

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 19.00

(From: Bt 23.00)

Upside : 31.9%

17 March 2023

Small Cap Research

## Precious Shipping Pcl (PSL TB)

## ฟันตัวแข็งแกร่ง

ค่าระวางเรือของ PSL เพิ่มขึ้น 47% จากระดับต่ำสุดในปีนี้ บ่งชี้ว่าช่วงโลว์ซีซั่นของการขนส่งสินค้าแห่งเทกองสินค้าลดลงแล้วในมุมมองของเรา เราคาดว่าค่าระวางเรือจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องจากเป็นช่วงไฮซีซั่น โดยมีปัจจัยหนุนอัตราค่าระวางเพิ่มเติมอีก เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" PSL



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

## ช่วงโลว์ซีซั่นสิ้นสุด

อัตราค่าระวางเรือของ PSL เพิ่มขึ้น 47% จากระดับต่ำสุดในปีนี้เป็น US\$12,500/ลำ/วัน นอกจากการสิ้นสุดช่วงโลว์ซีซั่นในไตรมาส 1 (วันหยุดยาวช่วงตรุษจีน) แล้ว ความต้องการที่กักไว้จากการกลับมาเปิดประเทศของจีน (50% ของความต้องการสินค้าเทกอง) ก็มีผลช่วยอย่างมาก เราคาดว่าอัตราค่าระวางของ PSL จะเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากผลกระทบของฤดูกาลที่แข็งแกร่งขึ้นและจีนที่ฟื้นตัวต่อเนื่อง Exhibit 5-8 แสดงระดับสต็อกสินค้าแห่งเทกองคงคลังหลักที่ต่ำของจีน เช่น ถ่านหิน และเหล็ก Exhibit 1 แสดงอัตราค่าระวางเรือล่วงหน้าของ PSL ซึ่งน่าจะเพิ่มขึ้นเป็น US\$16,000 อย่างเร็วสุดในเดือนเมษายน

## ผลกระทบจากความเร็วเรือที่ช้าลง

ปัจจัยหนุนหลักอัตราค่าระวางเรือที่แข็งแกร่งอีกประการ คือความเร็วของเรือที่ช้าลงของอุตสาหกรรมเพื่อให้สอดคล้องกับหลักเกณฑ์การลดการปล่อย CO2 ใหม่ของ IMO ที่บังคับใช้ตั้งแต่เดือนม.ค.ปีนี้ จากข้อมูลของ PSL บริษัทฯ ได้ลดความเร็วในการเดินเรือลง 2 นอต หรือราว 3% ซึ่งหมายถึงความพร้อมใช้งานของเรือน้อยลง 3% PSL เชื่อว่าผู้ประกอบการรายอื่นจะลดความเร็วลงมากกว่านี้ เนื่องจากเรือมีอายุมากกว่า Clarksons - โบรกเกอร์ด้านการเดินเรือ คาดว่าการเดินเรือที่ช้าลงในอุตสาหกรรมจะส่งผลให้มีเรือพร้อมใช้งานน้อยลง 2-3% ในปี 2023-24F

## แนวโน้มระยะยาวดี

เมื่อนำปัจจัยข้างต้นมารวมกัน เราคาดว่าแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานจะที่ดีในระยะยาวสำหรับสินค้าแห่งเทกองในอีกหลายปีข้างหน้า โดยอุปทานใหม่ที่อ่อนแอจะเป็นตัวขับเคลื่อนหลัก นอกจากความเร็วที่ลดลงแล้ว ค่าส่งเรือใหม่ที่อ่อนแอในช่วงหลายปีที่ผ่านมาช่วยให้อุปทานเรือใหม่เติบโตที่ระดับต่ำสุดในรอบ 20 ปีที่ 1.3% ในปีนี้ และ 0.6% ในปี 2024F ตามข้อมูลของ Clarksons สำหรับความต้องการ ยังคงคาดว่าจะเติบโต 1.3% ในปีนี้ เนื่องจากเศรษฐกิจโลกไม่ภาวะถดถอยที่รุนแรง Clarksons คาดว่าจะฟื้นตัวเติบโต 3.0% ในปี 2024F

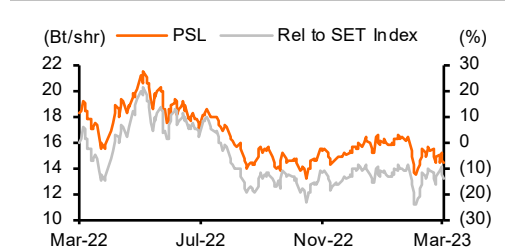
## สมมติฐานของเรา

เราปรับลดสมมติฐานอัตราค่าระวางเรือของ PSL ลง 14% ในปีนี้ เป็น US\$15,000 เพื่อสะท้อนความอ่อนแอผิดปกติใน 1Q23 ท่ามกลางการล็อกดาวน์ที่ยืดเยื้อของจีน อย่างไรก็ตาม เรายังคงประมาณการค่าระวางเรือไว้ที่ US\$18,000 ในปี 2024-25F ในแง่ของกำไร การปรับกำไร -34/-7/+4% ในปี 2023-25F ของเราอิงตามสมมติฐานอัตราค่าระวางใหม่ และสมมติฐานค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นของเรา ราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่ 19 บาท/หุ้น (จาก 23 บาท) อิงจาก P/BV ที่ 1.75 เท่า ในปี 2023F P/BV ของ PSL เลยระดับ 2.5 เท่าในช่วงรอบขาขึ้นครั้งก่อนในปี 2004 และ 2007

