

BUY (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 54.00 (From: Bt 53.00)
Upside : 32.5%

20 JULY 2023

Central Retail Corp Pcl (CRC TB)

ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” CRC และเป็น Top pick ของเรา ด้วยยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง โดยกลุ่มแฟชั่นฟื้นตัวทั้งยอดขายและอัตรากำไรขั้นต้น และธุรกิจอาหารที่ฟื้นจากกลยุทธ์อาหารใหม่ เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าในปี



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT
662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

กำไรยังคงฟื้นตัวต่อเนื่อง

เรามองว่า CRC เป็นหุ้นใหญ่ที่ยังคงฟื้นตัวต่อเนื่องหลังโควิด เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นสองเท่าในปีจาก 6.9 พันลบ. ในปีที่แล้ว เป็น 1.48 หมื่นลบ. ในปี 2026F ปัจจัยขับเคลื่อนมาจากการปรับโครงสร้างสินค้า (การอัปเดตร้านเป็นเช็คเมนต์ที่สูงขึ้น ด้วยมีสัดส่วนสินค้าที่ให้อัตรากำไรสูงเพิ่มขึ้น) กลยุทธ์ธุรกิจอาหารใหม่ (รูปแบบร้านขายอาหารใหม่) และการเปิดร้านฮาร์ดไลน์มากขึ้น (เปิดใหม่ล่าสุดใหม่ปีละ 10-14 แห่ง ในปี 2023-27F) ซึ่งยังไม่รวมร้านขายอาหารขนาดใหญ่ใหม่ที่มีแผนจะเปิดตัวใน 4Q23 และการทำ M&A ในอนาคต

การดำเนินงานในปัจจุบัน

ยอดขายสาขาเดิมใน 2Q23F ชะลอตัวลงเหลือ 4% จาก 13% ใน 1Q23 เนื่องจากฐานยอดขายที่สูงขึ้นใน 2Q22 จากโควิดที่ลดลงและกลับมาเปิดประเทศ และยอดขายที่นำผิดหวังในเวียดนาม ธุรกิจเวียดนามได้รับผลกระทบจากเศรษฐกิจที่ชะลอตัวจากการส่งออกที่อ่อนแอกว่าคาด ดังนั้นยอดขายสาขาเดิมของเวียดนามจึงติดลบในระดับสิบต้นๆ (โดยร้านขายอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ Nguyen Kim ติดลบสิบปลายๆ และไฮเปอร์มาร์เก็ต/ซูเปอร์มาร์เก็ตติดลบระดับหลักเดียวกลาง-สูง) ใน 2Q23F ขณะที่ยอดขายสาขาเดิมในไทยแข็งแกร่งที่ 5% และในอิตาลีอยู่ที่ราว 20% กลางๆ เวียดนามคิดเป็น 24% ของยอดขายรวมในปี 2022

ปัจจัยขับเคลื่อนธุรกิจในระยะยาว

CRC บริหารธุรกิจ 4 กลุ่ม ได้แก่ อาหาร (40% ของยอดขายในปี 2022), ฮาร์ดไลน์ (34%), แฟชั่น (26%) และอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า (4% ของรายได้รวมในปี 2022 แต่ 18% ของ EBITDA ปี 2022) ในปีที่แล้ว ยอดขายอาหารและฮาร์ดไลน์แซงหน้ายอดขายช่วงก่อนโควิดในปี 2019 ขณะที่สินค้าแฟชั่นยังต่ำกว่าปี 2019 ถึง 14% ดังนั้นปี 2023-24F บริษัทฯ จึงคาดว่ายอดขายของธุรกิจแฟชั่นจะแข็งแกร่งกว่ากลุ่มอื่นๆ การเติบโตในระยะยาวน่าจะมาจากไทยและเวียดนาม ขณะที่ไม่มีแผนเปิดห้างสรรพสินค้าใหม่ในอิตาลี (7% ของยอดขายปี 2022) สำหรับประเทศไทย บริษัทฯ ตั้งเป้าเปิดห้างสรรพสินค้า 1-2 แห่ง/ปี, ไทวีสตูด 10 แห่ง/ปี อย่างน้อยจนถึงปี 2027 (ปี 14 แห่ง) ร้านอาหารใหม่ 40 แห่ง/ปี และธุรกิจค้าส่งอาหารใหม่จะเปิดตัวใน 4Q23F สำหรับเวียดนามนั้น บริษัทฯ เห็นศักยภาพในการเติบโตและคาดว่าสัดส่วนยอดขายจะเพิ่มขึ้นจาก 24% ในปีที่แล้ว เป็น 30% ภายในปี 2027F โดยได้แรงหนุนจากธุรกิจอาหารและอสังหาริมทรัพย์ให้เช่า

