

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 6.70

(From: Bt 6.10)

Upside : 17.5%

31 AUGUST 2023

Small Cap Research

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

กำไรสูงเป็นประวัติการณ์ต่อเนื่อง

ERW ยังคงเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงแรมของไทย บริษัทฯ มีฐานกำไรที่ฟื้นตัวก่อนคู่แข่ง และน่าจะเลยระดับปี 2019 เร็วที่สุดในปีนี้ และเรายังคงคาดว่ากำไรโตของกำไรยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 19% ในปี 2024-26F



SIRIPORN ARUNOTHAI

662 - 779 9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กำไรที่ฟื้นตัวก่อนคู่แข่ง

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโรงแรม “มีเรื่องราวการเติบโตอย่างต่อเนื่อง” วันที่ 31 สิงหาคม 2023 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” ERW และเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงแรมไทย เนื่องจาก 1) ERW ดำเนินธุรกิจเฉพาะธุรกิจโรงแรม ทำให้ได้ประโยชน์จากเรื่องราวการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งของไทย 2) EPS ฟื้นตัวก่อนคู่แข่ง และ EPS น่าจะมากกว่าระดับปี 2019 ภายในปีนี้ แม้เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะอยู่ที่เพียง 70% ของระดับปี 2019 3) เนื่องจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมยังไม่จบลง ด้วยมีแนวโน้มที่สดใสของการท่องเที่ยวไทย เราจึงคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 19% ในปี 2024-26F ในบทวิเคราะห์นี้เราปรับเพิ่มกำไรปกติของ ERW ขึ้น 23/9/9% ในปี 2023-25F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2024F) ขึ้นเป็น 6.70 บาท (จาก 6.10 บาท) จากอัตราการเข้าพัก (OR) ราคาห้องพักเฉลี่ย (ARR) ที่ดีกว่าคาด โรงแรม HOP INN ใหม่ 10 แห่ง ในปี 2024 และผลจาก operating leverage

ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติ

เราคาดว่า ERW จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติ (รวมถึงนักท่องเที่ยวจีน) ที่มาเยือนไทย เมื่อเทียบกับ บมจ. โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา (CENTEL “ซื้อ”) และ บมจ. ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT, “ซื้อ”) เนื่องจาก 92% ของรายได้รวมของ ERW มาจากธุรกิจโรงแรมในไทยใน 1H23 เทียบกับ CENTEL ที่ 34% และ MINT ที่ 10% อีกทั้งโรงแรมของ ERW ครอบคลุมทุกกลุ่มตลาดตั้งแต่หรูไปจนถึงราคาย่อมเยา ดังนั้นโรงแรมของบริษัทฯ จึงสามารถตอบสนองความต้องการของนักท่องเที่ยวได้ในทุกกลุ่มตลาด โดยเฉพาะในช่วงที่ผู้คนมีความกังวลมากขึ้นต่อค่าใช้จ่ายเดินทาง และการชะลอตัวของเศรษฐกิจ

EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปีที่ 19%

ปัจจัยหนุนคาดการณ์การเติบโตของรายได้ของเราคือ การฟื้นตัวอย่างมากของภาคการท่องเที่ยวไทย ประโยชน์จาก operating leverage และการควบคุมต้นทุน เราคาดว่าอัตราการเข้าพักของ ERW อยู่ที่ 80/80/83/85% และการเติบโตของ ARR อยู่ที่ 17/1/-1/3% ในปี 2023-26F อนึ่ง การเติบโตของ ARR ที่ต่ำในปี 2024-25F เป็นผลมาจากมีจำนวนโรงแรม HOP INN ราคาต่ำที่เพิ่มขึ้น จากรายได้ที่เพิ่มขึ้นและการควบคุมต้นทุน เราจึงคาดว่า อัตรากำไรสุทธิของบริษัทฯ จะฟื้นตัวเป็น 9.9/11.4/13.2/14.8% ในปี 2023-26F เทียบกับ -5.8% ในปี 2022 และ 8.2% ในปี 2019

