

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 54.00

(From: Bt 49.00)

Change in Recommendation

Upside: 28.6%

11 SEPTEMBER 2023

Mega Lifesciences Pcl (MEGA TB)

ความต้องการแข็งแกร่ง

รายได้ 1H23 ของ MEGA ไม่ได้ลดลงจากฐานที่สูงตามที่คาดไว้ก่อนหน้า เนื่องจากอุปสงค์ยาโดยรวมเติบโตอย่างต่อเนื่อง ซึ่งช่วยชดเชยความต้องการจากผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับโควิดที่ลดลง ด้วยราคาหุ้นที่ลดลง 15% YTD มาซื้อขายที่ 15 เท่า PE ปี 2024F เทียบกับ EPS ที่เติบโต 12/10% ในปี 2024-25F เราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำ MEGA เป็น “ซื้อ”



PATTADOL BUNNAK

662 – 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ MEGA เป็น “ซื้อ” จาก ถือ ราคาเป้าหมายปี 2024F ที่ 54 บาท (จากเดิม 49 บาท) 1) กำไร 1H23 ไม่ได้ลดลงจากฐานที่สูงจากโควิดในปีที่แล้ว เนื่องจากการเติบโตของอุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากความต้องการยาโดยรวม ซึ่งช่วยชดเชยการลดลงของผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับโควิด เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 8/19/14% ในปี 2023-25F 2) หลังการเติบโตทรงตัวในปีนี้อุปสงค์พิเศษจากโควิดที่ลดลง เราคาดว่ากำไรของ MEGA จะมีแนวโน้มเติบโตในระดับเลขสองหลักต่อเนื่องที่ 9-12% ต่อปี ในปี 2024-26F 3) MEGA เห็นเสถียรภาพในการดำเนินของธุรกิจในเมืองมาร์ ซึ่งประสบปัญหาทางการเงินและค่าเงิน 4) หลังจากราคาหุ้นปรับตัวลง 15% YTD MEGA ดูไม่แพงที่ PE ที่ 15 เท่า ในปี 2024F เทียบกับ PE เฉลี่ย 5 ปีก่อนโควิดที่ 22 เท่า

ความต้องการแข็งแกร่ง

เราคาดว่า EPS จะลดลง 3% ในปี 2023F จากฐานกำไรที่สูงที่เติบโต 16/29/30% ในช่วงปีโควิดในปี 2020-22 การเติบโตทรงตัวแม้ว่าความต้องการผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับโควิดจะลดลง มีปัญหาทางเศรษฐกิจในตลาดหลักอย่างเมืองมาร์ และแรงกดดันด้านเงินเฟ้อทั่วโลก เราเชื่อว่าเป็นเพราะความต้องการที่ฟื้นตัวของตลาดยาโดยรวมจากกระแสการใส่ใจสุขภาพมากขึ้น เราคาดว่ายาที่ไม่เกี่ยวกับโควิดจะเติบโต 8% ในปีนี้ ขณะที่ผลิตภัณฑ์ที่เป็นภูมิคุ้มกันที่เกี่ยวข้องกับโควิด รวมถึงวิตามินซี และวิตามินดี คาดว่าจะลดลง 30%

อัตรากำไรดีขึ้น

เราคาดว่า EBIT margin จะฟื้นตัวเป็น 17.9/18.0% ในปี 2024-25F จาก 17.1% ในปี 2023F เนื่องจากอัตราเงินเฟ้อและต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง นอกจากนี้เรายังคาดว่าสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นซึ่งเราคาดว่ายอดขายผลิตภัณฑ์ยาภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัทที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าจะเติบโตได้เร็วกว่าธุรกิจจัดจำหน่ายที่มีอัตรากำไรต่ำ เราคาดว่าสัดส่วนรายได้จากผลิตภัณฑ์ยาภายใต้เครื่องหมายการค้าของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 53% ในปี 2023F เป็น 54% ในปี 2025F

