขายไฟฟ้าของบริษัทฯ ให้แก่ผู้ใช้ภาคอุตสาหกรรม (IUs) คิดเป็น 40% ของรายได้ไฟฟ้าทั้งหมด เทียบกับบริษัทอื่นที่ 30% ROJNA ได้รับผลกระทบจากต้นทุนก๊าซที่พุ่งสูงขึ้นมากกว่าบริษัทอื่นในปี 2022 ด้วยเรคาดว่าโรงไฟฟ้า SPP จะฟื้นตัวจากค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้นและต้นทุนก๊าซที่ลดลงในปี ROJNA จึงน่าจะมีเรื่องราวการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งกว่าบริษัทอื่น เรคาดว่า EBIT ของโรงไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.2/1.3 พันล. ในปี 2023-24F เทียบกับขาดทุน 587 ล. ในปี 2022F

ในแง่ของมูลค่าพื้นฐาน

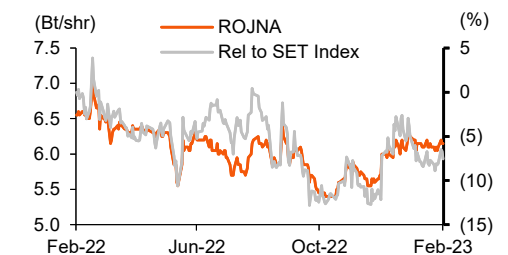
เรามองว่า ROJNA ไม่แพง หากไม่รวมการถือหุ้น 1% ในบมจ. กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF "ถือ") ROJNA ซื้อขายที่ adjusted PE ที่ 19/14 เท่า บนกำไรปกติที่ฟื้นตัวในปี 2023F และเติบโต 28% ในปี 2024F นอกจากนี้ยังซื้อขายที่ adjusted P/BV ที่เพียง 0.6 เท่า ภายใต้การประเมินมูลค่าด้วยวิธี SOTP (Exhibit 19) เราให้มูลค่าธุรกิจ IE ที่ 2.1 บาท/หุ้น โรงไฟฟ้าและสาธารณูปโภคที่ 3.4 บาท/หุ้น และ GULF (อิงราคาเป้าหมายของเราที่ 45 บาท) ที่ 2.4 บาท/หุ้น เราคาดตลาดปัจจุบันยังชี้ว่านักลงทุนไม่ให้มูลค่าธุรกิจ IE ของ ROJNA

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,559	17,169	17,725	16,302
Net profit	1,938	319	390	500
Norm profit	442	(305)	390	500
Consensus NP	—	(307)	411	513
Diff frm cons (%)	—	na	(5.0)	(2.5)
Norm EPS (Bt)	0.2	(0.2)	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	(44.9)	na	na	28.3
Norm PE (x)	28.1	na	31.9	24.8
Norm PE adj* (x)	17.5	na	18.6	14.3
EV/EBITDA (x)	8.4	17.6	7.6	6.6
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV adj* (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	3.3	0.5	0.6	0.8
ROE (%)	2.9	na	2.4	3.0
Net D/E (%)	79.7	86.5	75.9	62.4

Note* PE, P/BV adj - GULF investments

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Feb-23 (Bt)	6.15
Market Cap (US\$ m)	378.4
Listed Shares (m shares)	2,020.5
Free Float (%)	31.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	7.00/5.40
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	Vinichbutr Family 35.0%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

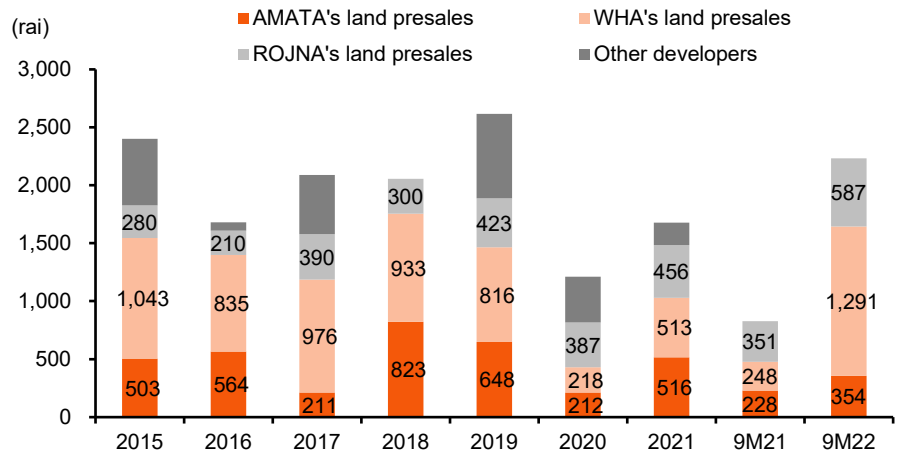
ESG Summary Report P9

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปใช้ทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

