

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 73.00

(From: Bt 75.00)

20 JULY 2023

Upside : 16.3%

CP ALL Public Co Ltd (CPALL TB)

แข็งแกร่งขึ้น

เราคาดว่าตำแหน่งทางการตลาดของ CPALL จะแข็งแกร่งขึ้นหลังโควิด ด้วยมีส่วนแบ่งตลาดใน CVS ที่สูงขึ้น และการขยายฐานยอดขายผ่านการถือหุ้น 59.92% ใน CPAXT เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CPALL และเป็น Top Sector Pick ในฐานะเป็นหุ้นใหญ่ที่มี EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 30%



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

7-Eleven ฟิ้นตัวดี

ด้วยการปรับเปลี่ยนผลิตภัณฑ์อย่างรวดเร็วท่ามกลางการระบาดของโควิด (การขาย SKU ของผลิตภัณฑ์ ด้วยสโลแกน “ซูเปอร์มาร์เก็ตใกล้บ้าน”) และบริการ 7Delivery (ปัจจุบันคิดเป็น 10% ของยอดขาย) เราคาดว่ายอดขายสาขาเดิมของ 7-Eleven จะกลับมาที่ช่วงก่อนโควิดใน 2Q23F แม้จะมีสัดส่วนยอดขายในพื้นที่ท่องเที่ยวราว 10-15% (หลายสาขาอยู่ในพื้นที่ท่องเที่ยว และ 14% ของสาขาดังอยู่ในปมน้ำมัน) ใน 1Q23 ยอดขายเฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ 78,735 บาท/สาขา ฟิ้นตัวดีเป็น 95% ของปี 2019 โดยได้แรงหนุนจากยอดขาย/ใบเสร็จที่เพิ่มขึ้น 20% เป็น 84 บาท ด้วยการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวเต็มที่ในปีหน้า เราคาดว่ากำไรโตของยอดขายสาขาเดิมจะแข็งแกร่งต่อเนื่องที่ 6/7% ใน 2H23F และปี 2024F

แข็งแกร่งขึ้นหลังโควิด

จากพฤติกรรมผู้บริโภคที่เปลี่ยนไปซื้อของใกล้บ้าน ทำให้ 7-Eleven ได้ส่วนแบ่งตลาดจากกลุ่มค้าปลีกอื่นๆ นอกจากนี้ การแข่งขันของ CVS ยังรุนแรงน้อยลง เนื่องจาก Family Mart ปิดสาขาจาก 968 สาขา ในปี 2019 เป็น 409 สาขา ใน 1Q23 และ Go Fresh ของ Lotus เริ่มปิดสาขาที่ขาดทุน ขณะที่สาขา Mini Big C เพิ่มช้ากว่าที่วางแผนไว้มาก และปิดสาขาที่มีอยู่บางส่วน สาขา 7-Eleven ไม่เคยชะลอการเปิดสาขา ด้วยการเปิดเฉลี่ยสุทธิ 702 สาขาต่อปี ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา เป็น 14,047 สาขา ณ 1Q23 สำหรับอัตรากำไรขั้นต้นของผลิตภัณฑ์รวมในสาขา ติดตัวขึ้นตั้งแต่ 4Q22 เมื่อราคาสินค้าส่วนใหญ่ปรับขึ้นตามอัตราเงินเฟ้อ และกลับสู่ระดับปี 2019 ที่ 26.6% แม้ว่าจะเพิ่มอาหารสดและสินค้าไฮไฟท์ที่มีอัตรากำไรต่ำในร้านค้า

