

**BUY** (Unchanged)  
Company Update

**TP: Bt 43.00**  
Upside : 32.3%

(Unchanged)  
**8 AUGUST 2023**

Small Cap Research

## SISB Pcl (SISB TB)

### โอกาสซื้อหุ้นดี

เราเชื่อว่าราคาหุ้น SISB ที่ลดลง 21% จากจุดสูงสุดของปีนี้เกิดจากความกังวลเกี่ยวกับการขาดทุนของสาขาระยองแห่งใหม่ ซึ่งเป็นเรื่องปกติสำหรับโรงเรียนใหม่ เรายังคงมองว่า SISB เป็นหุ้นถือระยะยาวที่มีการเติบโตสูงมากที่หาได้ยาก ด้วยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 3 ปี ที่ 48% ในปี 2023-25F และคงคำแนะนำ "ซื้อ"



**SAKSID PHADTHANANARAK**  
662 - 779 9112  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

#### การขาดทุนของสาขาระยองไม่ใช่ปัจจัยกังวล

ราคาหุ้นของ SISB ลดลง 21% จากจุดสูงสุดในปีนี้ และเราเชื่อว่าเป็นเพราะความกังวลของตลาดเกี่ยวกับการขาดทุนจากสาขาระยองแห่งใหม่ที่จะเปิดให้บริการในเดือนนี้ อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่าเป็นปัจจัยกังวลเนื่องจาก 1) เป็นเรื่องปกติที่สาขาใหม่จะขาดทุนในช่วงสองถึงสามปีแรกของการดำเนินงาน สำหรับสาขาระยองของ SISB เราคาดว่าจะถึงจุดคุ้มทุนภายในปี 2024F 2) ความต้องการโรงเรียนนานาชาติในจังหวัดระยองซึ่งเป็นที่ตั้งของนิคมอุตสาหกรรมอีสเทิร์นซีบอร์ดมีสูง โดยมีครอบครัวกว่า 700 ครอบครัวขอเข้าเยี่ยมชมโรงเรียน 3) เราเชื่อว่าสาเหตุที่สาขาระยองไม่สามารถได้นักเรียนมากขึ้นแม้ว่าจะมีความต้องการสูงเป็นเพราะปัญหาในระยะสั้นจากความล่าช้าในการก่อสร้าง ซึ่งทำให้สิ่งอำนวยความสะดวกบางอย่างไม่พร้อมสำหรับการเยี่ยมชมของผู้ปกครอง

#### มุมมองเชิงโครงสร้างยังคงเดิม

การขาดทุนของสาขาระยองในปีแรกของการดำเนินงานไม่ได้ทำให้เปลี่ยนและไม่มีอะไรส่งผลกระทบต่อมุมมองของเราที่มีต่อ SISB ในฐานะหุ้นที่มีการเติบโตเชิงโครงสร้างสูง เราคาดว่าจะกำไรจะเติบโตที่ 83/39/29% ในปี 2023-25F และยังคงมุมมองของเราเช่นเดิมว่า SISB มีรูปแบบธุรกิจที่เหมาะสมในการสร้างเส้นทางเติบโตดังกล่าวผ่าน; 1) ราคาที่ย่อมเยากว่าคู่แข่ง 2) ทำเลเป้าหมายในพื้นที่กรุงเทพฯ ปริมาณ เพื่อจับกลุ่มเป้าหมายครอบครัวใหม่ที่ต้องการโรงเรียนนานาชาติราคาไม่แพง และเดินทางไม่ไกล และ 3) ใช้ประโยชน์จากการขยายตัวที่ซ้ำของคู่แข่งโดยการขยายตัวเร็วขึ้นเพื่อช่วงชิงส่วนแบ่งตลาด

#### ปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโต

ปัจจัยขับเคลื่อนคาดการณ์กำไรที่แข็งแกร่งของเราสำหรับ SISB นั้นก็คือการขยายขีดความสามารถในการรองรับเพื่อรองรับการเติบโตของนักเรียน การปรับขึ้นค่าเล่าเรียน การเพิ่มขึ้นของสัดส่วนนักเรียนที่จ่ายค่าเล่าเรียนสูง มีนักเรียนในระดับชั้นที่สูงเพิ่มขึ้น และประโยชน์จาก operating leverage การเติบโตของขีดความสามารถในการรองรับของ SISB ที่ 43/9/10% นั้นรองรับการเติบโตของนักเรียนที่ 29/11/9% ในปี 2023-25F เราคาดว่าค่าเล่าเรียนจะเพิ่มขึ้น 8% ต่อปี ในปี 2024-28F เพื่อสะท้อนการขึ้นค่าเล่าเรียนปกติ 5% ต่อปี และการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนนักเรียนที่จ่ายค่าเล่าเรียนสูง ก่อนค่าเล่าเรียนเพิ่มขึ้น 5% ต่อปี ตั้งแต่ปี 2029-34F และ 2% ต่อปี หลังจากนั้นเมื่อทุกสาขารับนักเรียนทุกชั้นปีจนใกล้เต็ม ด้วยปัจจัยนี้และประโยชน์จาก operating leverage เราคาดว่า EBITDA margin จะเพิ่มขึ้นจาก 40% ในปี 2022 เป็น 48% ในปี 2025F และ ROE เพิ่มขึ้นจาก 17% เป็น 33%

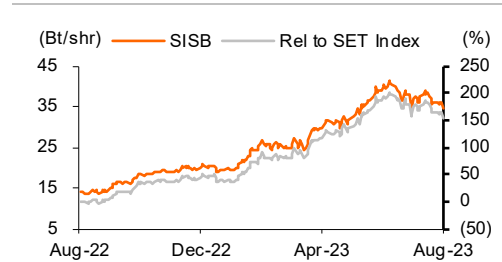
#### คงคำแนะนำ "ซื้อ"