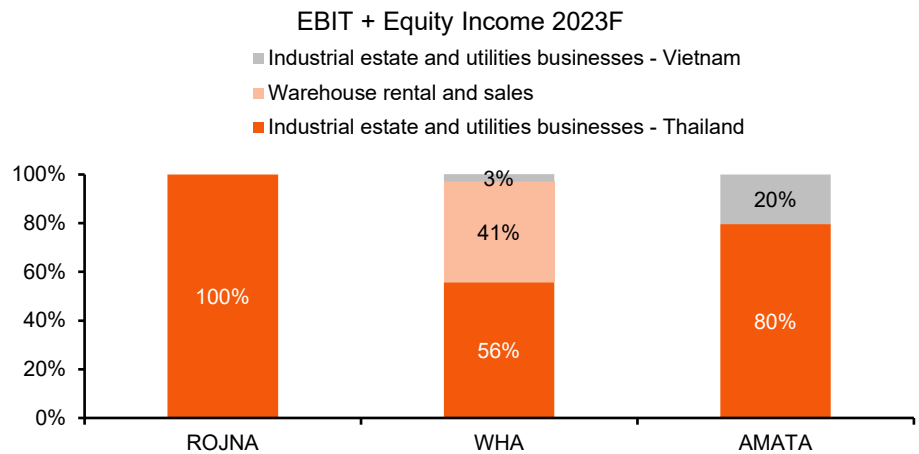


Ex 1: Land Presales Of Top Industrial Estate Developers



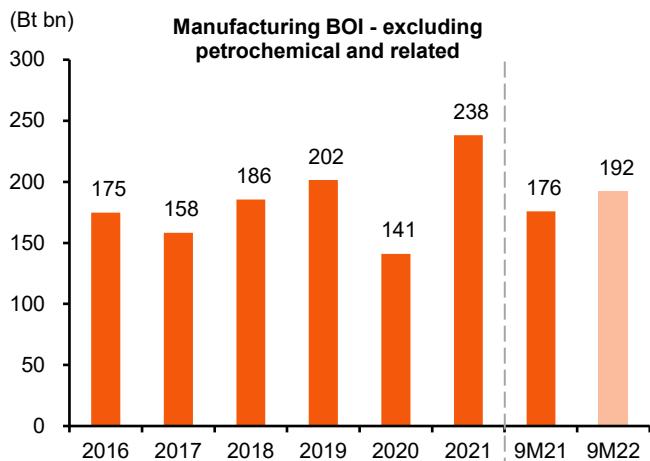
Sources: CBRE, Company data
No data on other developers in 2018, 9M21 and 9M22

Ex 2: ROJNA Is More Of A Pure Thai IE Play



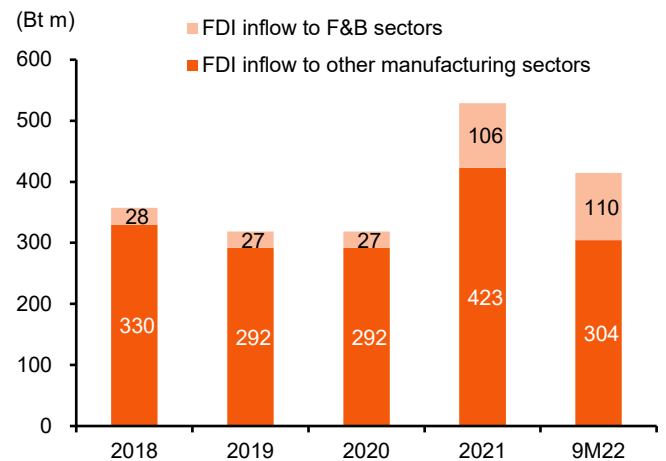
Source: Thanachart estimates

Ex 3: BOI Applications Rose 32% Above Pre-COVID



Source: Board of Investments (BoI)

Ex 4: Higher F&B FDI Inflows Benefit ROJNA



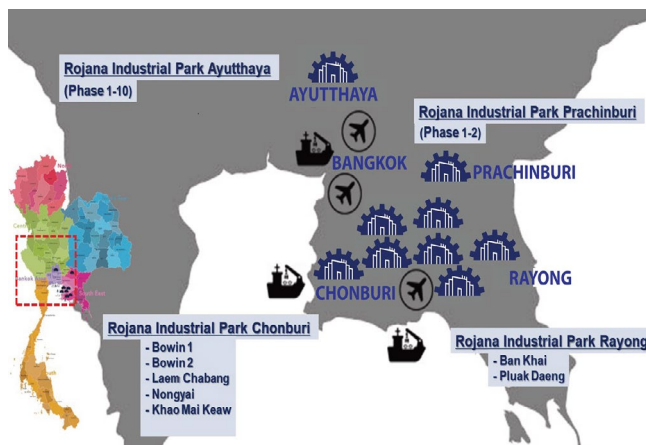
Source: Bank Of Thailand

Ex 5: ROJNA’s Eight Industrial Parks

Industrial estate name	Province, region	
Rojana Ayutthaya	Ayutthaya, Central	Most suited for food and beverage, electronics manufacturing and domestic-oriented industries. Center of logistics and transportation just an hour’s drive to downtown Bangkok and Suvarnabhumi International Airport.
Rojana Ban Khai Rojana Pluakdaeng	Rayong, East	Located 32km from Map Ta Phut Deep-sea Port, 60km from Laem Chabang Deep-sea Port, and 160km from Bangkok. Customers are mostly in the automotive industry.
Rojana Bowin1 Rojana Bowin2 Rojana Laem Chabang Rojana Nong Yai	Chonburi, East	Clusters of automotive and export-processing industries. Near Laemchabang Deep-sea Port and Map Ta Phut Deep-sea Port. Rojana Nong Yai Industrial Estate aims to focus on investments from Chinese-funded enterprises.
Rojana Prachinburi	Prachinburi, East	The park’s main customers are in the auto parts industry. The park is located on Highway 304, a national transportation route.

