BUY (From Unchanged) | **TP: Bt 59.00** (From: Bt 64.00)

Change in Numbers | **Upside : 32.6%** | **13 JULY 2023**

Small Cap Research

Central Plaza Hotel (CENTEL TB)

ความเสี่ยงจากการขึ้นค่าแรง

SIRIPORN ARUNOTHAI
662 – 779 9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เนื่องจากนโยบายการปรับขึ้นค่าแรงที่เป็นไปได้ของรัฐบาลชุดใหม่ เราจึงรวมความเสี่ยงในประมาณการของ CENTEL เมื่อรวมกับต้นทุนการเช่าที่สูงขึ้นของรีสอร์ตหลักแห่งหนึ่ง เราจึงปรับลดกำไรของ CENTEL ลง 6-8% ในปี 2023-25F แต่เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" โดยคาดว่า CENTEL จะยังคงสร้างกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งที่ 336/30/57% ในปี 2023-25F

รวมการขึ้นค่าแรง

เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่นโยบายการปรับขึ้นค่าแรงของรัฐบาลกำลังจะมีขึ้น เราจึงตัดสินใจรวมการปรับเพิ่มค่าแรง 10% ต่อปี ในปี 2024-25F ในประมาณการของเราสำหรับ CENTEL เมื่อรวมกับค่าเช่าที่สูงขึ้นจากการต่อสัญญาเช่าของ Centara Grand Beach Resort & Villas Hua Hin ซึ่งเริ่มตั้งแต่กลางเดือนพฤษภาคม 2023 เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ CENTEL ลง 6-8% ในปี 2023-25F ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2023F) ลดลงเหลือ 59 บาท จาก 64 บาท อย่างไรก็ตาม เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" และยังคงชอบ CENTEL เนื่องจากเป็นธุรกิจท่องเที่ยวที่มีคุณภาพซึ่งอยู่ในช่วงกลางของวงจรการฟื้นตัว ด้วยคาดว่า EPS จะเติบโต 336/30/14% ในปี 2023-25F ราคาหุ้นปรับตัวลงลงแล้ว 23% จากจุดสูงสุดของปีนี้

กำไรแตะระดับปี 2019 ในปี 2023F

เราคาดว่ากำไรของ CENTEL ในปีนี้จะกลับไปที่ระดับปี 2019 ที่ 1.7 พันลบ. แม้เราคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวที่มาถึงที่ 28 ล้านคน เทียบกับ 40 ล้านคน ในปี 2019 อัตราการเข้าพัก (OR) ของ CENTEL ยังต่ำกว่าระดับปี 2019 แต่อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) แซงหน้าปี 2019 แล้ว เราคาดว่า OR อยู่ที่ 72/76/78% ในปี 2023-25F เทียบกับ 75% ในปี 2019 และ ARR ที่ 5,185/5,567/6,087 บาท ในปี 2023-25F เทียบกับ 4,477 บาท ในปี 2019 ด้านธุรกิจอาหาร แม้ยอดขายต่อสาขาจะไม่กลับไปที่ระดับปี 2019 แต่การขยายสาขากำลังหนุนยอดขายปีนี้ให้สูงกว่าปี 2019 เราคาดว่าการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของธุรกิจอาหารอยู่ที่ 7/4/2% ในปี 2023-25F และการขยายสาขาที่ 9/5/3% เป็น 1,746 สาขา ในปี 2025F เทียบกับ 1,064 สาขา ในปี 2019 เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ CENTEL อยู่ที่ 43.1/44.5/45.9% ในปี 2023-25F เทียบกับ 41.2% ในปี 2019 จากการควบคุมต้นทุนและผลประโยชน์จาก operating leverage

แข็งแกร่งใน 2Q23F

เราคาดว่ากำไรปกติ 2Q23F ของ CENTEL อยู่ที่ 288 ลบ. พลิกจากกำไร 22 ลบ. ใน 2Q22 แต่ลดลง 54% q-q กำไรเติบโตแข็งแกร่ง y-y จากทั้งธุรกิจโรงแรมและอาหาร การลดลง q-q เกิดจากเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของธุรกิจโรงแรม เราคาดว่า OR ของ CENTEL อยู่ที่ 65% ใน 2Q23F เทียบกับ 46% ใน 2Q และ 77% ใน 1Q23 ARR ใน 2Q23F อยู่ที่ 4,314 บาท/คืน เพิ่มขึ้น 2% y-y แต่ลดลง 17% q-q RevPar เพิ่มขึ้น 44% y-y แต่ลดลง 31% q-q เป็น 2,792 บาท/คืน การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของธุรกิจอาหารอยู่ที่ราว 4% ใน 2Q23

