

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.00

(From Bt 5.00)

Upside : 23.0%

18 JULY 2023

Small Cap Research

WHA Corporation Pcl (WHA TB)

ได้ประโยชน์มากที่สุด

เราคาดว่า WHA จะได้ประโยชน์สูงสุดจากรอบการลงทุนของ FDI ใหม่ผ่านธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมและคลังสินค้า เราปรับเพิ่มมูลค่า NAV ของ WHA เป็น 6 บาท เพื่อสะท้อนแนวโน้มที่ดีขึ้นทั้งด้านปริมาณและราคาที่เพิ่มขึ้น เรามองว่า WHA สามารถมีกำไรเติบโตฐานที่สูงได้ราว 14/24% ในปี 2023-24F WHA เป็นหุ้น Top Pick ของเรา



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

เป็น Top Pick ของเรา

WHA เป็น Top Pick ของเรา เนื่องจากธุรกิจที่หลากหลายทั้งนิคมอุตสาหกรรม (IE) การให้เช่าโกดัง/โรงงาน ที่ทำให้ได้ประโยชน์จาก FDI ทั้งใหญ่และเล็กตลอดรอบการลงทุน (ดูโครงสร้างกำไรใน Exhibit 1) รอบการลงทุนของ FDI เริ่มในปี 2022 โดยปัจจัยขับเคลื่อนอุปสงค์ที่สำคัญคือความเสี่ยงด้านนโยบายของจีนและภัยคุกคามทางภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มขึ้น เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย SOTP DCF NAV ปีฐาน 2024F เป็น 6.0 บาท (จาก 5.0 บาท) และปรับเพิ่มกำไร 3/11/23% ในปี 2023-25F เพื่อสะท้อนยอด presales ที่ดินที่สูงขึ้น และอัตราการเช่าคลังสินค้าที่อาจสูงขึ้น และมูลค่าการขายให้กับกองทรัสต์ ธุรกิจ IE ของเราใช้วิธี NAV ซึ่งเราใช้ส่วนลด 20% สำหรับที่ดิน IE ที่พัฒนาแล้ว และประเมินมูลค่าที่ดินเปล่าในราคาทุน (บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม “อยู่ในช่วงเร่งตัวขึ้น” วันที่ 19 กรกฎาคม 2023)

ที่ IE ได้ประโยชน์อันดับแรก

เราคาดว่าธุรกิจขายที่ดิน IE ของไทยจะได้ประโยชน์เป็นอันดับแรกจากทั้งราคาและปริมาณขายที่ดินที่สูงขึ้น การสอบถามอุปสงค์ที่ดินล้นหลามด้วยมีความสนใจที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทข้ามชาติขนาดใหญ่ที่มีแนวโน้มจะมาพร้อมกับซัพพลายเชน ปัจจุบันเราคาดว่ารอบการลงทุนนี้จะคงอยู่นานขึ้นไปในปี 2027F (จากเดิมในปี 2025F) เราปรับเพิ่มการขายที่ดินเป็น 1,700 ไร่ต่อปี ในปี 2023-26F และ 1,500/1,300 ไร่ ในปี 2027F (จาก 1,500/1,300/1,300/900/800) WHA ขายที่ดิน 1,778 ไร่ ในปี 2022 รวมมียกมัดให้ BYD และ 920 ไร่ต่อปี ในปี 2016-19 เราปรับเพิ่มการเติบโตของราคาที่ดินเป็น 7/7/7/7/5% ต่อปี ในปี 2023-27F จากเดิมที่ 7/7/5/3/3%