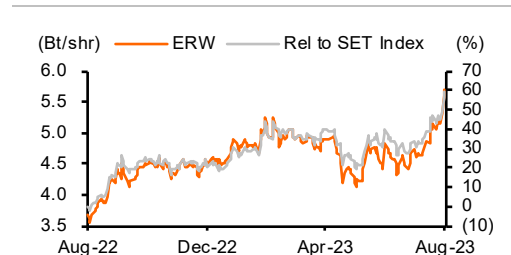
การขยายธุรกิจ

ความเสี่ยงประการหนึ่งสำหรับ ERW คือต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการต่ออายุสัญญาเช่าโรงแรมแกรนด์ ไฮแอท เอราวัณ (GHE) (รายได้จาก GHE อยู่ที่ราว 22% ของรายได้รวมในปี 2019) สัญญาสิ้นสุดวันที่ 1 กรกฎาคม 2021 โดย ERW มีสิทธิ์ต่ออายุสัญญาไปอีก 20 ปี บริษัทฯ อยู่ระหว่างการต่ออายุสัญญากับกระทรวงการคลัง สำหรับการขยายธุรกิจ ERW มีแผนที่จะเปิดโรงแรมราคาย่อมเยาใหม่ 3 และ 10 แห่งในฟิลิปปินส์และไทยในปีหน้า นอกจากนี้ยังมีแผนปรับปรุงอาคารด้านหน้าโรงแรมฮอลิเดย์ อินน์ พัทยา ใน 4Q23-3Q24 ค่าใช้จ่ายลงทุนรวมอยู่ที่ 1.6 พันลบ. ในปี 2023 เราเริ่มแบ่งงบลงทุนของบริษัทฯ ในประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	4,629	6,886	7,382	7,976
Net profit	(224)	702	814	1,014
Consensus NP	—	699	819	938
Diff frm cons (%)	—	0.4	(0.7)	8.1
Norm profit	(249)	678	814	1,014
Prev. Norm profit	—	552	744	930
Chg frm prev (%)	—	22.9	9.3	9.1
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.1	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	na	na	14.7	24.6
Norm PE (x)	na	39.3	34.3	27.5
EV/EBITDA (x)	36.7	17.1	14.8	12.9
P/BV (x)	4.7	4.2	3.5	3.2
Div yield (%)	0.0	0.5	0.9	1.5
ROE (%)	na	11.3	11.3	12.1
Net D/E (%)	155.8	129.1	80.7	61.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 30-Aug-23 (Bt)	5.70
Market Cap (US\$ m)	735.9
Listed Shares (m shares)	4,531.6
Free Float (%)	58.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.9
12M Price H/L (Bt)	5.60/3.56
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkrit & Wattanavekin
	Group 55%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P33