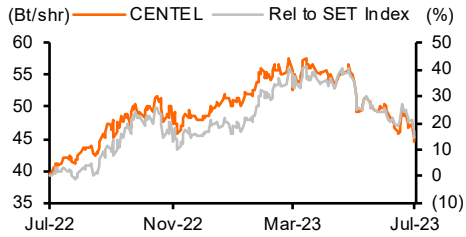
การลงทุนใหม่มีความเสี่ยงต่ำ

CENTEL เปิดเซ็นทาราแกรนด์โอซาก้าในต้นเดือนนี้ รีสอร์ทอีกสองแห่งในมัลดีฟส์ ได้แก่ เซ็นทารามิราจ และเซ็นทาราแกรนด์ จะเปิดให้บริการใน 4Q24 และ 1Q25 CENTEL กำลังพิจารณาสร้าง Centara Reserve ใหม่ในมัลดีฟส์ ค่าใช้จ่ายในการลงทุนทั้งหมดสำหรับการลงทุนใหม่ (ยังไม่รวม Centara Reserve) และการปรับปรุงโรงแรมและธุรกิจอาหารตั้งเป้าไว้ที่ 4.5/6.0/4.0 พันลบ. ในปี 2023-25F เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (GIBD/E) ของ CENTEL ที่ 0.8/0.9/0.7 เท่า ในปี 2023-25F เทียบกับ debt covenant ที่ 2.0 เท่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	17,502	22,671	25,339	28,058
Net profit	398	1,735	2,260	2,579
Consensus NP	—	1,790	2,486	2,871
Diff frm cons (%)	—	*(3.0)*	*(9.1)*	*(10.2)*
Norm profit	398	1,735	2,260	2,579
Prev. Norm profit	—	1,838	2,461	2,792
Chg frm prev (%)	—	*(5.6)*	*(8.2)*	*(7.6)*
Norm EPS (Bt)	0.3	1.3	1.7	1.9
Norm EPS grw (%)	na	335.9	30.2	14.1
Norm PE (x)	150.9	34.6	26.6	23.3
EV/EBITDA (x)	19.2	16.8	14.1	12.2
P/BV (x)	3.2	3.0	2.8	2.6
Div yield (%)	0.0	0.6	1.1	1.7
ROE (%)	2.2	9.0	10.8	11.4
Net D/E (%)	61.4	71.5	78.6	71.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 13-Jul-23 (Bt)	44.50
Market Cap (US$ m)	1,737.2
Listed Shares (m shares)	1,350.0
Free Float (%)	76.3
Avg Daily Turnover (US$ m)	5.0
12M Price H/L (Bt)	57.50/39.75
Sector	Tourism
Major Shareholder	Chirathivat family 62%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Thanachart Securities

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Gross margin (%)							
- New	41.2	31.5	32.1	40.0	43.1	44.5	45.9
- Old					43.6	45.4	46.9
- Change (ppt)					*(0.5)*	*(0.9)*	*(1.0)*
Normalized profit (Bt m)							
- New	1,722	(1,550)	(1,733)	398	1,735	2,260	2,579
- Old					1,838	2,461	2,792
- Change (%)					*(5.6)*	*(8.2)*	*(7.6)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

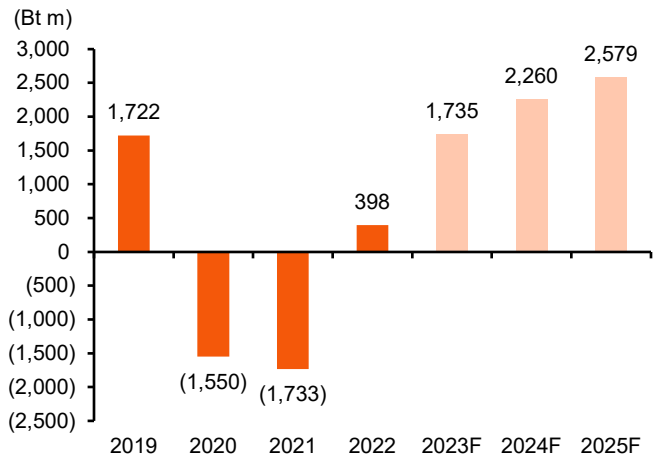
Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	3,838	4,736	5,607	6,275	6,761	7,119	7,449	7,778	8,108	8,443	8,789	9,137	—
Free cash flow	(766)	(1,933)	1,700	2,285	3,737	4,857	5,750	6,319	6,929	7,242	7,564	7,891	150,440
PV of free cash flow	(764)	(1,698)	1,391	1,748	2,675	3,251	3,599	3,700	3,659	3,562	3,466	3,368	64,205