ส่งผลประโยชน์ต่อคลังสินค้าภายหลัง

คลังสินค้าให้เช่าส่วนใหญ่อยู่ในจังหวัดฉะเชิงเทรา ซึ่งเป็น 1 ใน 3 จังหวัด EEC และโรงงานให้เช่าอยู่ใน IE ของบริษัทฯ ธุรกิจนี้จะช่วยให้ WHA สามารถจับความต้องการ FDI จากบริษัทขนาดเล็กและซัพพลายเชนได้ เนื่องจากรูปแบบธุรกิจของ WHA คือการขายทรัพย์สินเข้า REITs เป็นประจำทุกปี เราคาดว่า WHA จะได้ประโยชน์จากการเช่าและค่าเช่าที่สูงขึ้น และมูลค่าการขายให้ REITs สูงขึ้น เราปรับสมมติฐาน pre-lease ขึ้น 25/33/67% เป็น 200,000 ตรม. ต่อปี ในปี 2024-26F เรายังปรับสมมติฐานการเติบโตของราคาขายสินทรัพย์จาก 3% ต่อปี เป็น 6/4/4/4% และค่าเช่าคลังสินค้าเพิ่มขึ้นจาก 2% เป็น 6% ต่อปี ในปี 2024-26F

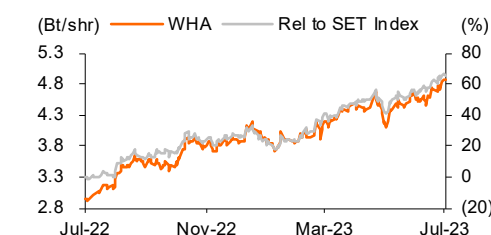
EPS เติบโต 14/24% ในปี 2023-24F

เราคาดว่ากำไรปกติจะเติบโต 14/24/10% ในปี 2023-25F ปัจจัยขับเคลื่อนสำคัญสำหรับปี 2023F คือธุรกิจ IE ที่แข็งแกร่งขึ้นและการพลิกฟื้นของธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP ของ WHA จากต้นทุนก๊าซที่ลดลงในปี 2023F เราคาดว่า WHA จะลดปริมาณการขายสินทรัพย์ให้กับ REITs ในปีนี้จากกำไร 1.4 พันลบ. ในปีที่แล้ว เราเชื่อว่า WHA ใช้การขายสินทรัพย์เป็นตัวสร้างเสถียรภาพของกำไร และหากกำไรปีนี้แข็งแกร่งอยู่แล้ว บริษัทฯ อาจไม่จำเป็นต้องขายสินทรัพย์จำนวนมากเพื่อรับรู้กำไร

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	13,729	14,391	16,528	18,011
Net profit	4,046	4,221	5,218	5,718
Norm profit	3,720	4,221	5,218	5,718
Consensus NP	—	4,081	4,640	4,926
Diff frm cons (%)	—	3.4	12.5	16.1
Prev. Norm profit	—	4,088	4,715	4,640
Chg frm prev (%)	—	3.3	10.7	23.2
Norm EPS (Bt)	0.2	0.3	0.3	0.4
Norm EPS grw (%)	36.9	13.5	23.6	9.6
Norm PE (x)	19.6	17.3	14.0	12.8
EV/EBITDA (x)	22.3	21.1	16.9	15.3
P/BV (x)	2.3	2.1	1.9	1.8
Div yield (%)	2.3	2.3	2.9	3.1
ROE (%)	11.9	12.7	14.4	14.4
Net D/E (%)	93.4	87.2	80.2	73.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Jul-23 (Bt)	4.88
Market Cap (US\$ m)	2,132.1
Listed Shares (m shares)	14,946.8
Free Float (%)	67.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.8
12M Price H/L (Bt)	4.88/2.90
Sector	Industrial Estate
Major Shareholder	WHA Holding Co Ltd 25.2%

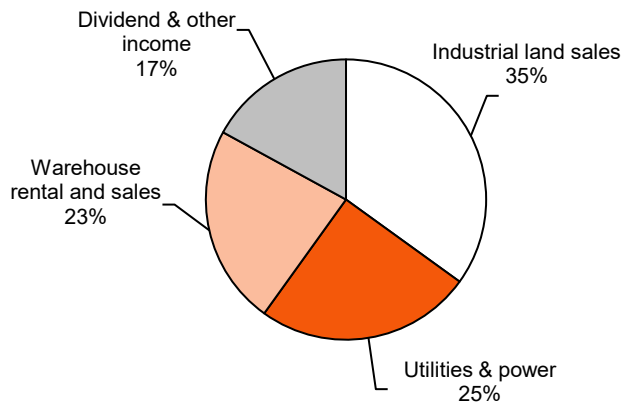
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P39