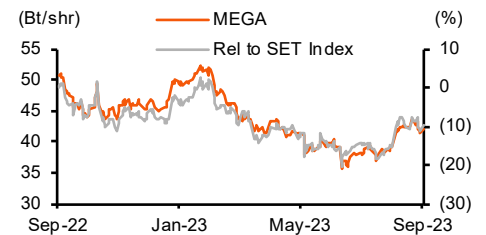
เริ่มดำเนินงานในอินโดนีเซีย

MEGA เริ่มดำเนินโรงงานในอินโดนีเซียสำหรับผลิตภัณฑ์ตัวอย่างในปี 2022 บริษัทฯ บันทึกผลขาดทุน US\$1m ในปี 2022 และมีแผนที่จะเริ่มจำหน่ายยาตามใบสั่งยาของแพทย์ในเชิงพาณิชย์ในปี 2023 และมีเป้าหมายที่จะคุ้มทุนในปี 2025 เรารวมคาดการณ์ผลขาดทุนของ MEGA นี้ในประมาณการของเรา แต่เรายังไม่รวมกำไรหลังปี 2025F ในตอนนี้ โดยสรุป MEGA ซื้อโรงงานในอินโดนีเซียในปี 2020 โดยบริษัทฯ ได้ใบอนุญาตจากหน่วยงานด้านยาของอินโดนีเซียแล้ว MEGA มีแผนที่จะขยายที่พวกเขาที่มีประสบการณ์ที่ดีในการผลิต มูลค่าตลาดยาของอินโดนีเซียอยู่ที่ราว US\$9bn เทียบกับของไทยที่ US\$6bn

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	15,686	14,796	15,847	17,152
Net profit	2,242	2,189	2,453	2,688
Consensus NP	—	2,178	2,413	2,696
Diff frm cons (%)	—	0.5	1.7	(0.3)
Norm profit	2,260	2,189	2,453	2,688
Prev. Norm profit	—	2,034	2,058	2,353
Chg frm prev (%)	—	7.6	19.2	14.2
Norm EPS (Bt)	2.6	2.5	2.8	3.1
Norm EPS grw (%)	23.6	(3.1)	12.0	9.6
Norm PE (x)	16.2	16.7	14.9	13.6
EV/EBITDA (x)	12.0	11.7	10.2	9.1
P/BV (x)	4.2	3.8	3.4	3.1
Div yield (%)	3.6	3.5	4.0	4.8
ROE (%)	26.9	23.7	24.0	23.8
Net D/E (%)	(29.2)	(37.1)	(41.8)	(47.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Sep-23 (Bt)	42.00
Market Cap (US\$ m)	1,031.3
Listed Shares (m shares)	871.9
Free Float (%)	39.07
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.77
12M Price H/L (Bt)	52.25/35.50
Sector	Commerce
Major Shareholder	Shah Family 50.1%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

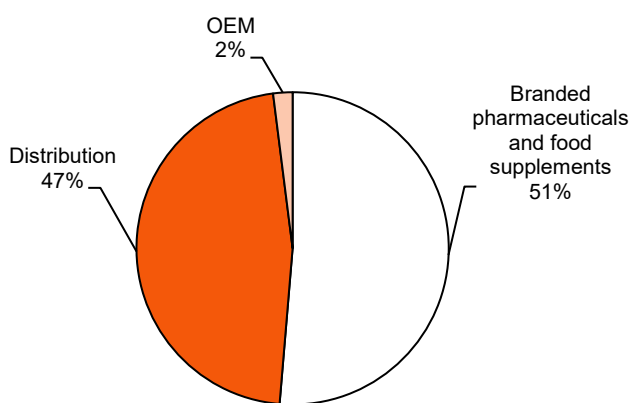


Ex 1: Our Assumptions

(% growth)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Total sales	9	13	12	11	(6)	7	8
- Branded pharmaceuticals and food supplements	4	7	18	17%	(2)	10	8
- Distribution	17	20	6	6%	(10)	4	9
Gross profits (%)	41.1	39.6	41.8	44.1	44.6	45.0	45.0
SG&A to sales (%)	30.0	28.5	26.2	26.7	27.8	27.5	27.1
EBIT margin (%)	12.6	13.4	15.1	16.3	17.1	17.9	18.0

