

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 18.50

(From: Bt 18.00)

10 MARCH 2023

Upside : 32.1%

Home Product Center (HMPRO TB)

ขยาย Mega Home เต็มอัตรา

HMPRO มีแผนเปิดตัว Mega Home ในต่างจังหวัดเต็มอัตราภายในปีนี้ โดยตั้งเป้าระยะกลางไว้ที่ 50 สาขา ด้วยแผนนี้ เราจึงปรับราคาเป้าหมายขึ้น 3% เป็น 18.5 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ” ด้วยเป็นหุ้นที่ขยับช้าในกลุ่มฯ และมี EPS เติบโตแข็งแกร่งเฉลี่ยที่ 16% ในปี 2023-25F



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 18.5 บาท แม้จะปรับกำไรลง 2-3% ในปี 2023-26F สะท้อนค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารที่สูงขึ้นจากค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้นและค่าใช้จ่ายในการขยายสาขา แต่เราปรับเพิ่มกำไรขึ้น 4% ต่อปี จากปี 2027F โดยส่วนใหญ่เป็นกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก Mega Home เนื่องจากสมมติฐานการเปิดสาขาที่เร็วขึ้น ด้วยเป็นหุ้นที่ขยับช้า (laggard play) ในกลุ่มค้าปลีก โดยราคาหุ้นลดลง 10% YTD และคาดว่าจะยังคงมีกำไรสูงเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ ด้วย EPS คาดว่าเติบโตแข็งแกร่งเฉลี่ย 3 ปีที่ 16% เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” HMPRO ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้น 3% เป็น 18.5 บาท จากเดิม 18.0 บาท HMPRO ซื้อขายที่ 26 เท่า ในปี 2023 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีที่ 33 เท่า

Mega Home ปัจจัยผลักดันกำไรตัวใหม่

เนื่องจากการระบาดของโควิดบรรเทาลง และยังมีโอกาสในการขยายร้านจำหน่ายสินค้าวัสดุก่อสร้าง ซ่อมแซม ปรับปรุง ตกแต่งบ้านทั้งในเขตหลักและเขตรองในต่างจังหวัด HMPRO จึงเร่งขยายสาขา Mega Home ในปีนี้จำนวน 8 สาขาใหม่ ด้วยมี 18 สาขาในปีที่แล้ว เราคาดว่า Mega Home สร้างกำไรให้ 571 ลบ. หรือ 9% ของกำไรปี 2022 เนื่องจากแผนที่จะเปิดสาขามากถึง 50 แห่งภายในปี 2029 เราจึงปรับเพิ่มจำนวนสาขาทั้งหมดจาก 33 แห่ง เป็น 50 แห่ง และคาดว่าจะมีกำไร 6 เท่าจากปัจจุบันเป็น 3.3 พันลบ. ในปี 2029F หรือคิดเป็นสัดส่วนกำไร 21%

กลยุทธ์การขายใหม่สำหรับร้าน HomePro

แม้ว่าร้าน HomePro รูปแบบในเมืองจะอิ่มตัวแล้ว แต่บริษัท มีแผนที่จะเปิด 1-2 สาขา ต่อปี จาก 87 สาขาในปีที่แล้ว นอกเหนือจากช่องทางออนไลน์ที่เริ่มในช่วงโควิด โดยมีสัดส่วนยอดขายที่ 6.2% ในปี 2022 แล้ว ในปีนี้บริษัท ยังจะขยายฐานลูกค้าไปยังลูกค้า B2B และลูกค้า C+ และต่ำกว่านั้น ด้วยโครงการสินเชื่อ HomePay นอกจากนี้ยังจะสร้าง ecosystem สำหรับผลิตภัณฑ์และบริการด้วยการนำเสนอการซ่อมแซมผลิตภัณฑ์ การแลกเปลี่ยน และการขายต่อเพื่อเพิ่มการตัดสินใจซื้ออย่างรวดเร็ว ในช่วง YTD ยอดขายสาขาเดิมเติบโตดีกว่าคู่แข่งที่ 5-6%

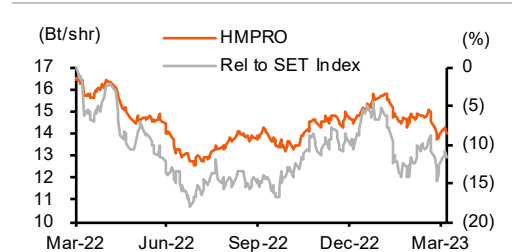
คาด EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 16% ในปี 2023-25F

