

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 9.80

Upside : 8.9%

(From: Bt 12.50)

12 SEPTEMBER 2023

Small Cap Research

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

แนวโน้มระยะยาวไม่น่าตื่นเต้น

เราปรับลดคำแนะนำ SPRC เป็น "ถือ" จาก "ซื้อ" และลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 9.8 บาท จาก 12.5 บาท จากสมมติฐานอัตรากำไรที่ลดลง แม้ SPRC น่าจะเห็นการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งใน 3Q23F แต่คาดว่าแนวโน้มระยะยาวไม่น่าตื่นเต้น ด้วยกำไรมีแนวโน้มลดลงในปี 2024-25F



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำ SPRC เป็น "ถือ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – "ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง" วันที่ 12 กันยายน 2023 เราปรับลดคำแนะนำ SPRC เป็น "ถือ" จาก "ซื้อ" และลดราคาเป้าหมายลงเป็น 9.80 บาท จาก 12.5 บาท เนื่องจากสมมติฐานอัตรากำไรที่ลดลง และการระงับใบอนุญาต Single Point Mooring (SPM) ที่ยึดเยื่อออกไป นอกจากนี้เราปรับมาใช้ราคาเป้าหมายปีฐาน 2024F ด้วย เรามองว่าแนวโน้มระยะยาวของ SPRC นั้นไม่น่าตื่นเต้น โดย GRM คาดว่าจะถึงจุดสูงสุดในปี 2023F และการซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ของบริษัทฯ ในปี 2025F ด้านมูลค่า เราเชื่อว่า SPRC ซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้วที่ 0.9 เท่า 2024F P/BV เทียบกับ ROE ที่ 8.3%/7.5% ในปี 2024-25F

มองบวกน้อยลงต่อแนวโน้ม GRM

เรากลับมาให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อตลาดโรงกลั่นในปี 2024F และปัจจุบันคาดว่าค่าการกลั่นของสิงคโปร์จะกลับมาเป็นปกติสู่ระดับค่าเฉลี่ยปกติ เราคาดว่าอุปทานจะล้นตลาดในปีหน้าจากการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ที่สูงกว่าความต้องการที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่า GRM ของ SPRC อยู่ที่ US\$6.1/5.4/5.8/bbl ในปี 2023-25F (จาก US\$7.2/6.7/6.7/bbl)

กำไรมีแนวโน้มลดลง

เราคาดว่ากำไรของ SPRC จะหดตัว 52/18%/6% ในปี 2023-25F การลดลงในปี 2024F เนื่องมาจากสมมติฐาน GRM ที่ลดลงของเรา ขณะที่การลดลงในปี 2025F เกิดจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นตามแผน ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับลดประมาณการกำไรสำหรับ SPRC ลง 16-31% ในปี 2023-25F เนื่องจากสมมติฐาน GRM ที่ลดลง และการระงับใบอนุญาต SPM อย่างต่อเนื่อง ใบอนุญาตถูกระงับตั้งแต่เดือนมกราคม 2022 หลังจากเหตุการณ์น้ำมันรั่ว