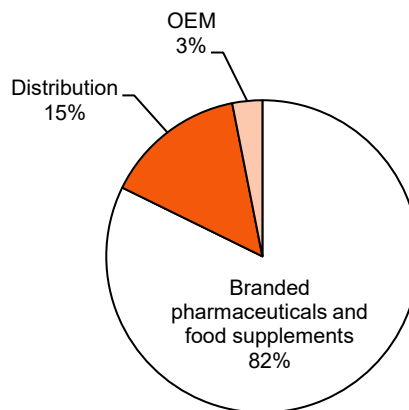
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Sales Breakdown In 2022



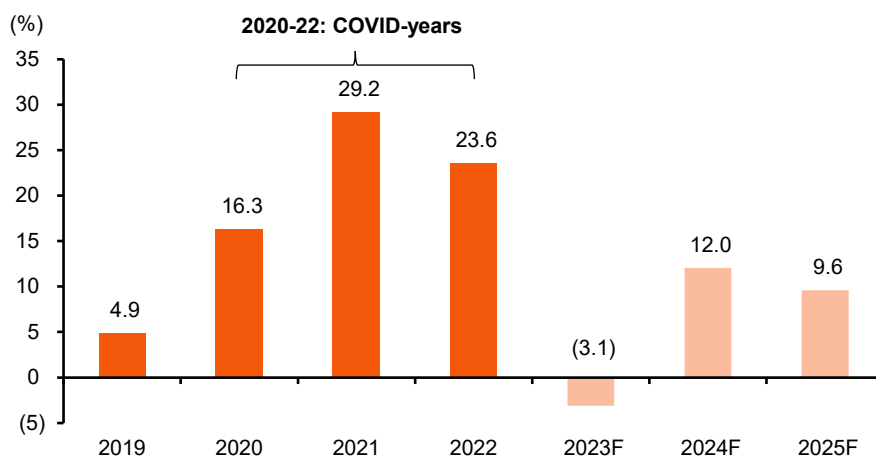
Source: Company data

Ex 3: EBIT Breakdown



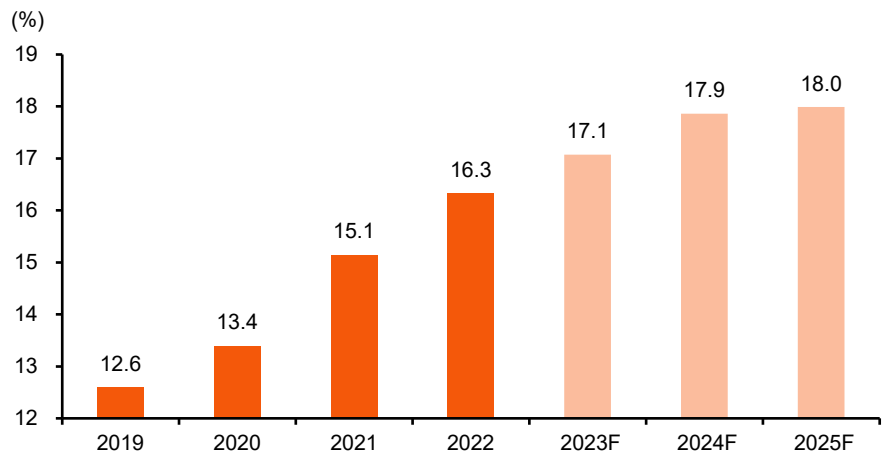
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Earnings Growth Path