ขณะที่กำไรในปีที่แล้วกลับมาอยู่ที่ระดับก่อนเกิดโรคระบาดในปี 2019 ที่ 6.2 พันลบ. เราคาดว่า EPS แข็งแกร่งเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 16% จาก 1) ธุรกิจ HomePro และรายได้ค่าเช่าพื้นที่เช่า 149,000 ตร.ม. คาดว่าจะมีกำไรเติบโตเฉลี่ย 12% จากสาขาใหม่, ยอดขายสาขาเดิมเติบโต 5% ต่อปี, อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจากสัดส่วนยอดขายแฮนด์แบรนด์ที่เพิ่มขึ้นจาก 20.8% ในปี 2022 เป็น 22.9% ในปี 2025F และรายได้ค่าเช่าเติบโตเฉลี่ย 11% จากอัตราการเช่าที่สูงขึ้น และส่วนลดค่าเช่าที่ลดลง 2) กำไรของ Mega Home เติบโตแข็งแกร่งจาก 571 ลบ. ในปี 2022 เป็น 1.5 พันลบ. ในปี 2025F โดยได้แรงหนุนจากจำนวนสาขาที่เพิ่มขึ้นสองเท่าจาก 18 แห่ง เป็น 36 แห่ง ยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต 2-3% ต่อปี และอัตรากำไรขั้นต้นที่ขยายตัวจากผลประโยชน์จากขนาด และสัดส่วนแฮนด์แบรนด์ที่สูงขึ้นจาก 17% เป็น 20% 3) ธุรกิจในมาเลเซียไม่เป็นตัวจุดอีกต่อไป เนื่องจากธุรกิจพลิกกลับมามีกำไรในปีที่แล้ว จาก HomePro 7 สาขานั้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	66,811	74,229	83,240	91,256
Net profit	6,217	7,112	8,333	9,588
Consensus NP	—	6,975	7,692	8,242
Diff frm cons (%)	—	2.0	8.3	16.3
Norm profit	6,217	7,112	8,333	9,588
Prev. Norm profit	—	7,303	8,579	9,846
Chg frm prev (%)	—	(2.6)	(2.9)	(2.6)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	14.3	14.4	17.2	15.1
Norm PE (x)	29.6	25.9	22.1	19.2
EV/EBITDA (x)	17.3	15.0	13.2	11.7
P/BV (x)	7.6	7.3	6.7	6.2
Div yield (%)	2.7	3.1	3.6	4.2
ROE (%)	26.4	28.8	30.5	33.6
Net D/E (%)	40.8	46.0	47.2	43.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Mar-23 (Bt)	14.00
Market Cap (US\$ m)	5,250.7
Listed Shares (m shares)	13,151.2
Free Float (%)	40.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.0
12M Price H/L (Bt)	16.50/12.60
Sector	Commerce
Major Shareholder	Land & Houses 30.23%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

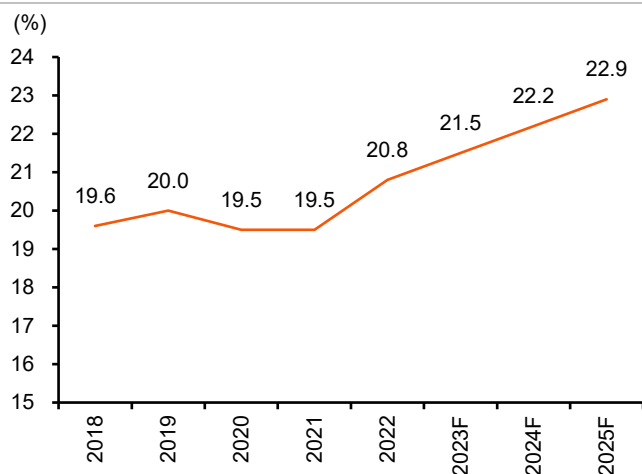
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F
Branch expansion - new	4	10	8	7	7	4	4	4	1	1	1	0
HomePro - Thailand	0	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	0
HomePro - Malaysia	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Mega Home	4	8	5	5	5	3	3	3	0	0	0	0
Branch expansion - old	4	5	6	4	4	2	2	2	2	1	1	0
HomePro - Thailand	0	2	2	1	1	1	1	1	1	1	1	0
HomePro - Malaysia	0	0	1	1	1	0	0	0	0	0	0	0
Mega Home	4	3	3	2	2	1	1	1	1	0	0	0
HomePro's SSSG (%)												
New	5.1	5.0	5.0	5.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Old	5.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
Blended gross margin on sales (%)												
New	26.1	26.4	26.6	26.9	27.2	27.6	27.9	28.3	28.7	29.0	29.4	29.8
Old	26.1	26.4	26.7	27.1	27.4	27.8	28.2	28.6	29.0	29.4	29.8	30.3
Change (bp)	0	(6)	(12)	(15)	(20)	(25)	(30)	(35)	(39)	(41)	(44)	(46)
SG&A/sales (%)												
New	18.7	18.8	18.6	18.4	18.0	17.5	17.1	16.7	16.3	15.9	15.6	15.3
Old	18.7	18.5	18.1	17.7	17.4	17.0	16.7	16.4	16.1	15.9	15.6	15.4
Mega Home's profit (Bt m)												
New	571	732	1,145	1,516	1,928	2,425	2,867	3,359	3,862	4,191	4,540	4,910
Old	571	853	1,203	1,507	1,804	2,096	2,367	2,664	2,976	3,286	3,541	3,811
Change (%)	0	(14)	(5)	1	7	16	21	26	30	28	28	29
Normalized profit (Bt m)												
New	6,217	7,112	8,333	9,588	10,970	12,557	14,071	15,873	17,755	19,443	21,230	23,100
Old	6,217	7,303	8,579	9,846	11,152	12,344	13,757	15,264	16,864	18,522	20,201	21,974
Change (%)	0.0	(2.6)	(2.9)	(2.6)	(1.6)	1.7	2.3	4.0	5.3	5.0	5.1	5.1