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.0
WACC (%)	6.7
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	92,161
Net debt (2022)	11,603
Minority interest	373
Equity value	80,185
# of shares	1,350
Target price/share (Bt)	**59.00**

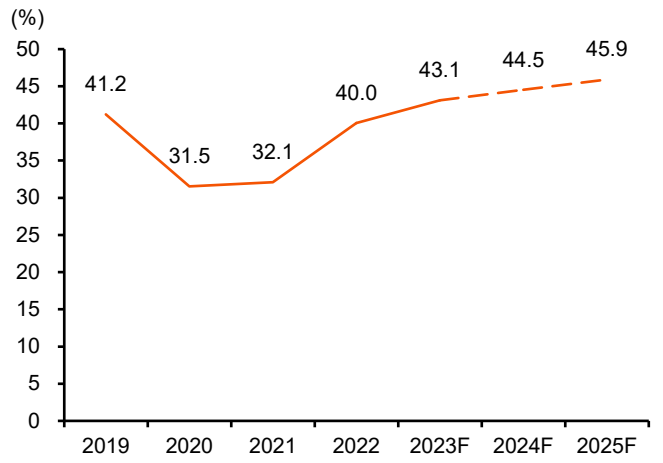
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Turnaround



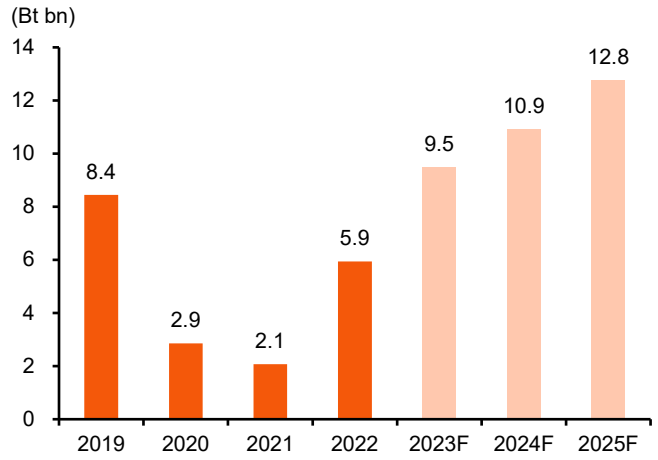
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Gross Margin



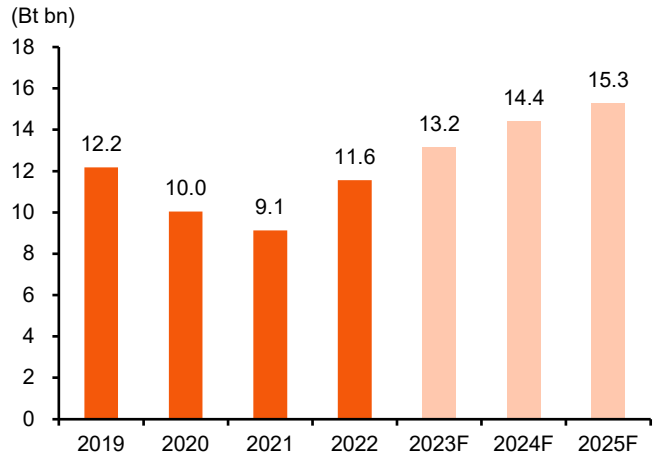
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Hotel Business' Revenue



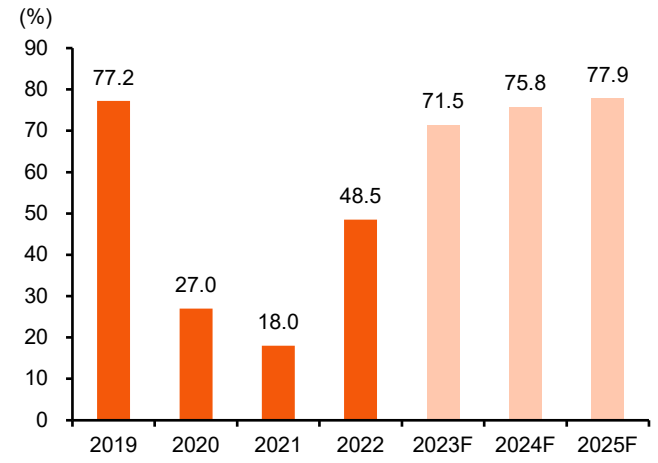
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Food Business' Revenue