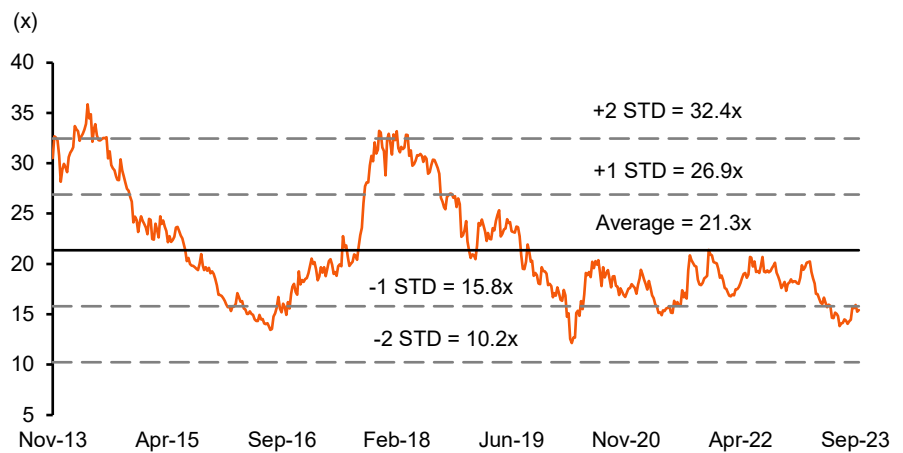
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: We Expect EBIT Margin To Improve



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: MEGA's PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Assumption Revisions

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Sales (Bt m)					
New	15,686	14,899	14,796	15,847	17,152
Old			15,574	16,435	17,994
Change (%)			(5.0)	(3.6)	(4.7)
Gross margin (%)					
New	44.1	44.8	44.6	45.0	45.0
Old			41.3	40.9	42.5
Change (ppt)			3.3	4.0	2.4
SG&A to sales (%)					
New	27.8	27.6	27.5	27.1	27.0
Old			26.5	26.9	27.8
Change (ppt)			1.0	0.2	(0.9)
Normalized profit (Bt m)					
New	2,260	2,243	2,189	2,453	2,688
Old			2,034	2,058	2,353
Change (%)			7.6	19.2	14.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: 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	3,143	3,412	3,722	4,138	4,499	4,844	5,179	5,435	5,805	6,199	6,501	—
Free cash flow	2,323	2,716	3,043	3,563	3,894	4,167	4,371	4,611	4,944	5,265	5,423	61,561
PV of free cash flow	2,323	2,244	2,286	2,433	2,364	2,289	2,173	2,075	2,013	1,940	1,722	19,548
Risk-free rate (%)	3.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	11.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	43,410											
Net debt (2023F)	(3,584)											
Minority interest	(5)											
Equity value	46,999											
# of shares (m)	872											
Equity value/share (Bt)	54											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)
Bristol-Myers Squibb	BMY US	US	(3.4)	5.6	8.2	7.7	3.7	3.2	7.7	7.4	3.8	3.9
Eli Lilly & Co	LLY US	US	23.9	28.6	59.6	46.4	36.7	26.0	49.0	38.1	0.8	0.9
Johnson & Johnson	JNJ US	US	1.4	6.6	15.6	14.6	5.1	4.0	12.0	11.5	2.9	3.1
Merck & Co Inc	MRK US	US	(59.6)	176.5	36.1	13.1	6.4	5.4	20.9	11.1	2.6	2.7
Pfizer Inc	PFE US	US	(49.6)	1.6	10.3	10.2	2.0	1.9	9.2	9.1	4.8	5.0
Abbott Laboratories	ABT US	US	(17.8)	5.1	23.0	21.8	4.6	4.2	18.1	16.9	2.0	2.1
Astellas Pharma Inc	4503 JP	Japan	106.3	29.1	19.5	15.5	2.5	2.3	11.1	9.1	3.2	3.4
Chugai Pharmaceutical	4519 JP	Japan	(16.2)	2.9	23.5	22.5	4.5	4.0	15.5	14.9	1.9	2.0
Daiichi Sankyo Co Ltd	4568 JP	Japan	25.9	37.9	56.9	40.2	5.2	4.9	32.7	23.9	0.8	1.0
Eisai Co Ltd	4523 JP	Japan	(26.3)	61.8	63.1	39.0	3.2	3.2	26.8	20.3	1.8	1.8
Otsuka Holdings Co Ltd	4578 JP	Japan	43.4	9.5	15.1	13.7	1.2	1.2	7.7	7.1	1.9	2.1
Taisho Pharmaceutical	4581 JP	Japan	(28.6)	15.7	37.4	32.3	na	na	6.5	6.5	1.6	1.6
AstraZeneca	AZN LN	UK	10.4	14.1	18.3	16.1	5.4	4.9	14.1	12.3	2.3	2.4
GlaxoSmithKline	GSK LN	UK	5.6	3.6	10.0	9.6	4.8	3.7	7.7	7.4	3.9	4.1
Novartis AG	NOVN SW	Switzerland	12.8	8.0	14.4	13.3	3.6	3.6	12.9	11.7	3.6	3.8
Roche Holding AG	ROG SW	Switzerland	(8.5)	9.3	13.9	12.7	6.0	5.0	10.2	9.5	3.7	3.9
Novo Nordisk A/S	NOVOB DC	Denmark	45.2	18.3	38.8	32.8	29.4	23.5	29.6	24.7	1.2	1.4
Sanofi	SAN FP	France	(0.4)	7.0	12.4	11.5	1.7	1.6	9.7	9.2	3.6	3.8
Apex Healthcare	APEX MK	Malaysia	(10.8)	5.3	19.5	18.6	2.4	2.2	13.1	12.5	2.3	2.4
Kalbe Farma	KLBF IJ	Indonesia	0.7	12.6	25.3	22.5	3.9	3.5	16.8	15.2	2.0	2.0
Mega Lifesciences	MEGA TB*	Thailand	(3.1)	12.0	16.7	14.9	3.8	3.4	11.7	10.2	3.5	4.0
Average			2.4	22.4	25.6	20.4	6.8	5.6	16.3	13.7	2.6	2.7