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

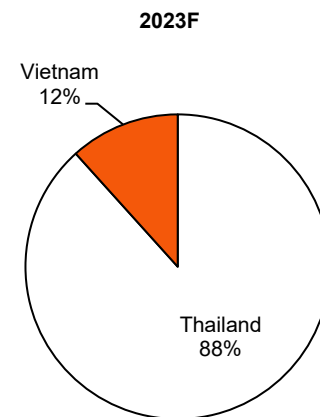
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดยังหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Operating Profit And Equity Income Breakdown



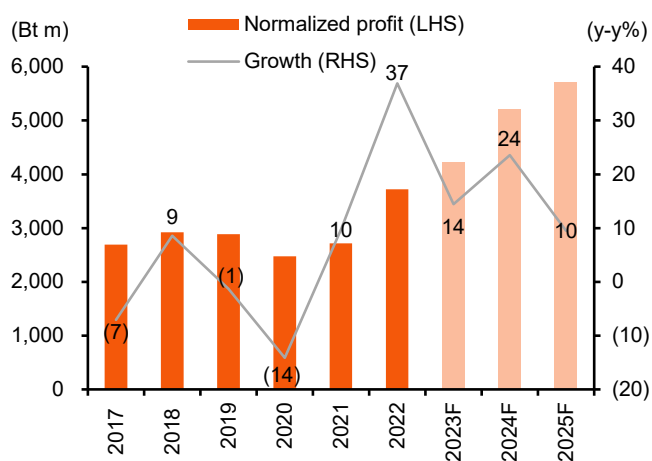
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Profit Breakdown By Geography



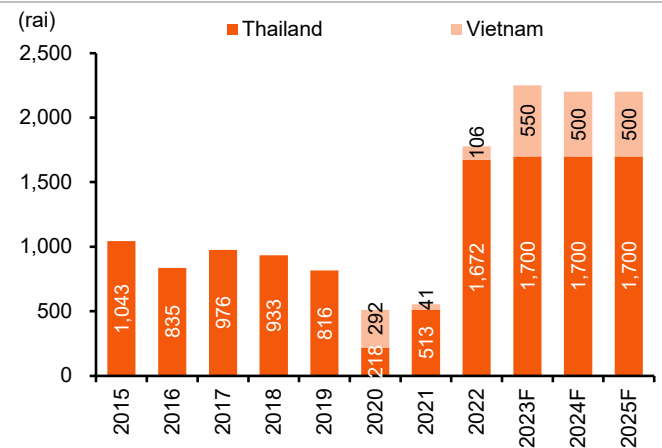
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Growing Profit Despite High Base



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: WHA's Land Presales In A Cyclical Upturn



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Key Assumptions Change

	2023F	2024F	2025F
IE land price appreciation (%)			
New	7.0	7.0	7.0
Old	7.0	7.0	5.0
IE land pre-sales (rai)			
New			
Thailand	1,700	1,700	1,700
Vietnam	550	500	500
Total	2,250	2,200	2,200
Old			
Thailand	1,500	1,300	1,300
Vietnam	550	500	500
Total	2,050	1,800	1,800
Asset sales to REITs price appreciation (%)			
New	3.0	6.0	4.0
Old	3.0	3.0	3.0
Warehouse rental price appreciation (%)			
New	2.0	6.0	6.0
Old	2.0	2.0	2.0
Warehouse and factory new lease space (sqm)			
New	170,000	200,000	200,000
Old	170,000	160,000	150,000
Normalized profit (Bt m)			
New	4,221	5,218	5,718
Old	4,088	4,715	4,640
Change (%)	3.3	10.7	23.2