EPS เติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 30%

เราคาดว่า CPALL จะได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของทั้งสามธุรกิจ ได้แก่ CVS, Makro cash & carry และค้าปลีก Lotus's CPALL ถือหุ้น 59.92% ใน CPAXT สำหรับสัดส่วนกำไรในปี 2022 มาจาก 7-Eleven 65% และ CPAXT 35% และเราคาดว่าอัตราส่วนดังกล่าวจะใกล้เคียงกันภายในปี 2025F เนื่องจากธุรกิจทั้งสองมีการเติบโตที่ใกล้เคียงกัน เนื่องจาก Lotus กลับมามีกำไรในปีที่แล้ว ดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลงจากปีหน้าซึ่งเป็นผลมาจากการปรับโครงสร้างหนี้ของ Lotus เสร็จสิ้น และความแข็งแกร่งของธุรกิจค้าส่ง เราจึงประมาณการกำไรสุทธิของ CPAXT ที่ 1.64 หมื่นลบ. ในปี 2025F จาก 7.7 พันลบ. ในปีที่แล้ว นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรสุทธิเฉลี่ย 3 ปีของ 7-Eleven จะเติบโต 27% เป็น 1.78 หมื่นลบ. ในปี 2025F จาก 8.7 พันลบ. ในปี 2022

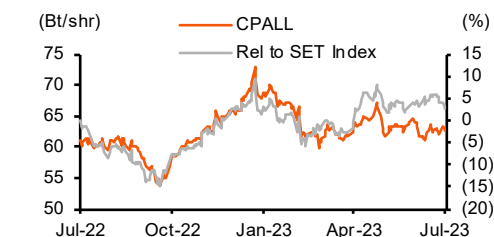
ยังคงเป็น Top Sector Pick ของเรา

เราปรับลดกำไรปี 2023-25F ลง 13-19% เพื่อสะท้อนต้นทุนค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นก่อนหน้านี้ และรวมการขึ้นค่าแรงในปี 2024-25F ด้วยการปรับมาใช้ปีฐานปี 2024F ทำให้ราคาเป้าหมายของเราลดลง 3% เป็น 73 บาท/หุ้น เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” CPALL และเป็นหุ้น Top Pick ในกลุ่มหุ้นขนาดใหญ่ที่เข้าสู่การเติบโตที่แข็งแกร่งของกำไรรอบใหม่

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	852,322	938,997	1,037,727	1,122,770
Net profit	13,272	17,569	23,137	27,596
Consensus NP	—	17,297	21,282	24,871
Diff frm cons (%)	—	1.6	8.7	11.0
Norm profit	13,281	17,569	23,137	27,596
Prev. Norm profit	—	20,082	27,642	33,991
Chg frm prev (%)	—	(12.5)	(16.3)	(18.8)
Norm EPS (Bt)	1.4	1.9	2.5	3.0
Norm EPS grw (%)	59.4	35.3	36.2	19.7
Norm PE (x)	45.9	33.9	24.9	20.8
EV/EBITDA (x)	12.3	12.9	11.2	9.9
P/BV (x)	5.6	5.1	4.6	4.1
Div yield (%)	1.2	1.5	2.0	2.4
ROE (%)	13.0	16.7	19.8	21.1
Net D/E (%)	96.4	95.2	90.9	83.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	62.75
Market Cap (US\$ m)	16,543.1
Listed Shares (m shares)	8,983.1
Free Float (%)	59.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	49.0
12M Price H/L (Bt)	73.00/53.75
Sector	Commerce
Major Shareholder	C.P. Merchandising 31.82%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P35

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA		62,446	71,606	82,201	93,989	104,927	114,907	126,557	138,937	150,720	156,616	158,293	
Free cash flow		22,133	28,786	42,065	54,972	63,342	73,875	83,618	93,944	103,517	103,565	115,552	1,737,041
PV of free cash flow		22,133	24,744	33,523	40,617	42,463	45,719	47,773	49,548	50,392	46,542	45,741	687,602
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		1.0											
WACC (%)		7.9											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add investments		1,136,797											
Net debt (end-2023F)		288,352											
Minority interest		192,662											
Equity value		655,783											
# of shares (m)		8,983											
Equity value/share (Bt)		73.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