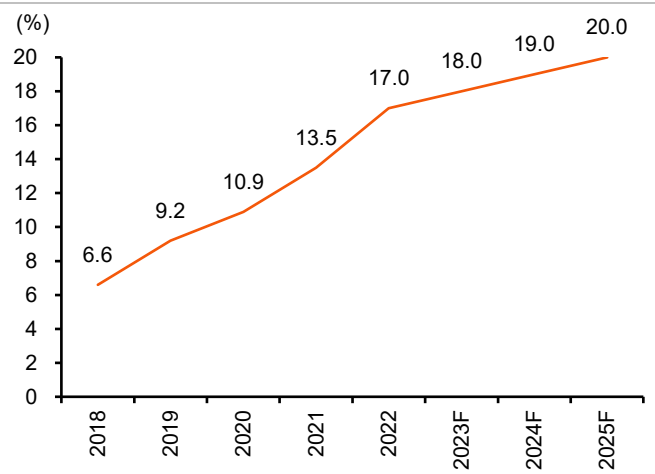
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Private Labels – HomePro

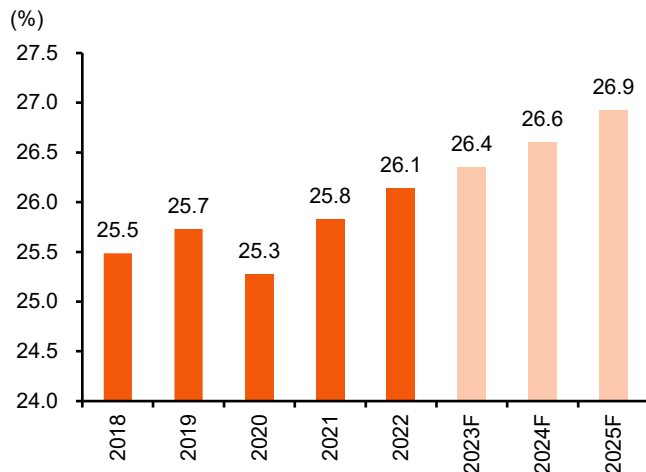


Sources: Company data, Thanachart estimates

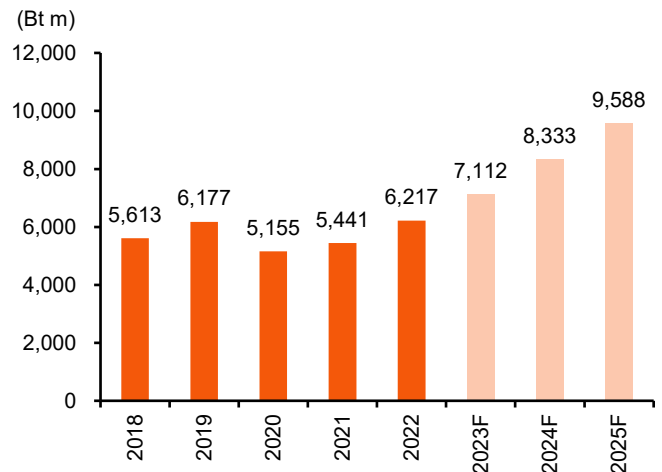
Ex 3: Private Labels – Mega Home



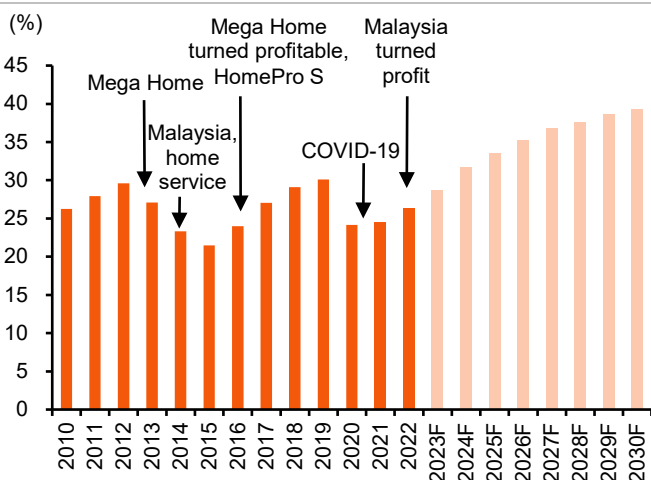
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Blended Gross Margin On Sales

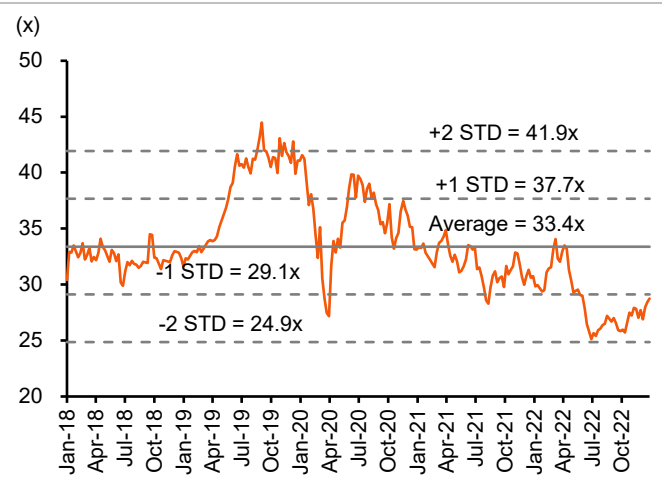
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Net Profit