Source: Thanachart estimates

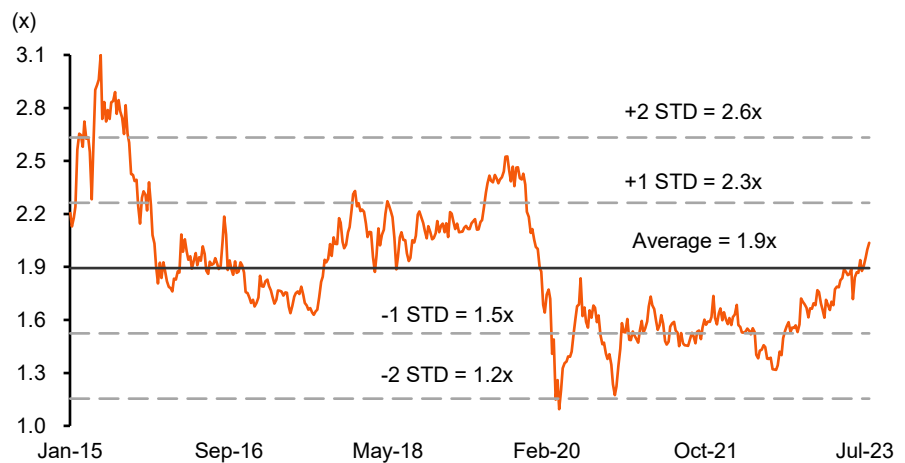
Ex 6: We Maintain BUY With A Higher DCF/NAV-derived SOTP-based TP Of Bt6.0

	Equity value (Bt m)	Value/ share (Bt)	Sum of the parts (%)
Industrial land bank value*	26,212	1.8	30
Warehouse & factory rentals, asset sales (DCF)	32,285	2.2	36
WHAUP (Utilities and power) - 70% stake (DCF)	14,220	1.0	17
REITs* -15-23% stake (DDM)	14,264	1.0	17
Total equity value	88,793	6.0	100

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note:* We assign an average 20% discount to the price of developed land while raw land is valued at cost

Ex 7: Seven-Year Average P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: We Reaffirm BUY With A DCF/NAV-derived SOTP-based 12-month TP Of Bt6.0

Landbank	— Sellable area (rai) —		Selling price/rai	Land cost/rai	Developed land*** (Bt m)	Undeveloped land*** (Bt m)	Enterprise value (Bt m)	Equity value/share (Bt/share)	Sum of the parts (%)
	Developed	Raw land							
<u>Industrial landbank</u>									
Thailand	6,500	2,709	4.5	1.3	23,296	3,386			
Vietnam	1,820		3.0	0.3	4,927	0			
Total industrial landbank value	8,320	2,709			28,223	3,386	31,609	1.8	30
Warehouse & factory rental & Asset sales to REITs (DCF)							29,839		
Utilities and power* (DCF)							13,862	1.0	17
REITs investments** (DDM)							29,453	1.0	17
Total enterprise value							124,528		
Less: Net debt 2023F							33,592		
Less : Minorities 2023F							3,955		
Total equity value							86,981	6.0	100

Sources: Company data, Thanachart estimates

* Utilities and power businesses via WHAUP at a 70% stake

**Investments in WHART, WHABT, HREIT, HPF at 15-23% stakes

*** We assign an average 20% discount to the price of developed land while raw land is valued at cost

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดับบลิวเอชเอ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (WHA) ดำเนินธุรกิจพัฒนา logistics facilities ให้เช่า บริษัทฯ พัฒนาโครงการตามความต้องการของลูกค้า (Built-to-Suit) และโครงการ Warehouse Farm โดยมีกลุ่มลูกค้าเป็นผู้ผลิต, ผู้ประกอบการค้าปลีก และ ผู้ให้บริการโลจิสติกส์ นอกจากนี้ WHA ยังเป็นผู้พัฒนานิคมอุตสาหกรรมในประเทศไทยและเวียดนาม ปัจจุบัน WHA ถือหุ้น 15-23% ใน REITs และกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์ (WHART HREIT WHABT และ HPF) WHART และ HREIT จัดตั้งขึ้นเพื่อเป็นเครื่องมือในการระดมทุนสำหรับ WHA ผ่านการขายสินทรัพย์ให้กับกองทุน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