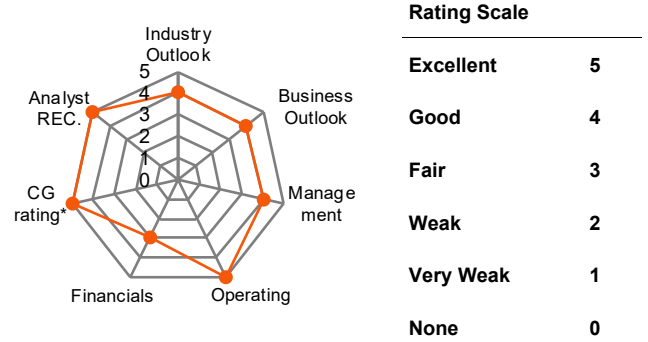
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีพี ออลล์ จำกัด (มหาชน) (CPALL) เป็นบริษัทของคนไทยที่ดำเนินธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ภายใต้เครื่องหมายการค้า 7 - Eleven และถือหุ้น 59.92% ในบริษัท ซีพี แอ็กซ์ตรา จำกัด (มหาชน) (CPAXT) ซึ่งมี Lotus ประเทศไทย และมาเลเซียเป็นบริษัทย่อย บริษัทฯ ยังประกอบธุรกิจที่เกี่ยวข้อง เช่น ธุรกิจตัวแทนรับชำระเงินค่าสินค้าและบริการ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัทย่อย - บริษัท เคา์เตอร์เซอร์วิส จำกัด, ธุรกิจผลิตและจำหน่ายอาหารพร้อมทานและเบเกอรี่ ภายใต้การดำเนินงานของบริษัท ซี.พี. แคปลิคและการตลาด จำกัด

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้นำธุรกิจร้านสะดวกซื้อในประเทศไทย มีลักษณะผูกขาดโดยธรรมชาติ ด้วยมีส่วนแบ่งตลาดมากกว่า 64%
- ดำเนินงานบริหารร้าน 7-Eleven ในประเทศไทย ซึ่งเป็นธุรกิจที่มั่นคงและสร้างเงินสดได้จำนวนมาก
- ทำแฟรนไชส์ประสบความสำเร็จ

O — Opportunity

- ธุรกิจร้านสะดวกซื้อของไทยยังไม่ถึงจุดอิ่มตัว และการแข่งขันไม่รุนแรง
- มีโอกาสในการขยายสาขามากขึ้นในต่างจังหวัด เนื่องจากยังคงมีการรุกรไปยังตลาดต่างจังหวัดไม่มาก
- การขยายตัวไปยัง CLMV

W — Weakness

- การขยายสาขาที่เร็วเกินไปอาจนำไปสู่ภาวะการณ์ขาดแคลนพนักงาน
- ขาดทุนในปีแรกๆ จากการขยายไปยังต่างประเทศของ CPAXT ไปยังกัมพูชา อินเดีย พม่า และจีน
- หนี้ที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนในโลตัสผ่าน CPAXT

T — Threat

- ความเสี่ยงภัยธรรมชาติ
- ความเสี่ยงในเรื่องการโจรกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	73.63	73.00	-1%
Net profit 23F (Bt m)	17,297	17,569	2%
Net profit 24F (Bt m)	21,282	23,137	9%
Consensus REC	BUY: 27	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราในปี 2023-24F สูงกว่าตลาด 2-9% เนื่องจากเราให้สมมติฐานการขยายสาขา และอัตรากำไรขั้นต้นที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราของเราใกล้เคียงกับตลาด

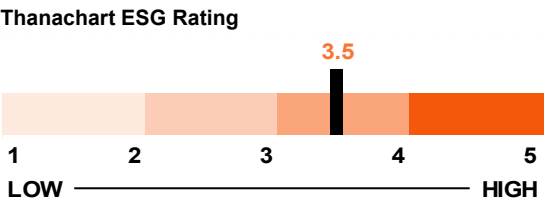
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของร้าน 7-Eleven/คัส/คัสปัส เนื่องจากมีความเชื่อมโยงกับการบริโภคในประเทศสูง และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากคู่แข่งอื่น เช่น Family Mart, Tops และ mini BIGC ขยายตัวเร็วกว่าคาด และประสบความสำเร็จมากกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากบริษัทย่อย CPAXT ไม่ประสบความสำเร็จในต่างประเทศ และมีผลขาดทุนมากกว่าที่เราคาด

