

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 35.00

Upside : 19.7%

(From: Bt 26.00)

30 MARCH 2023

SISB Pcl (SISB TB)

เพิ่มศักยภาพรองรับเป็นสองเท่าใน 3 ปี

ความต้องการโรงเรียนนานาชาติที่ดี ทำให้ SISB มีแผนเพิ่มที่นั่งรองรับนักเรียนเป็น 2 เท่าใน 3 ปี เราจึงปรับกำไรขึ้น 9-13% ในปี 2023-25F และราคาเป้าหมายเป็น 35 บาท ด้วยกำไรเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 42%, ROE ที่ 25-30%, EBITDA margin ที่ 44-48%, มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และ PE ที่ 44 เท่า ในปีนี้ และ 33/26 เท่า ในปี 2024-25F เราจึงแนะนำ “ซื้อ” SISB



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ความต้องการล้มหลาม

จากความต้องการที่เพิ่มขึ้นหลังวิกฤตโควิด-19 การรับรู้แบรนด์ที่แข็งแกร่งด้วยหลักสูตรของสิงคโปร์และอังกฤษที่สอนเป็นภาษาอังกฤษ จีน และไทย และมีเป้าหมายสำหรับครอบครัวที่มีรายได้ปานกลางถึงสูงที่มีความต้องการโรงเรียนนานาชาติสำหรับบุตรหลานเพิ่มมากขึ้น ด้วยกลยุทธ์การเสนอราคาที่เหมาะสมและขยายไปยังพื้นที่รอบนอกกรุงเทพฯ นักเรียนของ SISB จึงเพิ่มขึ้น 28% y-y มาอยู่ที่ 3,144 คน ณ สิ้นปี 2022 และ 19% จากระดับปี 2019 ผู้บริหารคาดว่าจะมีนักเรียนเพิ่มขึ้นอีก 19% y-y ในปีนี้เป็น 3,700 คน โดยนักเรียนใหม่ 300 คน จะมาจากสาขาที่มีอยู่ และ 250-260 คน จะเข้ามาแล้วใน 1H23 ขณะที่ส่วนที่เหลือจะมาจาก 2 สาขาใหม่ ซึ่งจะเปิดในเดือนสิงหาคม 2023 และนักเรียน 220 คน ได้ชำระค่าเล่าเรียนแล้ว 70-75% ของนักเรียนใหม่ใน 1H23 เป็นนักเรียนต่างชาติและส่วนใหญ่เป็นนักเรียนจีนที่ย้ายมาประเทศไทยเนื่องจากการปฏิรูปการศึกษาของรัฐบาลจีน

ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 35 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

ความต้องการที่แข็งแกร่งทำให้ SISB มีแผนที่จะเพิ่มที่นั่งรองรับจำนวนนักเรียนเป็นสองเท่าภายในปี 2026 นอกจาก 2 สาขาใหม่ที่จังหวัดนนทบุรี และระยอง ซึ่งจะเปิดให้บริการในเดือนสิงหาคมนี้ และเพิ่มที่นั่งรองรับอีก 43% ในปีนี้ ปัจจุบัน SISB จึงมีแผนที่จะเพิ่มที่นั่งรองรับของสาขาประจำอุทิด เชียงใหม่ และธนบุรีที่มีอยู่ไปอีก 10% ในปีหน้า และ 9% ในปี 2025 เราคาดว่าค่าใช้จ่ายลงทุนที่ 350 ลบ. ในปี 2024-25F จะมาจากกระแสเงินสดภายในของบริษัท เนื่องจากขยายตัวและผลประโยชน์จาก operating leverage เราจึงปรับประมาณการกำไรของเราขึ้น 9-13% ในปี 2023-25F (Exhibit 8) และราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2023F) เป็น 35 บาท (จาก 26 บาท) เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” SISB

กำไรเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 42%

เราคาดว่ากำไรเติบโตที่ 68/34/28% ในปี 2023-25F ปัจจัยผลักดันหลักคือ 1) การเติบโตของนักเรียน 23/10/10% 2) การเพิ่มขึ้นของค่าเล่าเรียน 8% ต่อปี จากการขึ้นค่าเล่าเรียนปีละ 5% และการมีสัดส่วนนักเรียนระดับมัธยมที่มีค่าเล่าเรียนสูงเพิ่มขึ้น และ 3) ผลประโยชน์จาก operating leverage ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 54/56/58% เทียบกับ 42-51% ในปี 2019-22 และ 53% ใน 4Q22