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	9,129	6,680	7,837	7,837
Net profit	4,851	2,404	3,614	3,756
Consensus NP	—	3,355	3,539	3,306
Diff frm cons (%)	—	(28.4)	2.1	13.6
Norm profit	4,852	2,404	3,614	3,756
Prev. Norm profit	—	3,657	3,879	3,616
Chg frm prev (%)	—	(34.3)	(6.8)	3.9
Norm EPS (Bt)	3.1	1.5	2.3	2.4
Norm EPS grw (%)	11.6	(50.5)	50.4	3.9
Norm PE (x)	4.6	9.3	6.2	6.0
EV/EBITDA (x)	4.3	6.4	4.5	4.0
P/BV (x)	1.4	1.3	1.2	1.1
Div yield (%)	12.2	6.0	9.1	8.4
ROE (%)	31.5	14.4	20.3	19.1
Net D/E (%)	34.3	23.7	5.6	(8.7)

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

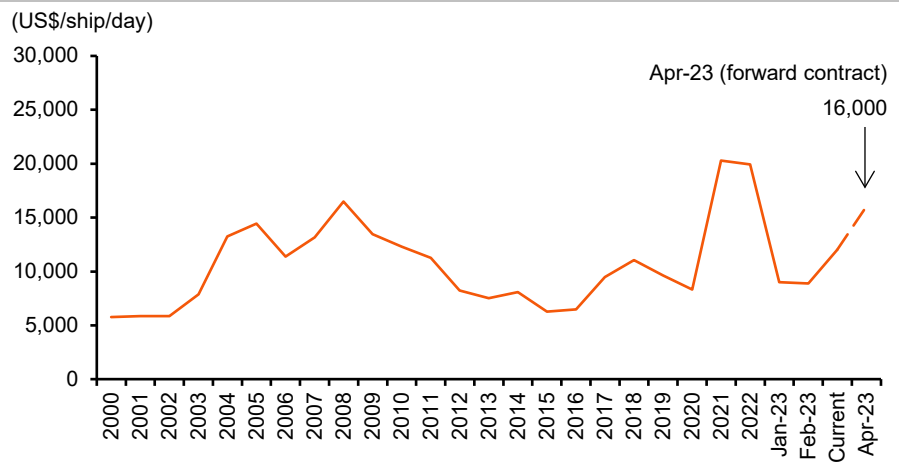
Price as of 17-Mar-23 (Bt)	14.40
Market Cap (US\$ m)	655.0
Listed Shares (m shares)	1,559.3
Free Float (%)	47.55
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.53
12M Price H/L (Bt)	21.40/13.10
Sector	Shipping
Major Shareholder	Globex Corporation 28.4%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: PSL's Freight Rate**

Source: Bloomberg

**Ex 2: Handysize Seasonal Pattern**

	1Q	2Q	3Q	4Q
2013	6,876	7,987	7,877	10,138
2014	9,955	7,456	6,212	7,111
2015	5,321	5,120	6,327	4,652
2016	3,408	4,794	5,786	6,988
2017	6,597	7,311	7,371	9,369
2018	8,480	8,784	8,265	9,264
2019	5,996	6,082	8,458	8,097
2020	4,516	3,212**	7,187	9,226
2021	14,362	20,455	30,169	28,372
2022	22,357	25,823	16,183	13,976
2023	8,666***			

Sources: Bloomberg

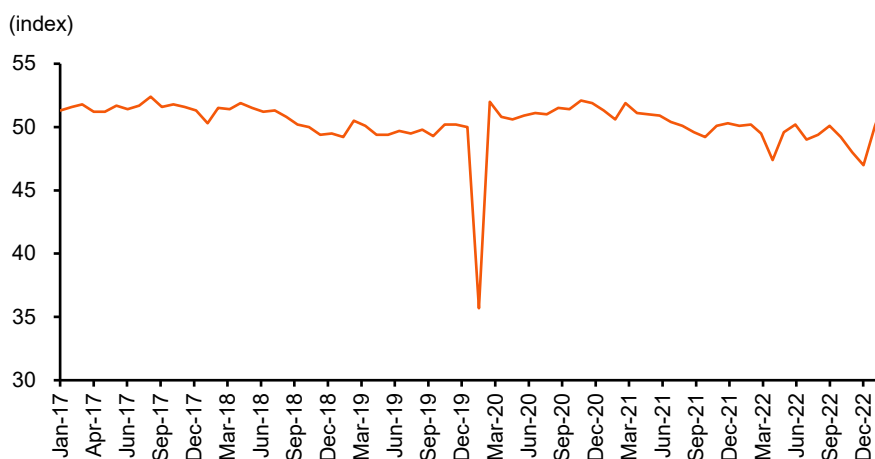
Note: 1) 2014-15 was China slowdown year  
 2) 2020 saw the first wave of COVID infections  
 3) 1Q23 was hit by the prolonged China lockdown