Source: Thanachart

CPALL มีสาขามากกว่า 13,000 สาขาในประเทศไทย และถือหุ้น 59.92% ใน CPAXT ซึ่งเป็นผู้ประกอบการร้านค้า cash & carry ในประเทศไทย 153 แห่ง โลตัส 2,589 แห่ง ในประเทศไทย และโลตัส 65 แห่ง ในมาเลเซีย เราให้คะแนน ESG สำหรับ CPALL ค่อนข้างสูงที่ 3.5 เนื่องจากลักษณะธุรกิจของบริษัทไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่บริษัทฯ ยังคงให้ความสำคัญกับประเด็น ESG ด้วยมีเป้าหมาย ESG ในหลายพื้นที่



	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)
CPALL	YES	YES	YES	A	47.73	61.41	87.00	34.0	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่สำคัญของ CPALL ในปี 2030 คือความเป็นกลางทางคาร์บอน ลดการใช้พลังงานทั้งหมดลง 25% เมื่อเทียบกับระดับธุรกิจปกติ และของเสียเป็นศูนย์ นอกจากนี้ยังตั้งเป้าให้ผลิตภัณฑ์เข้าสู่แบบ รักษ์ทั้งหมดใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติกที่นำกลับมาใช้ใหม่ รีไซเคิล หรือย่อยสลายได้ ภายในปี 2025 สำหรับการดำเนินงานในไทย และภายในปี 2023 สำหรับการดำเนินงานในต่างประเทศ โดยตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ในปี 2022 บริษัทฯ ได้ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 0.12 ล้านตันเทียบเท่า CO2 - กลยุทธ์ "7 Go Green" ซึ่งเริ่มต้นในปี 2011 ได้แก่ โมเดลร้านสะดวกซื้อประหยัดพลังงาน "GREENstores" "GREENLogistics" ซึ่งรวมความเป็นผู้นำในการออกแบบพลังงานและสิ่งแวดล้อม (LEED ซึ่งเป็นหนึ่งในมาตรฐานที่เป็นที่ยอมรับในระดับสากลมากที่สุด) สำหรับศูนย์จัดจำหน่าย "GREENPackaging" ด้วยแนวคิด 3R (Reduce-Reuse-Recycle) และ "GREENLiving" ที่ใส่ใจผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมต่อชุมชน - ในปี 2022 บริษัทฯ ลดถุงพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้งได้ 24,696 ตัน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- CPALL ได้รับรางวัล "องค์กรต้นแบบด้านสิทธิมนุษยชนประจำปี 2021" ในภาคธุรกิจขนาดใหญ่ (บริษัท ซีพีแรม จำกัด) - ได้รับรางวัล "องค์กรสนับสนุนคนพิการดีเด่น" ติดต่อกัน 5 ปี และรางวัล "สถานประกอบการดีเด่นด้านแรงงานสัมพันธ์และสวัสดิการแรงงาน" ต่อเนื่อง 15 ปี - ผ่านการรับรอง ISO 45001 ระยะที่ 1 100% พร้อมการรับรองศูนย์กระจายสินค้าปี 2018 - CPALL สนับสนุนสุขภาพและความเป็นอยู่ที่ดี บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายผลิตภัณฑ์และบริการด้านสุขภาพและโภชนาการที่ 25% ภายในปี 2030 - ในปี 2022 บริษัทฯ ได้เปิดโอกาสจ้างงานแก่ผู้ประกอบการ SMEs 34,043 ราย และเกษตรกร 8,306 ราย
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัท ประกอบด้วยกรรมการ 16 คน โดย 6 คนเป็นกรรมการอิสระ วาระของกรรมการเฉลี่ย 15.61 ปี - บริษัทฯ ได้จัดสรรอำนาจระหว่างประธานและประธานคณะกรรมการบริหารในลักษณะที่แตกต่างออกไป - CPALL ดำเนินการฝึกอบรมและประเมินธรรมาภิบาลและการต่อต้านการทุจริตแก่ผู้บริหาร พนักงาน และซัพพลายเออร์ระดับ 1 - บริษัทฯ ได้จัดตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยงขึ้นเพื่อทำหน้าที่รายงานผลการปฏิบัติงานด้านความเสี่ยงและนำเสนอต่อคณะกรรมการตรวจสอบปีละ 2 ครั้ง