แม้ว่าเราจะรวมค่าใช้จ่ายก่อนเปิดทำการใน 2Q-3Q23F สำหรับสาขาใหม่ระยองและนนทบุรี ซึ่งมีแนวโน้มที่จะถึงจุดคุ้มทุนภายในไตรมาสแรกของการดำเนินงาน และการขาดทุนจากสาขาระยอง และปรับลดกำไรปี 2023F ลง 5% แต่เรายังคงประมาณการหลังจากนั้นเช่นเดิม เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" SISB ราคาเป้าหมายปี 2024F ที่ 43 บาท

#### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2022A  | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales             | 1,319  | 1,924  | 2,470  | 2,935  |
| Net profit        | 369    | 674    | 938    | 1,206  |
| Consensus NP      | —      | 713    | 964    | 1,248  |
| Diff frm cons (%) | —      | (5.4)  | (2.7)  | (3.3)  |
| Norm profit       | 369    | 674    | 938    | 1,206  |
| Prev. Norm profit | —      | 706    | 945    | 1,208  |
| Chg frm prev (%)  | —      | (4.5)  | (0.7)  | (0.2)  |
| Norm EPS (Bt)     | 0.4    | 0.7    | 1.0    | 1.3    |
| Norm EPS grw (%)  | 76.9   | 82.6   | 39.1   | 28.7   |
| Norm PE (x)       | 82.7   | 45.3   | 32.6   | 25.3   |
| EV/EBITDA (x)     | 56.8   | 35.9   | 26.2   | 20.4   |
| P/BV (x)          | 13.3   | 11.2   | 9.2    | 7.6    |
| Div yield (%)     | 0.5    | 1.0    | 1.4    | 1.8    |
| ROE (%)           | 17.2   | 26.9   | 31.1   | 32.9   |
| Net D/E (%)       | (30.5) | (23.1) | (31.3) | (41.5) |

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

|                             |                        |
|-----------------------------|------------------------|
| Price as of 8-Aug-23 (Bt)   | 32.50                  |
| Market cap (US\$ m)         | 874.2                  |
| Listed shares (m shares)    | 940.0                  |
| Free float (%)              | 28.7                   |
| Avg daily turnover (US\$ m) | 2.5                    |
| 12M price H/L (Bt)          | 41.25/13.40            |
| Sector                      | Professional services  |
| Major shareholder           | Mr. Yew Hook Koh 32.8% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

#### ESG Summary Report ..... P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: Nonthaburi Campus As Of June 2022**

Source: Company data

**Ex 2: Rayong Campus As Of January 2023**

Source: Company data

**Ex 3: Nonthaburi Campus As Of January 2023**

Source: Company data

**Ex 4: Rayong Campus As Of April 2023**

Source: Company data

**Ex 5: Nonthaburi Campus As Of April 2023**

Source: Company data

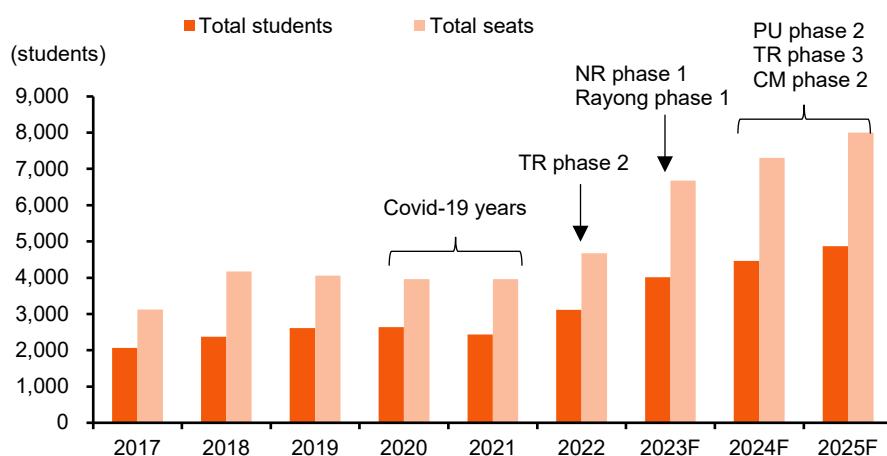
**Ex 6: Rayong Campus As Of August 2023**