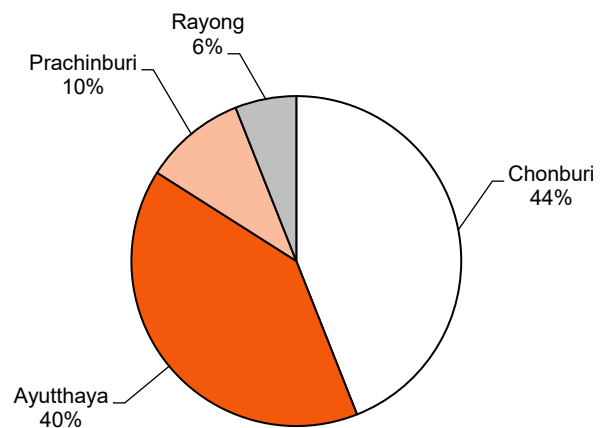
Source: Company data

Ex 6: ROJNA’s Estate Industrial Estate Locations



Source: Company data

Ex 7: Sellable Landbank By Province Of Total 7,700 Rai



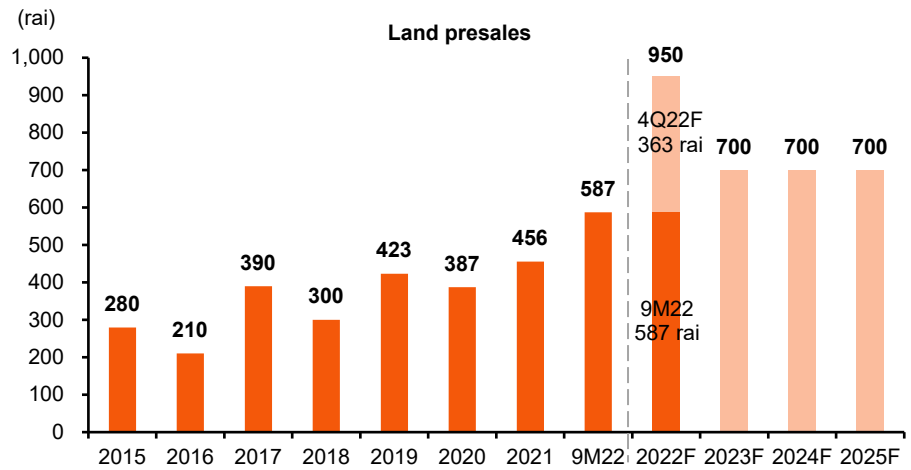
Source: Company data

Ex 8: Examples Of Existing Customers In ROJNA’s Industrial Estates



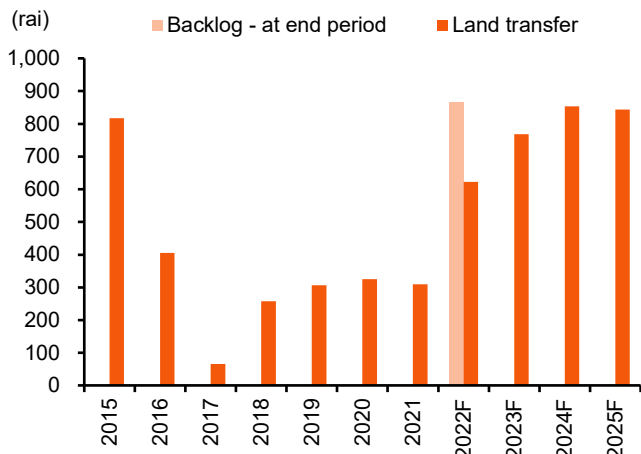
Source: Company data

Ex 9: ROJNA's Land Sales Taking Off



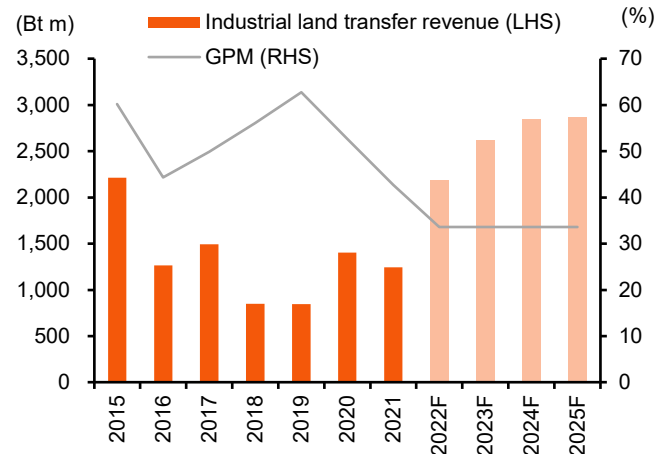
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Our Land Transfer Forecasts



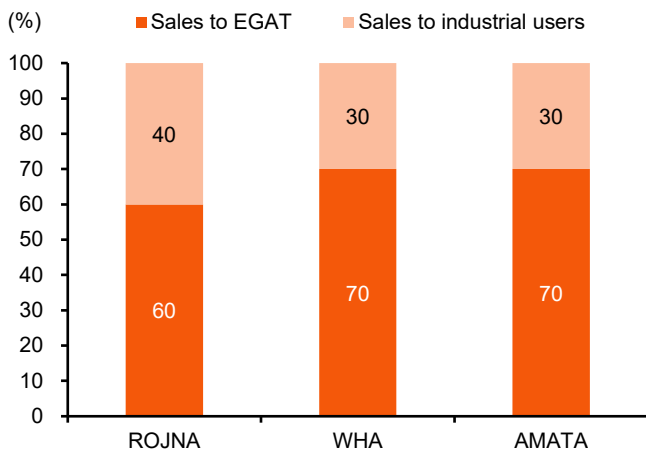
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Industrial Land Sales Revenue