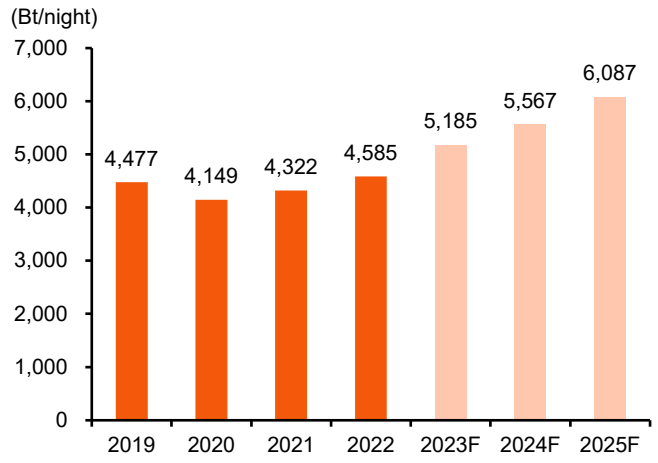
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: CENTEL's Occupancy Rate



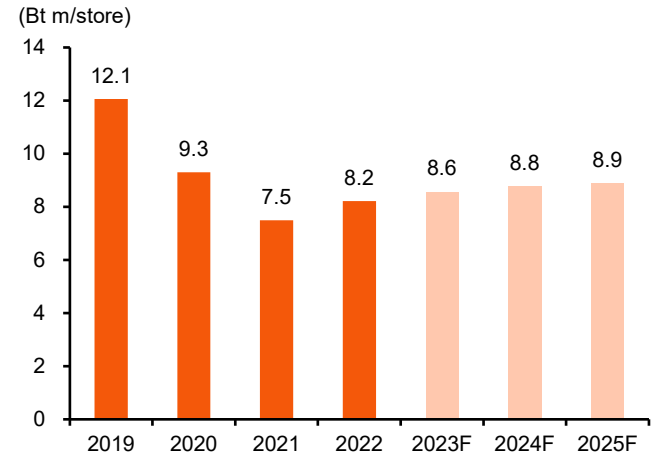
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: CENTEL's Average Room Rate



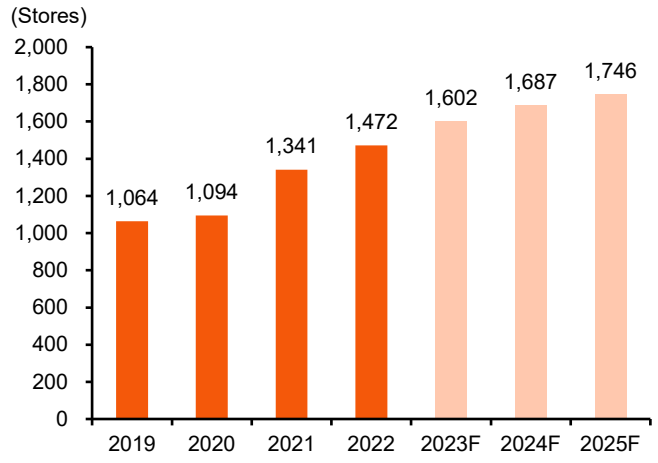
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Sales Per Store



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Number Of Food Outlets



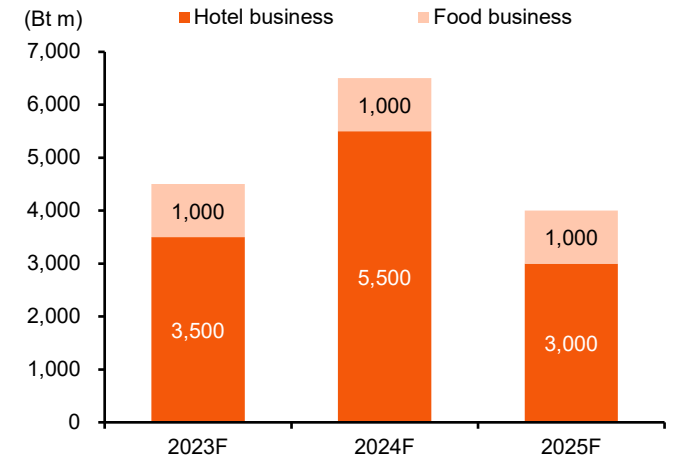
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 2Q23F Occupancy Rate, Average Room Rate, RevPar, And SSSG

	2Q22	1Q23	2Q23F	% Change y-y	% Change q-q
Occupancy rate (%)					
Thailand	45	76	65	*20 ppt*	*-11 ppt*
Maldives	66	89	56	*-10 ppt*	*-33 ppt*
Total portfolio	**46**	**77**	**65**	***19 ppt***	***-12 ppt***
Average room rate (Bt/room/night)					
Thailand	3,410	4,461	3,901	*14%*	*-13%*
Maldives	13,647	16,151	12,361	*-9%*	*-23%*
Total portfolio	**4,244**	**5,223**	**4,314**	***2%***	***-17%***
RevPar (Bt/room/night)					
Thailand	1,519	3,407	2,545	*68%*	*-25%*
Maldives	8,969	14,295	6,896	*-23%*	*-52%*
Total portfolio	**1,942**	**4,025**	**2,792**	***44%***	***-31%***
Food's SSSG	**19**	**8**	**4**		