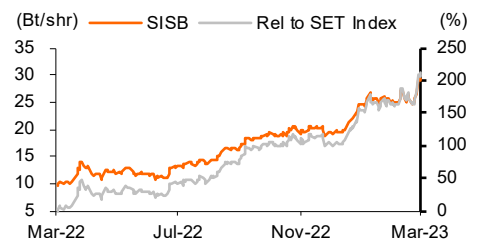
สมควรซื้อขายที่ระดับที่มีพรีเมียม

เรามองว่า SISB เป็นหุ้นที่เติบโต โดยมีกำไรเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 42% ในปี 2023-25F, ให้ ROE ที่ 25-30%, EBITDA margin ที่ 44-48% และสถานะเป็นเงินสดสุทธิ นอกจากนี้ เรายังให้มูลค่าแก่ผู้บริหารสำหรับแนวคิดการเติบโตด้วยกลยุทธ์การเติบโตอย่างต่อเนื่องผ่านการขยายสาขา ดังนั้นการซื้อขายที่ PE ที่ 44 เท่า ในปีนี้ และลดลงเหลือ 33 เท่า ในปีหน้า และ 26 เท่า ในปี 2025F (เทียบกับค่าเฉลี่ย 4 ปีที่ 35 เท่า ในปี 2019-22) จึงเป็นระดับที่รับได้สำหรับเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	1,319	1,777	2,234	2,659
Net profit	369	622	832	1,066
Consensus NP	—	580	794	918
Diff frm cons (%)	—	7.2	4.8	16.1
Norm profit	369	622	832	1,066
Prev. Norm profit	—	573	745	945
Chg frm prev (%)	—	8.5	11.7	12.7
Norm EPS (Bt)	0.4	0.7	0.9	1.1
Norm EPS grw (%)	76.9	68.4	33.8	28.1
Norm PE (x)	74.5	44.2	33.0	25.8
EV/EBITDA (x)	51.0	34.1	26.0	20.4
P/BV (x)	12.0	10.2	8.6	7.2
Div yield (%)	0.6	1.0	1.4	1.7
ROE (%)	17.2	25.0	28.3	30.3
Net D/E (%)	(30.5)	(22.0)	(29.1)	(38.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Mar-23 (Bt)	29.25
Market cap (US\$ m)	802.9
Listed shares (m shares)	940.0
Free float (%)	21.6
Avg daily turnover (US\$ m)	1.4
12M price H/L (Bt)	29.50/9.95
Sector	Professional services
Major shareholder	Mr. Yew Hook Koh 32.8%

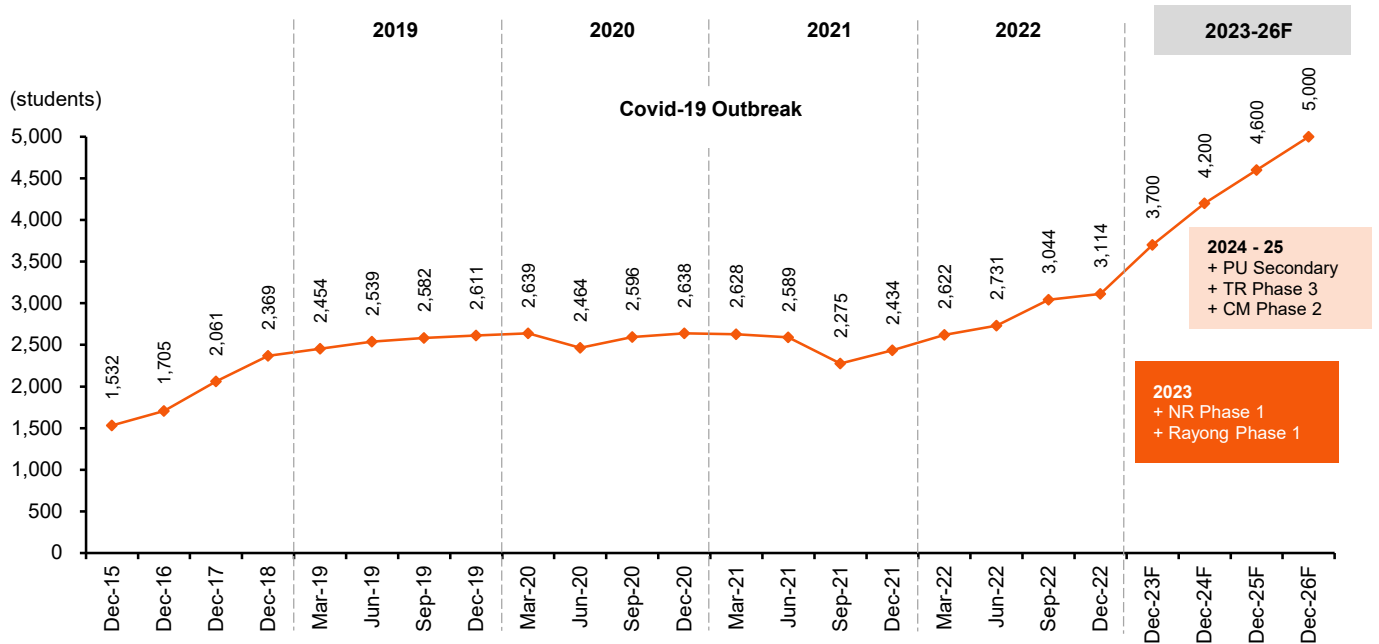
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