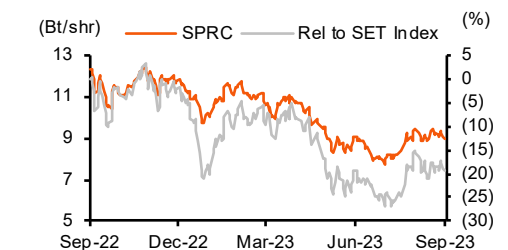
คาดการณ์ 3Q23F ดี

เราคาดว่ากำไร 3Q23F อยู่ที่ 3.9 พันลบ. เพิ่มขึ้นอย่างมากจากการขาดทุน 2 พันลบ. ใน 2Q23 จากค่าการกลั่นที่เพิ่มขึ้น และกำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น หากไม่รวมกำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือ เราคาดว่าปกติอยู่ที่ 2.6 พันลบ. เทียบกับขาดทุน 891 ลบ. ใน 2Q23 เราคาดว่า market GRM ของ SPRC อยู่ที่ US\$10/bbl ใน 3Q23F เทียบกับที่เพียง US\$1.3/bbl ใน 2Q23 จนถึงขณะนี้ ตลาดโรงกลั่นใน 3Q23 ได้แรงหนุนจากการปิดโรงกลั่นตามแผนและนอกแผน และอุปทานน้ำมันดิบชนิดหนักปานกลางที่ตึงตัว อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าเหตุการณ์นี้จะเกิดขึ้นเพียงระยะสั้น และ GRM ใน 4Q23F จะอ่อนตัวลงจาก gasoline spread โรงกลั่นของ SPRC มีผลผลิตแก๊สโซลีนสูงกว่าโรงกลั่นอื่นๆ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	285,264	237,038	222,363	194,283
Net profit	7,703	4,359	2,934	2,932
Consensus NP	—	3,591	5,354	6,413
Diff frm cons (%)	—	21.4	(45.2)	(54.3)
Norm profit	8,538	4,093	3,408	3,213
Prev. Norm profit	—	4,979	4,970	3,829
Chg frm prev (%)	—	(17.8)	(31.4)	(16.1)
Norm EPS (Bt)	2.0	0.9	0.8	0.7
Norm EPS grw (%)	na	(52.1)	(16.7)	(5.7)
Norm PE (x)	4.6	9.5	11.5	12.1
EV/EBITDA (x)	3.7	5.3	5.9	5.8
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	12.3	3.4	2.3	2.6
ROE (%)	23.4	10.4	8.3	7.5
Net D/E (%)	24.9	3.7	(7.2)	(11.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Sep-23 (Bt)	9.00
Market Cap (US\$ m)	1,099.0
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.8
12M Price H/L (Bt)	12.40/7.75
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

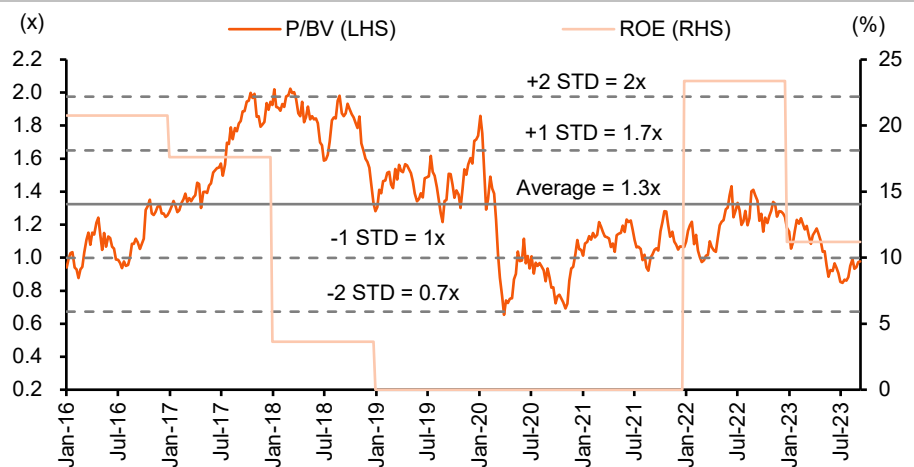
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P90

Ex 1: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Core profit (Bt m)							
- New	(4,034)	(6,325)	(1,542)	8,538	4,093	3,408	3,213
- Old					4,979	4,970	3,829
- Change (%)					(17.8)	(31.4)	(16.1)
Net profit (Bt m)							
- New	(1,694)	(12,280)	4,746	7,703	4,359	2,934	2,932
- Old					4,979	4,145	3,148
- Change (%)					(12.5)	(29.2)	(6.8)
Market GRM (US\$/bbl)							
- New	3.4	2.8	3.7	9.7	6.1	5.4	5.8
- Old					7.2	6.7	6.7
- Change (%)					(15.0)	(19.9)	(13.3)
Utilization (%)							
- New	82	87	77	89	90	90	80
- Old					92	94	80
- Change (ppt)					(2)	(4)	0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: P/BV Vs. ROE

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 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 + dividend		6,140	5,844	8,632	8,655	6,697	6,720	6,743	4,665	6,789	6,812	6,308	
Free cash flow		5,983	2,596	3,007	7,251	5,291	5,358	5,382	7,526	1,609	5,451	5,038	47,289
PV of free cash flow		5,399	2,114	2,182	4,729	3,100	2,821	2,546	3,200	591	1,792	1,482	13,911
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	10.8												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value - add	43,867												
Investments													
Net debt (2023F)	1,495												
Minority interest	0												
Equity value	42,372												
# of shares (m)	4,336												
Equity value/sh (Bt)	9.8												

