

BUY (Unchanged)

TP: Bt 0.95

(From: Bt 1.40)

Change in Numbers

Upside : 11.8%

27 SEPTEMBER 2024

Euroasia Total Logistics (ETL TB)

ได้ประโยชน์จากการส่งออกผลไม้



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662-779-9119

rata.lim@thanachartsec.co.th

แม้เราปรับกำไรลง 35-39% ในปี 2024-26F แต่คงคำแนะนำ "ซื้อ" ETL ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 0.95 บาท ETL เป็น logistics play จากการส่งออกผลไม้ไทย เรามองว่าบริการขนส่งสินค้าแบบควบคุมอุณหภูมิจะเป็นตัวหลักหนุนการเติบโต และคาดว่า EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 18% ในปี 2025-26F

ปรับลดประมาณการกำไร แต่คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เราปรับลดประมาณการกำไรของ ETL ลง 35-39% ในปี 2024-26F เพื่อสะท้อนถึงต้นทุนที่ไม่คาดคิดที่เกี่ยวกับธุรกิจบริการขนส่งสินค้าแบบควบคุมอุณหภูมิใหม่ (cold-chain) และผลผลิตทุเรียนไทยที่ต่ำกว่าคาดใน 3Q24F แต่เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ETL โดยปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลงเหลือ 0.95 บาท (จาก 1.4 บาท) 1) เราชอบธุรกิจบริการขนส่งสินค้าแบบควบคุมอุณหภูมิข้ามพรมแดนของ ETL ซึ่งมองว่าได้ประโยชน์จากการส่งออกผลไม้ไทย 2) ETL จะได้ประโยชน์จากการขยายขีดความสามารถในการให้บริการขนส่งสินค้าแบบควบคุมอุณหภูมิในปีหน้า เต็มปี 3) หลัง EPS ลดลง 56% ในปี 2024F เราคาดว่า normalized EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 18% ในปี 2025-26F จากการเติบโตของขีดความสามารถในการให้บริการ cold-chain และ 4) ราคาหุ้นลดลง 48% YTD ETL จึงดูไม่แพงที่ PE ปี 2025F ที่ 12 เท่า

ได้ประโยชน์จากการส่งออกผลไม้

ETL เปิดตัวธุรกิจ cold-chain ใหม่ใน 2Q24 เพื่อรองรับตลาดส่งออกผลไม้ขนาดใหญ่ที่มีมูลค่า 2.6 แสนลบ. โดยมุ่งเน้นที่ทุเรียนเป็นหลัก ซึ่งขนส่งจากมาเลเซีย ไทย และเวียดนามไปยังจีนซึ่งเป็นตลาดนำเข้าหลัก หลังเข้าตลาดล่าสุด ETL ได้เพิ่มความสามารถในการให้บริการเป็น 100 ตู้คอนเทนเนอร์แช่เย็นในกลางเดือนมิ.ย. 2024 เพิ่มขึ้นจาก 50 ตู้ ใน 1Q24 เนื่องจากผลผลิตทุเรียนไทยใน 3Q24F ต่ำกว่าที่คาด ETL จึงเปลี่ยนไปมุ่งเน้นการส่งออกทุเรียนจากเวียดนามในปริมาณมาก แม้จะมีอัตรากำไรที่ต่ำกว่าเนื่องจากระยะทางที่สั้นกว่าจากไทยไปจีน นอกจากนี้บริษัทฯ ยังสำรวจโอกาสในผลไม้อื่นๆ และกลุ่มผลิตภัณฑ์อื่นๆ เช่น ยา ผลิตภัณฑ์นม และอุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ เรามองว่า ETL มีความได้เปรียบ เนื่องจากบริการที่ไม่ต้องมีการเปลี่ยนถ่ายสินค้าในระหว่างการข้ามแดน ซึ่งเป็นทางเลือกที่ดีกว่าเพราะช่วยลดความเสี่ยงในการเสียหายของสินค้า ธุรกิจ cold-chain เป็นบริการที่มีอัตรากำไรสูงกว่า และเรามองว่าเป็นปัจจัยหลักหนุนกำไรของ ETL เราคาดว่าสัดส่วนบริการ cold-chain จะเพิ่มขึ้นจาก 1% ในปี 2023 เป็น 19% ของรายได้รวมในปี 2026F

เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 18% ในปี 2025-26F

เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 33% ในปี 2024F จากต้นทุนที่ไม่คาดคิดและอุปสรรคระหว่างการเปิดตัวธุรกิจ cold-chain ใหม่ EPS ในปี 2024F น่าจะลดลง 56% จากผลของหุ้น IPO ใหม่ แต่เราคาดว่าราคาหุ้นจะฟื้นตัวเติบโตเฉลี่ย 18% ในปี 2025-26F จากรายได้ที่เติบโต 6%/9% ในปี 2025-26F จากการเพิ่มความสามารถในการบริการ cold-chain อัตรากำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นเป็น 14.1% และ 14.4% ในปี 2025-26F จาก 13.6% ในปี 2024F และ SG&A/Sales ลดลงจากฐานยอดขายที่เติบโต

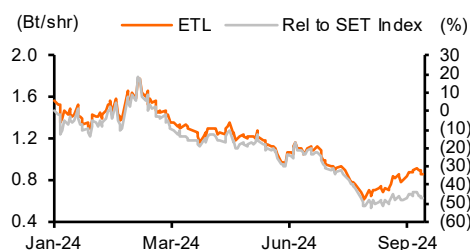
ไม่มีความกังวลจากผู้ให้บริการโลจิสติกส์จีน

จากข่าวเกี่ยวกับการเข้ามาของบริษัทขนส่งจีนที่ใช้ตัวแทนไทย ผู้บริหารไม่รู้สึกกังวล เนื่องจากผู้ประกอบการจีนเหล่านี้มุ่งเน้นไปที่ตลาดอีคอมเมิร์ซเป็นหลัก ขณะที่ลูกค้าของ ETL ส่วนใหญ่เป็นบริษัทขนาดใหญ่ในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ ยานยนต์ อาหาร ฯลฯ ซึ่งให้ความสำคัญกับความปลอดภัยของสินค้าและการจัดส่งตรงเวลามากกว่าราคา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	1,238	1,362	1,445	1,573
Net profit	58	37	43	52
Consensus NP	—	na	na	na
Diff frm cons (%)	—	na	na	na
Norm profit	56	37	43	52
Prev. Norm profit	—	61	67	82
Chg frm prev (%)	—	(39.1)	(35.1)	(36.4)
Norm EPS (Bt)	0.1	0.1	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	(47.7)	(55.5)	16.4	20.4
Norm PE (x)	6.3	14.1	12.1	10.1
EV/EBITDA (x)	2.8	4.9	4.1	3.6
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	0.0	2.1	2.5	3.0
ROE (%)	10.4	5.5	6.1	7.0
Net D/E (%)	(3.3)	1.8	5.2	7.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 27-Sep-24 (Bt)	0.85
Market Cap (US\$ m)	16.3
Listed Shares (m shares)	620.0
Free Float (%)	26.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.1
12M Price H/L (Bt)	1.78/0.61
Sector	Transportation & Logistics
Major Shareholder	WICE 36.86%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P5

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

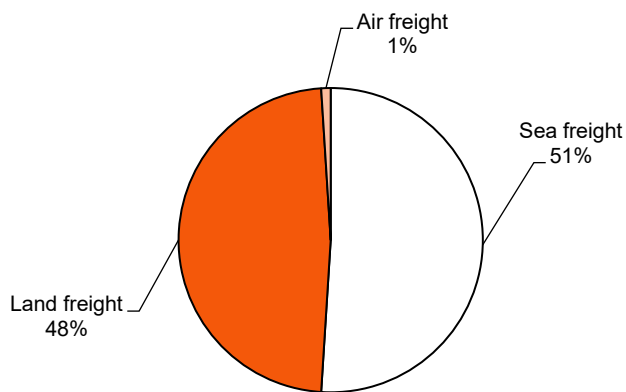


Ex 1: Key Assumption Revisions

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin (%)						
New	13.2	14.1	15.0	13.6	14.1	14.4
Old				16.7	17.0	17.2
Change (ppt)				(3.1)	(2.9)	(2.8)
Normalized profit (Bt m)						
New	106	68	56	37	43	52
Old				61	67	82
Change (%)				(39.1)	(35.1)	(36.4)

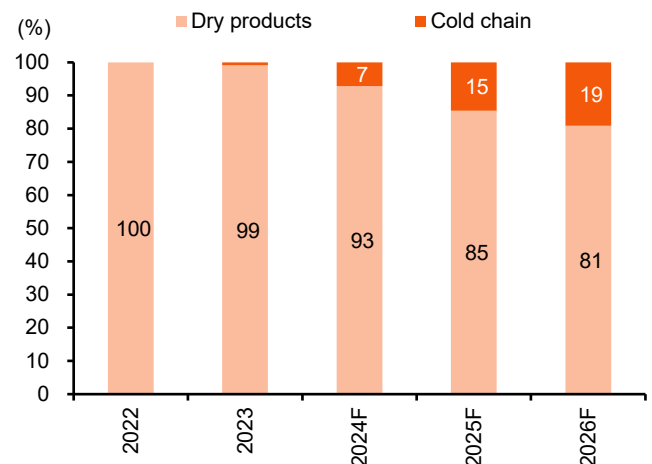
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Fruit Exports To China Transportation Breakdown



Source: Thai Commerce Ministry

Ex 3: We Forecast The Cold Chain Product Mix To Rise



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA	110	132	151	173	199	221	242	266	291	318	346	—
Free cash flow	10	24	40	51	66	80	92	106	114	128	125	1,082
PV of free cash flow	10	19	28	31	35	38	37	38	35	35	30	261
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.4											
WACC (%)	13.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	596											
Net debt (2024F)	13											
Minority interest	(3)											
Equity value	586											
# of shares (m)	620											
Target price/share (Bt)	0.95											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 5: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		—Div yield—	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
Expeditors Int'l	EXPD US	US	(0.1)	5.8	25.5	24.1	8.1	7.8	17.4	16.9	1.1	1.2
CH Robinson Worldwide	CHRW US	US	24.2	13.7	26.2	23.1	8.3	7.7	18.2	16.5	2.3	2.4
Eastern Air Logistics	601156 CH	China	26.2	18.1	8.8	7.5	1.5	1.3	4.2	3.5	3.5	4.6
Triple I Logistics	III TB	Thailand	(30.8)	6.9	9.4	8.8	1.3	1.2	32.4	29.8	3.8	4.1
Euroasia Total Logistics	ETL TB	Thailand	(55.5)	16.4	14.1	12.1	0.8	0.7	4.9	4.1	2.1	2.5
Wice Logistics	WICE TB	Thailand	124.9	(54.2)	13.7	29.8	2.5	2.4	5.2	6.6	2.2	1.0
Average			17.8	1.1	16.3	17.6	3.8	3.5	13.7	12.9	2.5	2.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 27 September 2024 closing prices

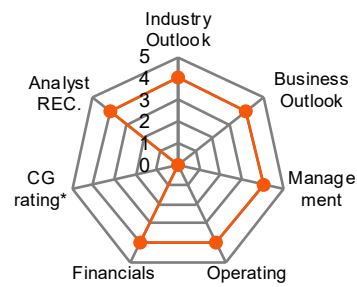
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) ดำเนินธุรกิจให้บริการโลจิสติกส์ขนส่งสินค้าข้ามพรมแดน (Cross Border Transportation Service) ระหว่างประเทศจีนและประเทศในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ มีบริษัทย่อยในประเทศมาเลเซีย เวียดนาม และจีน จุดมุ่งเน้นของ ETL คือผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับอิเล็กทรอนิกส์ ผลไม้/อาหาร/เครื่องดื่ม และเกี่ยวข้องกับรถยนต์ในเอเชีย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีประสบการณ์อันยาวนานโดยเน้นให้บริการในภูมิภาคเอเชีย
- เจาะตลาด niche ขนส่งทางถนนข้ามพรมแดนระหว่างเอเชียตะวันออกเฉียงใต้และจีน

O — Opportunity

- การค้าภายในอาเซียนและจีนกำลังเติบโต
- การขยายตัวในภูมิภาคร่วมกันพันธมิตร

W — Weakness

- มีความอ่อนไหวต่อสภาวะเศรษฐกิจ

T — Threat

- เศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอลง และการเติบโตที่ซบเซาของการค้าโลก
- การแข่งขันจากผู้ขนส่งสินค้ารายอื่น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	na	0.95	na
Net profit 24F (Bt m)	na	37	na
Net profit 25F (Bt m)	na	43	na
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เนื่องจากเราเป็นโบรกเดี่ยวที่ทำบทวิเคราะห์ จึงไม่มีข้อมูลของ consensus

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

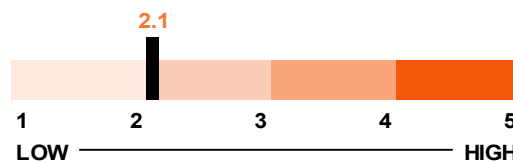
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากเศรษฐกิจจีนและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ฟื้นตัวช้ากว่าที่เราคาดการณ์ไว้ จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อความต้องการขนส่ง
- หากรายได้และอัตรากำไรขั้นต้นสำหรับบริการข้ามพรมแดนแบบขนส่งทั้งสินค้าแห้งและห้องเย็นต่ำกว่าที่คาดไว้ จะส่งผลให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