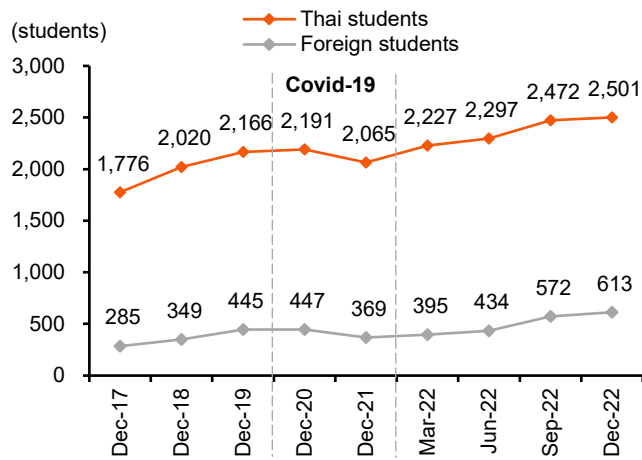


Ex 1: SISB's Student Numbers



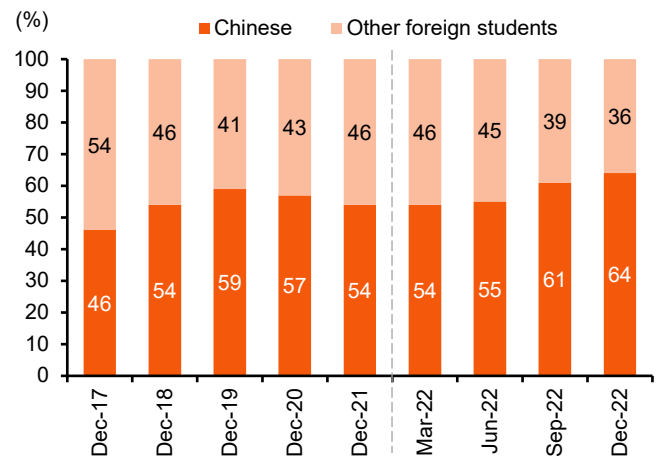
Source: Company data

Ex 2: SISB's Student Numbers By Nationality



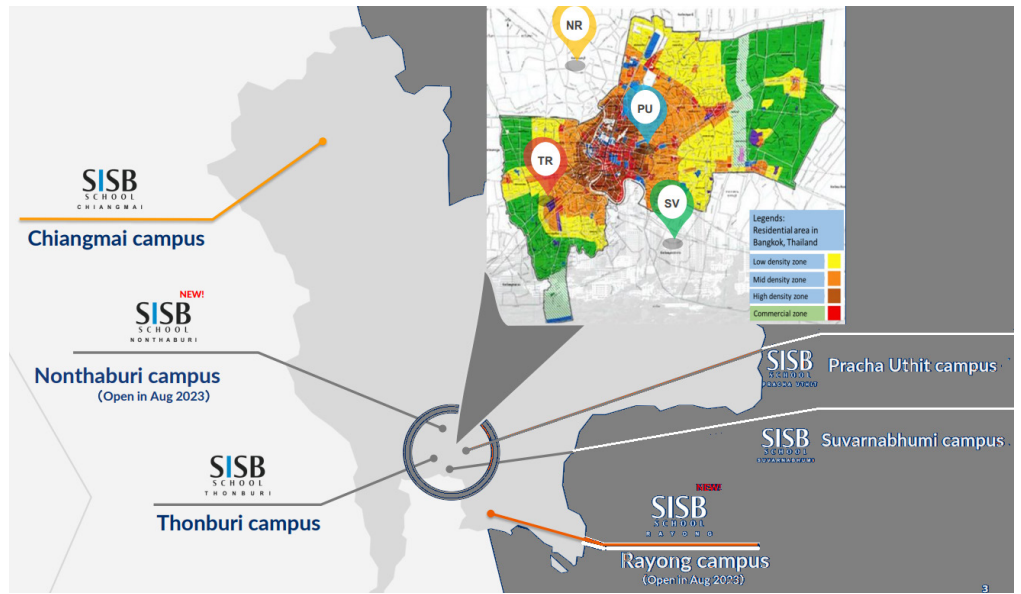
Source: Company data

Ex 3: SISB's Foreign Student Breakdown



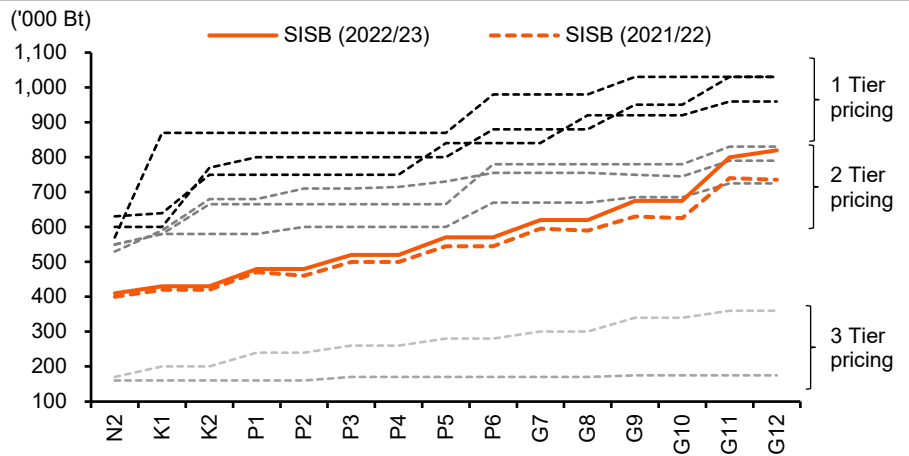
Source: Company data

Ex 4: SISB's School Locations

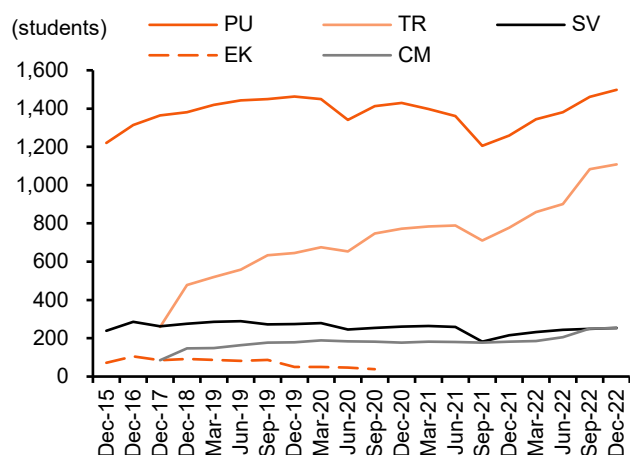


Source: Company data

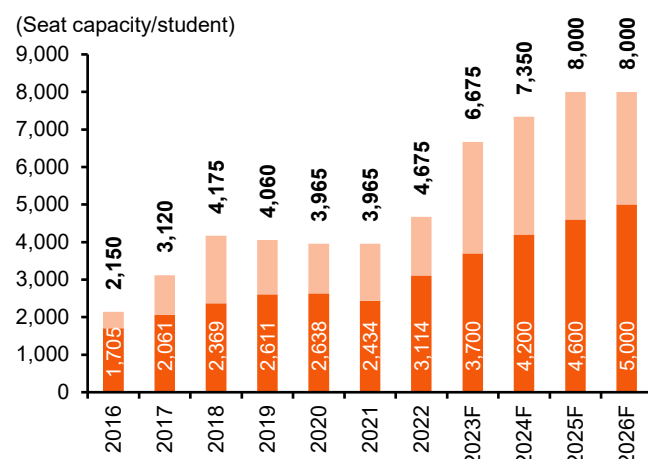
Ex 5: School Fee Comparison



Source: Company data

Ex 6: SISB's Student Numbers By Campus

Sources: Company data

Ex 7: SISB's Capacity

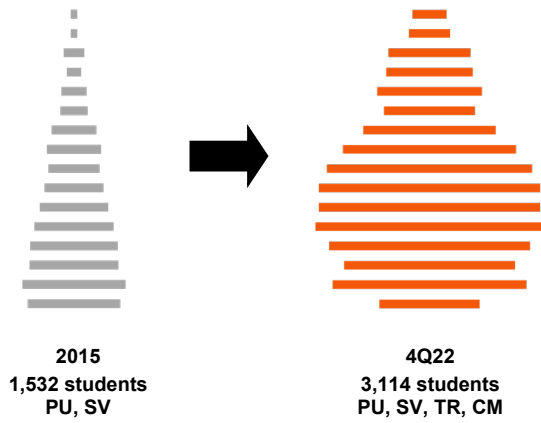
Sources: Company data

Ex 8: Key Assumption Changes

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Students (students)					
New	2,434	3,114	3,819	4,217	4,616
Old			3,822	4,219	4,609
Change (%)			(0.1)	(0.1)	0.1
Seat capacity (seats)					
New	3,965	4,675	6,675	7,300	8,000
Old			6,675	6,675	6,675
Change (pp)			—	9.4	19.9
Tuition fee & service income (Bt/student)					
New	421,633	488,368	527,437	569,632	615,202
Old			523,668	560,325	593,945
Change (pp)			0.7	1.7	3.6
Gross margin (%)					
New	47.1	50.5	54.3	56.1	58.4
Old			53.3	54.2	56.6
Change (pp)			1.0	1.9	1.8
Normalized earnings (Bt m)					
New	209	369	622	832	1,066
Old			573	745	945
Change (%)			8.5	11.7	12.7