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 4: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)	23F (%)	24F (%)
PetroChina	857 HK	China	3.5	(2.4)	7.2	7.4	0.8	0.7	3.8	3.8	6.8	6.4	11.0	9.5
Sinopec	386 HK	China	7.2	5.6	7.1	6.7	0.6	0.6	5.4	5.0	9.3	9.3	9.5	9.4
Average			5.4	1.6	7.1	7.0	0.7	0.7	4.6	4.4	8.1	7.9	10.2	9.4
SK Innovation	096770	S.Korea	(71.4)	172.3	23.0	8.5	0.8	0.7	9.7	6.2	2.1	2.1	3.2	8.6
S-Oil	010950	S.Korea	(54.9)	30.4	8.7	6.7	1.0	0.9	5.6	4.8	3.1	3.8	11.6	14.2
Average			(63.2)	101.3	15.9	7.6	0.9	0.8	7.7	5.5	2.6	3.0	7.4	11.4
Reliance Industries	RIL IB	India	12.8	10.1	na	na	na	na	na	na	na	na	8.3	8.9
Indian Oil	IOCL IB	India	(72.5)	na	19.3	6.1	1.0	0.9	11.6	5.7	4.0	8.8	5.2	17.0
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(66.3)	na	23.2	5.0	1.4	1.2	13.8	5.2	1.9	6.9	3.3	24.5
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	na	na	na	3.7	1.3	1.0	na	6.5	3.8	8.3	na	28.8
Average			(42.0)	10.1	21.3	4.9	1.2	1.0	12.7	5.8	3.2	8.0	5.6	19.8
Marathon Petroleum	MPC US	USA	(8.7)	(35.6)	6.8	10.5	2.5	2.6	4.7	6.5	1.9	2.1	31.5	20.6
Valero	VLO US	USA	(10.8)	(42.6)	5.7	10.0	1.8	1.7	3.9	6.0	2.8	2.9	33.6	17.0
Phillips 66	PSX US	USA	(15.9)	(18.5)	7.6	9.4	1.7	1.6	5.8	7.0	3.4	3.5	23.3	18.2
PBF Energy'	PBF US	USA	(54.0)	(38.6)	5.0	8.2	1.0	0.9	2.7	3.9	1.5	1.6	25.4	11.9
Delek	DK US	USA	(29.8)	(75.3)	7.9	32.1	2.0	2.0	4.2	5.5	2.9	2.8	23.8	8.2
Average			(23.9)	(42.1)	6.6	14.0	1.8	1.8	4.3	5.8	2.5	2.6	27.5	15.2
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	(41.6)	(5.1)	5.7	6.0	0.7	0.7	3.4	3.8	4.1	3.8	13.6	11.9
ESSO (Thailand) *	ESSO TB *	Thailand	(51.7)	(18.0)	6.4	7.8	1.2	1.1	5.7	5.6	3.1	3.6	18.8	14.2
Star Petroleum Refining	SPRC TB *	Thailand	(52.1)	(16.7)	9.5	11.5	1.0	0.9	5.3	5.9	3.4	2.3	10.4	8.3
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	(57.0)	(28.4)	6.2	8.7	0.6	0.6	7.7	10.3	5.0	3.8	10.7	7.3
Average			(50.6)	(17.0)	7.0	8.5	0.9	0.8	5.5	6.4	3.9	3.4	13.4	10.4
Total Average			(34.9)	10.8	11.6	8.4	1.1	1.0	7.0	5.6	4.1	5.0	12.8	13.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 11 September 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

โรงงานของ SPRC ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งได้แก่ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว น้ำมันเบนซิน ไรสารตะกั่วเกรดพิเศษและเกรดธรรมดา น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว น้ำมันเตา และยางมะตอย รวมทั้งผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีซึ่งใช้เป็นผลิตภัณฑ์ตั้งต้นในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้แก่ โพรพิลีนเกรดโพลิเมอร์ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว แนนพทาเกรดปิโตรเคมี ก๊าซผสม C4 และรีฟอร์มเมท บริษัทฯ มีกำลังการผลิต 175K b/d