Source: Company data

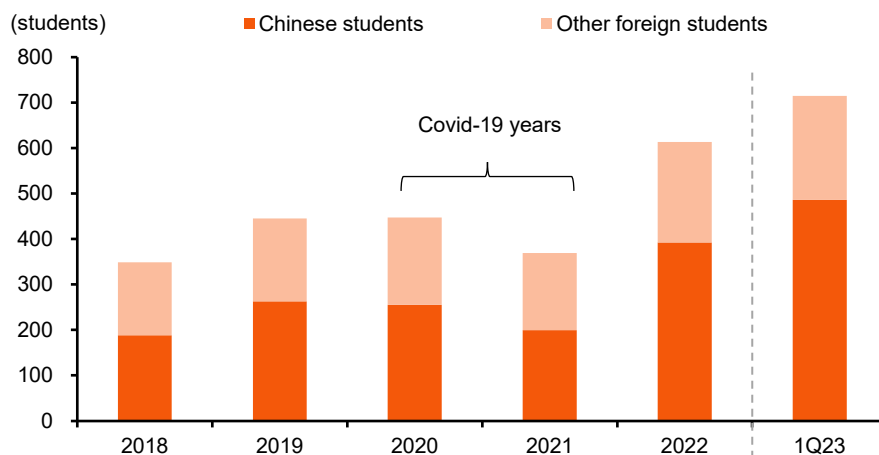
**Ex 7: Key Assumption Changes**

|                                   | 2021  | 2022  | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Students (students)</b>        |       |       |       |       |       |
| New                               | 2,434 | 3,114 | 4,010 | 4,464 | 4,866 |
| Old                               |       |       | 3,819 | 4,217 | 4,616 |
| Change (%)                        |       |       | 5.0   | 5.9   | 5.4   |
| <b>Gross margin (%)</b>           |       |       |       |       |       |
| New                               | 47.1  | 50.5  | 53.9  | 56.5  | 58.7  |
| Old                               |       |       | 56.5  | 58.0  | 60.1  |
| Change (ppt)                      |       |       | (2.6) | (1.5) | (1.4) |
| <b>Normalized earnings (Bt m)</b> |       |       |       |       |       |
| New                               | 209   | 369   | 674   | 938   | 1,206 |
| Old                               |       |       | 706   | 945   | 1,208 |
| Change (%)                        |       |       | (4.5) | (0.7) | (0.2) |

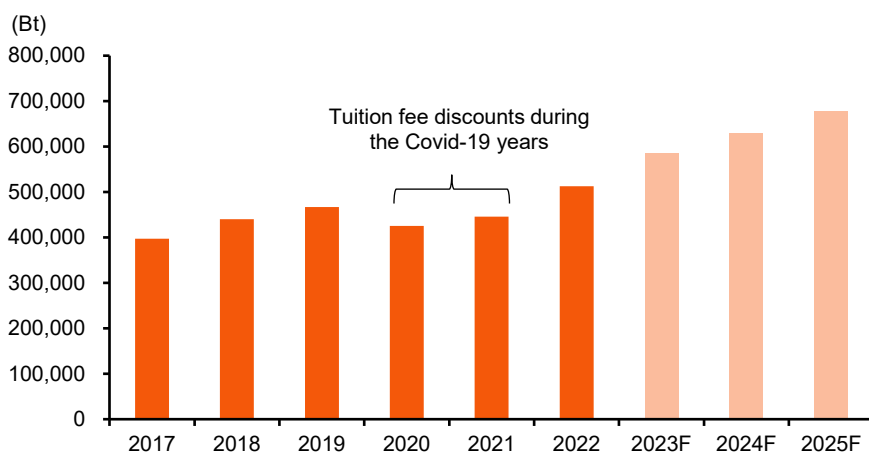
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: SISB's Total Students Vs. Seat Capacity**

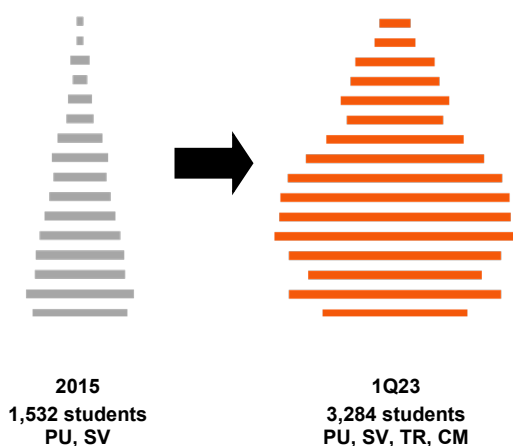
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: SISB's Foreign Students**

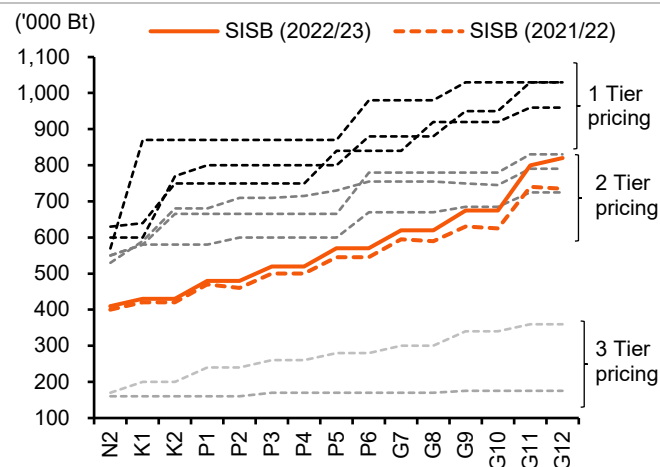
Source: Company data

**Ex 10: SISB's Average Tuition Fee And Service Income Per Student**

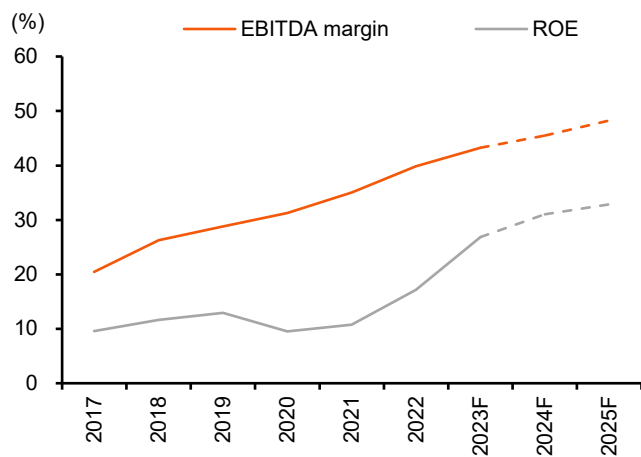
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: SISB's Student Distribution**