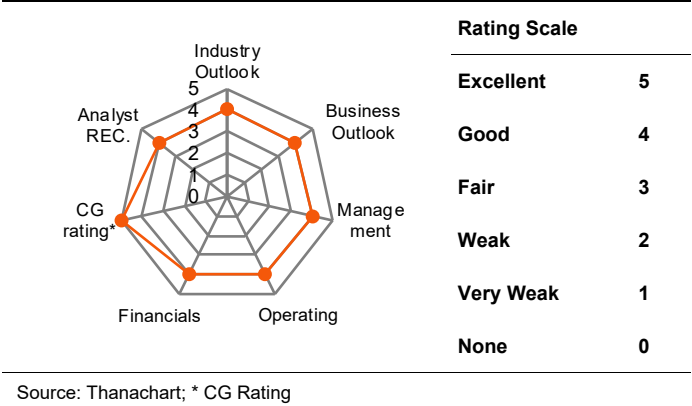
S — Strength

- มีประสบการณ์และความเชี่ยวชาญสูงในธุรกิจพัฒนาศูนย์ โลจิสติกส์ และสร้างคลังสินค้าประเภท Built-to-Suit
- กลุ่มลูกค้าที่มีคุณภาพสูง และ WHA มีชื่อเสียงในหมู่บริษัทข้ามชาติและบริษัทชั้นนำของไทย
- คลังสินค้าในปัจจุบัน และที่ดินเพื่อการพัฒนาโครงการในอนาคต ตั้งอยู่ในจุดยุทธศาสตร์ที่ดี และไม่มีประวัติน้ำท่วม

O — Opportunity

- การขายที่ดินรอบใหม่ขับเคลื่อนโดยความจำเป็นในการกระจายความเสี่ยงเนื่องจากภัยคุกคามทางภูมิรัฐศาสตร์และความเสี่ยงด้านนโยบายของจีน
- แนวโน้มการขยายตัวของสังคมเมือง และกลุ่มค้าปลีก
- แนวโน้มการ outsourcing คลังสินค้าที่เติบโต

COMPANY RATING



W — Weakness

- ธุรกิจโรงงานและคลังสินค้าให้เช่าต้องใช้เงินลงทุนสูง และมีระยะเวลาดึงทุนนาน
- การพึ่งพาลูกค้ารายใหญ่

T — Threat

- การแข่งขันสูงขึ้นจากการเข้ามาของบริษัทพัฒนานิคมอุตสาหกรรมรายใหญ่ เช่น ROJNA FPT และ AMATA
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติและปัญหาทางการเมือง
- เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.09	6.00	18%
Norm profit 23F (Bt m)	4,081	4,221	3%
Norm profit 24F (Bt m)	4,640	5,218	12%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023-24F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตัวเลขของตลาด ซึ่งเป็นเพราะเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นเกี่ยวกับธุรกิจนิคมอุตสาหกรรมและโรงงานให้เช่าและคลังสินค้า

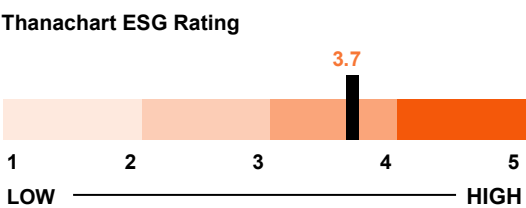
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศอ่อนแอกว่าคาด อาจส่งผลต่อประมาณการยอดขายที่ดินนิคมฯ ของเรา
- หากบริษัทอื่นที่ดินนิคมฯ น้อยกว่าที่เราคาด จะส่งผลต่อประมาณการกำไรของเรา
- หากทรัพย์สินที่รอการขายให้ลูกค้าและ REITs มีมูลค่าต่ำกว่าที่คาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากเศรษฐกิจโลกหรือในประเทศหยุดชะงัก ผู้เช่าอาจยกเลิกหรือไม่ต่ออายุสัญญาเช่า จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากแรงจูงใจในการลงทุนใหม่ไม่สามารถดึงดูดนักลงทุนได้ เราจะเห็นความเสี่ยงด้านผลตอบแทนจากการขายที่ดินระยะยาวของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