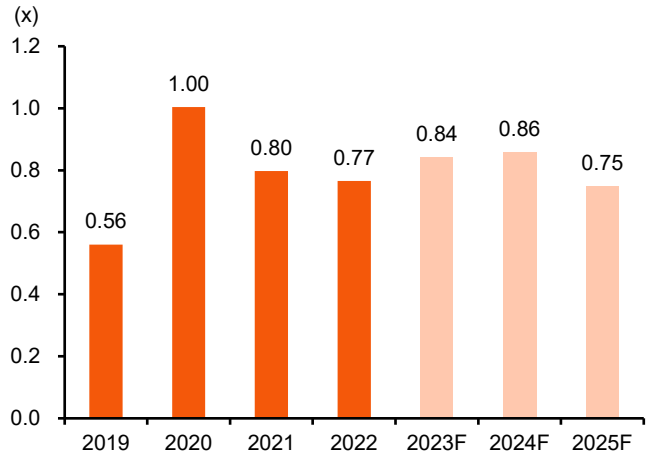
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: CENTEL's Capex



Source: Thanachart estimates

Ex 13: Gross Interest-Bearing Debt To Equity



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth 23F (%)	EPS growth 24F (%)	PE 23F (x)	PE 24F (x)	P/BV 23F (x)	P/BV 24F (x)	EV/EBITDA 23F (x)	EV/EBITDA 24F (x)	Div yield 23F (%)	Div yield 24F (%)
Accor SA	AC FP	France	11.2	15.3	19.9	17.3	1.7	1.7	11.6	10.6	2.9	3.1
Indian Hotels	IH IN	India	(8.2)	35.0	59.8	44.3	7.0	6.1	32.0	27.2	0.2	0.4
Resorttrust	4681 JP	Japan	(15.2)	(13.0)	15.8	18.2	2.0	1.8	10.9	8.4	2.1	2.3
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	na	39.7	21.0	15.0	4.3	3.4	12.2	9.7	0.3	0.4
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	15.2	na	16.4	11.6	1.9	1.7	7.3	6.7	1.2	3.1
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	na	71.4	223.9	130.6	7.2	6.9	16.8	13.6	0.1	0.3
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	13.8	19.9	17.5	na	na	13.4	12.4	2.3	2.6
Marriott International	MAR US	US	14.4	9.5	22.8	20.9	na	na	15.1	14.4	0.9	1.0
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	29.0	12.5	25.7	22.8	na	na	16.3	15.3	0.4	0.5
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	na	90.9	80.7	42.3	1.7	1.6	36.7	25.8	0.4	0.7
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	335.9	30.2	34.6	26.6	3.0	2.8	16.8	14.1	0.6	1.1
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	na	29.0	36.8	28.5	3.3	2.7	14.8	12.3	0.6	1.1
Minor International	MINT TB*	Thailand	512.0	47.2	45.6	31.0	2.2	2.0	8.9	8.4	0.6	1.0
Average			**111.8**	**31.8**	**47.9**	**32.8**	**3.4**	**3.1**	**16.4**	**13.8**	**1.0**	**1.3**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 13 Jul 23 closing prices

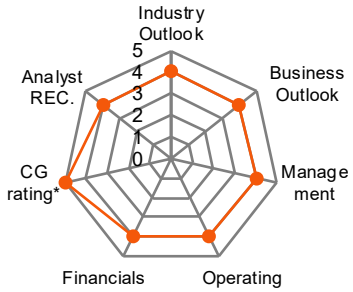
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน) (CENTEL) เป็นเจ้าของและดำเนินธุรกิจโรงแรมในประเทศไทย และต่างประเทศ ภายใต้แบรนด์ของตัวเอง Centara Grand, Centara, Centra และ COSI นอกจากนี้ CENTEL ยังบริหารโรงแรมทั่วประเทศและต่างประเทศอีกด้วย บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจแฟรนไชส์ร้านอาหาร รวมทั้งแบรนด์สำคัญ เช่น KFC, Mister Donut, Auntie Anne's และ Ottoya

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นเจ้าของแบรนด์โรงแรมในประเทศไทยที่มีชื่อเสียง เช่น Centara Grand, Centara, Centra และ COSI
- ธุรกิจอาหารของ CENTEL เป็นร้านอาหารจานด่วน ที่มีราคาไม่แพง และเป็นแบรนด์ชั้นนำในแต่ละประเภท
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