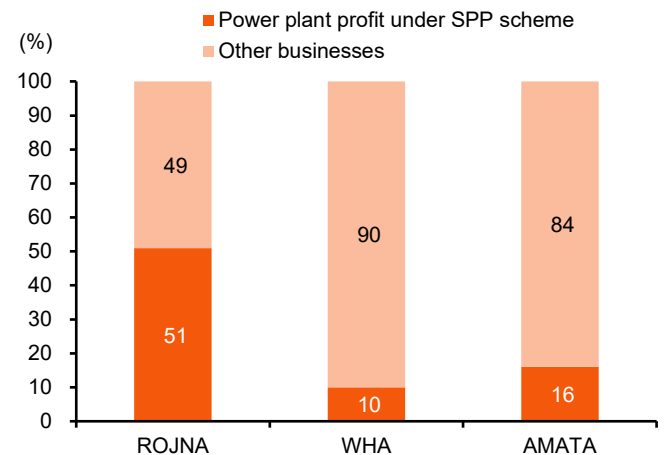
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: ROJNA Has Highest Exposure To Industrial Users



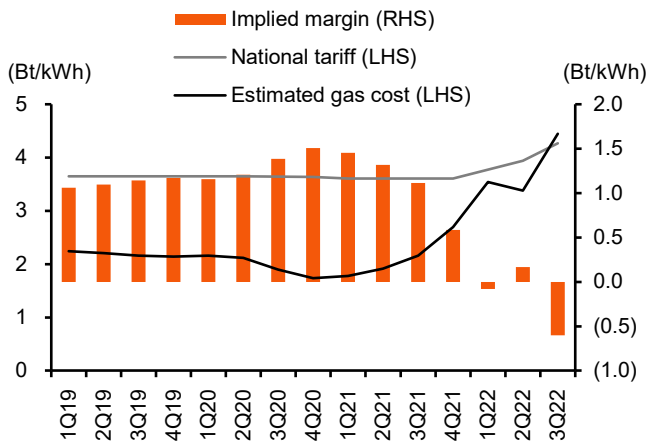
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: And Highest Exposure To EBIT+Equity Income



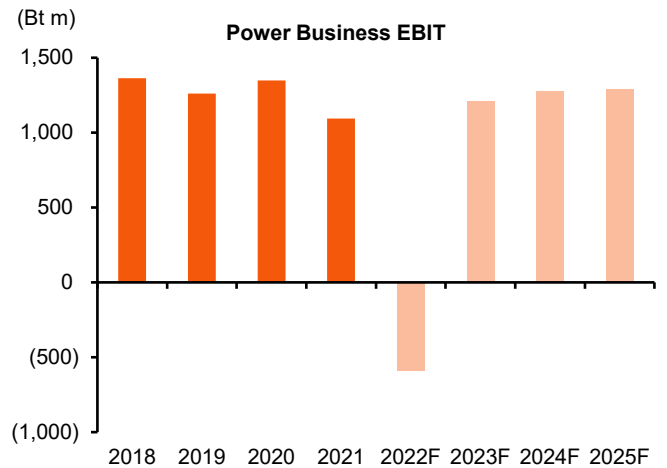
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: SPP Power Plants Suffered Rising Gas Costs



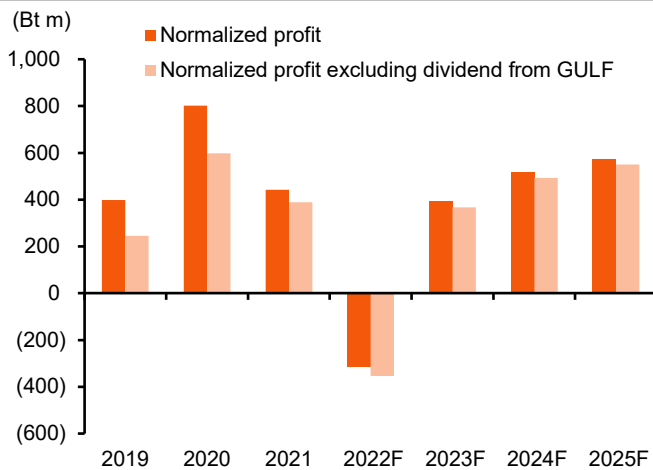
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

Ex 15: A Turnaround On Higher Tariff & Lower Gas Costs



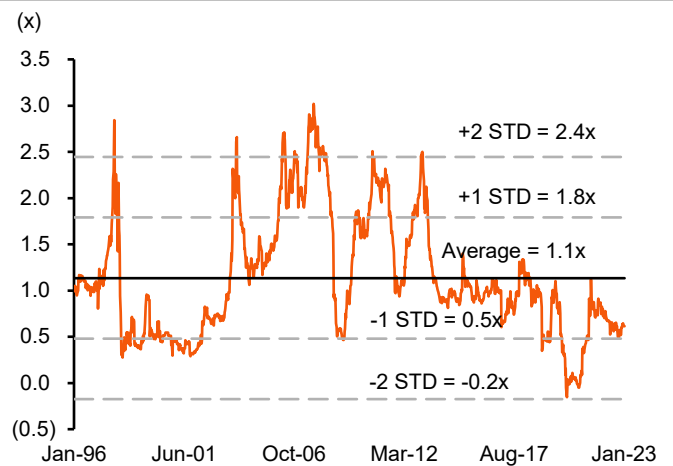
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: An Earnings Turnaround



