

**HOLD** (Unchanged)

Change in Numbers

**TP: Bt 40.00**

(From: Bt 45.00)

**Upside : 6.0%**

**12 SEPTEMBER 2024**

## KCE Electronics Pcl (KCE TB)

### สองปัจจัยลบใหม่

การแข่งขันที่รุนแรงใน PCB ที่มีจำนวนชิ้นน้อย และเงินบาทที่แข็งค่า ทำให้เราปรับลดกำไรของ KCE ลง 6/10/9% ใน 2024-26F เราคงคำแนะนำ "ถือ" KCE เนื่องจากมองว่าราคาหุ้น KCE อยู่ในระดับที่เหมาะสมที่ 23/20 เท่า PE ในปี 2024-25F เทียบกับ EPS ที่เติบโต 25/13/12% ในปี 2024-26F



**PATTADOL BUNNAK**

662 – 483 8298

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

#### ปรับลดกำไร คงคำแนะนำ "ถือ"

เราคงคำแนะนำ "ถือ" KCE ราคาเป้าหมายต่ำลงเหลือ 40.0 บาท (ปีฐาน 2025F) จากเดิม 45.0 บาท เนื่องจาก 1) การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นในกลุ่ม PCB ที่มีจำนวนชิ้นน้อย และเงินบาทที่แข็งค่าเร็วกว่าที่คาด ทำให้เราต้องปรับลดประมาณการกำไรของ KCE ลง 6/10/9% ในปี 2024-26F 2) KCE เห็นแนวโน้มของคำสั่งซื้อ HDI ที่เพิ่มขึ้น แต่มีความเสี่ยงจากการมีกำลังการผลิตที่จำกัดในระยะใกล้ 3) เราคาดว่ากำไรใน 2H24F จะปรับตัวดีขึ้นเพียง 6% y-y และ 4% h-h จากความท้าทายเหล่านี้ 4) ยังคงใช้กลยุทธ์การลดต้นทุน และคาดว่าจะมีมากขึ้นในปีหน้า และ 5) ที่ 2024-25F PE ที่ 23/20 เท่า เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่ 25/13/12% เรามองว่า KCE ซื้อขายที่ระดับที่สมเหตุสมผลแล้ว

#### การแข่งขันเพิ่มขึ้นในกลุ่ม PCB ที่มีจำนวนชิ้นน้อย

รายได้จาก PCB ของ KCE ใน 2Q24 เติบโตเพียง 1.5% y-y แม้ 2Q23 จะมีฐานที่ต่ำ ซึ่งเป็นผลมาจากคำสั่งซื้อ PCB ที่มีจำนวนชิ้นน้อยที่ลดลง 5% y-y (65% ของ EBIT) KCE คาดว่ารายได้รวมในไตรมาส US\$ จะทรงตัวใน 3Q24F แม้ว่ายอดขาย HDI (35% ของ EBIT) จะยังคงเติบโต แต่เราคาดว่า PCB ที่มีจำนวนชิ้นน้อยจะลดลงไปอีก การแข่งขันเกิดจากผู้ผลิตต้นทุนต่ำในจีนมีการแข่งขันกันเพิ่มมากขึ้นในการจัดหา EV ต้นทุนต่ำ และได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ผู้ผลิตยานยนต์ยุโรปยังลดข้อกำหนดด้านคุณภาพในส่วนประกอบที่ไม่สำคัญซึ่งสามารถใช้ PCB จำนวนชิ้นน้อยที่ผลิตในจีนได้อีกด้วย เราคาดว่ารายได้จาก PCB ในไตรมาส US\$ ของ KCE จะเติบโต -6/+5/+7% ในปี 2024-26F