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 11-Sep-23 closing price

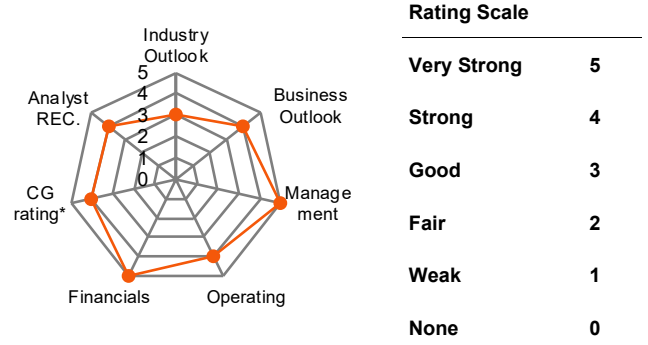
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เมก้าไลฟ์ไซแอนซ์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิต ทำการตลาด และจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและสมุนไพร และผลิตภัณฑ์ยาจำหน่ายหน้าเคาน์เตอร์สุขภาพ บริษัทฯ ผลิตผลิตภัณฑ์รักษาภายในไปจนถึงผลิตภัณฑ์เพื่อดูแลสุขภาพทั่วไป โดยวางจำหน่ายใน 33 ประเทศทั่วโลก

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผลิตภัณฑ์ที่มีชื่อเสียงเป็นที่ยอมรับ
- มีเครือข่ายการจัดจำหน่ายของตนเอง
- มีความรู้ด้านการตลาดและมี business connections ที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการเติบโตทางธุรกิจไปพร้อมกับการเติบโตที่ดีของ GDP ของตลาดหลัก
- เจาะเข้าไปในตลาดที่กำลังพัฒนา และตลาดที่ยังไม่ได้พัฒนา
- ได้ลูกค้าจัดจำหน่ายใหม่

W — Weakness

- ไม่มีเข้าไปสู่ตลาดยามูลค่าสูงในประเทศที่พัฒนาแล้ว
- ไม่ได้รูดตลาด big-molecules medicines ที่ได้รับความนิยมและให้ผลกำไรสูง

T — Threat

- ผู้ประกอบการระดับโลกเข้ามาในตลาดของ MEGA
- การยกเลิกสัญญาจัดจำหน่ายของลูกค้า
- แนวโน้มค่าเงินบาทที่แข็งแกร่งเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ โดยเฉพาะดอลลาร์สหรัฐฯ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	52.46	54.00	3%
Net profit 23F (Bt m)	2,178	2,189	1%
Net profit 24F (Bt m)	2,413	2,453	2%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิของเราในปี 2023-24F ใกล้เคียงกับของตลาด ซึ่งเพราะเรามองว่าอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับยาของ MEGA กลับมาเป็นปกติ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