WHA ให้ความสำคัญกับประเด็น ESG ด้วยมีแผนและเป้าหมายที่ชัดเจน เราให้คะแนนที่ 3.7 ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูง WHA บรรลุความเป็นกลางของคาร์บอน และมีเป้าหมายในการบริหารจัดการน้ำและของเสีย WHA ยังทำได้ดีในประเด็นทางสังคม ด้วยนโยบายและขั้นตอนที่ชัดเจนในการส่งเสริมธรรมาภิบาลและความยั่งยืน



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	Arabesque MSCI (CCC-AAA)	S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
WHA	YES	YES	-	BBB	58.35	74.56	75.00	-	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 - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- WHA ดำเนินธุรกิจขายและบริหารจัดการนิคมอุตสาหกรรม โรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม (ก๊าซและไอน้ำ) และคลังสินค้าสำเร็จรูปสำหรับขายและให้เช่า บริษัทฯ บรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนในปี 2022 ด้วยมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) เทียบเท่าคาร์บอนไดออกไซด์ 17,044 ตัน (ลดลงจาก 19,250 ตันในปี 2021) เทียบกับเครดิต 31,599 ตันจากการติดตั้งพลังงานแสงอาทิตย์บนที่ดินของบริษัท - WHA ได้ปฏิบัติตามมาตรฐานสากล ทั้งมาตรฐานระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม (ISO 14001) และมาตรฐานระบบบริหารงาน คุณภาพ (ISO 9001) โดยองค์กรระหว่างประเทศว่าด้วยการมาตรฐาน (ISO) - บริษัทฯ ได้จัดตั้งคณะกรรมการจัดการของเสีย โดยมีเป้าหมายในการลดอัตราขยะมูลฝอยที่ต้องส่งไปกำจัดโดยการฝังกลบหรือการเผา โดยไม่มีการแปรรูปเพื่อเปลี่ยนเป็นพลังงานภายในปี 2025 เทียบกับ 18% ในปี 2022, 24% ในปี 2021 และ 61% ในปี 2018 - ลดการพึ่งพิงการใช้จากแหล่งน้ำธรรมชาติ WHA มีเป้าหมายเพิ่มประสิทธิภาพในการนำน้ำเสียกลับมาใช้ใหม่เป็น 2 เท่า เป็น 60,400 ลบ.ม. ต่อวันภายในปี 2025
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- นโยบายสิทธิมนุษยชนของ WHA ครอบคลุมผู้ถือหุ้นและผู้ถือสิทธิ์ทั้งหมด รวมถึงพนักงาน ชัพพลายเออร์ ผู้รับเหมา และหุ้นส่วนทางธุรกิจทั้งหมด กลุ่ม WHA ได้มีการตรวจสอบการดำเนินการด้านสิทธิมนุษยชน (HRDD) เป็นประจำทุกปีเพื่อประเมินความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชน - WHA ยึดมั่นในพระราชบัญญัติความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม พ.ศ. ๒๕๕๔ และมาตรฐานความปลอดภัยระดับสากล อย่างเคร่งครัด มีการบาดเจ็บจากการทำงานในปี 2021 เพียง 4 ราย และการเสียชีวิตจากการทำงานเป็นศูนย์ - WHA ส่งเสริมสภาพแวดล้อมการทำงานที่หลากหลายและการปฏิบัติที่เป็นธรรม ผู้หญิงคิดเป็น 57% ของแรงงานในปี 2022 - WHA บริจาคเงิน 89 ล้านบาท เพื่อรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) WHA ตั้งเป้ากิจกรรม CSR เข้าถึงชุมชนกว่า 97% ในพื้นที่โดยรอบ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- WHA มีคณะกรรมการ (BOD) จำนวน 11 ท่าน โดย 73% ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่ใช่ผู้บริหารและกรรมการอิสระ อย่างไรก็ตาม ประธานกรรมการ BOD ยังดำรงตำแหน่งประธานกรรมการบริหารอีกด้วย - มีการกำหนดแนวทางการจัดทำนโยบายและวิธีปฏิบัติการแจ้งเบาะแสเพื่อแสดงให้เห็นถึงสภาพแวดล้อมขององค์กรที่โปร่งใสของ WHA ไม่พบการละเมิดข้อกำหนดด้านกฎระเบียบหรือนโยบายในปี 2022 - BOD แต่งตั้งคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง ซึ่งประกอบด้วย CEO และสมาชิกจาก BOD เพื่อดูแลการดำเนินการบริหารความเสี่ยงโดยรวม