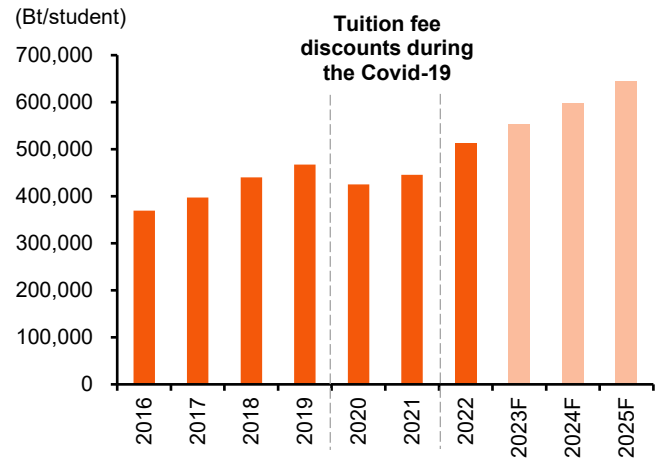
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: SISB's Student Distribution



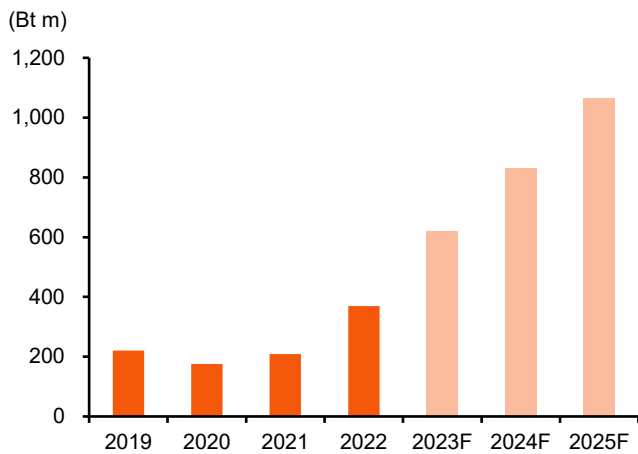
Source: Company data

Ex 10: SISB's Tuition Fees



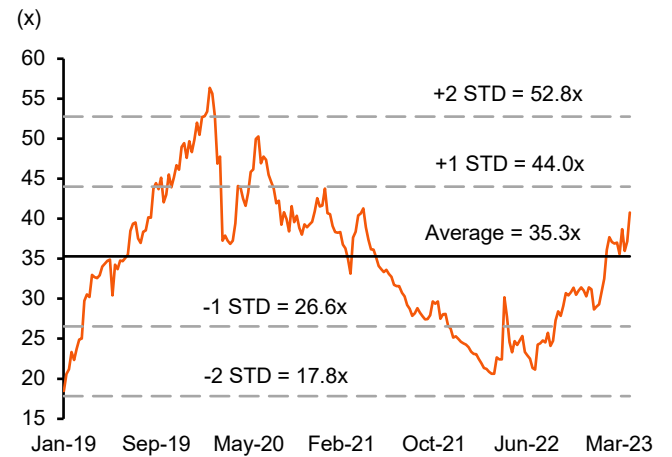
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: SISB's Earnings Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: SISB's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 13: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	789	1,024	1,275	1,573	1,892	2,237	2,582	2,941	3,290	3,651	4,022	—
Free cash flow	238	674	967	1,407	1,723	2,063	2,408	2,616	3,114	3,471	3,841	57,669
PV of free cash flow	238	572	747	997	1,120	1,230	1,317	1,313	1,376	1,400	1,415	19,398
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	8.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	32,547											
Net debt (2022)	(591)											
Minority interest	0											
Equity value	33,138											
# of shares (m)	940											
Target price/share (Bt)	35											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)
NIIT Ltd	NIIT IN	India	(12.4)	34.9	22.6	16.8	2.7	2.4	11.1	9.0	1.8	2.3
China New Higher Edu.	2001 HK	Hong Kong	15.9	13.3	5.0	4.4	1.0	0.9	4.8	4.3	10.4	11.5
Minsheng Education	1569 HK	Hong Kong	94.6	12.8	1.8	1.6	0.3	0.2	1.1	1.1	16.3	18.8
Edvantage Group	382 HK	Hong Kong	15.0	11.6	3.7	3.4	0.7	0.6	3.5	3.1	8.5	9.2
SISB Pcl	SISB TB	Thailand	68.4	33.8	44.2	33.0	10.2	8.6	34.1	26.0	1.0	1.4
Average			48.5	21.3	15.5	11.8	3.0	2.5	10.9	8.7	7.6	8.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 30 Mar-23 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสไอเอสบี จำกัด (มหาชน) (SISB) ให้บริการด้านการศึกษาในประเทศไทย โรงเรียนเปิดสอนวิชาต่างๆ เช่น ภาษา วิทยาศาสตร์ สังคมศึกษา และคณิตศาสตร์ รวมถึง ดนตรี เต้นรำ ศิลปะ และกีฬา และมีเครือข่ายโรงเรียน 4 แห่ง ในกรุงเทพฯ สมุทรปราการ และเชียงใหม่ และมีนักเรียนมากกว่า 2,600 คน ถือเป็นหนึ่งในกลุ่มโรงเรียนที่ใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศไทย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การรับรู้และการรับรู้แบรนด์ที่แข็งแกร่ง
- การประหยัดจากขนาดช่วยให้สามารถเสนอค่าเล่าเรียนในระดับกลางและขยายเครือข่ายได้
- มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ความต้องการโรงเรียนนานาชาติในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น
- โอกาสในการขยายตลาดใน AEC
- การกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ

CONSENSUS COMPARISON

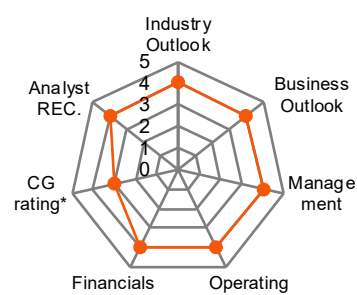
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	28.00	35.00	25%
Net profit 23F (Bt m)	580	622	7%
Net profit 24F (Bt m)	794	832	5%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับปี 2023-24F สูงกว่าของตลาด 5-7% เนื่องจากเราให้สมมติฐานการเพิ่มขึ้นของค่าเล่าเรียนในเชิงรุกมากขึ้นและประโยชน์จาก operating leverage ในปีดังกล่าว
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 25% ตามประมาณการกำไรของเราในระยะยาวที่สูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- โรงแรม 3 ใน 4 แห่ง ตั้งอยู่บนที่ดินที่เช่า ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการต่อสัญญาเช่า
- บุคคลากรครูคือกุญแจสู่ความสำเร็จ ดังนั้นการขาดแคลนครูจึงมีความเสี่ยง

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรง
- แนวโน้มสังคมสูงวัย
- กฎหมายและข้อบังคับในการดำเนินธุรกิจโรงเรียน

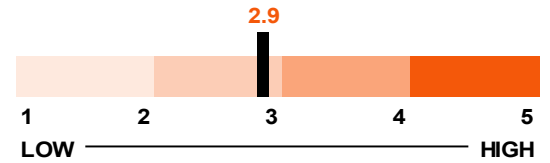
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์เศรษฐกิจที่อ่อนแอในประเทศไทยอาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐานการเติบโตของนักเรียนและค่าเล่าเรียนของเรา
- วิกฤตโควิด-19 ที่ระบาดต่อเนื่องอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐานการเติบโตของนักเรียนและค่าเล่าเรียนของเรา
- หากบริษัทฯ ไม่สามารถเพิ่มค่าเล่าเรียนเพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายครูที่เพิ่มขึ้นได้ จะกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของเรา ดังนั้นจะส่งผลต่อคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา
- เพื่อปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เข้มงวดของรัฐบาล บริษัทฯ อาจต้องเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมซึ่งจะกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น และคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา

Source: Thanachart

SISB มีสาขาโรงเรียน 4 สาขา โดยสามแห่งอยู่ในกรุงเทพฯ และอีกหนึ่งแห่ง (เป็นเจ้าของ 50%) ในจังหวัดเชียงใหม่ ปัจจุบันเป็นโรงเรียนนานาชาติที่ใหญ่เป็นอันดับสองของประเทศไทย โดยมีนักเรียนประมาณ 3,000 คน คะแนน ESG ของเราสำหรับ SISB อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.9 ซึ่งสะท้อนถึงลักษณะของธุรกิจที่ไม่ได้ผลิตก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่ยังคงขาดเป้าหมายและแผนงานที่ชัดเจนเกี่ยวกับประเด็น ESG