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	585,743	852,322	938,997	1,037,727	1,122,770
Cost of sales	444,838	651,100	715,938	788,799	852,234
Gross profit	140,905	201,222	223,060	248,928	270,536
% gross margin	24.1%	23.6%	23.8%	24.0%	24.1%
Selling & administration expenses	116,867	165,414	182,714	201,128	216,219
Operating profit	24,038	35,808	40,346	47,800	54,317
% operating margin	4.1%	4.2%	4.3%	4.6%	4.8%
Depreciation & amortization	22,847	32,681	25,939	28,344	30,806
EBITDA	46,885	68,489	66,285	76,144	85,123
% EBITDA margin	8.0%	8.0%	7.1%	7.3%	7.6%
Non-operating income	129	284	157	130	130
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(12,643)	(16,832)	(17,085)	(15,793)	(15,479)
Pre-tax profit	11,524	19,260	23,418	32,138	38,969
Income tax	1,693	3,861	4,215	5,785	7,014
After-tax profit	9,831	15,399	19,203	26,353	31,954
% net margin	1.7%	1.8%	2.0%	2.5%	2.8%
Shares in affiliates' Earnings	(226)	831	1,451	917	962
Minority interests	(898)	(2,949)	(3,085)	(4,133)	(5,321)
Extraordinary items	4,279	(9)	0	0	0
NET PROFIT	12,985	13,272	17,569	23,137	27,596
Normalized profit	8,706	13,281	17,569	23,137	27,596
EPS (Bt)	1.3	1.4	1.9	2.5	3.0
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.4	1.9	2.5	3.0

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	165,773	148,955	129,983	138,145	145,231
Cash & cash equivalent	97,134	71,891	50,466	50,466	50,466
Account receivables	3,341	3,620	3,859	4,265	4,614
Inventories	50,535	58,183	58,844	64,833	70,047
Others	14,764	15,261	16,813	18,581	20,104
Investments & loans	14,836	15,955	15,955	15,955	15,955
Net fixed assets	211,533	213,410	232,370	250,706	266,959
Other assets	539,750	545,741	528,908	519,760	510,423
Total assets	931,893	924,061	907,216	924,566	938,568
LIABILITIES:					
Current liabilities:	215,072	207,443	217,662	222,476	231,147
Account payables	106,863	115,963	123,573	133,988	142,428
Bank overdraft & ST loans	42,691	16,810	10,165	10,242	9,989
Current LT debt	19,366	25,948	32,865	33,115	32,298
Others current liabilities	46,152	48,722	51,059	45,131	46,432
Total LT debt	311,679	309,061	295,789	298,038	290,681
Others LT liabilities	112,334	117,257	90,846	84,039	76,493
Total liabilities	639,085	633,760	604,296	604,553	598,321
Minority interest	188,673	189,577	192,662	196,795	202,116
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,983	8,983	8,983	8,983	8,983
Share premium	1,684	1,684	1,684	1,684	1,684
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	20,224	9,739	9,739	9,739	9,739
Retained earnings	73,242	80,318	89,851	102,812	117,724
Shareholders' equity	104,134	100,724	110,258	123,218	138,131
Liabilities & equity	931,893	924,061	907,216	924,566	938,568