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

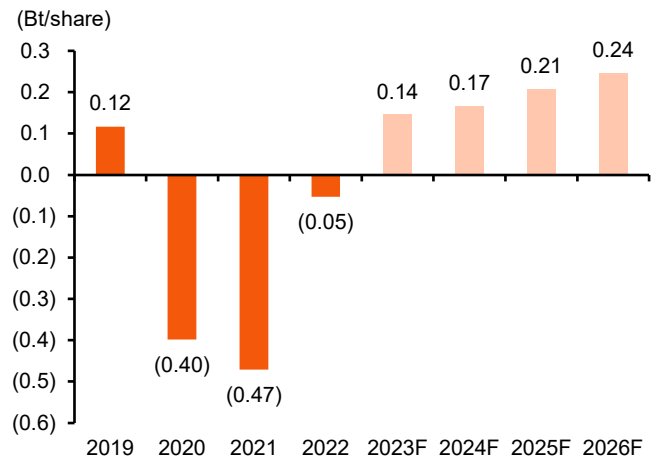
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Change To Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
# of rooms							
- New	9,569	9,802	10,094	10,188	10,188	11,467	11,467
- Old					10,188	10,677	10,677
- Change (%)					—	7.4	7.4
Occupancy rate (%)							
- New	76.4	36.6	29.3	64.6	80.1	80.3	83.3
- Old					76.9	78.0	80.1
- Change (ppt)					3.2	2.3	3.2
ARR (Bt/room/night)							
- New	1,764	1,136	913	1,485	1,738	1,757	1,736
- Old					1,754	1,803	1,836
- Change (%)					(0.9)	(2.6)	(5.5)
Gross margin (%)							
- New	54.5	36.5	13.6	50.7	55.2	55.9	56.2
- Old					54.5	55.9	56.2
- Change (ppt)					0.7	0.0	0.0
SG&A to sales (%)							
- New	38.6	87.5	124.6	48.6	38.6	37.5	36.5
- Old					39.0	38.1	36.6
- Change (ppt)					(0.4)	(0.5)	(0.1)
Interest expenses (Bt m)							
- New	402	536	521	458	570	552	516
- Old					552	540	517
- Change (%)					3.3	2.2	(0.2)
Other income (Bt m)							
- New	42	32	58	66	69	70	72
- Old					50	50	50
- Change (%)					37.7	39.4	43.6
Equity income (Bt m)							
- New	0	(18)	9	29	31	14	15
- Old					14	14	15
- Change (%)					121.6	—	—
Normalized profit (Bt m)							
- New	464	(1,585)	(2,040)	(249)	678	814	1,014
- Old					552	744	930
- Change (%)					22.9	9.3	9.1

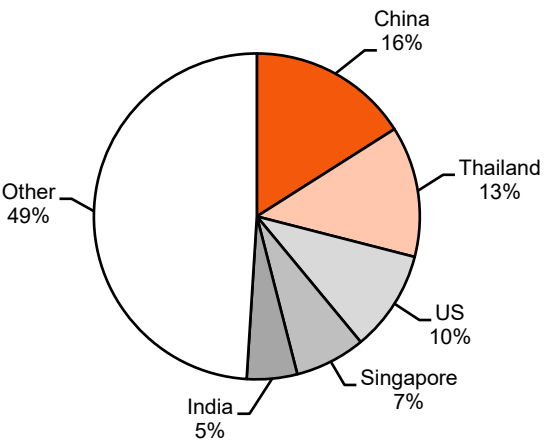
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Surpass Its Pre-COVID Level This Year



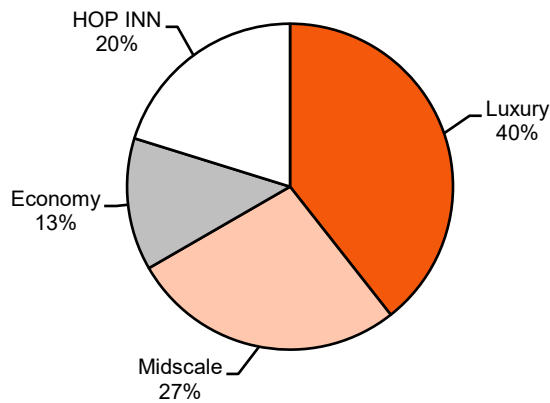
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Revenue Breakdown By Nationality In 2Q23