W — Weakness

- พึ่งพาอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- อุปทานโรงแรมหรูล้นตลาดในประเทศไทย
- พึ่งพิงการบริโภคในประเทศ

O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในประเทศไทย และประเทศอื่นๆทั่วโลก ที่มีการท่องเที่ยวเติบโตสูง

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดล็อคการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	58.16	59.00	1%
Net profit 23F (Bt m)	1,790	1,735	-3%
Net profit 24F (Bt m)	2,486	2,260	-9%
Consensus REC	**BUY: 9**	**HOLD: 10**	**SELL: 2**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2023-24F ของเราต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ เนื่องจากมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นของเราต่ออัตรากำไรของโรงแรมในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองเชิงรุกต่ออุตสาหกรรมโรงแรมไทยในระยะยาว ราคาเป้าหมายของเราจึงสอดคล้องกับของตลาดคาดการณ์ไว้

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

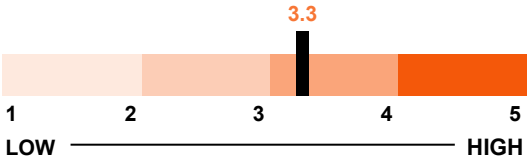
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลลบต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CENTEL ดำเนินธุรกิจโรงแรมภายใต้แบรนด์เซ็นทาราแกรนด์ เซ็นทารา และ COSI นอกจากนี้ยังมีธุรกิจอาหาร เช่น แฟรนไชส์แบรนด์ KFC, Mister Donut, Auntie Anne's และ Ootoya เราให้คะแนน ESG ในระดับที่ดีที่ 3.3 สำหรับ CENTEL เนื่องจากให้ความสำคัญต่อประเด็น ESG อย่างเหมาะสม ด้วยมีเป้าหมายในการปรับปรุงด้านต่าง ๆ อย่างไรก็ตาม เรามองว่ายังมีโอกาสที่จะปรับปรุงมากขึ้นไปอีก

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)
CENTEL	YES	YES	-	-	57.59	77.43	48.00	-	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 "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ CENTEL บริหารห้องพักโรงแรมทั้งหมด 5,051 ห้อง โดยดำเนินธุรกิจหลักในประเทศไทย ต่างประเทศอยู่ในมัลดีฟส์ รายได้ประมาณ 64% ในปี 2022 มาจากธุรกิจอาหาร ▪ CENTEL เพิ่งประกาศพันธสัญญาใหม่เพื่อความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อม ด้วยแผนงาน 10 ปี (2020-2029) ในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 20% จากปี 2019 โดยตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 50% เมื่อเทียบกับปี 2019 ในปี 2030 และมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมาย Net Zero ภายในปี 2050 ▪ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายเหล่านี้ CENTEL กำลังดำเนินโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ ติดตั้งระบบมาตรวัดย่อยสำหรับการจัดการน้ำและไฟฟ้า ปลูกต้นไม้ 200,000 ต้น เพื่อดูดซับก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ และทำโครงการพิเศษอื่นๆ ▪ ภายในปี 2025 บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะให้โรงแรมทั้งหมดได้รับการรับรองมาตรฐานความยั่งยืนระดับสากล และเพื่อกำจัดพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้งออกจากการเดินทางทางความคิดของลูกค้า (guest journey) ทั้งหมด
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ CENTEL ยึดมั่นในหลักสิทธิมนุษยชนที่เคารพในศักดิ์ศรีและความเท่าเทียมกันของมนุษย์ บริษัทฯ ได้ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง และหลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชน (UNGPs) ▪ ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับเกี่ยวกับอาชีวอนามัยและความปลอดภัยในสถานที่ทำงานอย่างเต็มที่สำหรับพนักงานและลูกค้า มีการทบทวนและประเมินผลด้านความปลอดภัยและสุขภาพเป็นประจำ เช่น อุบัติเหตุระหว่างการทำงาน และการเจ็บป่วยที่เกิดจากขั้นตอนการทำงานที่ไม่เหมาะสม ▪ CENTEL บริจาคปลอกหมอนและอาหารให้กับชุมชนในช่วงการระบาดของโควิด นอกจากนี้ยังมอบทุนการศึกษาให้กับนักเรียน การจ้างงานคนพิการ ฯลฯ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ คณะกรรมการบริษัทของ CENTEL มีจำนวนสมาชิก 14 คน และ 5 คน เป็นผู้หญิง สมาชิกคณะกรรมการมีคุณสมบัติ ทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถที่หลากหลาย ▪ CENTEL ส่งเสริมการพัฒนาความรู้ระหว่างพนักงานด้วยการจัดอบรมภายในเกี่ยวกับธุรกิจโรงแรมและอาหาร นอกจากนี้ยังจัดอบรมภายนอกเพื่อแลกเปลี่ยนความคิดเห็นและประสบการณ์เกี่ยวกับการพัฒนาที่ยั่งยืน ▪ CENTEL มุ่งเน้นที่การบริหารจัดการความเสี่ยงเพื่อให้มั่นใจว่าจะสามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างมั่นคงและเติบโตอย่างยั่งยืน ▪ ธุรกิจโรงแรมของ CENTEL ให้ความสำคัญกับการนำโซลูชันดิจิทัลมาประยุกต์ใช้ในการให้บริการแก่ลูกค้าเพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพการบริการลูกค้า เช่น Guest Digital Solution, Pre Check-in Service Mobile System, เป็นต้น สำหรับธุรกิจอาหาร CENTEL ได้นำเทคโนโลยีใหม่มาใช้ เช่น QR Ordering, Food Delivery Robots, e Coupon System, ฯลฯ