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

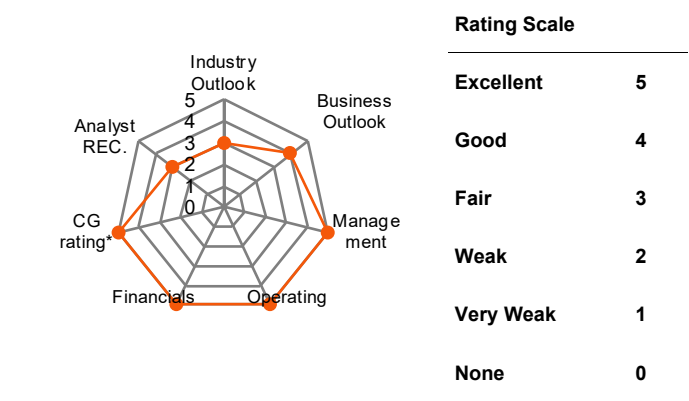
S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานที่น่าเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจการกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำการจากการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงงาน เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.03	9.80	-11%
Net profit 23F (Bt m)	3,591	4,359	21%
Net profit 24F (Bt m)	5,354	2,934	-45%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2024F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากคาดการณ์ GRM และขาดทุนจากสต็อกของเราที่ต่ำลง
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

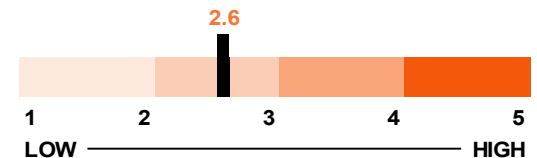
- มีความเสี่ยงหากเงินส่งออกมากขึ้น หรือความต้องการลดลงอย่างมาก ซึ่งจะส่งผลให้การกลั่นปรับลดลง
- การแทรกแซงราคาหน้าโรงงานของรัฐบาลจะช่วยลดแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ
- มี upside risk หาก GRM ดีกว่าคาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

SPRC เป็นหนึ่งในบริษัทที่มีความโปร่งใสที่ดีและมีมาตรการที่แข็งแกร่งในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเพื่อชดเชยธุรกรรมระหว่างกันกับผู้ถือหุ้นใหญ่ อย่างเชฟรอน เราให้คะแนน ESG สำหรับ SPRC ที่ 2.6 เนื่องจากการที่ SPRC มีความเข้มข้นของพลังงานสูงตามลักษณะธุรกิจ และไม่มีโครงการลงทุนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