ETL คือผู้ให้บริการขนส่งโลจิสติกส์ข้ามพรมแดน โดยเช่า เป็นเจ้าของ และดำเนินการบริการรถบรรทุก เราให้คะแนน ESG อยู่ที่ 2.1 ซึ่งถือว่าค่อนข้างต่ำ เพื่อสะท้อนถึงลักษณะธุรกิจของ ETL ในการใช้รถบรรทุกเชื้อเพลิงดีเซล และบริษัท ยังให้ข้อมูลเกี่ยวกับผลของการทำ ESG ไม่มากนัก ETL เป็นบริษัทจดทะเบียนใหม่ และอยู่ในขั้นตอนการรวบรวมข้อมูล

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	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)
ETL	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, 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" in the following back page.

Factors	Our Comments
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> ETL ดำเนินธุรกิจขนส่งทางถนนข้ามพรมแดน ซึ่งเกี่ยวกับการบริหารรถบรรทุกซึ่งปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) รถบรรทุกของ ETL ส่วนใหญ่ยังคงใช้น้ำมันดีเซล ETL ซึ่งเป็นบริษัทจดทะเบียนใหม่ อยู่ระหว่างการเตรียมและรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และประเด็นอื่นๆ ที่เกี่ยวกับ ESG ภายในห้าปีนับจากปี 2022 บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 5-10% ลดการใช้พลังงานลง 3-5% ลดการใช้ไฟฟ้าง 3-5% ลดการใช้น้ำลง 3-5% และลดปริมาณของเสียลง 3-5%
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> ETL มีนโยบายที่จะสนับสนุนและเคารพการคุ้มครองสิทธิมนุษยชน โดยปฏิบัติต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดด้วยความเคารพในศักดิ์ศรีความเป็นมนุษย์ ETL ให้ความสำคัญกับการเคารพสิทธิของพนักงานตามหลักสิทธิมนุษยชนและปฏิบัติตามกฎหมายแรงงาน ส่งเสริมการพัฒนาบุคลากรทุกระดับโดยจัดให้มีการฝึกอบรมและสัมมนา ในปี 2023 ETL มีส่วนร่วมในการช่วยเหลือสังคมด้วยการบริจาคผ้าห่ม อุปกรณ์กีฬา และมอบทุนการศึกษาให้กับเด็กๆ อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีการรวบรวมข้อมูลเกี่ยวกับผลที่เกิดขึ้นมากนัก
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างคณะกรรมการบริหาร (BOD) ของ ETL มีความเหมาะสม ด้วยมีคณะกรรมการ 8 คน ซึ่งถือเป็นขนาดที่เหมาะสมสำหรับธุรกิจของบริษัทฯ สมาชิก 3 คน หรือเกือบครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการบริษัทเป็นกรรมการอิสระ ประธานกรรมการเป็นคนละบุคคลกับประธานกรรมการบริหาร ETL มีนโยบายต่อต้านการทุจริตโดยมุ่งเน้นการเสริมสร้างวัฒนธรรมองค์กร ETL มีนโยบายการจ้างแบบแอส

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	1,477	1,238	1,362	1,445	1,573
Cost of sales	1,269	1,053	1,177	1,242	1,347
Gross profit	208	186	185	204	227
% gross margin	14.1%	15.0%	13.6%	14.1%	14.4%
Selling & administration expenses	132	118	136	144	155
Operating profit	77	68	49	59	72
% operating margin	5.2%	5.5%	3.6%	4.1%	4.6%
Depreciation & amortization	38	48	61	78	92
EBITDA	115	115	110	137	164
% EBITDA margin	7.8%	9.3%	8.1%	9.5%	10.4%
Non-operating income	4	12	11	12	13
Non-operating expenses	12	(3)	0	0	0
Interest expense	(16)	(14)	(12)	(15)	(17)
Pre-tax profit	77	63	48	56	68
Income tax	18	7	12	14	17
After-tax profit	59	56	36	42	51
% net margin	4.0%	4.5%	2.6%	2.9%	3.2%
Shares in affiliates' Earnings	1	(1)	0	0	0
Minority interests	8	1	1	1	2
Extraordinary items	(10)	2	0	0	0
NET PROFIT	58	58	37	43	52
Normalized profit	68	56	37	43	52
EPS (Bt)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1