#### HDI ระยะสั้นสุด แต่อนาคตสดใส

แผงวงจรพิมพ์วงจรเชื่อมต่อความหนาแน่นสูง (HDI) ที่มีอัตรากำไรสูงเป็นสินค้าหลักของ KCE และผลิตภัณฑ์ดังกล่าวยังคงมีความต้องการแข็งแกร่งจากการที่รถยนต์มีฟังก์ชันที่มีเทคโนโลยีสูงเติบโตมากขึ้น อย่างไรก็ตามในระยะสั้น KCE มีข้อจำกัดด้านกำลังการผลิตซึ่งจำกัดการเติบโตของคำสั่งซื้อใน 2H24F ใน 2Q24 ยอดขาย HDI เติบโตขึ้น 17% y-y และดำเนินการด้วยกำลังการผลิตเกือบเต็มกำลัง KCE กำลังเพิ่มเครื่องจักร HDI ใหม่ แต่เนื่องจากการทดสอบอย่างครอบคลุมที่จำเป็นสำหรับแบรนด์รถยนต์ในสหภาพยุโรป การตรวจสอบน่าจะใช้เวลา 5-6 เดือน จึงจะแล้วเสร็จ KCE มีแผนที่จะเพิ่มกำลังการผลิต HDI มากกว่า 20% ในปีหน้า และดำเนินการในอัตรามากกว่า 80% เนื่องจากมีคำสั่งซื้อที่รออยู่จำนวนมาก เนื่องจากเน้นเรื่องคุณสมบัติ KCE จึงไม่คาดว่าจะมีการแข่งขันที่รุนแรงจากผู้ผลิตในจีน

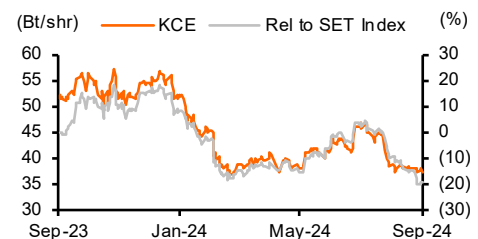
#### แรงกดดันจากเงินบาทที่แข็งค่า

KCE เป็นบริษัทส่งออกสุทธิ ซึ่งได้ประโยชน์จากเงินบาทที่อ่อนค่า ด้วยธนาคารกลางสหรัฐ มีแนวโน้มที่จะปรับลดอัตราดอกเบี้ย Fed Funds เร็วขึ้นและในเชิงรุกมากขึ้นในปลายปีไปจนถึงปีหน้า ค่าเงินดอลลาร์สหรัฐจึงอ่อนค่าลงเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ รวมถึงเงินบาท เราปรับเพิ่มค่าเงินบาทขึ้นเป็น 35.4/33.9/33.5 บาท (จาก 36.3/35.7/34.9) ต่อ US\$ ในปี 2024-26F การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของกำไรต่อค่าเงินบาทของเราชี้ให้เห็นว่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้น 1% จะทำให้กำไรของบริษัทฯ ลดลง 3.0% โดยระดับปัจจุบันอยู่ที่ 33.6 บาท/US\$

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	16,344	15,470	15,834	16,968
Net profit	1,720	1,954	2,198	2,468
Consensus NP	—	2,168	2,353	2,593
Diff frm cons (%)	—	(9.9)	(6.6)	(4.8)
Norm profit	1,569	1,954	2,198	2,468
Prev. Norm profit	—	2,090	2,439	2,699
Chg frm prev (%)	—	(6.5)	(9.9)	(8.6)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.7	1.9	2.1
Norm EPS grw (%)	(31.2)	24.5	12.5	12.3
Norm PE (x)	28.4	22.8	20.3	18.1
EV/EBITDA (x)	16.5	14.3	12.6	11.1
P/BV (x)	3.3	3.0	2.8	2.5
Div yield (%)	1.6	1.8	2.0	2.3
ROE (%)	11.6	13.7	14.1	14.5
Net D/E (%)	2.8	(3.6)	(7.7)	(15.5)