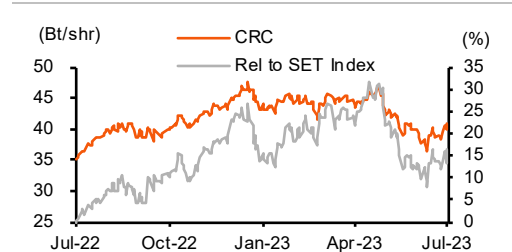
คำแนะนำ “ซื้อ”

เราปรับกำไรลง 1-6% ต่อปี ในปี 2023-25F เนื่องจากเราปรับสมมติฐานการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมลงเหลือ 5.3% ในปี 2023F จาก 6.0% แต่ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้น 2% เป็น 54 บาท จาก 53 บาท เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐาน 2024F เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” และเรามองว่า CRC เป็นหุ้นเติบโตสูง โดยมี EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 23% ในช่วง 3 ปี และหลังปี 2025F น่าจะยังคงเติบโตต่อเนื่องจากการขยายสาขา บวกกับมี upside จากธุรกิจใหม่ และการควบรวมกิจการในอนาคต ราคาหุ้น CRC ปรับตัวลงมาอยู่ต่ำกว่าราคา IPO ที่ 42 บาท ขณะที่เรคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นเป็นประวัติการณ์ในปีนี้ สูงกว่าปี 2019 ถึง 20%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	219,898	245,369	277,998	308,497
Net profit	7,175	8,827	11,246	12,976
Consensus NP	—	8,578	10,817	12,690
Diff frm cons (%)	—	2.9	4.0	2.3
Norm profit	6,930	8,827	11,246	12,976
Prev. Norm profit	—	8,928	11,702	13,865
Chg frm prev (%)	—	(1.1)	(3.9)	(6.4)
Norm EPS (Bt)	1.1	1.5	1.9	2.2
Norm EPS grw (%)	11,573	27.4	27.4	15.4
Norm PE (x)	35.5	27.8	21.9	18.9
EV/EBITDA (x)	10.8	9.4	8.2	7.4
P/BV (x)	4.0	3.6	3.3	3.0
Div yield (%)	1.2	1.4	1.8	2.1
ROE (%)	11.7	13.6	15.0	16.4
Net D/E (%)	101.2	90.7	80.2	63.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Jul-23 (Bt)	40.75
Market Cap (US\$ m)	7,212.6
Listed Shares (m shares)	6,031.0
Free Float (%)	54.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.7
12M Price H/L (Bt)	47.50/35.00
Sector	Commerce
Major Shareholder	Harg Central Department Store Co.,Ltd. 35.06%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P56

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		37,611	40,504	42,919	43,924	44,498	44,837	45,906	47,919	49,377	52,342	55,515	
Free cash flow		13,129	16,165	18,225	24,014	26,427	26,645	27,380	32,040	33,092	35,608	38,492	566,697
PV of free cash flow		13,129	13,865	14,477	17,665	17,609	16,370	15,511	16,736	15,934	15,810	15,018	221,109
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		0.9											
WACC (%)		8.0											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add investments		393,233											
Net debt		64,351											
Minority interest		3,212											
Equity value		325,670											
# of shares (m)		6,031											
Equity value/share (Bt)		54											