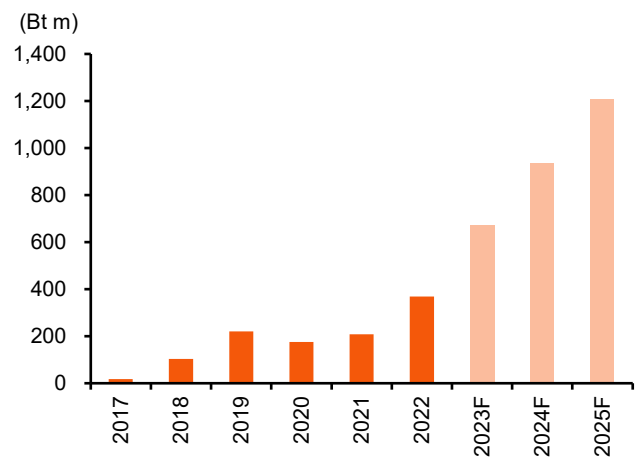
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 12: SISB's Affordable And Competitive Pricing**

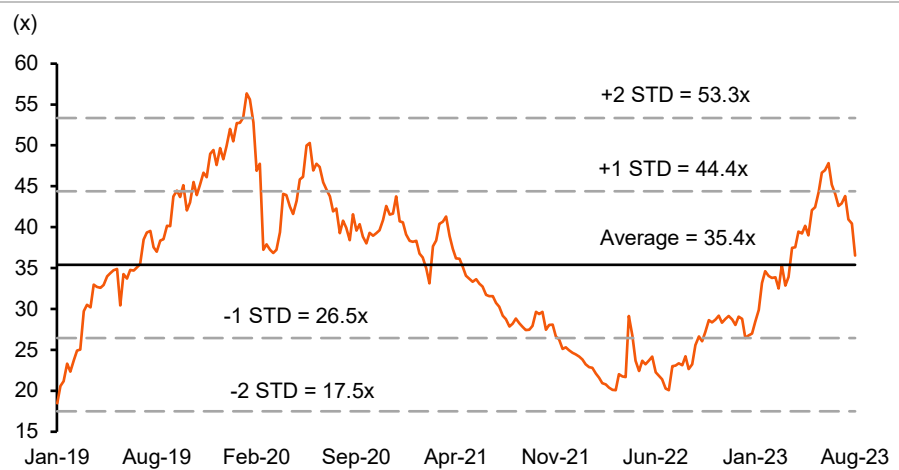
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 13: SISB's EBITDA Margin And ROE**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 14: SISB's Earnings**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 15: SISB's PE Standard Deviation**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 16: 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                             | 1,125   | 1,416 | 1,737 | 2,096 | 2,483 | 2,885 | 3,270 | 3,647 | 4,044 | 4,441 | 4,855 | —              |
| Free cash flow                     | 772     | 1,107 | 1,569 | 1,922 | 2,305 | 2,704 | 2,942 | 3,470 | 3,861 | 4,257 | 4,667 | 63,466         |
| PV of free cash flow               | 772     | 932   | 1,212 | 1,361 | 1,498 | 1,612 | 1,609 | 1,678 | 1,705 | 1,717 | 1,719 | 23,376         |
| Risk-free rate (%)                 | 2.5     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Market risk premium (%)            | 8.0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Beta                               | 0.8     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| WACC (%)                           | 8.5     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Terminal growth (%)                | 2.0     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Enterprise value - add investments | 39,191  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Net debt                           | (1,035) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Minority interest                  | 0       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Equity value                       | 40,226  |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| # of shares (m)                    | 940     |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |
| Target price/share (Bt)            | 43      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |                |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 17: Valuation Comparison With Regional Peers

| Name                  | BBG code | Country   | —EPS growth— |        | — PE — |      | — P/BV — |     | EV/EBITDA |      | — Div yield — |      |
|-----------------------|----------|-----------|--------------|--------|--------|------|----------|-----|-----------|------|---------------|------|
|                       |          |           | 23F          | 24F    | 23F    | 24F  | 23F      | 24F | 23F       | 24F  | 23F           | 24F  |
|                       |          |           | (%)          | (%)    | (x)    | (x)  | (x)      | (x) | (x)       | (x)  | (%)           | (%)  |
| NIIT Ltd              | NIIT IN  | India     | na           | (38.9) | 4.2    | 6.8  | 0.8      | 0.8 | 2.5       | 2.0  | 14.5          | 8.5  |
| China New Higher Edu. | 2001 HK  | Hong Kong | 17.3         | 11.5   | 5.0    | 4.5  | 1.0      | 0.9 | 4.8       | 4.4  | 10.1          | 11.2 |
| Minsheng Education    | 1569 HK  | Hong Kong | 37.3         | 16.4   | 1.7    | 1.4  | 0.2      | 0.2 | 0.8       | 0.7  | 2.0           | 2.2  |
| Edvantage Group       | 382 HK   | Hong Kong | 16.9         | 10.7   | 3.8    | 3.4  | 0.7      | 0.6 | 3.6       | 3.2  | 8.0           | 8.7  |
| SISB Pcl              | SISB TB  | Thailand  | 82.6         | 39.1   | 45.3   | 32.6 | 11.2     | 9.2 | 35.9      | 26.2 | 1.0           | 1.4  |
| Average               |          |           | 38.5         | 7.8    | 12.0   | 9.7  | 2.8      | 2.3 | 9.5       | 7.3  | 7.1           | 6.4  |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 8 August 2023 closing prices

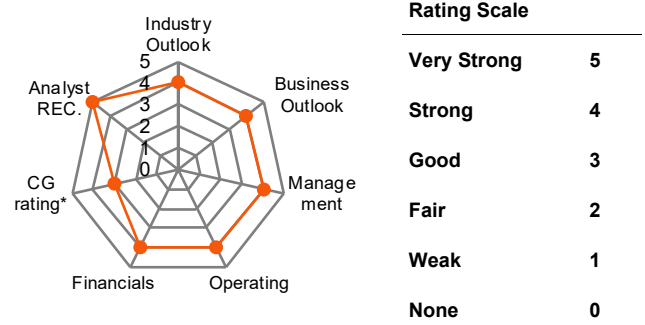
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสไอเอสบี จำกัด (มหาชน) (SISB) ให้บริการด้านการศึกษาในประเทศไทย โรงเรียนเปิดสอนวิชาต่างๆ เช่น ภาษา วิทยาศาสตร์ สังคมศึกษา และคณิตศาสตร์ รวมถึง ดนตรี เต้นรำ ศิลปะ และกีฬา และมีเครือข่ายโรงเรียน 4 แห่ง ในกรุงเทพฯ สมุทรปราการ และเชียงใหม่ และมีนักเรียนมากกว่า 2,600 คน ถือเป็นหนึ่งในกลุ่มโรงเรียนที่ใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศไทย