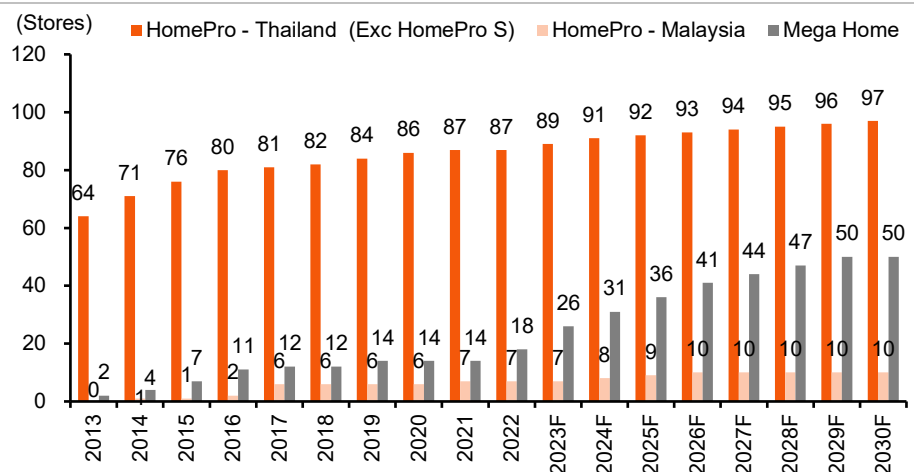
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Trending Up ROE

Sources: Company data, Thanachart estimates

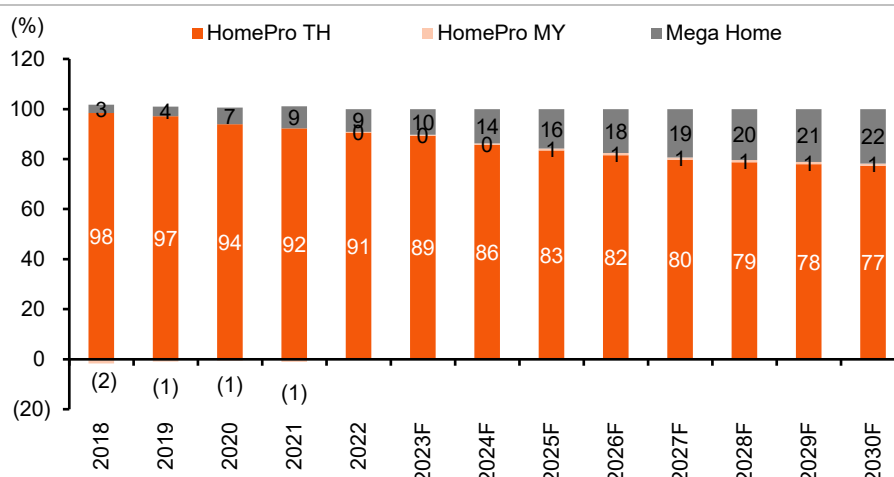
Ex 7: HMPRO's PE Band

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Store Number (YE)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Earnings Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: 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	2034F	Terminal Value
EBITDA	12,792	14,666	16,527	18,502	20,618	22,719	24,988	27,335	29,411	31,626	33,941	36,253	
Free cash flow	2,885	5,589	7,901	10,741	13,890	15,585	17,416	20,799	22,455	24,225	26,571	28,411	417,141
PV of free cash flow	2,877	4,793	6,274	7,899	9,459	9,568	9,857	10,853	10,803	10,742	10,863	10,155	149,103
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.8												
WACC (%)	8.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add	253,246												
Net debt	9,883												
Minority interest	0												
Equity value	243,362												
# of shares (m)	13,151												
Equity value/share (Bt)	18.50												