**Ex 3: Supramax Seasonal Pattern**

	1Q	2Q	3Q	4Q
2016	3,698	5,857	7,101	8,096
2017	8,041	8,852	9,558	10,998
2018	10,722	11,502	11,881	11,800
2019	7,899	8,483	12,577	10,582
2020	6,530	5,439**	9,945	10,778
2021	16,363	25,407	34,278	29,432
2022	24,853	28,873	18,002	14,717
2023	9,743***			

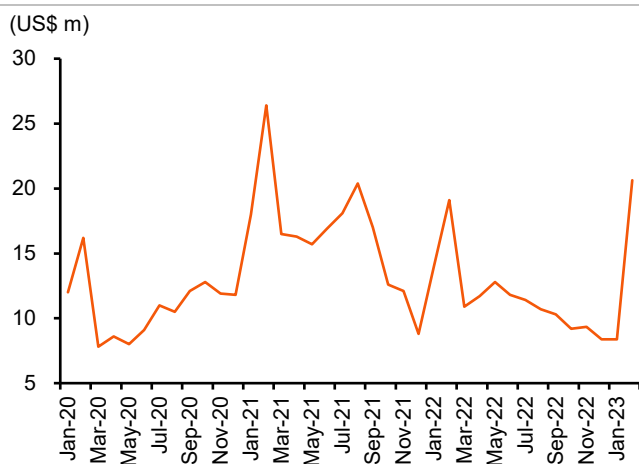
Source: Bloomberg

#### Ex 4: China Manufacturing PMI Rebounding



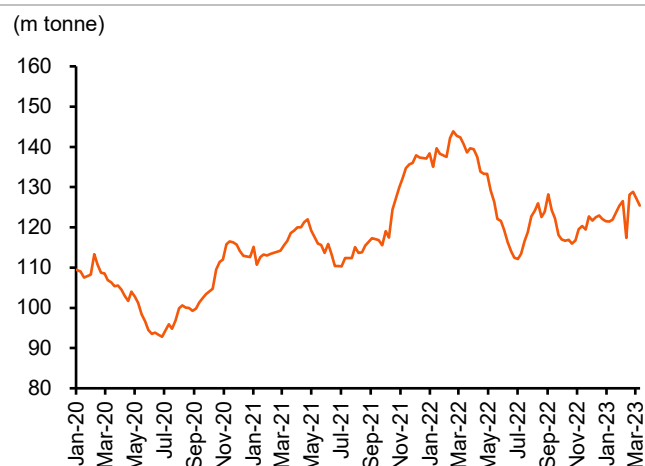
Source: Bloomberg

#### Ex 5: China Iron Ore Imports Rising



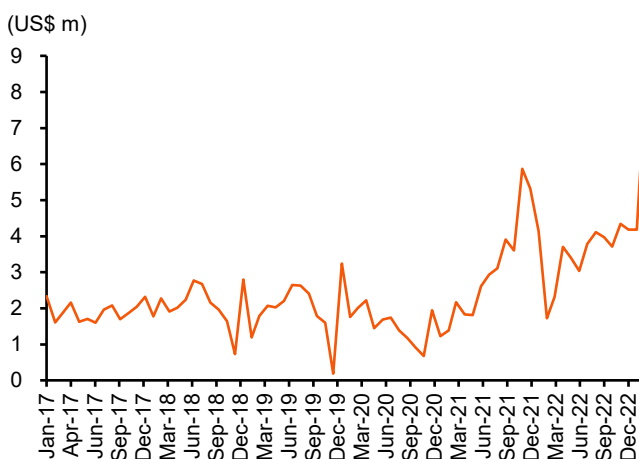
Source: Bloomberg

#### Ex 6: China Iron Ore Inventory



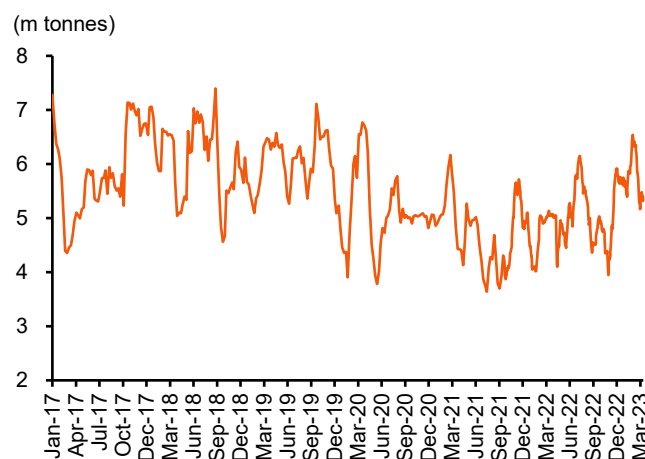
Source: Bloomberg

#### Ex 7: China Coal Imports

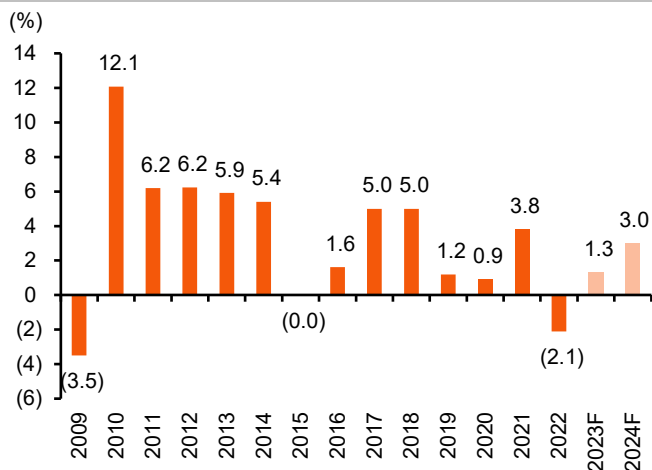


Source: Bloomberg

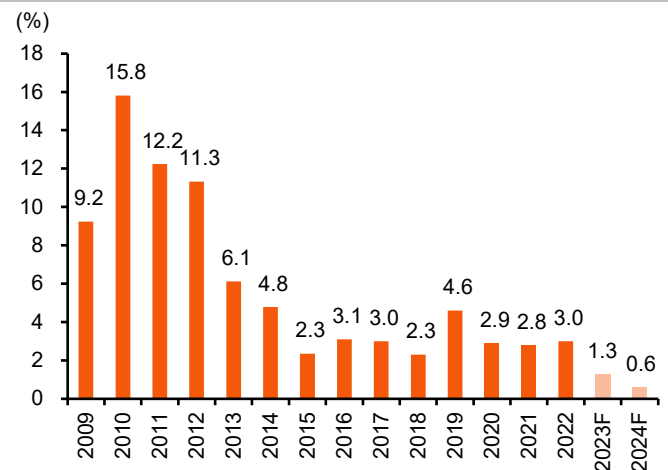
#### Ex 8: China Coal Inventory



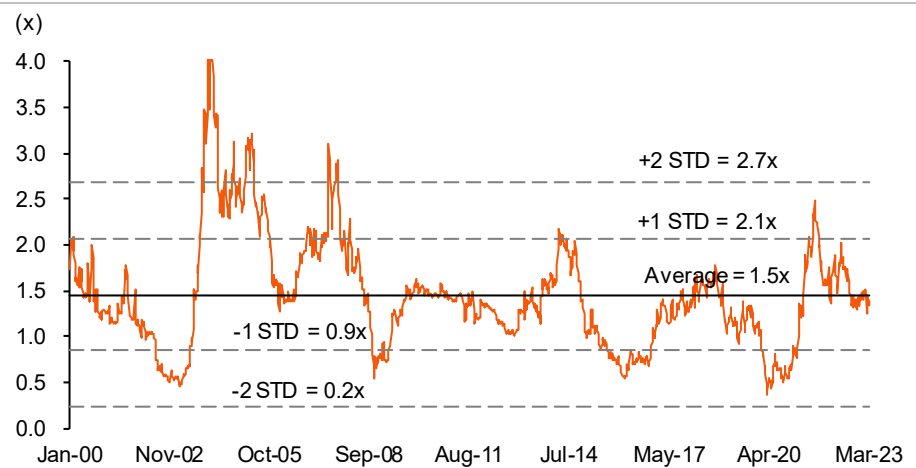
Source: Bloomberg

**Ex 9: Dry Bulk Demand Growth**

Source: Clarksons

**Ex 10: Dry Bulk Supply Growth**

Source: Clarksons

**Ex 11: PSL's Historical P/BV**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 12: Assumption Revisions**

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Freight rate (US\$/ship/day)</b>					
New	20,338	19,924	15,000	18,000	18,000
Old			17,500	18,113	17,569
Change (%)			(14.3)	(0.6)	2.5
<b>Vessels at year end (units)</b>					
New	36	36	38	38	38
Old		36	38	38	38
<b>Breakeven cost (Bt m)</b>					
New	9,400	9,400	9,400	9,400	9,400
Old			9,400	9,400	9,400
Change (%)			—	—	—
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
New	4,348	4,852	2,404	3,614	3,756
Old			3,657	3,879	3,616
Change (%)			(34.3)	(6.8)	3.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 13: Our 12-month DCF-based Valuation, Using A Base Year Of 2023F**