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- การรับรู้และการรับรู้แบรนด์ที่แข็งแกร่ง
- การประหยัดจากขนาดช่วยให้สามารถเสนอค่าเล่าเรียนในระดับกลางและขยายเครือข่ายได้
- มีสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- ความต้องการโรงเรียนนานาชาติในประเทศไทยเพิ่มมากขึ้น
- โอกาสในการขยายตลาดใน AEC
- การกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ

## W — Weakness

- โรงเรียน 3 ใน 4 แห่ง ตั้งอยู่บนที่ดินที่เช่า ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงเกี่ยวกับการต่อสัญญาเช่า
- บุคลากรครูคือกุญแจสู่ความสำเร็จ ดังนั้นการขาดแคลนครูจึงมีความเสี่ยง

## T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรง
- แนวโน้มสังคมสูงวัย
- กฎหมายและข้อบังคับในการดำเนินธุรกิจโรงเรียน

## CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 43.25     | 43.00      | -1%     |
| Net profit 23F (Bt m) | 713       | 674        | -5%     |
| Net profit 24F (Bt m) | 964       | 938        | -3%     |
| Consensus REC         | BUY: 5    | HOLD: 0    | SELL: 0 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับปี 2023-24F ต่ำกว่าของตลาด 3-5% เนื่องจากเราสมมติให้สาขาระยะมีผลขาดทุน
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 1% เนื่องจากคาดการณ์กำไรของเราที่สูงขึ้นในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

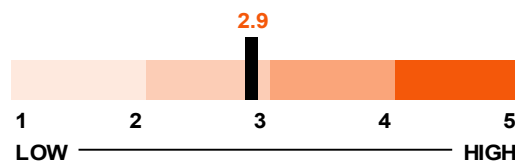
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์เศรษฐกิจที่อ่อนแอในประเทศไทยอาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐานการเติบโตของนักเรียนและค่าเล่าเรียนของเรา
- วิกฤตโควิด-19 ที่ระบาดต่อเนื่องอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อสมมติฐานการเติบโตของนักเรียนและค่าเล่าเรียนของเรา
- หากบริษัท ไม่สามารถเพิ่มค่าเล่าเรียนเพื่อชดเชยค่าใช้จ่ายครูที่เพิ่มขึ้นได้ จะกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้นของเรา ดังนั้นจะส่งผลต่อคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา
- เพื่อปฏิบัติตามกฎระเบียบที่เข้มงวดของรัฐบาล บริษัทฯ อาจต้องเสียค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมซึ่งจะกระทบต่อสมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น และคาดการณ์กำไรสุทธิของเรา

Source: Thanachart

SISB มีสาขาโรงเรียน 4 สาขา โดยสามแห่งอยู่ในกรุงเทพฯ และอีกหนึ่งแห่ง (เป็นเจ้าของ 50%) ในจังหวัดเชียงใหม่ ปัจจุบันเป็นโรงเรียนนานาชาติที่ใหญ่เป็นอันดับสองของประเทศไทย โดยมีนักเรียนประมาณ 3,000 คน คะแนน ESG ของเราสำหรับ SISB อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.9 ซึ่งสะท้อนถึงลักษณะของธุรกิจที่ไม่ได้ผลิตก๊าซเรือนกระจกมากนัก แต่ยังขาดเป้าหมายและแผนงานที่ชัดเจนเกี่ยวกับประเด็น ESG

Thanachart ESG Rating



|      | SETTHSI<br>Index | THSI<br>Index | DJSI<br>Index | MSCI<br>(CCC-AAA) | Arabesque<br>S-Ray<br>(0-100) | Refinitiv<br>(0-100) | S&P<br>Global<br>(0-100) | Moody's<br>(0-100) | CG Rating<br>(0-5) |
|------|------------------|---------------|---------------|-------------------|-------------------------------|----------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|
| SISB | -                | -             | -             | -                 | -                             | -                    | -                        | -                  | 3.0                |