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
Marks & Spencer	MKS LN	Britain	(25.3)	(11.7)	8.8	10.0	0.9	0.9	5.4	5.6	2.2	4.0
J Sainsbury PLC	SBRY LN	Britain	(4.8)	(7.3)	10.7	11.6	0.7	0.6	5.2	5.2	5.5	5.1
Tesco	TSCO LN	Britain	(0.9)	(0.9)	11.0	11.1	1.2	1.2	6.9	6.9	4.6	4.6
Carrefour SA	CA FP	France	14.0	17.4	10.6	9.0	1.1	1.1	5.6	5.2	3.5	4.0
Casino Guichard	CO FP	France	na	(143.2)	10.4	na	0.3	0.3	6.5	6.4	0.0	9.5
L'Oreal SA	OR FP	France	6.6	9.2	31.6	28.9	6.8	6.1	21.1	19.5	1.7	1.9
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	15.8	(4.1)	na	na	na	na	9.6	10.2	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	120.2	15.3	84.7	73.5	2.3	2.3	8.9	8.5	1.4	1.4
Kao Corporation	4452 JP	Japan	(0.1)	11.5	23.4	21.0	2.3	2.3	11.2	10.1	3.0	3.1
Lion Corporation	4912 JP	Japan	(5.4)	9.4	21.6	19.8	1.5	1.4	8.2	7.7	1.8	1.9
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	35.3	67.2	56.4	33.7	4.1	3.8	19.5	15.6	1.0	1.1
Lawson	2651 JP	Japan	24.4	10.2	24.0	21.8	2.0	1.9	3.9	3.8	2.7	2.7
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	31.6	6.6	19.3	18.1	1.6	1.5	8.7	8.4	1.8	1.9
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	45.1	(7.3)	6.3	6.8	0.4	0.4	8.7	9.6	5.6	6.0
Shinsegae	004170 KS	South Korea	0.9	17.2	5.6	4.8	0.5	0.4	5.6	5.2	1.7	1.7
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	62.0	24.1	20.6	16.6	1.0	0.9	6.5	5.5	1.3	1.5
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(3.1)	11.5	12.3	11.1	6.7	7.7	6.1	5.7	4.5	4.9
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	0.6	10.3	22.3	20.2	4.4	4.0	11.2	10.6	1.7	1.7
Home Depot Inc	HD US	USA	(4.6)	6.0	18.1	17.1	na	na	13.1	12.7	2.9	3.1
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	(7.6)	14.3	12.4	10.8	3.0	2.6	8.1	7.3	2.9	3.2
Yonghui Superstores	601933 CH	China	195.0	60.5	44.2	27.5	3.1	2.9	15.4	14.1	1.2	2.0
Sa International	178 HK	Hong Kong	87.3	na	na	25.9	5.5	5.5	na	16.9	0.6	5.7
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	na	47.7	19.8	13.4	3.7	3.3	8.7	7.8	4.0	5.7
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	15.6	10.4	24.3	22.0	7.4	7.0	10.6	10.0	3.5	3.8
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(1.3)	7.8	24.0	22.3	11.9	9.3	7.7	8.0	2.2	2.4
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	9.9	9.1	27.4	25.1	1.3	1.2	13.6	12.7	2.7	3.0
COM7 *	COM7 TB	Thailand	24.5	24.2	20.1	16.2	8.6	7.6	13.8	11.2	4.1	5.4
CP All *	CPALL TB	Thailand	59.9	38.9	28.2	20.3	4.5	4.0	10.8	9.1	1.8	2.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	10.9	22.8	26.2	21.4	3.3	3.0	16.4	13.8	1.7	2.1
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	19.4	33.3	30.5	22.8	3.9	3.5	10.2	8.9	1.3	1.8
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	1.4	14.0	27.6	24.2	4.1	3.7	21.1	18.6	1.3	1.4
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	14.4	17.2	25.9	22.1	7.3	6.7	15.0	13.2	3.1	3.6
Siam Makro *	MAKRO TB	Thailand	39.1	44.0	38.8	26.9	1.4	1.4	15.2	12.7	1.9	2.8
Mc Group *	MC TB	Thailand	27.6	22.6	14.1	11.5	2.3	2.3	6.0	5.8	6.8	8.6
Average			25.5	12.4	23.8	20.2	3.4	3.2	10.4	9.8	2.6	3.4

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth,

Based on 10 March 2023 closing price

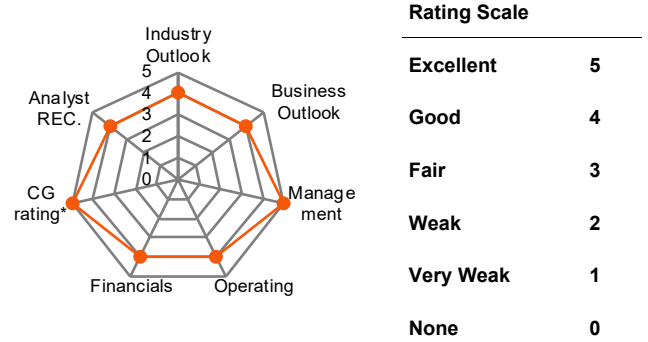
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โฮม โปรดักส์ เซ็นเตอร์ จำกัด (มหาชน) (HMPRO) เป็นผู้นำธุรกิจค้าปลีกเกี่ยวกับบ้านในไทย ด้วยมีผลิตภัณฑ์ 50,000 SKUs สำหรับ HomePro และ 60,000-80,000 SKUs สำหรับ Mega Home และให้บริการครบวงจรจากออกแบบ ซ่อมแซม ติดตั้ง และปรับปรุง บริษัทฯ มีสาขา HomePro 87 สาขา ทั่วประเทศไทย และอีก 7 สาขาในมาเลเซีย มี 5 สาขา HomePro S และ Mega Home 18 สาขา ณ ปี 2022 เรามองว่าบริษัทกำลังจับเทรนด์ไลฟ์สไตล์ โดยเน้นไปที่งานปรับปรุงบ้าน และกลุ่มไลฟ์สไตล์