Source: Company, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. เซ็นทรัล รีเทล คอร์ปอเรชั่น (CRC) เป็นผู้ค้าปลีกชั้นนำของประเทศไทย ภายใต้ตระกูลจิราธิวัฒน์ของกลุ่มเซ็นทรัล บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจค้าปลีกสินค้าหลากหลาย ประเภทผ่านรูปแบบและช่องทางที่หลากหลาย (Multi-format and Multi-category) (กลุ่มแฟชั่น กลุ่มฮาร์ดไลน์ กลุ่ม푸드) ในรูปแบบค้าปลีก 8 รูปแบบ (ห้างสรรพสินค้า ร้านค้าเฉพาะทาง แปรนต์ช้อปปิ้งเปอร์มาร์เก็ต ไฮเปอร์มาร์เก็ต ร้านสะดวกซื้อ พลาซ่า การจัดจำหน่ายหน้าร้าน) ใน 3 ประเทศ (ไทย เวียดนาม อิตาลี) ณ สิ้นปี 2022 บริษัทฯ มีพื้นที่ขายสุทธิ 3.3 ล้าน ตร.ม. และพื้นที่ให้เช่าสุทธิ 0.74 ล้าน ตรม.

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำตลาดค้าปลีกในประเทศไทยด้วยรูปแบบค้าปลีกที่หลากหลาย
- มีช่องทางการตลาดแบบ omni-channel เพื่อตอบสนองแนวโน้มการบริโภคใหม่
- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในแต่ละกลุ่มค้าปลีก

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเปิดร้านใหม่เพิ่มเติมในกลุ่มอุตสาหกรรมปรับปรุงและซ่อมแซมบ้านที่กำลังเติบโต
- มีโอกาสสูงในการเติบโตในเวียดนามจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่แข็งแกร่ง และมีอัตราการเข้าถึงโมเดิร์นเทรดที่ยังต่ำ
- โอกาสในการทำ M&As เพิ่มเติม

CONSENSUS COMPARISON

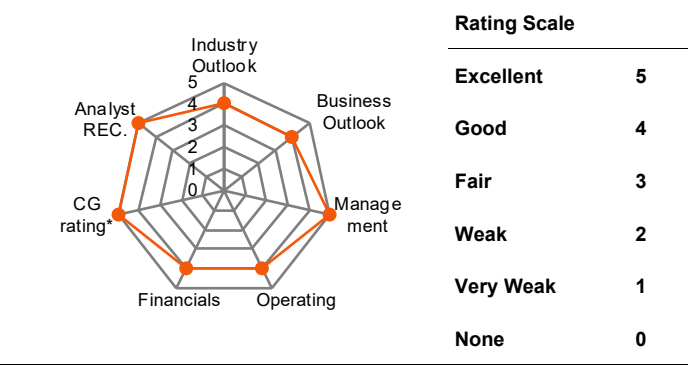
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	50.76	54.00	6%
Net profit 23F (Bt m)	8,578	8,827	3%
Net profit 24F (Bt m)	10,817	11,246	4%
Consensus REC	BUY: 19	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2023-24F ของเราสูงกว่าของตลาด 3-4% เนื่องจากอัตรากำไรจากการขายของกลุ่มแฟชั่นที่สูงขึ้น และค่า Ft ที่ลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด 6%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * No CG Rating

W — Weakness

- ผลตอบแทนที่ต่ำในบางธุรกิจและจำเป็นต้องปรับรูปแบบธุรกิจ
- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินทุนสูงและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูง

T — Threat

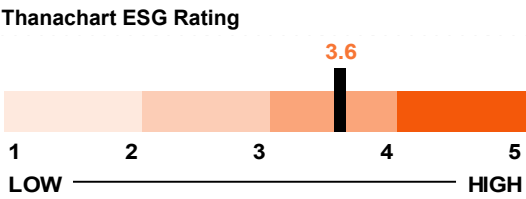
- การแข่งขันจากผู้เข้ามาใหม่
- เศรษฐกิจที่อ่อนแอ
- การระบาดของโรค