A new growth driver of cold-chain trucking services

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	646	697	714	753	813
Cash & cash equivalent	180	89	80	80	80
Account receivables	440	454	466	495	539
Inventories	0	0	0	0	0
Others	25	154	168	178	194
Investments & loans	1	4	4	4	4
Net fixed assets	200	168	251	280	300
Other assets	168	200	208	211	211
Total assets	1,016	1,069	1,178	1,249	1,328
LIABILITIES:					
Current liabilities:	482	312	367	394	428
Account payables	312	235	264	279	303
Bank overdraft & ST loans	50	0	0	0	0
Current LT debt	87	35	47	60	69
Others current liabilities	33	42	55	55	56
Total LT debt	71	33	45	57	66
Others LT liabilities	54	64	76	79	78
Total liabilities	608	409	488	530	572
Minority interest	(0)	(1)	(3)	(4)	(6)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	174	310	310	310	310
Share premium	102	292	292	292	292
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6)	(8)	(8)	(8)	(8)
Retained earnings	138	66	98	129	167
Shareholders' equity	409	661	692	724	762
Liabilities & equity	1,016	1,069	1,178	1,249	1,328

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	77	63	48	56	68
Tax paid	(13)	(15)	(8)	(15)	(15)
Depreciation & amortization	38	48	61	78	92
Chg In working capital	(6)	(91)	17	(14)	(20)
Chg In other CA & CL / minorities	7	(112)	(6)	(9)	(16)
Cash flow from operations	103	(108)	111	95	108
Capex	(2)	1	(122)	(80)	(80)
Right of use	(48)	(47)	(30)	(30)	(30)
ST loans & investments	1	(1)	1	0	0
LT loans & investments	(1)	(3)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	18	10	11	2	(1)
Cash flow from investments	(31)	(39)	(140)	(108)	(111)
Debt financing	(6)	(139)	25	25	17
Capital increase	52	325	0	0	0
Dividends paid	0	(79)	(6)	(12)	(14)
Warrants & other surplus	(64)	(52)	0	0	0
Cash flow from financing	(19)	56	19	12	3
Free cash flow	101	(106)	(11)	15	28

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	3.3	6.3	14.1	12.1	10.1
Normalized PE - at target price (x)	3.7	7.0	15.8	13.6	11.3
PE (x)	3.8	6.1	14.1	12.1	10.1
PE - at target price (x)	4.3	6.8	15.8	13.6	11.3
EV/EBITDA (x)	2.2	2.8	4.9	4.1	3.6
EV/EBITDA - at target price (x)	2.4	3.2	5.5	4.6	3.9
P/BV (x)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
P/CFO (x)	2.1	(3.2)	4.7	5.5	4.9
Dividend yield (%)	23.3	0.0	2.1	2.5	3.0
FCF Yield (%)	45.5	(30.5)	(2.0)	2.9	5.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1
EPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
DPS	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
CFO/share	0.4	(0.3)	0.2	0.2	0.2
FCF/share	0.4	(0.3)	(0.0)	0.0	0.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Stock looks inexpensive
to us, trading at a 12x
2025F PE multiple*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	(20.4)	(16.2)	10.0	6.1	8.8
Net profit (%)	(45.5)	(0.7)	(35.1)	16.4	20.4
EPS (%)	(55.3)	(36.8)	(57.1)	16.4	20.4
Normalized profit (%)	(36.4)	(17.8)	(32.7)	16.4	20.4
Normalized EPS (%)	(47.9)	(47.7)	(55.5)	16.4	20.4
Dividend payout ratio (%)	118.9	0.0	30.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	14.1	15.0	13.6	14.1	14.4
Operating margin (%)	5.2	5.5	3.6	4.1	4.6
EBITDA margin (%)	7.8	9.3	8.1	9.5	10.4
Net margin (%)	4.0	4.5	2.6	2.9	3.2
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.1	0.1	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.1	(0.0)	0.0	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	4.8	4.9	4.0	3.9	4.2
Interest coverage - EBITDA (x)	7.2	8.4	9.1	9.1	9.5
ROA - using norm profit (%)	6.3	5.3	3.3	3.6	4.1
ROE - using norm profit (%)	17.5	10.4	5.5	6.1	7.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.3	10.4	5.3	5.9	6.8
- asset turnover (x)	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
- operating margin (%)	6.3	6.2	4.4	4.9	5.4
- leverage (x)	2.8	1.9	1.7	1.7	1.7
- interest burden (%)	82.8	82.2	79.9	78.8	79.8
- tax burden (%)	76.8	88.4	75.0	75.0	75.0
WACC (%)	12.8	12.8	12.8	13.3	13.3
ROIC (%)	13.3	13.7	5.7	6.3	7.1
NOPAT (Bt m)	59	60	37	44	54
invested capital (Bt m)	437	639	705	761	816

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required 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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK 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 การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล 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 หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजरกุล, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สภาพร

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