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้นำธุรกิจค้าปลีกเกี่ยวกับบ้านเพื่อการตกแต่ง ต่อเติม และซ่อมแซม อาคาร บ้าน และที่อยู่อาศัย ด้วยมีสาขามากที่สุด
- มีทำเลที่ตั้งที่ดี
- มีอำนาจต่อรองที่แข็งแกร่ง ซึ่งสะท้อนให้เห็นจากการเพิ่มขึ้นของเงินอุดหนุนคืนจากซัพพลายเออร์ และรายได้อื่น

O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายสาขาในประเทศ ตามการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานของประเทศ และแผน EEC
- มีผลิตภัณฑ์ครอบคลุม และจับกลุ่มลูกค้าใหม่
- มีโอกาสที่จะเข้าไปยังตลาดต่างประเทศ เริ่มด้วยมาเลเซีย และเวียดนาม

W — Weakness

- มีอำนาจในการกำหนดราคาต่ำในผลิตภัณฑ์บางประเภท
- เป็นธุรกิจที่ต้องลงทุนสูง

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงสำหรับ Mega Home เนื่องจากคู่แข่งเร่งการเปิดสาขา
- เศรษฐกิจไทยที่อ่อนแอ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.46	18.50	6%
Net profit 23F (Bt m)	6,975	7,112	2%
Net profit 24F (Bt m)	7,692	8,333	8%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023-24F ของเราร่วงกว่า 2-8% เนื่องจากสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นและการขยายสาขาใหม่ที่สูงขึ้นของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราร่วงกว่าตลาด 6% เนื่องจากเราให้สมมติฐานในระยะยาวสำหรับอัตรากำไรขั้นต้น และการขยาย Mega Home ในเชิงรุกมากขึ้น

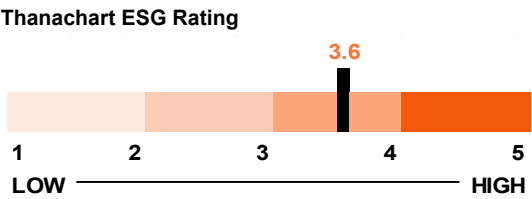
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีปัจจัยเสี่ยงเชิงลบต่อประมาณการกำไรของเรา หากการขยายสาขาใหม่ไม่เป็นไปตามคาด
- การขยายตัวของกำไรอาจถูกขัดขวาง หากคู่แข่งขยายสาขามากกว่าที่คาด
- เศรษฐกิจจะชะลอตัว และตลาดอสังหาริมทรัพย์เข้าสู่ช่วงขาลง เป็นความเสี่ยง
- หากการขยายสาขาในต่างประเทศของ HMPRO ไม่ประสบความสำเร็จจะเป็นความเสี่ยง

Source: Thanachart

HMPRO เป็นผู้นำร้านค้าปลีกอุปกรณ์ตกแต่งบ้านที่มีสาขา HomePro ขนาดใหญ่ 87 สาขา และ HomePro S 5 สาขาในประเทศไทย และ HomePro 7 สาขา ในมาเลเซีย นอกจากนี้ยังมีร้านวัสดุก่อสร้างในต่างจังหวัด 18 แห่งภายใต้ร้าน Mega Home เราให้คะแนน ESG ที่ 3.62 ซึ่งอยู่ในอันดับสูงสุดในกลุ่มฯ นี้ เนื่องจากบริษัทฯ ทุ่มเทให้กับปัญหา ESG อย่างมาก ด้วยมีแผนงานที่ชัดเจน