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- จะมีความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรของเรา หากไม่สามารถเปิดร้านใหม่ตามที่เราคาดไว้ได้ในปัจจุบัน
- การเติบโตอาจถูกขัดขวางหากคู่แข่งขยายสาขาในเชิงรุกมากกว่าที่เราคาดไว้ในปัจจุบัน
- การชะลอตัวทางเศรษฐกิจอาจเป็นความเสี่ยงอีกประการต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CRC เป็นผู้ค้าปลีกในหลายประเทศและมีสินค้าหลายหมวดหมู่ โดยมีร้านค้าปลีกทั้งในกลุ่มแฟชั่น อาหาร และสินค้าฮาร์ดไลน์ในประเทศไทย เวียดนาม และอิตาลี มีพื้นที่รวม 4.0 ตร.ม. เราให้คะแนน ESG สำหรับ CRC ที่ 3.6 เนื่องจากธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจกมากนัก และบริษัทฯ มีเป้าหมายและแผนงานด้าน ESG



	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)
CRC	YES	YES	YES	BBB	-	52.16	73.00	-	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 "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- แม้ว่าลักษณะธุรกิจของบริษัทฯ จะไม่ก่อให้เกิดก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก แต่ CRC ยังคงตั้งเป้าหมายที่ ESG เป้าหมายปี 2030 ของ CRC คือการส่งเสริมบรรจุภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม 100% ลดการทิ้งอาหารและของเสีย 30% (ขยะประเภทอาหาร 3,785 ตันในปี 2021) ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 30% (ในปี 2021 ปล่อย CO2 เทียบเท่า 0.4 ล้านตัน) . - ตั้งแต่ปี 2018 บริษัทฯ ได้ดำเนินการตามแคมเปญ "Central Retail Love the Earth" เพื่อลดขยะ (แนวทางการทำงาน Journey to Zero) การเพิ่มพื้นที่สีเขียว (Central Green) และการฟื้นฟูป่า บริษัทฯ เพิ่มพื้นที่ฟื้นฟูป่าเป็น 5,519 ไร่ ในปี 2022 - ในปี 2022 มีการติดตั้งหลังคาโซลาร์เซลล์เพิ่มอีก 43 หลังคาเรือน ทำให้มีจำนวนรวมเป็น 83 แห่ง (ห้างสรรพสินค้าโรบินสัน 1 แห่ง ห้างสรรพสินค้าโรบินสันไลฟ์สไตล์ 24 แห่ง ไทวัสดุและบีเอ็นบี 38 แห่ง ในประเทศไทย และ GO! Mall 20 แห่ง ในเวียดนาม)
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ในปี 2022 ชั่วโมงการฝึกอบรมและพัฒนาพนักงานเฉลี่ยอยู่ที่ 14.9 ชั่วโมง/คน/ปี โดยมีต้นทุนเฉลี่ย 2,133 บาท/คน - ในปี 2022 ระดับความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 72% และตั้งเป้าเพิ่มเป็น 80% ภายในปี 2024 - Employee Joint Investment Program (EJIP) ถูกจัดตั้งขึ้นเพื่อสนับสนุนให้พนักงานเป็นเจ้าของบริษัท ระยะเวลาโครงการจาก 1 เมษายน 2021 – 31 มีนาคม 2024 - CRC คัดเลือกผลิตภัณฑ์ที่ปลอดภัยและมีคุณภาพสูงสุด โดยดำเนินการตรวจสอบสำหรับห่วงโซ่อุปทานทั้งหมด เพื่อให้สอดคล้องกับ Food Safety System Certification (FSSC 22000) ในปี 2022 มีการเรียกคืนผลิตภัณฑ์ทั้งหมด 30 SKUs โดยมีค่าใช้จ่ายจากการเรียกคืนผลิตภัณฑ์ 0.3 ลบ.
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัททั้งหมด 15 คน มีกรรมการอิสระ 5 คน มีกรรมการหญิง 3 คน กรรมการ 8 คนเป็นสมาชิกในครอบครัวจิราธิวัฒน์ - การละเมิดจริยธรรมทางธุรกิจที่ได้รับการยืนยันลดลงจาก 77 คดี ในปี 2019 เป็น 62 คดี ในปี 2020, 49 คดี ในปี 2021 และ 28 คดี ในปี 2022 ส่วนใหญ่เป็นการไม่ปฏิบัติตามกฎระเบียบภายใน - CRC ได้จัดทำแนวทางการบริหารความเสี่ยงตามมาตรฐานสากล - CRC มุ่งหวังที่จะส่งเสริมวัฒนธรรมความเสี่ยงภายในองค์กรอย่างมีประสิทธิภาพ โดยเริ่มด้วยการสร้างความตระหนักรู้ถึงความเสี่ยงให้กับพนักงานทุกระดับ ผ่านการฝึกอบรมการบริหารจัดการความเสี่ยง ซึ่งรวมถึงความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน และประเด็นความเป็นส่วนตัวของข้อมูลส่วนบุคคล - CRC มีระบบข้อมูลที่เพิ่มประสิทธิภาพในการบริหารความเสี่ยง ระบบดังกล่าวจะช่วยสนับสนุนข้อมูลด้านความเสี่ยง ข้อมูลผลการดำเนินงาน และการบริหารความเสี่ยง เพื่อให้ผู้ถือหุ้นทราบถึงผลการบริหารความเสี่ยง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	181,791	219,898	245,369	277,998	308,497
Cost of sales	135,847	159,647	176,006	199,232	221,426
Gross profit	45,944	60,251	69,363	78,766	87,071
% gross margin	25.3%	27.4%	28.3%	28.3%	28.2%
Selling & administration expenses	57,068	64,540	71,663	80,229	88,606
Operating profit	2,518	11,539	14,861	17,735	19,757
% operating margin	1.4%	5.2%	6.1%	6.4%	6.4%
Depreciation & amortization	17,041	17,171	18,145	19,876	20,747
EBITDA	19,559	28,709	33,006	37,611	40,504
% EBITDA margin	10.8%	13.1%	13.5%	13.5%	13.1%
Non-operating income	13,863	16,041	17,346	19,402	21,506
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,113)	(3,479)	(4,242)	(4,368)	(4,268)
Pre-tax profit	(374)	8,273	10,804	13,571	15,703
Income tax	(372)	1,733	2,377	2,714	3,141
After-tax profit	(2)	6,540	8,427	10,857	12,562
% net margin	0.0%	3.0%	3.4%	3.9%	4.1%
Shares in affiliates' Earnings	279	820	850	900	980
Minority interests	(217)	(430)	(450)	(510)	(566)
Extraordinary items	0	245	0	0	0
NET PROFIT	59	7,175	8,827	11,246	12,976
Normalized profit	59	6,930	8,827	11,246	12,976
EPS (Bt)	0.0	1.2	1.5	1.9	2.2
Normalized EPS (Bt)	0.0	1.1	1.5	1.9	2.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	69,918	76,532	85,339	95,671	104,980
Cash & cash equivalent	18,088	15,617	18,181	19,204	20,040
Account receivables	4,860	5,421	6,722	9,140	10,142
Inventories	36,516	43,675	47,256	52,401	58,238
Others	10,455	11,819	13,179	14,926	16,559
Investments & loans	5,559	6,318	6,318	6,318	6,318
Net fixed assets	43,359	49,045	57,477	57,601	56,854
Other assets	144,392	144,090	144,988	149,457	149,806
Total assets	263,228	275,984	294,122	309,047	317,958
LIABILITIES:					
Current liabilities:	111,662	108,488	117,729	124,729	127,361
Account payables	35,632	39,828	43,399	49,126	54,598
Bank overdraft & ST loans	36,905	34,954	41,266	41,170	37,939
Current LT debt	13,418	6,561	4,127	4,117	3,794
Others current liabilities	25,707	27,145	28,938	30,316	31,030
Total LT debt	28,517	39,780	37,139	37,053	34,145
Others LT liabilities	63,968	62,831	68,304	68,573	69,062
Total liabilities	204,147	211,099	223,172	230,355	230,568
Minority interest	2,693	2,762	3,212	3,723	4,289
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	6,031	6,031	6,031	6,031	6,031
Share premium	66,885	66,761	66,761	66,761	66,761
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(24,951)	(24,459)	(24,459)	(24,459)	(24,459)
Retained earnings	8,424	13,790	19,404	26,636	34,767
Shareholders' equity	56,388	62,123	67,737	74,969	83,101
Liabilities & equity	263,228	275,984	294,122	309,047	317,958