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)
SISB	-	-	-	-	-	-	-	-	3.0

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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> การดำเนินธุรกิจโรงเรียนไม่ได้ผลิตก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก ในปี 2021 SISB มีการปล่อย GHG โดยตรงเท่ากับ 226 ตันของเทียบเท่า CO2 และการปล่อยมลพิษทางอ้อม 1,573 ตัน ซึ่งวัดโดย EY Office Limited SISB มีแนวทางที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมในการลดมลพิษ และการประหยัดพลังงาน โดยการปรับปรุงอาคารและสร้างสภาพแวดล้อมการเรียนรู้ โดยการออกแบบอาคารเพื่อให้มีการระบายอากาศที่ดี และการใช้หลอดไฟ LED เพื่อประหยัดค่าใช้จ่ายด้านพลังงาน SISB จัดพื้นที่สีเขียวรอบอาคาร และส่งเสริมให้นักเรียนตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมและมีส่วนร่วมในการรักษาและพัฒนาสิ่งแวดล้อม
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> SISB กล่าวว่าบริษัทฯ มีนโยบายที่จะปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนด้วยความเป็นธรรมและรับรองสภาพแวดล้อมการทำงานที่ปลอดภัย SISB จัดให้มีการฝึกอบรมเพื่อพัฒนาทักษะทางวิชาชีพของพนักงาน นอกจากประกันชีวิตแล้ว ยังมีประกันสุขภาพและประกันอุบัติเหตุสำหรับพนักงานอีกด้วย SISB ได้สนับสนุนการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างต่อเนื่อง โดยจัดโครงการเพื่อสังคมและสาธารณประโยชน์ เช่น การสอนภาษาอังกฤษ และการบริจาคคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์ไอที ชุดทดสอบโควิด-19 เป็นต้น
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> เราเชื่อว่า SISB มีโครงสร้างคณะกรรมการ (BOD) ที่ดี โดยมีคณะกรรมการ 8 คน ซึ่งเรามองว่าเป็นขนาดที่เหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ประธานเป็นกรรมการอิสระ ในจำนวนสมาชิกแปดคน 4 คน เป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิง 3 คน มีกรรมการ 2 ที่ถือหุ้นมากกว่า 25% ใน SISB อย่างไรก็ตาม SISB ได้แต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อตรวจสอบ ทบทวน และถ่วงดุลธุรกรรมต่างๆ เพื่อให้เกิดความโปร่งใส และไม่มีผลประโยชน์ขัดกัน SISB ได้ว่าจ้างบริษัท P&L Internal Audit Limited ซึ่งเป็นผู้ให้บริการภายนอก เพื่อตรวจสอบระบบการควบคุมภายใน ขณะที่ EY Company Limited ผู้ตรวจสอบบัญชีของกลุ่มไม่มีข้อสงสัยใดๆ เกี่ยวกับระบบควบคุมภายในของบริษัท

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	1,055	1,319	1,777	2,234	2,659
Cost of sales	558	653	813	982	1,106
Gross profit	496	666	965	1,253	1,553
% gross margin	47.1%	50.5%	54.3%	56.1%	58.4%
Selling & administration expenses	279	301	355	436	505
Operating profit	218	365	609	817	1,048
% operating margin	20.7%	27.7%	34.3%	36.6%	39.4%
Depreciation & amortization	152	161	180	207	228
EBITDA	370	526	789	1,024	1,275
% EBITDA margin	35.0%	39.8%	44.4%	45.8%	48.0%
Non-operating income	20	25	35	35	35
Non-operating expenses	(5)	0	0	0	0
Interest expense	(26)	(25)	(29)	(26)	(22)
Pre-tax profit	208	365	615	826	1,060
Income tax	0	1	3	4	5
After-tax profit	208	364	612	822	1,055
% net margin	19.7%	27.6%	34.4%	36.8%	39.7%
Shares in affiliates' Earnings	1	5	10	11	11
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	209	369	622	832	1,066
Normalized profit	209	369	622	832	1,066
EPS (Bt)	0.2	0.4	0.7	0.9	1.1
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.4	0.7	0.9	1.1

*We expect strong earnings in 2023-25F...
...on strong demand, capacity expansion, and operating leverage benefits*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	863	926	1,006	1,221	1,802
Cash & cash equivalent	764	810	850	1,025	1,570
Account receivables	78	93	126	158	188
Inventories	8	7	9	11	12
Others	12	15	21	26	31
Investments & loans	55	60	60	60	60
Net fixed assets	1,999	2,493	2,863	3,007	3,079
Other assets	417	435	482	519	555
Total assets	3,334	3,914	4,411	4,807	5,497
LIABILITIES:					
Current liabilities:	635	859	934	936	971
Account payables	84	149	185	223	252
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	18	23	54	20	20
Others current liabilities	533	687	695	693	699
Total LT debt	58	89	205	76	76
Others LT liabilities	626	677	582	599	615
Total liabilities	1,319	1,625	1,721	1,612	1,662
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	470	470	470	470	470
Share premium	1,128	1,128	1,128	1,128	1,128
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	416	692	1,093	1,598	2,236
Shareholders' equity	2,014	2,290	2,691	3,196	3,834
Liabilities & equity	3,334	3,914	4,411	4,807	5,497

SISB's balance sheet looks solid and it is in a net-cash position

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	208	365	615	826	1,060
Tax paid	(0)	(0)	(3)	(4)	(5)
Depreciation & amortization	152	161	180	207	228
Chg In working capital	5	50	2	4	(3)
Chg In other CA & CL / minorities	21	181	13	3	13
Cash flow from operations	386	756	807	1,035	1,292
Capex	(595)	(655)	(550)	(350)	(300)
Right of use	(6)	14	(5)	(5)	(5)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1)	(5)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	43	(6)	(137)	(16)	(14)
Cash flow from investments	(558)	(652)	(692)	(371)	(319)
Debt financing	(0)	35	147	(162)	(0)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(71)	(94)	(221)	(327)	(427)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	(72)	(59)	(74)	(489)	(427)
Free cash flow	(209)	102	257	685	992