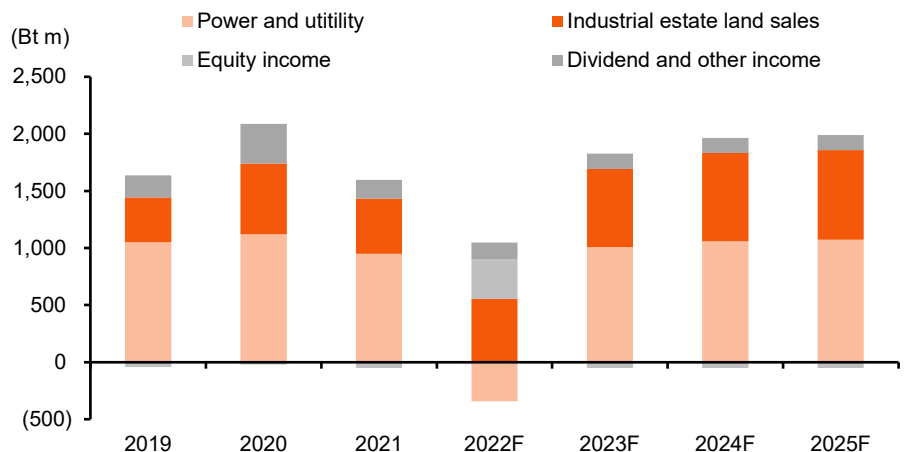
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Trading At The Low End Of Its 27-Year P/BV



Source: Bloomberg
Note* P/BV adj - GULF investments

Ex 18: EBIT+Equity Income By Business



Sources: Company data, Thanachart estimates

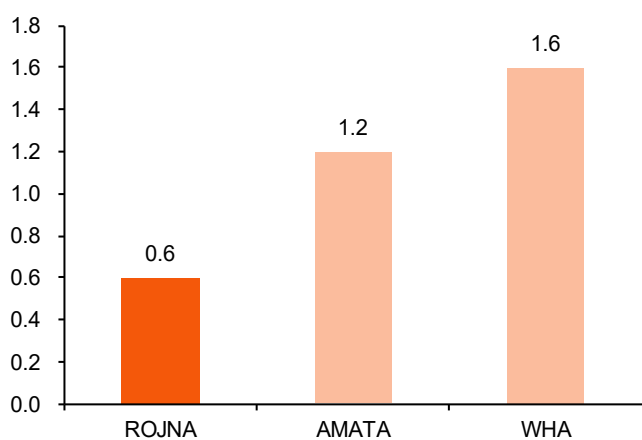
Ex 19: DCF/NAV-derived SOTP-based TP Of Bt8.0

	Equity value (Bt m)	Value/share (Bt)	SOTP (%)
Industrial land bank value	4,162	2.1	26
Power and utilities	6,864	3.4	42
Investment 1%-stake in GULF	4,799	2.4	30
Equity investments	520	0.2	2
Total equity value	16,344	8.0	100

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: ROJNA P/BV Is Much Lower Than Peers

(Bt/share)



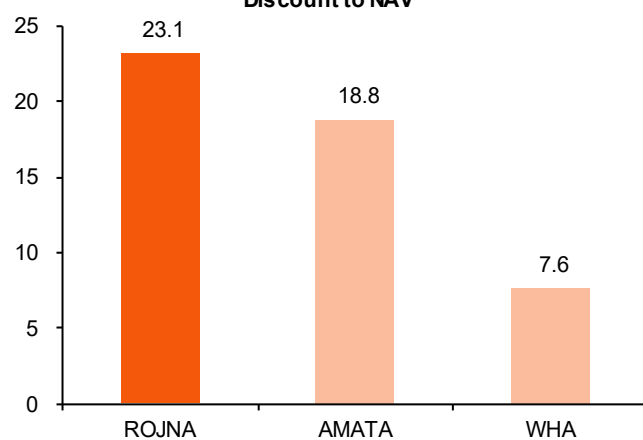
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: ROJNA's P/BV is adjusted for its investment of a 1% stake in Gulf Energy

Ex 21: ROJNA Trades At The Largest Discount To NAV

(%)