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	(374)	8,273	10,804	13,571	15,703
Tax paid	694	(1,458)	(2,394)	(2,563)	(3,078)
Depreciation & amortization	17,041	17,171	18,145	19,876	20,747
Chg ln working capital	1,552	(3,524)	(1,312)	(1,835)	(1,368)
Chg ln other CA & CL / minorities	3,913	1,237	1,297	379	(1)
Cash flow from operations	22,826	21,698	26,539	29,428	32,003
Capex	(18,745)	(22,856)	(26,577)	(20,000)	(20,000)
Right of use	1,691	2,059	103	5	5
ST loans & investments	(98)	98	4	0	0
LT loans & investments	(2,926)	(759)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg ln other assets & liabilities	(20,297)	(3,725)	4,471	(4,204)	135
Cash flow from investments	(40,375)	(25,184)	(21,999)	(24,199)	(19,860)
Debt financing	14,960	2,455	1,237	(191)	(6,463)
Capital increase	0	(123)	0	0	0
Dividends paid	(2,412)	(1,809)	(3,213)	(4,015)	(4,845)
Warrants & other surplus	5,348	492	0	0	0
Cash flow from financing	17,895	1,014	(1,976)	(4,206)	(11,308)
Free cash flow	4,080	(1,158)	(38)	9,428	12,003

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	4,139.5	35.5	27.8	21.9	18.9
Normalized PE - at target price (x)	5,485.5	47.0	36.9	29.0	25.1
PE (x)	4,139.5	34.3	27.8	21.9	18.9
PE - at target price (x)	5,485.5	45.4	36.9	29.0	25.1
EV/EBITDA (x)	15.7	10.8	9.4	8.2	7.4
EV/EBITDA - at target price (x)	19.8	13.6	11.8	10.3	9.4
P/BV (x)	4.4	4.0	3.6	3.3	3.0
P/BV - at target price (x)	5.8	5.2	4.8	4.3	3.9
P/CFO (x)	10.8	11.3	9.3	8.4	7.7
Price/sales (x)	1.4	1.1	1.0	0.9	0.8
Dividend yield (%)	0.7	1.2	1.4	1.8	2.1
FCF Yield (%)	1.7	(0.5)	(0.0)	3.8	4.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	1.1	1.5	1.9	2.2
EPS	0.0	1.2	1.5	1.9	2.2
DPS	0.3	0.5	0.6	0.7	0.9
BV/share	9.3	10.3	11.2	12.4	13.8
CFO/share	3.8	3.6	4.4	4.9	5.3
FCF/share	0.7	(0.2)	(0.0)	1.6	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	1.0	21.0	11.6	13.3	11.0
Net profit (%)	28.3	11,985.2	23.0	27.4	15.4
EPS (%)	24.5	11,985.2	23.0	27.4	15.4
Normalized profit (%)	28.3	11,572.9	27.4	27.4	15.4
Normalized EPS (%)	24.5	11,572.9	27.4	27.4	15.4
Dividend payout ratio (%)	3,047.5	40.3	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.3	27.4	28.3	28.3	28.2
Operating margin (%)	1.4	5.2	6.1	6.4	6.4
EBITDA margin (%)	10.8	13.1	13.5	13.5	13.1
Net margin (%)	(0.0)	3.0	3.4	3.9	4.1
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	0.9	0.8	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	0.8	3.3	3.5	4.1	4.6
Interest coverage - EBITDA (x)	6.3	8.3	7.8	8.6	9.5
ROA - using norm profit (%)	0.0	2.6	3.1	3.6	4.1
ROE - using norm profit (%)	0.1	11.7	13.6	15.0	16.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	11.0	13.0	14.5	15.9
- asset turnover (x)	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0
- operating margin (%)	na	5.3	6.1	6.5	6.5
- leverage (x)	4.6	4.5	4.4	4.1	4.0
- interest burden (%)	(13.7)	70.4	71.8	75.6	78.6
- tax burden (%)	na	79.1	78.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	2.5	7.8	9.1	10.7	11.4
NOPAT (Bt m)	2,518	9,122	11,592	14,188	15,806
invested capital (Bt m)	117,140	127,801	132,088	138,105	138,938

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 การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 ปทุมไรซ์มิล 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 ไอลงค์ 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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา 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, อิโตรเคมี 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 sunset.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