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                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>การดำเนินธุรกิจโรงเรียนไม่ได้ผลิตก๊าซเรือนกระจก (GHG) มากนัก ในปี 2021 SISB มีการปล่อย GHG โดยตรงเท่ากับ 226 ตันของเทียบเท่า CO2 และการปล่อยมลพิษทางอ้อม 1,573 ตัน ซึ่งวัดโดย EY Office Limited</li> <li>SISB มีแนวทางที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมในการลดมลพิษ และการประหยัดพลังงาน โดยการปรับปรุงอาคารและสร้างสภาพแวดล้อมการเรียนรู้ โดยการออกแบบอาคารเพื่อให้มีการระบายอากาศที่ดี และการใช้หลอดไฟ LED เพื่อประหยัดค่าใช้จ่ายด้านพลังงาน</li> <li>SISB จัดพื้นที่สีเขียวรอบอาคาร และส่งเสริมให้นักเรียนตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมและมีส่วนร่วมในการรักษาและพัฒนาสิ่งแวดล้อม</li> </ul>                                                                     |
| <b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>การดูแลพนักงาน</li> <li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>SISB กล่าวว่าบริษัท มีนโยบายที่จะปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนด้วยความเป็นธรรมและรับรองสภาพแวดล้อมการทำงานที่ปลอดภัย</li> <li>SISB จัดให้มีการฝึกอบรมเพื่อพัฒนาทักษะทางวิชาชีพของพนักงาน นอกจากประกันชีวิตแล้ว ยังมีประกันสุขภาพและประกันอุบัติเหตุสำหรับพนักงานอีกด้วย</li> <li>SISB ได้สนับสนุนการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างต่อเนื่อง โดยจัดโครงการเพื่อสังคมและสาธารณประโยชน์ เช่น การสอนภาษาอังกฤษ และการบริจาคคอมพิวเตอร์ อุปกรณ์ไอที ชุดทดสอบโควิด-19 เป็นต้น</li> </ul>                                                                                                                                                                                |
| <b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>การบริหารความเสี่ยง</li> <li>นวัตกรรม</li> </ul>        | <ul style="list-style-type: none"> <li>เราเชื่อว่า SISB มีโครงสร้างคณะกรรมการ (BOD) ที่ดี โดยมีคณะกรรมการ 8 คน ซึ่งเรามองว่าเป็นขนาดที่เหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ประธานเป็นกรรมการอิสระ ในจำนวนสมาชิกแปดคน 4 คน เป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิง 3 คน</li> <li>มีกรรมการ 2 ที่ถือหุ้นมากกว่า 25% ใน SISB อย่างไรก็ตาม SISB ได้แต่งตั้งคณะกรรมการตรวจสอบเพื่อตรวจสอบ ทบทวน และถ่วงดุลธุรกรรมต่างๆ เพื่อให้เกิดความโปร่งใส และไม่มีผลประโยชน์ขัดกัน</li> <li>SISB ได้จ้างบริษัท P&amp;L Internal Audit Limited ซึ่งเป็นผู้ให้บริการภายนอก เพื่อตรวจสอบระบบการควบคุมภายใน ขณะที่ EY Company Limited ผู้ตรวจสอบบัญชีของกลุ่มไม่มีข้อสงสัยใดๆ เกี่ยวกับระบบควบคุมภายในของบริษัท</li> </ul> |

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2021A      | 2022A      | 2023F        | 2024F        | 2025F        |
|-----------------------------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| Sales                             | 1,055      | 1,319      | 1,924        | 2,470        | 2,935        |
| Cost of sales                     | 558        | 653        | 887          | 1,075        | 1,212        |
| <b>Gross profit</b>               | <b>496</b> | <b>666</b> | <b>1,038</b> | <b>1,396</b> | <b>1,723</b> |
| % gross margin                    | 47.1%      | 50.5%      | 53.9%        | 56.5%        | 58.7%        |
| Selling & administration expenses | 279        | 301        | 385          | 482          | 543          |
| <b>Operating profit</b>           | <b>218</b> | <b>365</b> | <b>653</b>   | <b>914</b>   | <b>1,180</b> |
| % operating margin                | 20.7%      | 27.7%      | 33.9%        | 37.0%        | 40.2%        |
| Depreciation & amortization       | 152        | 161        | 180          | 211          | 236          |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>370</b> | <b>526</b> | <b>833</b>   | <b>1,125</b> | <b>1,416</b> |
| % EBITDA margin                   | 35.0%      | 39.8%      | 43.3%        | 45.5%        | 48.3%        |
| Non-operating income              | 20         | 25         | 35           | 35           | 35           |
| Non-operating expenses            | (5)        | 0          | 0            | 0            | 0            |
| Interest expense                  | (26)       | (25)       | (28)         | (26)         | (22)         |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>208</b> | <b>365</b> | <b>659</b>   | <b>923</b>   | <b>1,192</b> |
| Income tax                        | 0          | 1          | 3            | 5            | 6            |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>208</b> | <b>364</b> | <b>656</b>   | <b>919</b>   | <b>1,186</b> |
| % net margin                      | 19.7%      | 27.6%      | 34.1%        | 37.2%        | 40.4%        |
| Shares in affiliates' Earnings    | 1          | 5          | 18           | 19           | 20           |
| Minority interests                | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| Extraordinary items               | 0          | 0          | 0            | 0            | 0            |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>209</b> | <b>369</b> | <b>674</b>   | <b>938</b>   | <b>1,206</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>209</b> | <b>369</b> | <b>674</b>   | <b>938</b>   | <b>1,206</b> |
| EPS (Bt)                          | 0.2        | 0.4        | 0.7          | 1.0          | 1.3          |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.2        | 0.4        | 0.7          | 1.0          | 1.3          |

*We expect robust earnings in 2023-25F...*

*...on strong demand, capacity expansion, and operating leverage benefits*

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2021A        | 2022A        | 2023F        | 2024F        | 2025F        |
|---------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |              |              |              |              |              |
| Current assets:                 | 863          | 926          | 1,019        | 1,366        | 2,006        |
| Cash & cash equivalent          | 764          | 810          | 850          | 1,150        | 1,750        |
| Account receivables             | 78           | 93           | 136          | 175          | 208          |
| Inventories                     | 8            | 7            | 10           | 12           | 14           |
| Others                          | 12           | 15           | 23           | 29           | 34           |
| Investments & loans             | 55           | 60           | 60           | 60           | 60           |
| Net fixed assets                | 1,999        | 2,493        | 2,863        | 3,003        | 3,066        |
| Other assets                    | 417          | 435          | 492          | 536          | 575          |
| <b>Total assets</b>             | <b>3,334</b> | <b>3,914</b> | <b>4,435</b> | <b>4,966</b> | <b>5,708</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |              |              |              |              |              |
| Current liabilities:            | 635          | 859          | 944          | 963          | 994          |
| Account payables                | 84           | 149          | 202          | 245          | 276          |
| Bank overdraft & ST loans       | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Current LT debt                 | 18           | 23           | 46           | 24           | 16           |
| Others current liabilities      | 533          | 687          | 697          | 695          | 702          |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>58</b>    | <b>89</b>    | <b>173</b>   | <b>91</b>    | <b>61</b>    |
| Others LT liabilities           | 626          | 677          | 586          | 605          | 622          |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>1,319</b> | <b>1,625</b> | <b>1,704</b> | <b>1,659</b> | <b>1,678</b> |
| Minority interest               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Preferreds shares               | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Paid-up capital                 | 470          | 470          | 470          | 470          | 470          |
| Share premium                   | 1,128        | 1,128        | 1,128        | 1,128        | 1,128        |
| Warrants                        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Surplus                         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>416</b>   | <b>692</b>   | <b>1,133</b> | <b>1,708</b> | <b>2,432</b> |
| Shareholders' equity            | 2,014        | 2,290        | 2,731        | 3,306        | 4,030        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>3,334</b> | <b>3,914</b> | <b>4,435</b> | <b>4,966</b> | <b>5,708</b> |