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	4,145	5,179	5,136	4,775	4,642	4,372	4,075	3,795	3,509	3,237	2,979	—
Free cash flow	3,889	4,849	4,828	4,474	4,305	4,065	3,773	3,493	3,211	2,940	2,683	37,346
PV of free cash flow	3,879	3,950	3,549	2,968	2,577	2,196	1,839	1,537	1,275	1,053	867	10,478
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	37,109											
Net debt (2022)	3,996											
Minority interest	0											
Equity value	33,113											
# of shares (m)	1,559											
<b>Value/share (Bt)</b>	<b>21</b>											

Source: Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 14: 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
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Evergreen Marine	2603 TT	Taiwan	(80.3)	(37.6)	9.5	15.2	0.7	0.7	0.8	1.1	3.6	1.9
Yang Ming Marine	2609 TT	Taiwan	(92.4)	(14.3)	16.7	19.5	0.7	0.8	na	na	4.7	3.9
Wan Hai Lines	2615 TT	Taiwan	(94.0)	na	34.8	na	0.9	1.1	7.5	5.5	2.3	1.5
COSCO Shipping Energy	1138 HK	Hong Kong	167.0	32.7	8.7	6.6	1.1	1.0	4.1	3.8	3.8	5.0
COSCO Shipping	1919 HK	Hong Kong	(67.8)	(31.4)	3.5	5.1	0.6	0.5	0.6	0.8	9.1	4.9
Pacific Basin Shipping	2343 HK	Hong Kong	(43.7)	12.7	5.7	5.1	1.1	1.0	4.0	3.6	10.8	10.4
Kawasaki Kisen Kaisha	9107 JP	Japan	17.3	(82.1)	1.2	6.8	0.6	0.5	7.1	6.4	11.1	4.4
Mitsui OSK Lines	9104 JP	Japan	6.9	(76.9)	1.7	7.3	0.7	0.7	11.2	10.4	15.2	4.3
Nippon Yusen KK	9101 JP	Japan	(1.3)	(75.9)	1.7	7.0	0.7	0.7	5.6	6.6	15.2	4.4
Korea Line	005880 KS	S. Korea	na	15.0	3.0	2.6	0.4	0.3	6.6	6.0	1.4	1.5
Thoresen Thai Agencies	TTA TB	Thailand	(14.4)	(17.3)	6.0	5.3	0.5	0.5	3.5	3.5	3.3	3.8
Prima Marine Pcl*	PRM TB	Thailand	(4.8)	9.4	10.6	9.7	1.7	1.6	6.8	6.1	4.2	4.6
Precious Shipping*	PSL TB	Thailand	(50.5)	50.4	9.3	6.2	1.3	1.2	6.4	4.5	6.0	9.1
<b>Average</b>			<b>(21.5)</b>	<b>(17.9)</b>	<b>8.6</b>	<b>8.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>5.4</b>	<b>4.9</b>	<b>7.0</b>	<b>4.6</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 17-Mar-23 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พรีเมียมสตีล จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจเดินเรือโดยเป็นเจ้าของเรือเอนกประสงค์ขนาดเล็กสำหรับขนส่งสินค้าแห้งเทกองแบบไม่ประจำเส้นทาง มีเส้นทางเดินเรือครอบคลุมทั่วโลกในภูมิภาคสำคัญ บริษัทฯ มีเครือข่ายตัวแทนขนส่งทั่วโลก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

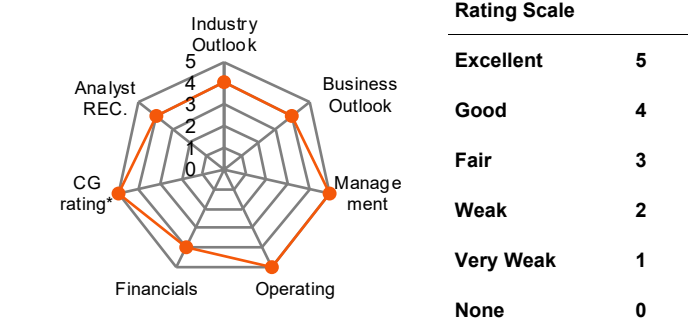
S — Strength

- มีผู้บริหารที่มีประสบการณ์สูง
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง
- กำหนดอัตราค่าระวางเรือที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับคู่แข่ง เนื่องจากมีเรือที่ดีกว่าและบริการที่มีคุณภาพ
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ต่ำเมื่อเทียบกับคู่แข่ง

O — Opportunity

- ด้วยอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวน้อย จึงทำให้มีโอกาสในการเข้าซื้อกองเรือได้ในราคาที่ต่ำ
- กลุ่มลูกค้าเป้าหมายใหม่ อาทิเช่น เรือขนส่งซีเมนต์
- การขยายขีดความสามารถในการให้บริการไปยังกองเรือที่มีขนาดใหญ่ขึ้น