Sources: Thanachart, Company data

Hotel and food businesses set to drive the top line in 2023-25F

Focusing more on the hotel management business

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	11,211	17,502	22,671	25,339	28,058
Cost of sales	7,613	10,494	12,899	14,059	15,175
Gross profit	**3,598**	**7,008**	**9,772**	**11,280**	**12,883**
% gross margin	32.1%	40.0%	43.1%	44.5%	45.9%
Selling & administration expenses	5,075	6,400	7,640	8,489	9,399
Operating profit	**(1,477)**	**608**	**2,131**	**2,791**	**3,484**
% operating margin	-13.2%	3.5%	9.4%	11.0%	12.4%
Depreciation & amortization	3,167	3,133	2,322	2,708	2,887
EBITDA	**1,690**	**3,741**	**4,454**	**5,499**	**6,370**
% EBITDA margin	15.1%	21.4%	19.6%	21.7%	22.7%
Non-operating income	424	714	818	816	819
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(718)	(726)	(773)	(902)	(949)
Pre-tax profit	**(1,771)**	**596**	**2,177**	**2,705**	**3,354**
Income tax	(78)	138	218	325	671
After-tax profit	**(1,693)**	**458**	**1,959**	**2,380**	**2,683**
% net margin	-15.1%	2.6%	8.6%	9.4%	9.6%
Shares in affiliates' Earnings	(64)	(44)	(84)	53	101
Minority interests	24	(16)	(140)	(173)	(206)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
NET PROFIT	**(1,733)**	**398**	**1,735**	**2,260**	**2,579**
Normalized profit	**(1,733)**	**398**	**1,735**	**2,260**	**2,579**
EPS (Bt)	(1.3)	0.3	1.3	1.7	1.9
Normalized EPS (Bt)	(1.3)	0.3	1.3	1.7	1.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	5,732	6,315	6,482	5,316	4,357
Cash & cash equivalent	3,855	3,791	3,654	2,654	1,654
Account receivables	801	1,227	1,242	1,041	1,153
Inventories	748	1,024	1,237	1,233	1,123
Others	328	273	349	388	428
Investments & loans	500	486	486	486	486
Net fixed assets	29,875	29,215	32,009	36,564	38,440
Other assets	12,484	12,150	17,614	17,037	16,465
Total assets	**48,593**	**48,166**	**56,591**	**59,403**	**59,750**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	9,664	11,167	10,254	10,184	10,015
Account payables	2,669	3,460	3,534	3,082	3,326
Bank overdraft & ST loans	1,970	818	976	1,081	1,020
Current LT debt	3,114	5,221	3,480	3,854	3,634
Others current liabilities	1,911	1,668	2,263	2,167	2,036
Total LT debt	**10,587**	**9,355**	**13,920**	**15,416**	**14,534**
Others LT liabilities	9,910	8,753	11,825	11,290	10,758
Total liabilities	**30,161**	**29,275**	**35,999**	**36,890**	**35,307**
Minority interest	355	373	513	686	892
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
Share premium	970	970	970	970	970
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	9,949	9,992	9,992	9,992	9,992
Retained earnings	**5,808**	**6,206**	**7,768**	**9,515**	**11,239**
Shareholders' equity	18,076	18,518	20,080	21,827	23,551
Liabilities & equity	**48,593**	**48,166**	**56,591**	**59,403**	**59,750**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving cash flow from operations