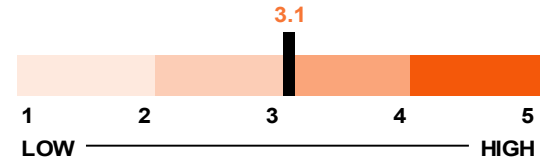
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ไม่ได้รับการอนุมัติใบอนุญาตยาสำหรับผลิตภัณฑ์ยาใหม่, ผลิตภัณฑ์กลุ่มบำรุงสุขภาพ และผลิตภัณฑ์ยาจำหน่ายหน้าเคาน์เตอร์สุขภาพ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ลูกค้ายกเลิกสัญญาการจัดจำหน่าย เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- เงินบาทที่อ่อนค่ามากกว่าคาด เป็น upside ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

MEGA เป็นผู้ผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและยาชั้นนำในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โรงงานและพาหนะที่เกี่ยวข้องกับการจัดจำหน่ายของบริษัทปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน และบริษัท ได้ดำเนินมาตรการเพื่อลดการปล่อยก๊าซ เราให้คะแนน ESG สำหรับ MEGA ที่ 3.1 MEGA มีเป้าหมายในการลดการปล่อยมลพิษที่ชัดเจน แต่ยังไม่ได้จัดทำแผนอย่างเป็นรูปธรรมเพื่อให้บรรลุวัตถุประสงค์

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)
MEGA	YES	YES	-	-	66.73	58.82	24.00	-	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
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> MEGA เป็นผู้ผลิตและจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์เสริมอาหารและยาชั้นนำในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยมีโรงงานแห่งเดียวในประเทศไทยและอีกแห่งในออสเตรเลีย โรงงานของบริษัท ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) และมลพิษอื่นๆ จำนวนหนึ่ง MEGA ได้กำหนดเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดการปล่อยมลพิษ แต่ยังไม่ได้จัดทำแผนการที่เป็นรูปธรรมเพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้ แผนของ MEGA คือการปรับปรุงในด้านต่างๆ ดังต่อไปนี้: 1) การลดการใช้น้ำ (Water Neutrality) (10% ในปี 2023 เป็น 50% ในปี 2030) 2) พลังงานทดแทน (8% เป็น 40%) 3) Waster Circularity (25% เป็น 50%) และ 4) ความเป็นกลางของคาร์บอน (10% เป็น 50%) MEGA ใช้แผงโซลาร์เซลล์และระบบน้ำหมุนเวียนในโรงงานของตน MEGA กำลังปรับเปลี่ยนของใช้ในสำนักงาน เช่น หลอด LED เพื่อเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมมากขึ้น
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> MEGA จัดให้มีระบบการฝึกอบรมพนักงาน บริษัท ได้จัดตั้งสถาบันการศึกษาภายในชื่อ Mega We Share โดยปกติแล้วผู้บริหารระดับสูงจะให้ความรู้แก่พนักงาน ขณะที่บางครั้งอาจนำผู้เชี่ยวชาญจากภายนอกมาให้ความรู้ในสาขาที่เกี่ยวข้อง MEGA ยังเชื่อว่าบริษัท ได้ให้คำตอบแทนและสวัสดิการที่เหมาะสม เช่น เบี้ยเลี้ยง โบนัส สิ่งจูงใจ รางวัลตามอายุงาน การวางแผนการรับประทานอาหารและคำแนะนำในการใช้ชีวิตอย่างมีสุขภาพที่ดี และประกันอุบัติเหตุ โดยปกติ MEGA จะจัดหลักสูตรการฝึกอบรมเกี่ยวกับสุขภาพของชุมชน นอกจากนี้ยังมีวิดีโอให้ความรู้ด้านสุขภาพออนไลน์ฟรีอีกด้วย
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> MEGA มีคณะกรรมการบริหาร 10 คน (BOD) ซึ่งเราพิจารณาว่ามีขนาดที่เหมาะสมกับขนาดและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ในธุรกิจ จากกรรมการทั้ง 10 ท่าน มีกรรมการอิสระ 4 ท่าน มีกรรมการหญิงหนึ่งท่าน MEGA มียาและอาหารเสริมที่มีความหลากหลายสูง ขณะที่บริษัท ได้จัดจำหน่ายยาและสินค้าอุปโภคบริโภค MEGA จัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์และให้บริการในหลากหลายตลาด MEGA มีความกระตือรือร้นในการพัฒนาระบบอัตโนมัติเพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	14,136	15,686	14,796	15,847	17,152
Cost of sales	8,225	8,767	8,194	8,719	9,440
Gross profit	5,911	6,920	6,602	7,127	7,712
% gross margin	41.8%	44.1%	44.6%	45.0%	45.0%
Selling & administration expenses	3,769	4,359	4,075	4,297	4,626
Operating profit	2,141	2,561	2,527	2,831	3,086
% operating margin	15.1%	16.3%	17.1%	17.9%	18.0%
Depreciation & amortization	274	272	289	313	326
EBITDA	2,416	2,833	2,815	3,143	3,412
% EBITDA margin	17.1%	18.1%	19.0%	19.8%	19.9%
Non-operating income	37	41	34	36	39
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(28)	(29)	(39)	(44)	(39)
Pre-tax profit	2,150	2,573	2,521	2,824	3,086
Income tax	336	355	348	389	425
After-tax profit	1,814	2,218	2,174	2,434	2,661
% net margin	12.8%	14.1%	14.7%	15.4%	15.5%
Shares in affiliates' Earnings	9	40	10	13	22
Minority interests	6	1	5	5	5
Extraordinary items	119	(18)	0	0	0
NET PROFIT	1,947	2,242	2,189	2,453	2,688
Normalized profit	1,828	2,260	2,189	2,453	2,688
EPS (Bt)	2.2	2.6	2.5	2.8	3.1
Normalized EPS (Bt)	2.1	2.6	2.5	2.8	3.1