We factor in Bt1.2bn of capex over 2023-25F mainly for the capacity expansions

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	131.7	74.5	44.2	33.0	25.8
Normalized PE - at target price (x)	157.6	89.1	52.9	39.5	30.9
PE (x)	131.7	74.5	44.2	33.0	25.8
PE - at target price (x)	157.6	89.1	52.9	39.5	30.9
EV/EBITDA (x)	72.5	51.0	34.1	26.0	20.4
EV/EBITDA - at target price (x)	87.2	61.3	40.9	31.2	24.6
P/BV (x)	13.6	12.0	10.2	8.6	7.2
P/BV - at target price (x)	16.3	14.4	12.2	10.3	8.6
P/CFO (x)	71.3	36.4	34.1	26.6	21.3
Price/sales (x)	26.1	20.8	15.5	12.3	10.3
Dividend yield (%)	0.3	0.6	1.0	1.4	1.7
FCF Yield (%)	(0.8)	0.4	0.9	2.5	3.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.4	0.7	0.9	1.1
EPS	0.2	0.4	0.7	0.9	1.1
DPS	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
BV/share	2.1	2.4	2.9	3.4	4.1
CFO/share	0.4	0.8	0.9	1.1	1.4
FCF/share	(0.2)	0.1	0.3	0.7	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Given its solid fundamentals, SISB deserves a premium valuation, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	0.6	25.1	34.7	25.7	19.0
Net profit (%)	30.5	76.9	68.4	33.8	28.1
EPS (%)	30.5	76.9	68.4	33.8	28.1
Normalized profit (%)	19.2	76.9	68.4	33.8	28.1
Normalized EPS (%)	19.2	76.9	68.4	33.8	28.1
Dividend payout ratio (%)	45.0	43.9	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	47.1	50.5	54.3	56.1	58.4
Operating margin (%)	20.7	27.7	34.3	36.6	39.4
EBITDA margin (%)	35.0	39.8	44.4	45.8	48.0
Net margin (%)	19.7	27.6	34.4	36.8	39.7
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	8.5	14.4	20.8	31.2	46.8
Interest coverage - EBITDA (x)	14.5	20.8	27.0	39.1	57.0
ROA - using norm profit (%)	6.4	10.2	14.9	18.1	20.7
ROE - using norm profit (%)	10.7	17.2	25.0	28.3	30.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.7	16.9	24.6	27.9	30.0
- asset turnover (x)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
- operating margin (%)	22.2	29.6	36.2	38.1	40.7
- leverage (x)	1.7	1.7	1.7	1.6	1.5
- interest burden (%)	89.1	93.5	95.5	96.9	97.9
- tax burden (%)	99.9	99.7	99.5	99.5	99.5
WACC (%)	#N/A	8.5	8.5	8.5	9.0
ROIC (%)	23.0	27.4	38.1	38.7	46.0
NOPAT (Bt m)	218	364	606	813	1,042
invested capital (Bt m)	1,327	1,592	2,099	2,267	2,360

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SET THSI Index (SETTHSI)

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

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

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

Arabesque S-Ray®

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

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

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK 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.

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

General Disclaimers And Disclosures:

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued 48 Derivative Warrants which are ADVANC16C2307A, AOT16C2305A, BANPU16C2303A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BH16C2303A, BH16C2304A, BYD16C2306A, CBG16C2305A, COM716C2305A, CPALL16C2306A, CPALL16C2307A, CPN16C2303A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, EA16C2305A, EA16C2306A, ESSO16C2303A, GULF16C2306A, HANA16C2303A, HANA16C2307A, JMART16C2303A, JMT16C2305A, JMT16C2306A, JMT16C2306B, KBANK16C2304A, KBANK16C2306A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2303A, KCE16C2305A, KCE16C2306A, KTB16C2303A, MTC16C2306A, NEX16C2306A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SCGP16C2303A, SET5016C2306A, SET5016C2306B, SET5016C2306C, SET5016C2306D, SET5016P2306A, SET5016P2306B (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BH, BH, BYD, CBG, COM7, CPALL, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MTC, NEX, PTTEP, RCL, SAWAD, SCGP, SET50). before making investment decisions.

Note: Our major shareholder TCAP (Thanachart Capital Pcl) which holding 89.96% of Thanachart Securities and also TCAP holding 100% of Thanachart SPV1 Co. Ltd. TCAP and Thanachart SPV1 Co. Ltd has stake in THANI for 60% and being the major shareholder of THANI.

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 24.33% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities**Investment Banking Relationship**

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: The One Enterprise Pcl. (ONEE TB)

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research, Strategy
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities
Tel: 662-483-8296
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Quantitative
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Yupapan Polpornprasert

Energy, Petrochemical
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiyapittayarut

Property, Retail
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Finance
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th