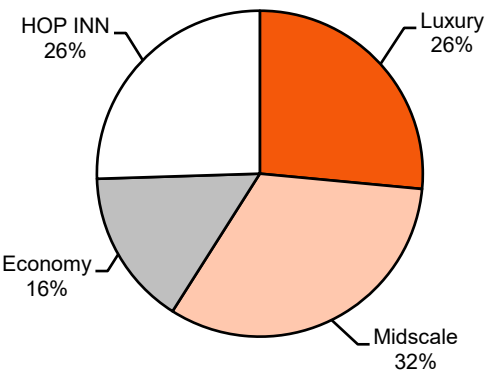
Source: Company data

Ex 4: Revenue Breakdown By Segmentation In 2Q23



Source: Company data

Ex 5: EBITDA Breakdown By Segmentation In 2Q23



Source: Company data

Ex 6: 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 excl. depre from right of use		2,062	2,318	2,509	2,625	2,745	2,869	2,994	3,124	3,258	3,398	3,544	—
Free cash flow		1,077	1,697	2,006	1,971	2,247	2,349	2,452	2,559	2,670	2,785	2,954	55,302
PV of free cash flow		1,077	1,480	1,634	1,500	1,596	1,559	1,519	1,440	1,398	1,357	1,340	25,083
Risk-free rate (%)		2.5											
Market risk premium (%)		8.0											
Beta		1.2											
WACC (%)		6.8											
Terminal growth (%)		2.0											
Enterprise value - add investments		40,984											
Net debt (2023F)		8,250											
Minority interest		58											
Equity value		32,676											
# of shares*		4,891											
Target price/share (Bt)		6.70											

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Includes the exercise of ERW-W3

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดีเอราวิ้นกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 29 ธ.ค.1982 ERW ธุรกิจหลักของบริษัทฯ คือการลงทุนและพัฒนาโรงแรมในหลากหลายพื้นที่และหลากหลายกลุ่ม (ระดับ 5 ดาว, ระดับกลาง, ระดับประหยัด และระดับราคาย่อมเยา) ทั่วประเทศไทย ปัจจุบัน ERW เป็นเจ้าของโรงแรม 76 แห่ง ณ สิ้น 2Q23 และดำเนินธุรกิจอื่นๆ รวมทั้ง ให้เช่าพื้นที่ค้าปลีก และบริหารจัดการอาคารสำนักงาน

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

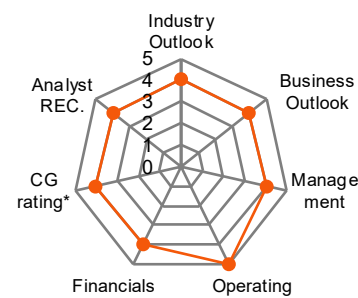
S — Strength

- มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก ด้วยมีกลุ่มเครือข่ายโรงแรมที่แข็งแกร่ง เช่น Hyatt, Marriott, Novotel, Holiday Inn และ Mercure ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจในประเทศไทยของ ERW
- มีสินทรัพย์อยู่ในทำเลที่เป็นแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยว

O — Opportunity

- เน้นกลุ่มที่มีการเติบโตสูง; โรงแรมขนาดกลาง โรงแรมราคาประหยัด และระดับราคาย่อมเยา
- โอกาสในการขยายตัวในอาเซียน

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- โรงแรมยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ประเทศไทย
- อุปทานโรงแรมหรูลดตลาดในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- การเมือง ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.82	6.70	15%
Net profit 23F (Bt m)	699	702	0%
Net profit 24F (Bt m)	819	814	-1%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- การคาดการณ์กำไรของเราใกล้เคียงกับของตลาด แต่ราคาเป้าหมายสูงกว่าเนื่องจากเราปรับพื้นฐานของราคาเป้าหมายไปเป็นสิ้นปีหน้า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

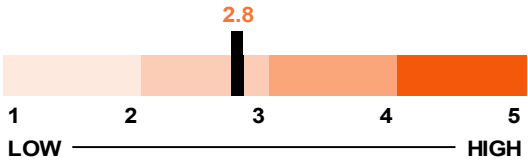
- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนดำเนินงานเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

ERW เป็นผู้ประกอบการโรงแรมในประเทศไทยภายใต้แบรนด์ Hyatt, Marriott, Holiday Inn, Mercure, Novotel และ Ibis นอกจากนี้ยังมีแบรนด์ของตัวเอง "Hop Inn" ในกลุ่มโรงแรมรายล้อมเราให้คะแนน ESG สำหรับ ERW ที่ 2.8 ซึ่งถือว่าปานกลาง แม้ว่าธุรกิจของบริษัทฯ จะไม่ได้ก่อให้เกิดการปล่อยคาร์บอนมากนัก และเราเชื่อการดำเนินธุรกิจของ ERW โดยทั่วไปนั้นดี แต่ยังไม่เห็นแผนชัดเจนเกี่ยวกับประเด็น ESG โดยรวม