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)
SPRC	-	-	-	-	57.38	37.19	28.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- ในปี 2022 SPRC ปลดปล่อย 1.3 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ซึ่งเพิ่มขึ้น 4% จากปี 2021 เนื่องจากอัตราการกลั่นที่สูงขึ้นจากการที่เพิ่มขึ้นหลังโควิด ความเข้มข้นของการปล่อยอยู่ที่ 194 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทพลังงานไทยอื่นที่ 280 กก./BOE เราเชื่อว่าเป็นเพราะการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจที่ต่ำ เนื่องจากบริษัทมีโรงกลั่นเป็นธุรกิจหลักเท่านั้น - บริษัท ไม่มีเป้าหมายการลดการปล่อยมลพิษที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม บริษัท มีเป้าหมายในการป้องกันการรั่วไหลเป็นศูนย์ การปรับปรุงคุณภาพอากาศ และการจัดการของเสีย/น้ำ นอกจากนี้ SPRC จะร่วมมือกับ Chevron ซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำของโลก เพื่อศึกษาและจัดทำโครงการปรับปรุงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจำเป็นต่อการใช้พลังงานและการปล่อยก๊าซเรือนกระจก - SPRC ล้ำหลังกว่าคู่แข่งทั่วโลกในแง่ของการหันไปทำธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพหรือพลังงานหมุนเวียนที่สามารถช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนได้ เราเชื่อว่าบริษัท คงเป้าหมายที่จะใช้เงินลงทุนในการปรับปรุงประสิทธิภาพ
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- บริษัท ใช้นโยบายสิ่งแวดล้อม อาชีวอนามัยและความปลอดภัย (EHS) เป็นกรอบสำหรับความปลอดภัยสำหรับการปฏิบัติงานทั้งหมดของ SPRC บริษัท มีเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในช่วงต้นปี 2022 แต่บริษัท ได้ดำเนินการอย่างทันท่วงที และไม่มีรายงานผู้ได้รับบาดเจ็บสาหัส บริษัท ยังรับผิดชอบในการฟื้นฟูความเสียหายและจ่ายค่าชดเชยให้กับกลุ่มคนที่ได้รับผลกระทบเป็นจำนวนเงิน US\$42m ในปี 2022 - ในปี 2022 SPRC ไม่ได้มีข้อร้องเรียนใดๆ ผ่านช่องทางการแจ้งเบาะแส ชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยของพนักงานทั้งหมดของบริษัท SPRC อยู่ที่ 35 ชั่วโมงต่อคน เพิ่มขึ้นจาก 22 ชั่วโมงในปี 2021 70% ของพนักงานอยู่กับครอบครัว SPRC มานานกว่า 10 ปี และอัตราการลาออกบริษัท อยู่ที่ 2.2% เท่านั้น
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- ผู้ถือหุ้นรายใหญ่คือ Chevron South Asia Limited ซึ่งถือหุ้น 60.6% แต่บริษัท ดำเนินกิจการโดยอิสระ และมีความยืดหยุ่นในการจัดซื้อน้ำมันดิบ - บริษัท มีสัดส่วนคณะกรรมการที่ดี โดยมีแนวทางนโยบายและทบทวนผลงานเป็นประจำทุกปี สมาชิกคณะกรรมการ 4 ใน 9 คนของ SPRC เป็นกรรมการอิสระที่ไม่เป็นผู้บริหาร (INED) มีกรรมการบริหารเพียงคนเดียวที่ทำหน้าที่ในคณะกรรมการ: CEO Robert Joseph Dobrik ตัวแทนจากเชฟรอน - อัตรากำไรจากผลการดำเนินงานเป็นไปตามเกณฑ์มาตรฐานและสามารถตรวจสอบได้อย่างง่ายดาย มีการรายงานค่าสอบบัญชี และใช้มาตรฐานการบัญชี IFRS แม้ว่าจะมีความเสี่ยงจากหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และอัตราแลกเปลี่ยน แต่ยังคงแข็งแกร่ง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	172,484	285,264	237,038	222,363	194,283
Cost of sales	171,528	271,745	230,983	217,934	190,245
Gross profit	956	13,519	6,055	4,429	4,038
% gross margin	0.6%	4.7%	2.6%	2.0%	2.1%
Selling & administration expenses	749	2,791	881	880	879
Operating profit	207	10,728	5,174	3,549	3,160
% operating margin	0.1%	3.8%	2.2%	1.6%	1.6%
Depreciation & amortization	2,644	2,603	2,535	2,591	2,685
EBITDA	2,851	13,331	7,709	6,140	5,844
% EBITDA margin	1.7%	4.7%	3.3%	2.8%	3.0%
Non-operating income	62	63	0	0	0
Non-operating expenses	(433)	0	0	0	0
Interest expense	(212)	(316)	0	0	0
Pre-tax profit	(376)	10,475	5,174	3,549	3,160
Income tax	1,166	1,937	1,081	608	569
After-tax profit	(1,542)	8,538	4,093	2,941	2,591
% net margin	-0.9%	3.0%	1.7%	1.3%	1.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	467	623
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	6,288	(834)	266	(474)	(281)
NET PROFIT	4,746	7,703	4,359	2,934	2,932
Normalized profit	(1,542)	8,538	4,093	3,408	3,213
EPS (Bt)	1.1	1.8	1.0	0.7	0.7
Normalized EPS (Bt)	(0.4)	2.0	0.9	0.8	0.7

We expect 2024F profit to trend lower from GRM normalization

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	32,731	38,258	39,398	41,379	39,776
Cash & cash equivalent	2,945	76	5,000	9,000	11,500
Account receivables	13,219	14,328	13,919	13,057	11,408
Inventories	16,486	23,762	20,403	19,251	16,805
Others	81	92	76	72	63
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	24,219	22,735	22,900	21,010	23,325
Other assets	1,776	2,295	1,926	1,814	1,599
Total assets	58,726	63,288	64,225	64,203	64,700
LIABILITIES:					
Current liabilities:	20,031	23,904	21,487	20,001	18,407
Account payables	13,961	12,780	15,262	14,399	12,570
Bank overdraft & ST loans	0	6,562	4,380	4,030	4,335
Current LT debt	4,680	3,168	317	292	314
Others current liabilities	1,390	1,393	1,528	1,280	1,188
Total LT debt	3,374	0	1,797	1,654	1,779
Others LT liabilities	950	677	934	702	690
Total liabilities	24,355	24,581	24,219	22,357	20,875
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	30,004	30,004	30,004	30,004	30,004
Share premium	978	978	978	978	978
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(4,207)	(2,608)	(2,608)	(2,608)	(2,608)
Retained earnings	7,596	10,333	11,632	13,472	15,451
Shareholders' equity	34,371	38,707	40,006	41,845	43,825
Liabilities & equity	58,726	63,288	64,225	64,203	64,700

Sources: Company data, Thanachart estimates

SPRC's balance sheet is relatively strong with limited capex and healthy cash generation