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	10,417	13,729	14,391	16,528	18,011
Cost of sales	5,663	7,592	7,941	8,728	9,489
Gross profit	4,754	6,137	6,450	7,800	8,522
% gross margin	45.6%	44.7%	44.8%	47.2%	47.3%
Selling & administration expenses	1,604	1,982	2,116	2,250	2,379
Operating profit	3,150	4,155	4,333	5,550	6,142
% operating margin	30.2%	30.3%	30.1%	33.6%	34.1%
Depreciation & amortization	620	611	713	779	858
EBITDA	3,770	4,765	5,046	6,329	7,000
% EBITDA margin	36.2%	34.7%	35.1%	38.3%	38.9%
Non-operating income	915	809	950	1,034	1,096
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,146)	(1,126)	(1,089)	(1,129)	(1,221)
Pre-tax profit	2,919	3,837	4,194	5,456	6,018
Income tax	679	546	629	818	903
After-tax profit	2,241	3,291	3,565	4,637	5,115
% net margin	21.5%	24.0%	24.8%	28.1%	28.4%
Shares in affiliates' Earnings	760	705	1,049	1,026	1,112
Minority interests	(283)	(276)	(393)	(445)	(509)
Extraordinary items	(128)	325	0	0	0
NET PROFIT	2,590	4,046	4,221	5,218	5,718
Normalized profit	2,718	3,720	4,221	5,218	5,718
EPS (Bt)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	17,844	19,130	16,813	18,159	19,417
Cash & cash equivalent	3,573	7,148	3,500	3,500	3,500
Account receivables	435	559	591	679	740
Inventories	12,635	10,690	11,966	13,152	14,299
Others	1,200	733	755	828	878
Investments & loans	15,713	16,428	16,839	17,231	17,640
Net fixed assets	17,142	18,849	19,897	22,017	23,893
Other assets	32,071	31,895	33,488	35,154	36,896
Total assets	82,769	86,302	87,037	92,561	97,846
LIABILITIES:					
Current liabilities:	18,636	16,398	15,554	15,984	16,373
Account payables	2,583	2,743	2,872	3,157	3,432
Bank overdraft & ST loans	2,997	1,600	1,484	1,498	1,503
Current LT debt	12,579	11,717	10,682	10,782	10,823
Others current liabilities	477	338	516	548	615
Total LT debt	22,986	27,078	24,926	25,158	25,254
Others LT liabilities	7,118	7,214	8,015	9,101	9,863
Total liabilities	48,740	50,690	48,494	50,244	51,489
Minority interest	3,436	3,562	3,955	4,400	4,909
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,495	1,495	1,495	1,495	1,495
Share premium	15,266	15,266	15,266	15,266	15,266
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,518	3,026	3,026	3,026	3,026
Retained earnings	10,315	12,263	14,800	18,130	21,661
Shareholders' equity	30,594	32,050	34,587	37,917	41,448
Liabilities & equity	82,769	86,302	87,037	92,561	97,846