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
ERW	-	-	-	-	54.44	51.35	21.00	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- ERW มีห้องพักในโรงแรม 8,717 ห้อง ในประเทศไทย และ 1,471 ห้อง ในฟิลิปปินส์ ธุรกิจของบริษัทฯ ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก และมีการดำเนินธุรกิจที่ดี อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ไม่มีแผนชัดเจนสำหรับเป้าหมายหลักใน ESG แม้ว่าจะมีแผนเฉพาะในบางด้าน - ERW กำลังใช้เครื่องใช้ไฟฟ้าและอุปกรณ์ที่ประหยัดพลังงาน เช่น การเปลี่ยนหลอดไฟ เป็นหลอด LED โดยมีแผนบรรลุเป้าหมาย 100% ในปี 2025 - ERW กำลังมองหาพันธมิตรในการศึกษาความเป็นไปได้เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพสูงสุดของแต่ละอาคาร และเพิ่มอัตราส่วนพลังงานทดแทนในทำเลที่เหมาะสมเพื่อผลประโยชน์สูงสุดของทุกคน - ERW ตั้งเป้าที่จะลดของเสียที่ต้องนำไปฝังกลบลง 50% ภายในปี 2027 ผ่านหลักการ 4R - Reduce Reuse Recycle Resourcing เป้าหมายของ ERW คือการปลูกต้นไม้ 10,000 ต้นภายในปี 2027
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ERW มีนโยบายด้านสิทธิมนุษยชน โดยบริษัทฯ กล่าวว่าการทำงานพิจารณาจากค่าจ้างที่ยุติธรรมและสมเหตุสมผล สิทธิและผลประโยชน์ที่เป็นธรรม และชั่วโมงการทำงานที่เหมาะสม บริษัทฯ ไม่มีการจ้างพนักงานที่มีอายุต่ำกว่า 18 ปี ไม่มีการเลือกปฏิบัติในด้าน สถานะที่เกิด เชื้อชาติ เพศ อายุ สีผิว ศาสนา และความทุพพลภาพ - บริษัทฯ มีวัฒนธรรมการหมุนเวียนงาน การโยกย้ายงาน หรือการเลื่อนตำแหน่งไปยังตำแหน่งอื่นตามความเหมาะสมเพื่อเพิ่มทักษะและความก้าวหน้าในเส้นทางอาชีพ มีแพลตฟอร์มการฝึกอบรมออนไลน์ "The ERW Digital Learning Center" - ERW มุ่งมั่นที่จะดูแลด้านความปลอดภัยอาชีวอนามัยและสภาพแวดล้อมในการทำงาน สำหรับพนักงาน ในช่วงการระบาดของโควิด บริษัทฯ มีการฝึกอบรมการป้องกันตนเองผ่านการปรึกษาแพทย์ออนไลน์ มาตรการ WFH และการหมุนเวียนงานในสำนักงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริหารประกอบด้วยสมาชิก 11 คน (เป็นหญิง 3 คน และชาย 8 คน) จากผู้มีทักษะ ประสบการณ์และความสามารถที่หลากหลาย - ERW มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่ดี (CG) และหลักยึดมั่น รวมถึงการปฏิบัติตามกฎหมาย การยึดมั่นในคุณธรรม และจริยธรรมและจรรยาบรรณทางธุรกิจ และการเปิดเผยข้อมูลเพื่อความโปร่งใส - ERW มีคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการทบทวนแผนการบริหารจัดการความเสี่ยง กำหนดและติดตามทิศทางการบริหารความเสี่ยง การรับมือกับผลกระทบ ส่งเสริมการตอบสนองความเสี่ยงที่ประเมินได้และมีประสิทธิภาพเพื่อบรรเทาผลกระทบ - ERW มีทีมงานริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและนวัตกรรม บริษัทฯ ได้ทำการศึกษาเพื่อแนะนำเทคนิคใหม่ๆ เช่น การเช็คอินและเช็คเอาท์แบบไร้สัมผัส การใช้สมาร์ทโฟนแทนคีย์การ์ดหรือ การชำระเงินแบบอิเล็กทรอนิกส์ เป็นต้น