	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)
HMPRO	YES	YES	YES	AA	65.63	68.1	78.27	37.0	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) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">HMPRO ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกต่อร้านค้าลง 50% ภายในปี 2030 และลดได้แล้ว 38% ในปี 2022 ในปี 2021 บริษัทฯ ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) 0.09mt CO2e (scope 1, 2, 3)HMPRO ตั้งเป้าหมายใช้พลังงานทดแทนในอาคารร้านค้าของตนเองให้ได้ 100% ภายในปี 2030 บริษัทฯ ติดตั้งเซลล์แสงอาทิตย์ตั้งแต่ปี 2015 และมีร้านค้าที่ติดตั้งหลังคาแสงอาทิตย์ 60 แห่งในปัจจุบัน ซึ่งคิดเป็น 26.9% ของการใช้พลังงานทดแทนรวมตั้งเป้าของเสียเป็นศูนย์ 100% ภายในปี 2030 โดยบรรลุเป้าหมายแล้ว 84% ในปี 2022HMPRO ตั้งเป้าเลิกขายพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง 100% ในปี 2025รางวัล ESG: Dow Jones Sustainability Indices, MSCI Global Sustainability Indexes, MSCI ESG Rating Indices, FTSE4Good Index, Sustainalytics (low risk rating), CDP Sustainability Index
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">HMPRO จัดทำแบบสำรวจความพึงพอใจของผู้ร่วมงานเป็นประจำทุกปี และวิเคราะห์ผลลัพธ์เพื่อปรับปรุงในทุกๆ ด้าน เช่น สวัสดิการ อาชีวอนามัย ความปลอดภัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน พนักงาน 86.6% มีส่วนร่วมในปี 2022ในปี 2021, 58% ของผู้หญิงอยู่ในตำแหน่งผู้บริหารทั้งหมดบริษัทฯ ตั้งเป้าอุบัติเหตุเป็นศูนย์ โดยมีอัตราการอุบัติเหตุ 0.31%/ร้านค้า ในปี 2021การจ้างงานผู้พิการมีจำนวน 89 คนในปี 2021 คิดเป็น 1.05% ของพนักงานทั้งหมด ซึ่งสูงกว่ามาตรฐานของพระราชบัญญัติส่งเสริมศักยภาพคนพิการ พ.ศ. 2550 ที่กำหนดไว้ 1%HMPRO ตั้งเป้าหมายขายผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมในสัดส่วน 50% ภายในปี 2025 โดยบริษัทฯ ทำได้ 46.9% ในปี 2022
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 12 คน โดย 4 คนเป็นกรรมการอิสระ มีคณะกรรมการเป็นผู้หญิง 1 คนคณะกรรมการกำหนดให้นโยบายการกำกับดูแลกิจการมีเนื้อหาครอบคลุมหลักการสำคัญเกี่ยวกับสิทธิของผู้ถือหุ้น การปฏิบัติต่อผู้ถือหุ้นอย่างเท่าเทียมกัน บทบาทของผู้มีส่วนได้เสีย การเปิดเผยข้อมูลและความโปร่งใส เพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG Code) ฉบับใหม่จากสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) และหลักเกณฑ์สากลในระดับภูมิภาคของ ASEAN CG ScorecardHMPRO ปฏิบัติตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี ยกเว้นว่า ประธานกรรมการสรรหาและกำหนดค่าตอบแทนไม่ได้เป็นกรรมการอิสระHMPRO จัดสรรให้ฝ่ายทรัพยากรบุคคลมีหน้าที่รับข้อร้องเรียนด้านจริยธรรมทางธุรกิจ ซึ่งพนักงานสามารถส่งเรื่องร้องเรียนได้โดยตรงทางไปรษณีย์หรืออีเมล

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	61,791	66,811	74,229	83,240	91,256
Cost of sales	45,534	48,783	53,956	60,267	65,795
Gross profit	16,257	18,029	20,273	22,973	25,461
% gross margin	26.3%	27.0%	27.3%	27.6%	27.9%
Selling & administration expenses	11,326	12,519	13,927	15,510	16,805
Operating profit	7,066	8,088	9,341	10,864	12,430
% operating margin	11.4%	12.1%	12.6%	13.1%	13.6%
Depreciation & amortization	3,208	3,156	3,705	4,058	4,353
EBITDA	10,274	11,244	13,047	14,922	16,783
% EBITDA margin	16.6%	16.8%	17.6%	17.9%	18.4%
Non-operating income	2,142	2,595	2,996	3,402	3,775
Non-operating expenses	(23)	(0)	0	0	0
Interest expense	(416)	(445)	(561)	(576)	(593)
Pre-tax profit	6,634	7,660	8,781	10,288	11,838
Income tax	1,194	1,441	1,668	1,955	2,249
After-tax profit	5,441	6,219	7,112	8,333	9,588
% net margin	8.8%	9.3%	9.6%	10.0%	10.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	(2)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	5,441	6,217	7,112	8,333	9,588
Normalized profit	5,441	6,217	7,112	8,333	9,588
EPS (Bt)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7

We estimate a 16% EPS CAGR in 2023-25F with a larger Mega Home contribution

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	18,920	21,430	22,854	24,352	26,163
Cash & cash equivalent	4,546	5,420	5,489	4,945	5,213
Account receivables	1,675	2,069	2,237	2,509	2,500
Inventories	12,572	13,630	14,783	16,512	18,026
Others	127	311	345	387	424
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	27,584	29,469	34,018	37,217	39,620
Other assets	12,082	14,286	14,769	15,305	15,754
Total assets	58,586	65,185	71,641	76,874	81,537
LIABILITIES:					
Current liabilities:	20,511	24,485	27,188	29,850	31,949
Account payables	13,973	15,812	17,000	18,988	20,730
Bank overdraft & ST loans	1,232	1,074	853	892	909
Current LT debt	3,183	5,174	6,485	6,782	6,911
Others current liabilities	2,124	2,425	2,850	3,187	3,399
Total LT debt	8,943	9,056	9,728	10,172	10,366
Others LT liabilities	6,242	7,398	9,532	9,504	9,454
Total liabilities	35,696	40,939	46,448	49,526	51,770
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	13,151	13,151	13,151	13,151	13,151
Share premium	646	646	646	646	646
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(29)	(25)	(25)	(25)	(25)
Retained earnings	9,122	10,473	11,420	13,575	15,995
Shareholders' equity	22,890	24,246	25,193	27,348	29,767
Liabilities & equity	58,586	65,185	71,641	76,874	81,537