Discount to NAV



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 22: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		—Div yield—	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Sembcorp Industri	SCI SP	Singapore	197.9	(19.2)	7.8	9.7	1.4	1.2	8.5	9.7	3.2	2.7
Bekasi Fajar Industrial Estate	BEST IJ	Indonesia	na	54.4	11.1	7.2	0.3	0.3	9.0	7.2	na	3.7
Alam Sutera Realty	ASRI IJ	Indonesia	123.4	16.4	10.0	8.6	0.3	0.3	5.3	5.1	na	na
Bumi Serpong Damai	BSDE IJ	Indonesia	(0.7)	29.6	14.5	11.2	0.6	0.5	7.0	6.3	0.5	0.8
Ciputra Development	CTRA IJ	Indonesia	4.8	0.8	9.8	9.7	1.0	0.9	6.3	6.2	1.3	1.6
Lippo Karawaci	LPKR IJ	Indonesia	65.2	75.2	na	na	0.3	0.3	9.3	8.2	0.0	0.0
Pakuwon Jati	PWON IJ	Indonesia	16.5	15.7	13.3	11.5	1.2	1.1	7.3	6.8	0.9	1.0
Summarecon Agung	SMRA IJ	Indonesia	35.7	37.1	21.6	15.8	1.1	1.0	8.1	7.1	0.6	0.9
Surya Semesta	SSIA IJ	Indonesia	na	(50.2)	14.0	28.0	0.7	0.6	8.6	5.8	0.0	0.0
Amata Corporation *	AMATA TB	Thailand	70.7	40.8	18.0	12.8	1.3	1.2	14.1	11.2	2.2	3.1
Amata VN *	AMATAV TB	Thailand	39.9	69.8	30.3	17.9	1.4	1.4	17.8	13.4	6.1	2.2
Frasers Property *	FPT TB	Thailand	33.9	48.3	18.0	12.1	1.0	1.0	24.3	15.3	2.8	3.3
Rojana Industrial Park*	ROJNA TB	Thailand	na	na	na**	18.6**	0.6**	0.6**	17.6	7.6	0.5	0.6
WHA Corp PCL *	WHA TB	Thailand	41.1	3.3	15.1	14.6	1.7	1.6	20.5	20.4	2.9	2.7
Average			57.1	24.8	15.3	13.7	0.9	0.9	11.7	9.3	1.8	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

** PE, P/BV adj - GULF investments

Based on 1-Feb-23 closing prices

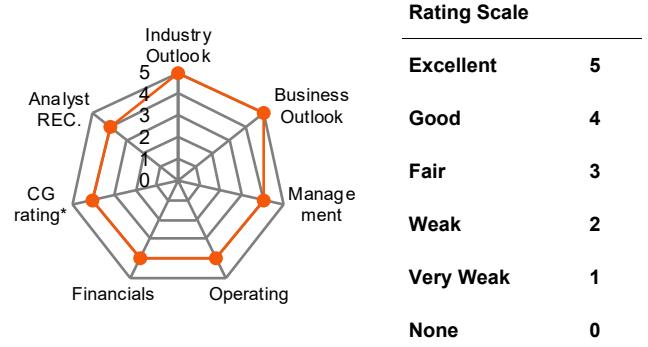
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) หรือ ROJNA เป็นบริษัทผู้พัฒนาอุตสาหกรรมชั้นนำของประเทศไทย โดยครองอันดับที่ 3 ในแง่ของส่วนแบ่งตลาดการขายที่ดินในนิคมอุตสาหกรรม ROJNA บริหารสวนอุตสาหกรรม 8 แห่ง ในพื้นที่ ECC ของจังหวัดอยุธยา และปราจีนบุรี บริษัทฯ ยังมีธุรกิจไฟฟ้า (ถือหุ้น 75%) และธุรกิจน้ำ (ถือหุ้น 90%) อีกด้วย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์ขนาดใหญ่ด้วยมีธุรกิจที่หลากหลายกระจายความเสี่ยง - ธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมขายที่ดินในนิคม และธุรกิจขายสาธารณูปโภค (ไฟฟ้าและน้ำ)
- มีที่ดินในแหล่งที่สำคัญในมือ

O — Opportunity

- โครงการใหม่/ที่รอได้รับการอนุมัติจาก BOI
- ความจำเป็นในการกระจายฐานการผลิตเนื่องจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และนโยบายเงินที่มากขึ้น

W — Weakness

- เป็นบริษัทที่มีหนี้สินต่อทุนสุทธิสูง

T — Threat

- ต้นทุนที่ดินและการพัฒนาที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากความต้องการลงทุนย้ายมาทางตะวันออก และค่าจ้างแรงงานที่สูงขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.35	8.00	26%
Norm profit 22F (Bt m)	(244)	(305)	na
Norm profit 23F (Bt m)	411	390	-5%
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ผลขาดทุนปกติในปี 2022F ของเรามีมากกว่าของตลาด ซึ่งเป็นเพราะเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่ออัตราค่าไถ่ขึ้นต้นในการโอนที่ดิน ในขณะที่เดียวกัน ถ้าไปปกติในปี 2023F ของเราสอดคล้องกับของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า เนื่องจากเราใช้วิธี SOTP NAV/DCF

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

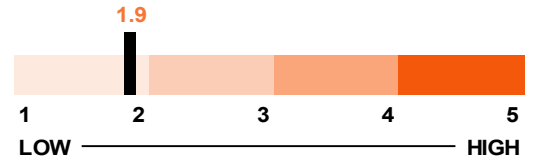
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากยอดขายที่ดินและอัตรากำไรขึ้นต้นต่ำกว่าที่เราคาดไว้
- การลดลงที่ช้ากว่าที่คาดของราคาหลักทรัพย์ในตลาดในประเทศ และการปรับขึ้นอัตราค่าไฟฟ้าในประเทศที่ช้ากว่าที่คาดไว้จะนำไปสู่ความเสี่ยงด้านผลตอบแทนการกำไรของเรา