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

*Strong hotel business
turnaround to drive
revenue in 2023-25F*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	1,485	4,629	6,886	7,382	7,976
Cost of sales	1,284	2,282	3,086	3,253	3,495
Gross profit	201	2,346	3,800	4,130	4,482
% gross margin	13.6%	50.7%	55.2%	55.9%	56.2%
Selling & administration expenses	1,850	2,249	2,655	2,772	2,909
Operating profit	(1,649)	97	1,145	1,358	1,573
% operating margin	-111.0%	2.1%	16.6%	18.4%	19.7%
Depreciation & amortization	936	872	901	962	1,006
EBITDA	(713)	969	2,046	2,320	2,579
% EBITDA margin	-48.0%	20.9%	29.7%	31.4%	32.3%
Non-operating income	61	69	75	77	78
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(521)	(458)	(570)	(552)	(516)
Pre-tax profit	(2,109)	(292)	649	883	1,135
Income tax	46	(26)	(32)	44	79
After-tax profit	(2,155)	(266)	682	839	1,055
% net margin	-145.1%	-5.8%	9.9%	11.4%	13.2%
Shares in affiliates' Earnings	9	29	31	14	15
Minority interests	105	(11)	(35)	(40)	(56)
Extraordinary items	(10)	25	24	0	0
NET PROFIT	(2,050)	(224)	702	814	1,014
Normalized profit	(2,040)	(249)	678	814	1,014
EPS (Bt)	(0.5)	(0.0)	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	(0.5)	(0.1)	0.1	0.2	0.2

BALANCE SHEET

*More HOP INN hotels
planned to be added in
2024*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	2,655	2,026	1,795	1,422	1,454
Cash & cash equivalent	1,242	1,532	1,300	900	900
Account receivables	100	160	132	142	153
Inventories	39	43	42	45	48
Others	1,274	291	320	336	353
Investments & loans	48	63	63	63	63
Net fixed assets	14,494	14,540	15,495	15,591	15,245
Other assets	5,252	5,082	4,893	4,702	4,510
Total assets	22,450	21,711	22,245	21,778	21,272
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,489	1,762	1,996	2,062	1,965
Account payables	143	235	169	178	191
Bank overdraft & ST loans	690	300	668	746	631
Current LT debt	105	483	178	134	114
Others current liabilities	551	745	981	1,004	1,028
Total LT debt	10,356	9,665	8,703	6,578	5,569
Others LT liabilities	4,582	4,563	5,157	5,010	4,864
Total liabilities	16,427	15,990	15,857	13,650	12,398
Minority interest	11	23	58	98	154
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,532	4,532	4,532	4,891	4,891
Share premium	910	910	910	1,629	1,629
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	2,058	1,782	1,782	1,782	1,782
Retained earnings	(1,488)	(1,525)	(894)	(272)	417
Shareholders' equity	6,012	5,698	6,330	8,030	8,720
Liabilities & equity	22,450	21,711	22,245	21,778	21,272

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*Strong cash flow stream,
on our estimates*