Sources: Company data, Thanachart estimates

Working capital looks manageable despite the expansion of many of its formats

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	6,634	7,660	8,781	10,288	11,838
Tax paid	(1,351)	(1,277)	(1,671)	(1,841)	(2,201)
Depreciation & amortization	3,208	3,156	3,705	4,058	4,353
Chg In working capital	(1,211)	387	(133)	(12)	236
Chg In other CA & CL / minorities	231	(176)	235	19	(40)
Cash flow from operations	7,511	9,750	10,917	12,512	14,185
Capex	(2,051)	(5,041)	(8,000)	(7,000)	(6,500)
Right of use	(547)	(1,788)	(89)	(4)	(4)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	488	869	1,643	(652)	(584)
Cash flow from investments	(2,111)	(5,960)	(6,446)	(7,656)	(7,088)
Debt financing	(22)	1,946	1,763	779	340
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,208)	(4,866)	(5,344)	(6,178)	(7,169)
Warrants & other surplus	92	4	(822)	0	0
Cash flow from financing	(4,137)	(2,916)	(4,402)	(5,399)	(6,828)
Free cash flow	5,460	4,709	2,917	5,512	7,685

Rising capex to fund
HomePro and Mega Home
stores

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	33.8	29.6	25.9	22.1	19.2
Normalized PE - at target price (x)	44.7	39.1	34.2	29.2	25.4
PE (x)	33.8	29.6	25.9	22.1	19.2
PE - at target price (x)	44.7	39.1	34.2	29.2	25.4
EV/EBITDA (x)	18.8	17.3	15.0	13.2	11.7
EV/EBITDA - at target price (x)	24.5	22.5	19.5	17.2	15.3
P/BV (x)	8.0	7.6	7.3	6.7	6.2
P/BV - at target price (x)	10.6	10.0	9.7	8.9	8.2
P/CFO (x)	24.5	18.9	16.9	14.7	13.0
Price/sales (x)	3.0	2.8	2.5	2.2	2.0
Dividend yield (%)	2.3	2.7	3.1	3.6	4.2
FCF Yield (%)	3.0	2.6	1.6	3.0	4.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
EPS	0.4	0.5	0.5	0.6	0.7
DPS	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
BV/share	1.7	1.8	1.9	2.1	2.3
CFO/share	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
FCF/share	0.4	0.4	0.2	0.4	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

2023F PE is far below its
33x five-year average

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	3.2	8.1	11.1	12.1	9.6
Net profit (%)	5.5	14.3	14.4	17.2	15.1
EPS (%)	5.5	14.3	14.4	17.2	15.1
Normalized profit (%)	5.5	14.3	14.4	17.2	15.1
Normalized EPS (%)	5.5	14.3	14.4	17.2	15.1
Dividend payout ratio (%)	77.4	80.4	80.0	80.0	80.0
Operating performance					
Gross margin (%)	26.3	27.0	27.3	27.6	27.9
Operating margin (%)	11.4	12.1	12.6	13.1	13.6
EBITDA margin (%)	16.6	16.8	17.6	17.9	18.4
Net margin (%)	8.8	9.3	9.6	10.0	10.5
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	17.0	18.2	16.7	18.8	21.0
Interest coverage - EBITDA (x)	24.7	25.3	23.3	25.9	28.3
ROA - using norm profit (%)	9.5	10.0	10.4	10.8	12.1
ROE - using norm profit (%)	24.5	26.4	28.8	30.5	33.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	24.5	26.4	28.8	30.5	33.6
- asset turnover (x)	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
- operating margin (%)	11.4	12.1	12.6	13.1	13.6
- leverage (x)	2.6	2.6	2.8	2.8	2.8
- interest burden (%)	94.1	94.5	94.0	94.7	95.2
- tax burden (%)	82.0	81.2	81.0	81.0	81.0
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	18.3	20.7	22.2	23.9	25.0
NOPAT (Bt m)	5,794	6,566	7,567	8,800	10,069
invested capital (Bt m)	31,702	34,129	36,771	40,249	42,741

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Profit was back to 2019
from last year and mid-
teens growth continues*

*Best ROE among big-box
retailers, on our 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.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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 43 หลักทรัพย์ ได้แก่ AOT16C2305A, BANPU16C2303A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BH16C2303A, BH16C2304A, BYD16C2306A, CBG16C2305A, COM716C2305A, CPALL16C2306A, CPN16C2303A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2303A, EA16C2306A, EA16C2303A, EA16C2305A, ESSO16C2303A, GULF16C2306A, HANA16C2303A, JMART16C2303A, JMT16C2305A, JMT16C2306A, JMT16C2306B, KBANK16C2304A, KBANK16C2306A, KCE16C2306A, KCE16C2303A, KCE16C2305A, KTB16C2303A, MTC16C2306A, NEX16C2306A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SCGP16C2303A, SET5016C2306B, SET5016P2306A, SET5016C2303A, SET5016C2306A, SET5016P2303A, SET5016P2303B (underlying securities are (AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BH, BYD, CBG, COM7, COM7, CPALL, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MTC, NEX, PTTEP, RCL, SAWAD, SAWAD, SCGP, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย “หุ้นกู้บริษัท ทีพีโอ โพลีน จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ครบกำหนด “ไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571” 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, เติมน้ำมัน พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลีย์ 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 สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ 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

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 ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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