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	(376)	10,475	5,174	3,549	3,160
Tax paid	(1,166)	(1,937)	(1,081)	(608)	(569)
Depreciation & amortization	2,644	2,603	2,535	2,591	2,685
Chg In working capital	(5,999)	(9,565)	6,250	1,152	2,265
Chg In other CA & CL / minorities	(171)	41	148	221	538
Cash flow from operations	(5,068)	1,616	13,025	6,905	8,078
Capex	(2,665)	(1,073)	(2,700)	(700)	(5,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	7,670	(2,098)	895	(592)	(77)
Cash flow from investments	5,005	(3,172)	(1,805)	(1,292)	(5,077)
Debt financing	(1,824)	2,053	(3,235)	(519)	451
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(774)	(4,936)	(3,060)	(1,094)	(953)
Warrants & other surplus	3,971	1,569	0	0	0
Cash flow from financing	1,373	(1,314)	(6,296)	(1,613)	(502)
Free cash flow	(7,733)	543	10,325	6,205	3,078

With limited capex and high GRM, FCF is strong over the next three years

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	na	4.6	9.5	11.5	12.1
Normalized PE - at target price (x)	na	5.0	10.4	12.5	13.2
PE (x)	8.2	5.1	9.0	13.3	13.3
PE - at target price (x)	9.0	5.5	9.7	14.5	14.5
EV/EBITDA (x)	15.5	3.7	5.3	5.9	5.8
EV/EBITDA - at target price (x)	16.7	3.9	5.7	6.4	6.4
P/BV (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
P/CFO (x)	(7.7)	24.1	3.0	5.7	4.8
Price/sales (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	2.0	12.3	3.4	2.3	2.6
FCF Yield (%)	(19.8)	1.4	26.5	15.9	7.9
(Bt)					
Normalized EPS	(0.4)	2.0	0.9	0.8	0.7
EPS	1.1	1.8	1.0	0.7	0.7
DPS	0.2	1.1	0.3	0.2	0.2
BV/share	7.9	8.9	9.2	9.7	10.1
CFO/share	(1.2)	0.4	3.0	1.6	1.9
FCF/share	(1.8)	0.1	2.4	1.4	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation at 0.9x P/BV in 2024F looks full to us with 8% ROE

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	32.5	65.4	(16.9)	(6.2)	(12.6)
Net profit (%)	na	62.3	(43.4)	(32.7)	(0.0)
EPS (%)	na	62.3	(43.4)	(32.7)	(0.0)
Normalized profit (%)	na	na	(52.1)	(16.7)	(5.7)
Normalized EPS (%)	na	na	(52.1)	(16.7)	(5.7)
Dividend payout ratio (%)	16.3	62.5	30.0	30.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	0.6	4.7	2.6	2.0	2.1
Operating margin (%)	0.1	3.8	2.2	1.6	1.6
EBITDA margin (%)	1.7	4.7	3.3	2.8	3.0
Net margin (%)	(0.9)	3.0	1.7	1.3	1.3
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.2	0.0	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	1.0	33.9	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	13.5	42.1	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	na	14.0	6.4	5.3	5.0
ROE - using norm profit (%)	na	23.4	10.4	8.3	7.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	23.4	10.4	7.2	6.0
- asset turnover (x)	3.3	4.7	3.7	3.5	3.0
- operating margin (%)	na	3.8	2.2	1.6	1.6
- leverage (x)	1.7	1.7	1.6	1.6	1.5
- interest burden (%)	229.4	97.1	100.0	100.0	100.0
- tax burden (%)	na	81.5	79.1	82.9	82.0
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	0.6	22.1	8.6	7.1	6.8
NOPAT (Bt m)	207	8,744	4,146	2,939	2,646
invested capital (Bt m)	39,480	48,362	41,501	38,822	38,752

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE to decline with lower
GRM in 2024F

ESG Information - Third Party Terms

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

- ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com
- 1. MSCI (CCC- AAA)
 - 2. ESG Book (0-100)
 - 3. Refinitiv (0-100)
 - 4. S&P Global (0-100)
 - 5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)
Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.
SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects
As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

ESG Book's Disclaimer
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. **THIRD PARTY INFORMATION.** Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. **RELIANCE –** ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. **CONFIDENTIALITY.** This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC
"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"
"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

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

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

Moody's ESG Solutions
© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.
CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

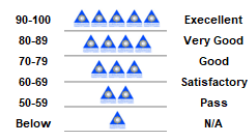
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

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

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรร่วมกันได้แก่นางอติวัน ไดลงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

Data Support Team

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