COMPANY RATING



W — Weakness

- เป็นอุตสาหกรรมที่มีความผันผวนสูง
- มีความผันผวนของกำไรที่สูง
- เป็นอุตสาหกรรมที่มีการกระจุกตัวน้อย จึงทำให้มีแรงกดดันด้านราคาในช่วงภาวะตกต่ำ

T — Threat

- ไม่มีอุปสรรคในการเข้ามายังตลาด
- การเปลี่ยนแปลงสินค้าโภคภัณฑ์จากการขนส่งสินค้าเทกองแห้งไปเป็นการขนส่งแบบตู้คอนเทนเนอร์

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.81	19.00	7%
Net profit 23F (Bt m)	3,355	2,404	-28%
Net profit 24F (Bt m)	3,539	3,614	2%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของสินค้าเทกองแห้งของโลก
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นในระยะยาวต่อแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานของเรือเทกองแห้ง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

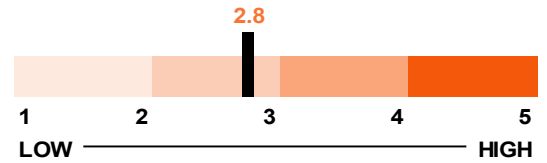
- ความต้องการเรือเทกองแห้งที่อ่อนแอ จากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

PSL เป็นเจ้าของ และบริหารกองเรือแท้งก์เรือ 38 ลำขนาด supramax และ handyside ที่มีน้ำหนักเฉลี่ย 43,621 DWT ต่อลำ และเรืออายุเฉลี่ย 10.5 ปี เราให้คะแนน ESG แก่ PSL ที่ 2.8 ซึ่งถือว่าเป็นระดับปานกลาง เนื่องจากการสะท้อนธรรมชาติของธุรกิจที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม PSL มีเป้าหมายและแผนการที่จะลดปัญหา ESG ที่ชัดเจน

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)
PSL	YES	YES	-	BB	63.11	-	27.75	-	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
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>อุตสาหกรรมเรือขนส่งสินค้าแห่งแท้งก์เรือโดยธรรมชาติจะปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ออกสู่บรรยากาศและปล่อยตะกอนลงในน้ำ นั่นคือเหตุผลที่หน่วยงานกำกับดูแลอุตสาหกรรมหรือองค์การทางทะเลระหว่างประเทศ (IMO) มีบทบาทอย่างมากในการกำหนดนโยบายเพื่อควบคุมและลดปัญหาสิ่งแวดล้อม</li> <li>PSL ปฏิบัติตามระเบียบข้อบังคับทั้งหมด ที่จริงแล้วบริษัท ได้มีการบริหารจัดการเพื่อลดการปล่อย GHG มากกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม เช่น ลดการปล่อยคาร์บอนประมาณ 2-3% ต่อปี ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา เทียบกับแนวโน้มการเพิ่มขึ้นของระดับการปล่อยก๊าซของอุตสาหกรรม การลงทุนของ PSL ในการลดการปล่อยมลพิษรวมถึงรวมถึงการใช้อิมัลชัน fuel oil และการปรับเปลี่ยน bulbous bow ของเรือ</li> <li>PSL มีแผนจะลดคาร์บอนให้สอดคล้องกับอุตสาหกรรมที่ 40% ภายในปี 2030</li> </ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>การดูแลพนักงาน</li> <li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PSL มีนโยบายยุติความสัมพันธ์กับคู่ค้าที่ละเมิดสิทธิแรงงาน เช่น การใช้แรงงานเด็ก</li> <li>KCE มีความกระตือรือร้นในการให้ความช่วยเหลือ เช่น อาหารและน้ำดื่มแก่ผู้ยากไร้ เช่น ผู้ที่ได้รับผลกระทบจากน้ำท่วม และโควิด</li> <li>บริษัท จัดให้มีประกันสุขภาพและประกันอุบัติเหตุสำหรับพนักงาน และประกันสุขภาพสำหรับครอบครัว</li> </ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>การบริหารความเสี่ยง</li> <li>นวัตกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PSL มีคณะกรรมการบริษัท (BOD) จำนวน 12 คน ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจจากสมาชิก 12 คน ห้าคนเป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิง 5 คน สมาชิก 2 คน มีสัดส่วนการถือหุ้นใน PSL</li> <li>สินค้าที่ PSL ขนส่ง เรียกว่า สินค้าแท้งก์ย่อยอื่นๆ (Minor Bulk) ซึ่งมีความหลากหลายสูง รวมทั้งเหล็ก เมล็ดพืชต่างๆ และถ่านหิน PSL จึงไม่อยู่ภายใต้ความเสี่ยงที่มุ่งเน้นเฉพาะอุตสาหกรรม</li> <li>PSL มีความกระตือรือร้นในการปรับปรุงประสิทธิภาพ ทำให้เป็นหนึ่งในผู้ดำเนินการขนส่งสินค้าแห่งแท้งก์เรือที่มีต้นทุนการดำเนินงานต่ำที่สุดในอุตสาหกรรม</li> </ul>