Source: Thanachart

ROJNA เป็นผู้พัฒนาที่ดินนิคมอุตสาหกรรมด้วยมีรายได้จากการขายที่ดิน การบริหารจัดการน้ำ และการขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าในนิคมฯ บริษัทฯ มีนิคมอุตสาหกรรม 8 แห่งในพื้นที่ EEC จังหวัดอยุธยา และปราชินบุรี บริษัทฯ เป็นเจ้าของโรงไฟฟ้าสามแห่ง กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นที่ 350MW ROJNA ยังไม่ดำเนินกิจกรรม ESG มากนัก เราให้คะแนนเพียง 1.9

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)
ROJNA	-	-	-	-	-	-	-	-	4.0

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

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ROJNA มีที่ดิน 7,700 ไร่ ในนิคมอุตสาหกรรม 8 แห่ง (IE) และถือหุ้นใหญ่ในโรงไฟฟ้า 3 แห่ง โดยมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวมกัน 350MW บริษัทฯ ดำเนินการมาแล้ว 35 ปี และมีชื่อเสียงในกลุ่มอุตสาหกรรม IE และดำเนินธุรกิจด้วยมาตรฐานผลงานที่ดี อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ยังไม่ได้ดำเนินการในเรื่อง ESG และยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายที่ชัดเจน
- ROJNA ปฏิบัติตามกฎหมายที่จำเป็นทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อมที่ระบุไว้ในรายงานผลกระทบสิ่งแวดล้อม (EIA) อย่างเคร่งครัด
- ไม่มีข้อมูลเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก
- ไม่มีเป้าหมายในเรื่องการบริหารจัดการของเสียและน้ำ

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- ROJNA ให้ความสำคัญกับคุณภาพของทรัพยากรบุคคล เช่น การปฏิบัติอย่างเป็นธรรม สวัสดิการในการทำงาน การฝึกอบรมการทำงาน
- ด้านความรับผิดชอบต่อสังคม ROJNA สนับสนุนกิจกรรมให้ความรู้และกิจกรรมกีฬาสำหรับชุมชน เช่น แบดมินตัน ฟุตบอล ในปีที่แล้ว ROJNA ยังได้บริจาคเครื่องมือแพทย์ให้กับโรงพยาบาลมูลค่า 14 ลบ. อีกด้วย

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- มีคณะกรรมการบริหาร (BOD) 9 คน ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นขนาดที่เหมาะสมสำหรับธุรกิจ สมาชิก BOD ซึ่งประกอบด้วยผู้บริหาร 4 คน ผู้ที่ไม่เป็นผู้บริหาร 1 คน และกรรมการอิสระ 4 คน ซึ่งเรามองว่าเป็นสัดส่วนที่เหมาะสม ประธานคณะกรรมการยังเป็นสมาชิกอิสระที่ไม่เป็นผู้บริหารด้วย
- มีการกำหนดนโยบายการจ้างเหมาเพื่อพยายามแสดงให้เห็นถึงสภาพแวดล้อมองค์กรที่โปร่งใสของ ROJNA ไม่มีการร้องเรียนการละเมิดจริยธรรมทางธุรกิจผ่านระบบจ้างเหมา
- คณะกรรมการบริหารความเสี่ยงมีกรรมการอิสระเป็นประธานเพื่อดูแลการดำเนินการจัดการความเสี่ยงโดยรวม ดำเนินการประชุมคณะกรรมการความเสี่ยงหนึ่งครั้งในปี 2021

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT*An earnings turnaround*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	12,154	12,559	17,169	17,725	16,302
Cost of sales	9,516	10,342	16,459	15,053	13,469
Gross profit	2,638	2,217	710	2,672	2,832
% gross margin	21.7%	17.7%	4.1%	15.1%	17.4%
Selling & administration expenses	550	496	635	664	669
Operating profit	2,088	1,721	75	2,007	2,163
% operating margin	17.2%	13.7%	0.4%	11.3%	13.3%
Depreciation & amortization	1,454	1,560	1,557	1,606	1,656
EBITDA	3,542	3,281	1,632	3,614	3,818
% EBITDA margin	29.1%	26.1%	9.5%	20.4%	23.4%
Non-operating income	349	164	150	132	132
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,039)	(1,027)	(986)	(1,050)	(1,031)
Pre-tax profit	1,398	858	(762)	1,090	1,264
Income tax	68	23	136	218	253
After-tax profit	1,330	835	(898)	872	1,011
% net margin	10.9%	6.6%	-5.2%	4.9%	6.2%
Shares in affiliates' Earnings	(21)	(51)	344	(50)	(50)
Minority interests	(507)	(343)	249	(432)	(461)
Extraordinary items	581	1,496	624	0	0
NET PROFIT	1,383	1,938	319	390	500
Normalized profit	802	442	(305)	390	500
EPS (Bt)	0.7	1.0	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.2	(0.2)	0.2	0.2