*SISB's balance sheet looks solid and it is in a net-cash position*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2021A        | 2022A        | 2023F        | 2024F        | 2025F        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Earnings before tax               | 208          | 365          | 659          | 923          | 1,192        |
| Tax paid                          | (0)          | (0)          | (3)          | (4)          | (6)          |
| Depreciation & amortization       | 152          | 161          | 180          | 211          | 236          |
| Chg In working capital            | 5            | 50           | 8            | 2            | (3)          |
| Chg In other CA & CL / minorities | 21           | 181          | 21           | 10           | 22           |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>386</b>   | <b>756</b>   | <b>865</b>   | <b>1,142</b> | <b>1,441</b> |
| Capex                             | (595)        | (655)        | (550)        | (350)        | (300)        |
| Right of use                      | (6)          | 14           | (5)          | (5)          | (5)          |
| ST loans & investments            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| LT loans & investments            | (1)          | (5)          | 0            | 0            | 0            |
| Adj for asset revaluation         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Chg In other assets & liabilities | 43           | (6)          | (144)        | (20)         | (16)         |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(558)</b> | <b>(652)</b> | <b>(699)</b> | <b>(375)</b> | <b>(321)</b> |
| Debt financing                    | (0)          | 35           | 107          | (104)        | (37)         |
| Capital increase                  | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Dividends paid                    | (71)         | (94)         | (233)        | (363)        | (482)        |
| Warrants & other surplus          | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(72)</b>  | <b>(59)</b>  | <b>(126)</b> | <b>(467)</b> | <b>(520)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>(209)</b> | <b>102</b>   | <b>315</b>   | <b>792</b>   | <b>1,141</b> |

*We factor in Bt1.2bn of capex over 2023-25F mainly for capacity expansion*

## VALUATION

| FY ending Dec                       | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|-------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 146.3 | 82.7  | 45.3  | 32.6  | 25.3  |
| Normalized PE - at target price (x) | 193.6 | 109.5 | 60.0  | 43.1  | 33.5  |
| PE (x)                              | 146.3 | 82.7  | 45.3  | 32.6  | 25.3  |
| PE - at target price (x)            | 193.6 | 109.5 | 60.0  | 43.1  | 33.5  |
| EV/EBITDA (x)                       | 80.8  | 56.8  | 35.9  | 26.2  | 20.4  |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 107.5 | 75.6  | 47.8  | 35.0  | 27.4  |
| P/BV (x)                            | 15.2  | 13.3  | 11.2  | 9.2   | 7.6   |
| P/BV - at target price (x)          | 20.1  | 17.7  | 14.8  | 12.2  | 10.0  |
| P/CFO (x)                           | 79.2  | 40.4  | 35.3  | 26.8  | 21.2  |
| Price/sales (x)                     | 29.0  | 23.2  | 15.9  | 12.4  | 10.4  |
| Dividend yield (%)                  | 0.3   | 0.5   | 1.0   | 1.4   | 1.8   |
| FCF Yield (%)                       | (0.7) | 0.3   | 1.0   | 2.6   | 3.7   |
| <b>(Bt)</b>                         |       |       |       |       |       |
| Normalized EPS                      | 0.2   | 0.4   | 0.7   | 1.0   | 1.3   |
| EPS                                 | 0.2   | 0.4   | 0.7   | 1.0   | 1.3   |
| DPS                                 | 0.1   | 0.2   | 0.3   | 0.4   | 0.6   |
| BV/share                            | 2.1   | 2.4   | 2.9   | 3.5   | 4.3   |
| CFO/share                           | 0.4   | 0.8   | 0.9   | 1.2   | 1.5   |
| FCF/share                           | (0.2) | 0.1   | 0.3   | 0.8   | 1.2   |

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Given its solid fundamentals, SISB deserves a premium valuation, in our view*

## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2021A | 2022A | 2023F | 2024F | 2025F |
|----------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Growth Rate</b>               |       |       |       |       |       |
| Sales (%)                        | 0.6   | 25.1  | 45.9  | 28.4  | 18.8  |
| Net profit (%)                   | 30.5  | 76.9  | 82.6  | 39.1  | 28.7  |
| EPS (%)                          | 30.5  | 76.9  | 82.6  | 39.1  | 28.7  |
| Normalized profit (%)            | 19.2  | 76.9  | 82.6  | 39.1  | 28.7  |
| Normalized EPS (%)               | 19.2  | 76.9  | 82.6  | 39.1  | 28.7  |
| Dividend payout ratio (%)        | 45.0  | 43.9  | 45.0  | 45.0  | 45.0  |
| <b>Operating performance</b>     |       |       |       |       |       |
| Gross margin (%)                 | 47.1  | 50.5  | 53.9  | 56.5  | 58.7  |
| Operating margin (%)             | 20.7  | 27.7  | 33.9  | 37.0  | 40.2  |
| EBITDA margin (%)                | 35.0  | 39.8  | 43.3  | 45.5  | 48.3  |
| Net margin (%)                   | 19.7  | 27.6  | 34.1  | 37.2  | 40.4  |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.0   | 0.0   | 0.1   | 0.0   | 0.0   |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | (0.3) | (0.3) | (0.2) | (0.3) | (0.4) |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 8.5   | 14.4  | 23.1  | 35.6  | 52.7  |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 14.5  | 20.8  | 29.5  | 43.8  | 63.3  |
| ROA - using norm profit (%)      | 6.4   | 10.2  | 16.1  | 19.9  | 22.6  |
| ROE - using norm profit (%)      | 10.7  | 17.2  | 26.9  | 31.1  | 32.9  |
| <b>DuPont</b>                    |       |       |       |       |       |
| ROE - using after tax profit (%) | 10.7  | 16.9  | 26.1  | 30.4  | 32.3  |
| - asset turnover (x)             | 0.3   | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| - operating margin (%)           | 22.2  | 29.6  | 35.7  | 38.4  | 41.4  |
| - leverage (x)                   | 1.7   | 1.7   | 1.7   | 1.6   | 1.5   |
| - interest burden (%)            | 89.1  | 93.5  | 95.9  | 97.3  | 98.2  |
| - tax burden (%)                 | 99.9  | 99.7  | 99.5  | 99.5  | 99.5  |
| WACC (%)                         | 8.5   | 8.5   | 8.5   | 8.5   | 9.0   |
| ROIC (%)                         | 23.0  | 27.4  | 40.8  | 43.3  | 51.7  |
| NOPAT (Bt m)                     | 218   | 364   | 649   | 909   | 1,174 |
| invested capital (Bt m)          | 1,327 | 1,592 | 2,100 | 2,271 | 2,357 |

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      | <b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks                                         |
| BB - BBB - A | <b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers |
| AA - AAA     | <b>LEADER:</b> 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](http://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 23 หลักทรัพย์ ได้แก่ CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2309A, HANA16C2308A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, JMART16C2308A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, 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). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 ราชธานีลิซซิง 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 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 นางอดิวิณี 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

|                                                                                                                                    |                                                                                                                                |                                                                                                                       |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>หัวหน้าฝ่าย, Strategy</b><br>พิมพ์ภา นิการุณ, CFA<br>Tel: 662-779-9199<br>pimpaka.nic@thanachartsec.co.th                       | <b>กลยุทธ์การลงทุน</b><br>อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA<br>Tel: 662-779-9120<br>adisak.phu@thanachartsec.co.th             | <b>วิเคราะห์เทคนิค</b><br>ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ<br>Tel: 662-779-9105<br>pattarawan.wan@thanachartsec.co.th            |
| <b>สาธารณโภค, สื่อสาร</b><br>ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์<br>Tel: 662-483-8296<br>nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th                      | <b>อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ</b><br>พัทธดนย์ บุณนาค<br>Tel: 662-483-8298<br>pattadol.bun@thanachartsec.co.th | <b>อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย</b><br>พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์<br>Tel: 662-779-9109<br>phannarai.von@thanachartsec.co.th |
| <b>ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง</b><br>รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ<br>Tel: 662-483-8297<br>rata.lim@thanachartsec.co.th | <b>ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน</b><br>สรชดา ศรทรง<br>Tel: 662-779-9106<br>sarachada.sor@thanachartsec.co.th                          | <b>ขนส่ง, รับเหมา</b><br>ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์<br>Tel: 662-779-9112<br>saksid.pha@thanachartsec.co.th             |
| <b>Small Cap, การแพทย์, โรงแรม</b><br>ศิริพร อรุโณทัย<br>Tel: 662-779-9113<br>siriporn.aru@thanachartsec.co.th                     | <b>พลังงาน, วิโทรเคมี</b><br>ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ<br>Tel: 662-779-9110<br>yupapan.pol@thanachartsec.co.th                     | <b>นักวิเคราะห์, แพล</b><br>ลาภินี ทิพยมณฑล<br>Tel: 662-779-9115<br>lapinee.dib@thanachartsec.co.th                   |
| <b>วิเคราะห์ทางเทคนิค</b><br>วิชานันท์ ธรรมบำรุง<br>Tel: 662-779-9123<br>witchanan.tam@thanachartsec.co.th                         | <b>กลยุทธ์การลงทุน</b><br>เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล<br>Tel: 662-483-8304<br>thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th                 | <b>วิเคราะห์เชิงปริมาณ</b><br>สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์<br>Tel: 662-483-8303<br>sittichet.run@thanachartsec.co.th     |
| <b>กลยุทธ์การลงทุน</b><br>นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์<br>Tel: 662-779-9107<br>nariporn.kla@thanachartsec.co.th                           |                                                                                                                                |                                                                                                                       |

## Data Support Team

|                                                                                   |                                                                                           |                                                                                         |
|-----------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>มฤดี เพชรแสงใสกุล</b><br>Tel: 662-779-9108<br>monrudee.pet@thanachartsec.co.th | <b>เกษมรัตน์ จิตกุล</b><br>Tel: 662-779-9118<br>kasemrat.jit@thanachartsec.co.th          | <b>วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์</b><br>Tel: 662-779-9114<br>varathip.run@thanachartsec.co.th |
| <b>สุนทร รักษาวัต</b><br>Tel: 662-779-9117<br>sunset.rak@thanachartsec.co.th      | <b>สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์</b><br>Tel: 662-779-9116<br>suksawat.lim@thanachartsec.co.th | <b>สุจินตนา สดภาพ</b><br>Tel: 662-779-9198<br>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