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	(2,109)	(292)	649	883	1,135
Tax paid	(45)	25	33	(44)	(79)
Depreciation & amortization	936	872	901	962	1,006
Chg In working capital	(18)	28	(36)	(3)	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,029)	1,207	208	(8)	23
Cash flow from operations	(2,267)	1,840	1,755	1,791	2,083
Capex	(909)	(658)	(1,600)	(800)	(400)
Right of use	(749)	(90)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(15)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	830	6	631	(136)	(164)
Cash flow from investments	(827)	(757)	(1,019)	(986)	(614)
Debt financing	(1,536)	(704)	(898)	(2,091)	(1,144)
Capital increase	2,014	0	(0)	1,079	0
Dividends paid	0	0	(70)	(192)	(325)
Warrants & other surplus	2,236	(89)	0	0	0
Cash flow from financing	2,714	(793)	(968)	(1,205)	(1,469)
Free cash flow	(3,175)	1,182	155	991	1,683

VALUATION

*Inexpensive valuation, in
our view*

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	na	na	39.3	34.3	27.5
Normalized PE - at target price (x)	na	na	46.2	40.3	32.3
PE (x)	na	na	38.0	34.3	27.5
PE - at target price (x)	na	na	44.6	40.3	32.3
EV/EBITDA (x)	na	36.7	17.1	14.8	12.9
EV/EBITDA - at target price (x)	na	41.5	19.3	16.9	14.8
P/BV (x)	4.4	4.7	4.2	3.5	3.2
P/BV - at target price (x)	5.2	5.5	4.9	4.1	3.8
P/CFO (x)	(10.9)	14.5	15.2	15.6	13.4
Price/sales (x)	17.4	5.6	3.8	3.5	3.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.5	0.9	1.5
FCF Yield (%)	(12.9)	4.4	0.6	3.6	6.0
(Bt)					
Normalized EPS	(0.5)	(0.1)	0.1	0.2	0.2
EPS	(0.5)	(0.0)	0.2	0.2	0.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
BV/share	1.3	1.2	1.4	1.6	1.8
CFO/share	(0.5)	0.4	0.4	0.4	0.4
FCF/share	(0.7)	0.3	0.0	0.2	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

We forecast its EPS to reach its 2019 level this year

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	(35.6)	211.6	48.8	7.2	8.0
Net profit (%)	na	na	na	15.9	24.6
EPS (%)	na	na	na	10.8	24.6
Normalized profit (%)	na	na	na	20.0	24.6
Normalized EPS (%)	na	na	na	14.7	24.6
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	20.0	30.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.6	50.7	55.2	55.9	56.2
Operating margin (%)	(111.0)	2.1	16.6	18.4	19.7
EBITDA margin (%)	(48.0)	20.9	29.7	31.4	32.3
Net margin (%)	(145.1)	(5.8)	9.9	11.4	13.2
D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.8	1.5	0.9	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.6	1.3	0.8	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	na	0.2	2.0	2.5	3.1
Interest coverage - EBITDA (x)	na	2.1	3.6	4.2	5.0
ROA - using norm profit (%)	na	na	3.1	3.7	4.7
ROE - using norm profit (%)	na	na	11.3	11.3	12.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	11.3	11.7	12.6
- asset turnover (x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4
- operating margin (%)	na	na	17.7	19.4	20.7
- leverage (x)	4.4	3.8	3.7	3.1	2.6
- interest burden (%)	132.8	(176.1)	53.2	61.6	68.8
- tax burden (%)	na	na	105.0	95.0	93.0
WACC (%)	6.8	6.8	6.8	6.8	7.1
ROIC (%)	(11.1)	0.6	8.2	8.8	10.0
NOPAT (Bt m)	(1,649)	97	1,202	1,290	1,462
invested capital (Bt m)	15,921	14,614	14,580	14,589	14,134

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. ESG Book (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.

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. **THIRD PARTY INFORMATION.** Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. **RELIANCE –** ESG Book 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. **CONFIDENTIALITY.** This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 24 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A, TIDLOR16C2311A (underlying securities are (CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอังก่งกล่าว 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 ราชธานีลิซซิ่ง 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 ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 มีกรรมกรรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรรร่วมกันได้แก่ นางอติวัน ไตลิ่งคะ 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	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, 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, หินผา, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, 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

มณฑุดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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