We expect profits to resume a growth path from 2024F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	9,301	10,590	10,983	12,400	13,854
Cash & cash equivalent	2,536	2,793	3,800	4,800	5,700
Account receivables	2,808	3,382	3,190	3,373	3,604
Inventories	3,823	4,109	3,704	3,918	4,216
Others	134	306	288	309	334
Investments & loans	215	223	231	239	247
Net fixed assets	1,837	1,901	2,012	2,000	1,774
Other assets	1,919	1,932	2,000	2,072	2,149
Total assets	13,272	14,646	15,226	16,711	18,024
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,853	5,538	5,216	5,617	5,846
Account payables	3,533	3,972	3,712	3,950	4,276
Bank overdraft & ST loans	168	229	216	303	108
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	1,152	1,337	1,288	1,363	1,462
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	393	332	343	348	358
Total liabilities	5,247	5,870	5,558	5,965	6,204
Minority interest	22	0	(5)	(5)	(10)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	436	436	436	436	436
Share premium	2,305	2,305	2,305	2,305	2,305
Warrants	2	2	2	2	2
Surplus	(506)	(621)	(621)	(621)	(621)
Retained earnings	5,766	6,655	7,552	8,630	9,708
Shareholders' equity	8,003	8,777	9,673	10,751	11,830
Liabilities & equity	13,272	14,646	15,226	16,711	18,024

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	2,150	2,573	2,521	2,824	3,086
Tax paid	(311)	(336)	(358)	(376)	(408)
Depreciation & amortization	274	272	289	313	326
Chg In working capital	281	(421)	337	(159)	(202)
Chg In other CA & CL / minorities	275	28	(12)	60	78
Cash flow from operations	2,670	2,116	2,778	2,661	2,880
Capex	(161)	(336)	(400)	(300)	(100)
Right of use	(3)	16	16	16	16
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(20)	(8)	(8)	(8)	(8)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(57)	(105)	(73)	(83)	(83)
Cash flow from investments	(241)	(433)	(465)	(375)	(175)
Debt financing	(213)	43	(13)	88	(195)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(923)	(1,406)	(1,292)	(1,374)	(1,609)
Warrants & other surplus	21	(62)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,114)	(1,425)	(1,306)	(1,287)	(1,804)
Free cash flow	2,509	1,780	2,378	2,361	2,780