Sources: Thanachart, Company data



## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	8,615	9,129	6,680	7,837	7,837
Cost of sales	3,305	3,401	3,273	3,374	3,396
<b>Gross profit</b>	<b>5,311</b>	<b>5,728</b>	<b>3,407</b>	<b>4,463</b>	<b>4,441</b>
% gross margin	61.6%	62.7%	51.0%	56.9%	56.7%
Selling & administration expenses	572	515	646	648	648
<b>Operating profit</b>	<b>4,739</b>	<b>5,213</b>	<b>2,761</b>	<b>3,815</b>	<b>3,793</b>
% operating margin	55.0%	57.1%	41.3%	48.7%	48.4%
Depreciation & amortization	1,215	1,326	1,385	1,364	1,343
<b>EBITDA</b>	<b>5,954</b>	<b>6,539</b>	<b>4,145</b>	<b>5,179</b>	<b>5,136</b>
% EBITDA margin	69.1%	71.6%	62.1%	66.1%	65.5%
Non-operating income	3	17	11	12	12
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(415)	(392)	(371)	(212)	(47)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>4,327</b>	<b>4,838</b>	<b>2,401</b>	<b>3,615</b>	<b>3,758</b>
Income tax	2	15	8	11	12
<b>After-tax profit</b>	<b>4,325</b>	<b>4,823</b>	<b>2,394</b>	<b>3,604</b>	<b>3,746</b>
% net margin	50.2%	52.8%	35.8%	46.0%	47.8%
Shares in affiliates' Earnings	23	29	10	10	10
Minority interests	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Extraordinary items	127	(1)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>4,475</b>	<b>4,851</b>	<b>2,404</b>	<b>3,614</b>	<b>3,756</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>4,348</b>	<b>4,852</b>	<b>2,404</b>	<b>3,614</b>	<b>3,756</b>
EPS (Bt)	2.9	3.1	1.5	2.3	2.4
Normalized EPS (Bt)	2.8	3.1	1.5	2.3	2.4

EBITDA was positive in the past despite net losses

We expect very decent profits over the next few years

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	2,810	1,557	1,499	1,551	1,551
Cash & cash equivalent	2,468	1,056	1,200	1,200	1,200
Account receivables	175	279	204	240	240
Inventories	0	0	0	0	0
Others	166	223	95	111	111
Investments & loans	106	99	99	99	99
Net fixed assets	20,285	22,048	20,964	19,900	18,857
Other assets	330	600	439	515	515
<b>Total assets</b>	<b>23,531</b>	<b>24,304</b>	<b>23,000</b>	<b>22,064</b>	<b>21,021</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,917	1,867	1,566	1,084	598
Account payables	354	584	562	580	584
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	1,409	1,162	900	391	(103)
Others current liabilities	154	121	104	113	118
<b>Total LT debt</b>	<b>6,809</b>	<b>5,547</b>	<b>4,296</b>	<b>1,867</b>	<b>(491)</b>
Others LT liabilities	264	296	217	254	254
<b>Total liabilities</b>	<b>9,165</b>	<b>7,841</b>	<b>6,174</b>	<b>3,316</b>	<b>473</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,559	1,559	1,559	1,559	1,559
Share premium	1,968	1,968	1,968	1,968	1,968
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(246)	461	461	461	461
<b>Retained earnings</b>	<b>11,084</b>	<b>12,475</b>	<b>12,838</b>	<b>14,759</b>	<b>16,560</b>
Shareholders' equity	14,365	16,463	16,826	18,747	20,548
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>23,531</b>	<b>24,304</b>	<b>23,000</b>	<b>22,064</b>	<b>21,021</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

*No plans to buy new ships; therefore, limited capex over the next two to three years*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	4,327	4,838	2,401	3,615	3,758
Tax paid	(2)	(15)	(8)	(11)	(12)
Depreciation & amortization	1,215	1,326	1,385	1,364	1,343
Chg In working capital	71	126	53	(18)	4
Chg In other CA & CL / minorities	(46)	(27)	(7)	3	14
<b>Cash flow from operations</b>	<b>5,565</b>	<b>6,248</b>	<b>3,824</b>	<b>4,953</b>	<b>5,107</b>
Capex	(2,375)	(3,089)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(15)	7	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	47	(318)	175	(22)	0
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(2,344)</b>	<b>(3,399)</b>	<b>(125)</b>	<b>(322)</b>	<b>(300)</b>
Debt financing	(1,609)	(1,508)	(1,514)	(2,938)	(2,852)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(1,559)	(3,508)	(2,040)	(1,693)	(1,956)
Warrants & other surplus	1,315	755	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,853)</b>	<b>(4,261)</b>	<b>(3,554)</b>	<b>(4,631)</b>	<b>(4,807)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>3,190</b>	<b>3,159</b>	<b>3,524</b>	<b>4,653</b>	<b>4,807</b>

## VALUATION

*We see P/BV as a better valuation method than PE and PSL doesn't look expensive to us*