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	11,524	19,260	23,418	32,138	38,969
Tax paid	(1,565)	(3,987)	(3,687)	(5,826)	(6,754)
Depreciation & amortization	22,847	32,681	25,939	28,344	30,806
Chg In working capital	13,609	1,172	6,710	4,021	2,877
Chg In other CA & CL / minorities	180,408	1,492	1,708	(7,227)	164
Cash flow from operations	226,823	50,617	54,088	51,450	66,062
Capex	(103,721)	(21,521)	(34,130)	(35,730)	(35,920)
Right of use	(34,828)	(18,016)	(1,802)	(1,802)	(1,802)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	70,751	(1,120)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(228,666)	3,405	(18,545)	(6,318)	(7,230)
Cash flow from investments	(296,465)	(37,251)	(54,477)	(43,850)	(44,951)
Debt financing	131,760	(21,927)	(13,000)	2,577	(8,427)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(8,085)	(5,390)	(8,035)	(10,177)	(12,683)
Warrants & other surplus	2,475	(11,292)	0	0	0
Cash flow from financing	126,150	(38,609)	(21,035)	(7,600)	(21,110)
Free cash flow	123,102	29,096	19,958	15,720	30,142

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	73.2	45.9	33.9	24.9	20.8
Normalized PE - at target price (x)	85.1	53.4	39.5	29.0	24.2
PE (x)	47.0	45.9	33.9	24.9	20.8
PE - at target price (x)	54.7	53.4	39.5	29.0	24.2
EV/EBITDA (x)	17.9	12.3	12.9	11.2	9.9
EV/EBITDA - at target price (x)	19.9	13.7	14.2	12.4	11.0
P/BV (x)	5.4	5.6	5.1	4.6	4.1
P/BV - at target price (x)	6.3	6.5	5.9	5.3	4.7
P/CFO (x)	2.5	11.1	10.4	11.0	8.5
Price/sales (x)	1.0	0.7	0.6	0.5	0.5
Dividend yield (%)	1.0	1.2	1.5	2.0	2.4
FCF Yield (%)	21.8	5.2	3.5	2.8	5.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.4	1.9	2.5	3.0
EPS	1.3	1.4	1.9	2.5	3.0
DPS	0.6	0.8	0.9	1.3	1.5
BV/share	11.6	11.2	12.3	13.7	15.4
CFO/share	25.2	5.6	6.0	5.7	7.4
FCF/share	13.7	3.2	2.2	1.7	3.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	7.2	45.5	10.2	10.5	8.2
Net profit (%)	(19.4)	2.2	32.4	31.7	19.3
EPS (%)	(25.6)	2.4	35.4	36.2	19.7
Normalized profit (%)	(45.2)	52.5	32.3	31.7	19.3
Normalized EPS (%)	(51.5)	59.4	35.3	36.2	19.7
Dividend payout ratio (%)	45.0	54.9	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.1	23.6	23.8	24.0	24.1
Operating margin (%)	4.1	4.2	4.3	4.6	4.8
EBITDA margin (%)	8.0	8.0	7.1	7.3	7.6
Net margin (%)	1.7	1.8	2.0	2.5	2.8
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	1.0	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	1.9	2.1	2.4	3.0	3.5
Interest coverage - EBITDA (x)	3.7	4.1	3.9	4.8	5.5
ROA - using norm profit (%)	1.2	1.4	1.9	2.5	3.0
ROE - using norm profit (%)	8.7	13.0	16.7	19.8	21.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.8	15.0	18.2	22.6	24.5
- asset turnover (x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2
- operating margin (%)	4.1	4.2	4.3	4.6	4.8
- leverage (x)	7.2	9.1	8.7	7.8	7.1
- interest burden (%)	47.7	53.4	57.8	67.1	71.6
- tax burden (%)	85.3	80.0	82.0	82.0	82.0
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	6.9	7.5	8.7	9.8	10.8
NOPAT (Bt m)	20,506	28,630	33,084	39,196	44,540
invested capital (Bt m)	380,737	380,652	398,610	414,148	420,633

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SET THSI Index (SETTHSI)

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

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

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

Arabesque S-Ray®

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

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

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) 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

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

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิคซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ 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 พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคม, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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