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	(1,771)	596	2,177	2,705	3,354
Tax paid	94	(61)	(234)	(291)	(672)
Depreciation & amortization	3,167	3,133	2,322	2,708	2,887
Chg In working capital	543	88	(154)	(247)	243
Chg In other CA & CL / minorities	(301)	(292)	451	(116)	(68)
Cash flow from operations	**1,732**	**3,464**	**4,563**	**4,758**	**5,743**
Capex	(13,950)	(935)	(4,500)	(6,500)	(4,000)
Right of use	281	(328)	(5,900)	(0)	0
ST loans & investments	0	(15)	0	0	0
LT loans & investments	13	14	0	0	0
Adj for asset revaluation	9,887	44	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,114)	(2,031)	2,891	(721)	(724)
Cash flow from investments	**(4,884)**	**(3,252)**	**(7,509)**	**(7,221)**	**(4,724)**
Debt financing	4,182	(277)	2,983	1,975	(1,165)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(174)	(512)	(855)
Warrants & other surplus	0	0	0	0	0
Cash flow from financing	**4,182**	**(277)**	**2,809**	**1,463**	**(2,020)**
Free cash flow	**(12,218)**	**2,529**	**63**	**(1,742)**	**1,743**

We believe CENTEL deserves a re-rating due to its strong earnings turnaround

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	na	150.9	34.6	26.6	23.3
Normalized PE - at target price (x)	na	200.1	45.9	35.2	30.9
PE (x)	na	150.9	34.6	26.6	23.3
PE - at target price (x)	na	200.1	45.9	35.2	30.9
EV/EBITDA (x)	42.5	19.2	16.8	14.1	12.2
EV/EBITDA - at target price (x)	54.1	24.4	21.2	17.7	15.3
P/BV (x)	3.3	3.2	3.0	2.8	2.6
P/BV - at target price (x)	4.4	4.3	4.0	3.6	3.4
P/CFO (x)	34.7	17.3	13.2	12.6	10.5
Price/sales (x)	5.4	3.4	2.6	2.4	2.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.6	1.1	1.7
FCF Yield (%)	(20.3)	4.2	0.1	(2.9)	2.9
(Bt)					
Normalized EPS	(1.3)	0.3	1.3	1.7	1.9
EPS	(1.3)	0.3	1.3	1.7	1.9
DPS	0.0	0.0	0.3	0.5	0.8
BV/share	13.4	13.7	14.9	16.2	17.4
CFO/share	1.3	2.6	3.4	3.5	4.3
FCF/share	(9.1)	1.9	0.0	(1.3)	1.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Strongest financial status in the hotel sector

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	(13.1)	56.1	29.5	11.8	10.7
Net profit (%)	na	na	335.9	30.2	14.1
EPS (%)	na	na	335.9	30.2	14.1
Normalized profit (%)	na	na	335.9	30.2	14.1
Normalized EPS (%)	na	na	335.9	30.2	14.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	20.0	30.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	32.1	40.0	43.1	44.5	45.9
Operating margin (%)	(13.2)	3.5	9.4	11.0	12.4
EBITDA margin (%)	15.1	21.4	19.6	21.7	22.7
Net margin (%)	(15.1)	2.6	8.6	9.4	9.6
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	0.84	2.8	3.1	3.7
Interest coverage - EBITDA (x)	2.4	5.2	5.8	6.1	6.7
ROA - using norm profit (%)	na	0.8	3.3	3.9	4.3
ROE - using norm profit (%)	na	2.2	9.0	10.8	11.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	2.5	10.2	11.4	11.8
- asset turnover (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5
- operating margin (%)	na	7.6	13.0	14.2	15.3
- leverage (x)	3.0	2.6	2.7	2.8	2.6
- interest burden (%)	168.2	45.1	73.8	75.0	77.9
- tax burden (%)	na	76.9	90.0	88.0	80.0
WACC (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.9
ROIC (%)	(7.9)	1.6	6.4	7.1	7.1
NOPAT (Bt m)	(1,477)	468	1,918	2,456	2,787
invested capital (Bt m)	29,892	30,122	34,803	39,525	41,084

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 redisseminated 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

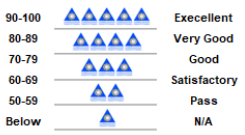
Moody's ESG Solutions
© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.
CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE 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.moodys.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 แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 20 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2307A, CPALL16C2310A, CPALL16C2307A, DELTA16C2309A, EA16C2309A, GULF16C2309A, HANA16C2309A, HANA16C2308A, HANA16C2307A, JMART16C2310A, JMART16C2308A, KBANK16C2310A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2309A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A (underlying securities are (ADVANC, CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

<u>หมายเหตุ:</u> บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต 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)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

<u>หมายเหตุ</u>: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

<u>หมายเหตุ</u>: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

<u>หมายเหตุ</u>: *** “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลิ์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th