BALANCE SHEET*Due to the nature of its business, it carries huge land inventory for sale*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	17,593	22,264	24,107	24,125	22,838
Cash & cash equivalent	6,403	9,541	10,100	10,100	10,100
Account receivables	1,474	1,812	1,882	1,942	1,786
Inventories	8,172	9,329	10,372	10,311	9,226
Others	1,544	1,583	1,754	1,772	1,726
Investments & loans	7,189	2,927	3,527	3,527	3,527
Net fixed assets	20,087	19,266	18,809	18,303	17,748
Other assets	4,848	3,430	3,557	3,557	3,557
Total assets	49,717	47,887	50,001	49,512	47,670
LIABILITIES:					
Current liabilities:	7,686	9,604	9,341	9,143	8,134
Account payables	530	826	857	784	701
Bank overdraft & ST loans	1,297	1,291	1,321	1,249	1,145
Current LT debt	4,080	5,595	5,019	4,748	4,350
Others current liabilities	1,779	1,892	2,144	2,363	1,938
Total LT debt	20,284	17,823	20,077	18,991	17,400
Others LT liabilities	1,385	1,430	1,716	1,761	1,646
Total liabilities	29,356	28,857	31,135	29,895	27,181
Minority interest	5,629	2,937	2,688	3,120	3,581
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,020	2,020	2,020	2,020	2,020
Share premium	5,622	5,622	5,622	5,622	5,622
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(2)	(175)	(175)	(175)	(175)
Retained earnings	7,091	8,625	8,710	9,029	9,440
Shareholders' equity	14,732	16,092	16,178	16,497	16,908
Liabilities & equity	49,717	47,887	50,001	49,512	47,670

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,398	858	(762)	1,090	1,264
Tax paid	(68)	(23)	(136)	(218)	(253)
Depreciation & amortization	1,454	1,560	1,557	1,606	1,656
Chg In working capital	(1,660)	(1,199)	(1,081)	(73)	1,158
Chg In other CA & CL / minorities	(150)	(3,268)	276	(80)	(518)
Cash flow from operations	974	(2,072)	(147)	2,325	3,307
Capex	(828)	(739)	(1,100)	(1,100)	(1,100)
Right of use	(169)	38	0	0	0
ST loans & investments	(1,241)	109	(68)	0	0
LT loans & investments	257	4,262	(600)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,183	3,002	1,108	275	(25)
Cash flow from investments	1,202	6,672	(660)	(825)	(1,125)
Debt financing	(1,662)	(885)	1,600	(1,429)	(2,093)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(552)	(581)	(234)	(71)	(89)
Warrants & other surplus	86	4	0	0	0
Cash flow from financing	(2,127)	(1,462)	1,366	(1,500)	(2,182)
Free cash flow	146	(2,811)	(1,247)	1,225	2,207

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	15.5	28.1	na	31.9	24.8
Normalized PE - at target price (x)	20.2	36.6	na	41.5	32.3
PE (x)	9.0	6.4	38.9	31.9	24.8
PE adjusted* (x)	11.4	17.5	na	18.6	14.3
PE - at target price (x)	11.7	8.3	50.7	41.5	32.3
EV/EBITDA (x)	8.9	8.4	17.6	7.6	6.6
EV/EBITDA - at target price (x)	10.0	9.5	19.9	8.6	7.6
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV adjusted* (x)	1.1	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
P/CFO (x)	12.8	(6.0)	(84.8)	5.3	3.8
Price/sales (x)	1.0	1.0	0.7	0.7	0.8
Dividend yield (%)	3.3	3.3	0.5	0.6	0.8
FCF Yield (%)	1.2	(22.6)	(10.0)	9.9	17.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.2	(0.2)	0.2	0.2
EPS	0.7	1.0	0.2	0.2	0.2
Adjusted EPS*	0.3	0.2	(0.2)	0.2	0.2
DPS	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0
BV/share	7.3	8.0	8.0	8.2	8.4
Adjusted BV/share*	3.2	5.5	5.2	5.4	5.6
CFO/share	0.5	(1.0)	(0.1)	1.2	1.6
FCF/share	0.1	(1.4)	(0.6)	0.6	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note* PE, P/BV adj - GULF investments

Share price trades at just
0.6x adjusted P/BV

FINANCIAL RATIOS

*Profit supported by
power plant turnaround
and new land sales cycle*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(1.2)	3.3	36.7	3.2	(8.0)
Net profit (%)	(24.8)	40.2	(83.5)	22.2	28.3
EPS (%)	(24.8)	40.2	(83.5)	22.2	28.3
Normalized profit (%)	101.4	(44.9)	na	na	28.3
Normalized EPS (%)	101.4	(44.9)	na	na	28.3
Dividend payout ratio (%)	29.2	20.9	20.0	20.0	20.0
Operating performance					
Gross margin (%)	21.7	17.7	4.1	15.1	17.4
Operating margin (%)	17.2	13.7	0.4	11.3	13.3
EBITDA margin (%)	29.1	26.1	9.5	20.4	23.4
Net margin (%)	10.9	6.6	(5.2)	4.9	6.2
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.3	1.4	1.3	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.9	0.8	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	2.0	1.7	0.1	1.9	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	3.4	3.2	1.7	3.4	3.7
ROA - using norm profit (%)	1.6	0.9	na	0.8	1.0
ROE - using norm profit (%)	5.6	2.9	na	2.4	3.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.3	5.4	na	5.3	6.1
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
- operating margin (%)	20.0	15.0	na	12.1	14.1
- leverage (x)	3.5	3.2	3.0	3.0	2.9
- interest burden (%)	57.4	45.5	(338.8)	50.9	55.1
- tax burden (%)	95.2	97.4	na	80.0	80.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	5.7	4.9	0.3	4.9	5.5
NOPAT (Bt m)	1,987.0	1,675.5	88.6	1,606.0	1,730.2
invested capital (Bt m)	33,990.9	31,260.6	32,495.0	31,384.7	29,703.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

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

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