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	5.2	4.6	9.3	6.2	6.0
Normalized PE - at target price (x)	6.8	6.1	12.3	8.2	7.9
PE (x)	5.0	4.6	9.3	6.2	6.0
PE - at target price (x)	6.6	6.1	12.3	8.2	7.9
EV/EBITDA (x)	4.7	4.3	6.4	4.5	4.0
EV/EBITDA - at target price (x)	5.9	5.4	8.1	5.9	5.4
P/BV (x)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
P/BV - at target price (x)	2.1	1.8	1.8	1.6	1.4
P/CFO (x)	4.0	3.6	5.9	4.5	4.4
Price/sales (x)	2.6	2.5	3.4	2.9	2.9
Dividend yield (%)	10.4	12.2	6.0	9.1	8.4
FCF Yield (%)	14.2	14.1	15.7	20.7	21.4
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	2.8	3.1	1.5	2.3	2.4
EPS	2.9	3.1	1.5	2.3	2.4
DPS	1.5	1.8	0.9	1.3	1.2
BV/share	9.2	10.6	10.8	12.0	13.2
CFO/share	3.6	4.0	2.5	3.2	3.3
FCF/share	2.0	2.0	2.3	3.0	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	131.0	6.0	(26.8)	17.3	0.0
Net profit (%)	na	8.4	(50.4)	50.4	3.9
EPS (%)	na	8.4	(50.4)	50.4	3.9
Normalized profit (%)	na	11.6	(50.5)	50.4	3.9
Normalized EPS (%)	na	11.6	(50.5)	50.4	3.9
Dividend payout ratio (%)	52.3	56.3	56.3	56.3	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	61.6	62.7	51.0	56.9	56.7
Operating margin (%)	55.0	57.1	41.3	48.7	48.4
EBITDA margin (%)	69.1	71.6	62.1	66.1	65.5
Net margin (%)	50.2	52.8	35.8	46.0	47.8
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.4	0.3	0.1	(0.0)
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.2	0.1	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	11.4	13.3	7.4	18.0	80.0
Interest coverage - EBITDA (x)	14.3	16.7	11.2	24.4	108.4
ROA - using norm profit (%)	19.4	20.3	10.2	16.0	17.4
ROE - using norm profit (%)	35.5	31.5	14.4	20.3	19.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	35.3	31.3	14.4	20.3	19.1
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.4
- operating margin (%)	55.0	57.3	41.5	48.8	48.6
- leverage (x)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1
- interest burden (%)	91.2	92.5	86.6	94.5	98.8
- tax burden (%)	100.0	99.7	99.7	99.7	99.7
WACC (%)	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
ROIC (%)	24.9	25.8	12.4	18.3	19.1
NOPAT (Bt m)	4,737	5,196	2,752	3,803	3,781

Sources: Company data, Thanachart estimates

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

### SET THSI Index (SETTHSI)

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

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

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

### Arabesque S-Ray®

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

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

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

### MSCI ESG Research LLC

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

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

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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](http://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 แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 49 หลักทรัพย์ ได้แก่ AOT16C2305A, ADVANC16C2307A, BANPU16C2303A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BH16C2303A, BH16C2304A, BYD16C2306A, CBG16C2305A, COM716C2305A, CPALL16C2307A, CPALL16C2306A, CPN16C2303A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2303A, EA16C2306A, EA16C2303A, EA16C2305A, ESSO16C2303A, GULF16C2306A, HANA16C2307A, HANA16C2303A, JMART16C2303A, JMT16C2305A, JMT16C2306A, JMT16C2306B, KBANK16C2307B, KBANK16C2307A, KBANK16C2304A, KBANK16C2306A, KCE16C2306A, KCE16C2303A, KCE16C2305A, KTB16C2303A, MTC16C2306A, NEX16C2306A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SCGP16C2303A, SET5016C2306C, SET5016P2306B, SET5016C2306B, SET5016P2306A, SET5016C2303A, SET5016C2306A, SET5016P2303B (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BH, BYD, CBG, 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"



## Thanachart Research Team

<b>หัวหน้าฝ่าย</b> พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	<b>Strategy, ประกัน, กระดาษ</b> จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	<b>สาธารณูปโภค, สื่อสาร</b> ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
<b>อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ</b> พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	<b>อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย</b> พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	<b>ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า</b> รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
<b>ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน</b> สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	<b>ขนส่ง, รับเหมา</b> ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	<b>Small Cap, การแพทย์, โรงแรม</b> ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
<b>พลังงาน, ปิโตรเคมี</b> ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	<b>นักวิเคราะห์, แพล</b> ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เทคนิค</b> ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์ทางเทคนิค</b> วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เชิงปริมาณ</b> สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	<b>ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน</b> นลินกรณ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

<b>มณฤดี เพชรแสงใสกุล</b> Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	<b>เกษมรัตน์ จิตกุล</b> Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	<b>วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์</b> Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
<b>สุนทร รักษาวัต</b> Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	<b>สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์</b> Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	<b>สุจินตนา สถาพร</b> 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