Strong cash flows, based on our estimates

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	20.0	16.2	16.7	14.9	13.6
Normalized PE - at target price (x)	25.8	20.8	21.5	19.2	17.5
PE (x)	18.8	16.3	16.7	14.9	13.6
PE - at target price (x)	24.2	21.0	21.5	19.2	17.5
EV/EBITDA (x)	14.2	12.0	11.7	10.2	9.1
EV/EBITDA - at target price (x)	18.5	15.7	15.4	13.5	12.2
P/BV (x)	4.6	4.2	3.8	3.4	3.1
P/BV - at target price (x)	5.9	5.4	4.9	4.4	4.0
P/CFO (x)	13.7	17.3	13.2	13.8	12.7
Price/sales (x)	2.6	2.3	2.5	2.3	2.1
Dividend yield (%)	3.3	3.6	3.5	4.0	4.8
FCF Yield (%)	6.9	4.9	6.5	6.4	7.6
(Bt)					
Normalized EPS	2.1	2.6	2.5	2.8	3.1
EPS	2.2	2.6	2.5	2.8	3.1
DPS	1.4	1.5	1.5	1.7	2.0
BV/share	9.2	10.1	11.1	12.3	13.6
CFO/share	3.1	2.4	3.2	3.1	3.3
FCF/share	2.9	2.0	2.7	2.7	3.2

2024F PE of 15x looks inexpensive, in our view

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	12.3	11.0	(5.7)	7.1	8.2
Net profit (%)	39.8	15.1	(2.4)	12.0	9.6
EPS (%)	39.8	15.1	(2.4)	12.0	9.6
Normalized profit (%)	29.2	23.6	(3.1)	12.0	9.6
Normalized EPS (%)	29.2	23.6	(3.1)	12.0	9.6
Dividend payout ratio (%)	61.8	58.3	58.3	60.0	65.0
Operating performance					
Gross margin (%)	41.8	44.1	44.6	45.0	45.0
Operating margin (%)	15.1	16.3	17.1	17.9	18.0
EBITDA margin (%)	17.1	18.1	19.0	19.8	19.9
Net margin (%)	12.8	14.1	14.7	15.4	15.5
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.3)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	75.7	89.1	64.6	64.9	79.2
Interest coverage - EBITDA (x)	85.4	98.6	71.9	72.1	87.5
ROA - using norm profit (%)	14.7	16.2	14.7	15.4	15.5
ROE - using norm profit (%)	24.4	26.9	23.7	24.0	23.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	24.2	26.4	23.6	23.8	23.6
- asset turnover (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
- operating margin (%)	15.4	16.6	17.3	18.1	18.2
- leverage (x)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
- interest burden (%)	98.7	98.9	98.5	98.5	98.8
- tax burden (%)	84.4	86.2	86.2	86.2	86.2
WACC (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
ROIC (%)	29.0	39.2	35.1	40.1	42.5
NOPAT (Bt m)	1,807	2,208	2,178	2,441	2,660
invested capital (Bt m)	5,635	6,212	6,089	6,255	6,238

Sources: Company data, Thanachart estimates

**We expect ROIC to
surpass WACC**

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 disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 25 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2401A, 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). 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 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทู 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 นิจารุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

วิเคราะห์เทคนิค

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

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

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

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

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

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

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

ยานยนต์, หินคมข, Property Fund, REITs, บันเทิง

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

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

ขนส่ง, รับเหมา

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

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

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

พลังงาน, วิโทรเคมี

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

นักวิเคราะห์, แอป

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

กลยุทธ์การลงทุน

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

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

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

เกษมรัตน์ จิตกุล

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

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

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

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

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