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	2,919	3,837	4,194	5,456	6,018
Tax paid	(631)	(597)	(559)	(832)	(868)
Depreciation & amortization	620	611	713	779	858
Chg In working capital	22	1,982	(1,180)	(989)	(933)
Chg In other CA & CL / minorities	(370)	483	828	680	749
Cash flow from operations	2,561	6,315	3,996	5,094	5,824
Capex	64	(2,311)	(1,704)	(2,837)	(2,666)
Right of use	(307)	31	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	(291)	63	0	0	0
LT loans & investments	410	(716)	(410)	(392)	(409)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	618	506	(443)	(223)	(604)
Cash flow from investments	494	(2,427)	(2,657)	(3,552)	(3,779)
Debt financing	(2,475)	2,278	(3,304)	346	142
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,694)	(2,424)	(1,684)	(1,888)	(2,187)
Warrants & other surplus	893	(167)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,277)	(313)	(4,988)	(1,542)	(2,045)
Free cash flow	2,625	4,004	2,293	2,257	3,158

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	26.8	19.6	17.3	14.0	12.8
Normalized PE - at target price (x)	33.0	24.1	21.2	17.2	15.7
PE (x)	28.2	18.0	17.3	14.0	12.8
PE - at target price (x)	34.6	22.2	21.2	17.2	15.7
EV/EBITDA (x)	28.6	22.3	21.1	16.9	15.3
EV/EBITDA - at target price (x)	33.1	25.8	24.4	19.5	17.7
P/BV (x)	2.4	2.3	2.1	1.9	1.8
P/BV - at target price (x)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2
P/CFO (x)	28.5	11.6	18.3	14.3	12.5
Price/sales (x)	7.0	5.3	5.1	4.4	4.0
Dividend yield (%)	1.5	2.3	2.3	2.9	3.1
FCF Yield (%)	3.6	5.5	3.1	3.1	4.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4
EPS	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
BV/share	2.0	2.1	2.3	2.5	2.8
CFO/share	0.2	0.4	0.3	0.3	0.4
FCF/share	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	50.7	31.8	4.8	14.9	9.0
Net profit (%)	2.6	56.2	4.3	23.6	9.6
EPS (%)	2.4	56.2	4.3	23.6	9.6
Normalized profit (%)	9.7	36.9	13.5	23.6	9.6
Normalized EPS (%)	9.5	36.9	13.5	23.6	9.6
Dividend payout ratio (%)	42.4	41.5	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	45.6	44.7	44.8	47.2	47.3
Operating margin (%)	30.2	30.3	30.1	33.6	34.1
EBITDA margin (%)	36.2	34.7	35.1	38.3	38.9
Net margin (%)	21.5	24.0	24.8	28.1	28.4
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	2.8	3.7	4.0	4.9	5.0
Interest coverage - EBITDA (x)	3.3	4.2	4.6	5.6	5.7
ROA - using norm profit (%)	3.3	4.4	4.9	5.8	6.0
ROE - using norm profit (%)	9.2	11.9	12.7	14.4	14.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.5	10.5	10.7	12.8	12.9
- asset turnover (x)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	39.0	36.2	36.7	39.8	40.2
- leverage (x)	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4
- interest burden (%)	71.8	77.3	79.4	82.9	83.1
- tax burden (%)	76.8	85.8	85.0	85.0	85.0
WACC (%)	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
ROIC (%)	3.6	5.4	5.6	6.9	7.3
NOPAT (Bt m)	2,418	3,564	3,683	4,718	5,221
invested capital (Bt m)	65,584	65,297	68,178	71,855	75,528

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SET THSI Index (SETTHSI)

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

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

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

Arabesque S-Ray®

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

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

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 ราชธานีลิ้นจี่ 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 ราชธานีลิ้นจี่ 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

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

สาธารณโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ

Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เตินเรือ
พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง

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

พลังงาน , บีโตร์เคมี

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

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

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

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

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

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

นักวิเคราะห์, แพล

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล

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

สุนทร รักษาวัต

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์

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

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114
varathip.run@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