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 12-Sep-24	37.75
Market Cap (US\$ m)	1,323.0
Listed Shares (m shares)	1,182.1
Free Float (%)	60.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	10.9
12M Price H/L (Bt)	57.25/36.75
Sector	Electronics
Major Shareholder	Ongkosit Family 23.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

#### ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: Our Assumptions**

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Year-end capacity (million sq ft per month)	2.7	3.0	3.3	4.0	4.0	4.7	0.0
Year-end capacity growth (%)	0.0	11.1	10.0	21.2	0.0	17.5	0.0
Effective capacity (million sq ft per month)	2.7	2.8	3.2	3.5	3.7	4.1	4.7
Effective capacity growth (%)	0.0	1.9	17.3	7.8	6.7	10.8	14.6
Global car sales growth (%)	(15.0)	3.0	(2.6)	7.0	2.0	7.0	5.0
US\$ sales growth (%)	(5.3)	25.9	11.1	(10.1)	(7.1)	7.1	8.4
- HDI growth (%)	30.5	27.7	67.2	0.5	5.0	20.0	10.0
- Non-HID growth (%)	(16.7)	25.7	(4.0)	(13.2)	(8.0)	3.5	4.0
Baht/US\$ assumption	31.3	32.0	35.1	34.8	35.4	33.9	33.5
Baht sales growth (%)	(4.7)	29.6	23.6	(10.1)	(5.3)	2.4	7.2
HDI proportion (%)	16.5	16.7	25.9	28.8	33.6	36.0	38.0
Gross margin (%)	21.8	26.6	22.8	20.8	24.5	25.7	25.9
SG&A to sales (%)	12.6	11.1	10.8	10.9	11.6	11.5	11.0

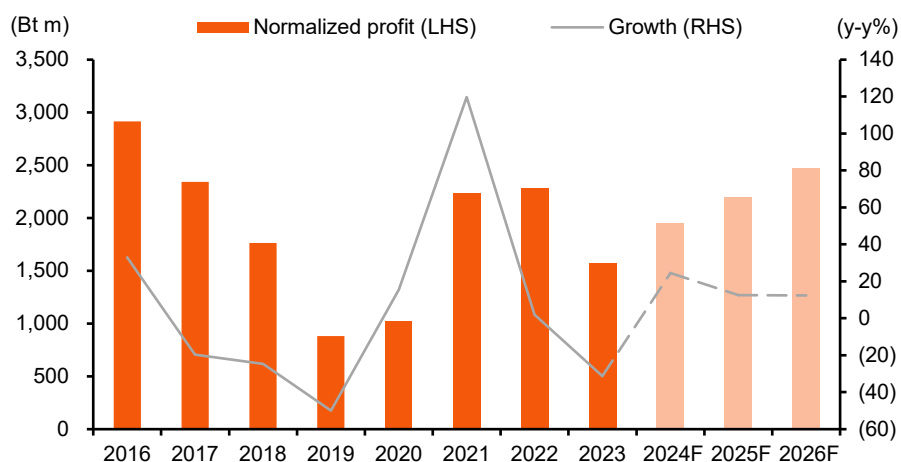
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Assumption Revisions**

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Sales (Bt m)</b>						
- New	14,938	18,456	16,344	15,470	15,834	16,968
- Old				15,654	16,212	17,226
- Change (%)				(1.2)	(2.3)	(1.5)
<b>Gross margin (%)</b>						
- New	26.6	22.8	20.8	24.5	25.7	25.9
- Old				24.6	26.7	26.9
- Change (ppt)				(0.1)	(1.0)	(1.0)
<b>SG&amp;A/sales (%)</b>						
- New	11.1	10.8	10.9	11.6	11.5	11.0
- Old				10.9	11.2	10.8
- Change (ppt)				0.7	0.3	0.2
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	2,237	2,281	1,569	1,954	2,198	2,468
- Old				2,090	2,439	2,699
- Change (%)				(6.5)	(9.9)	(8.6)

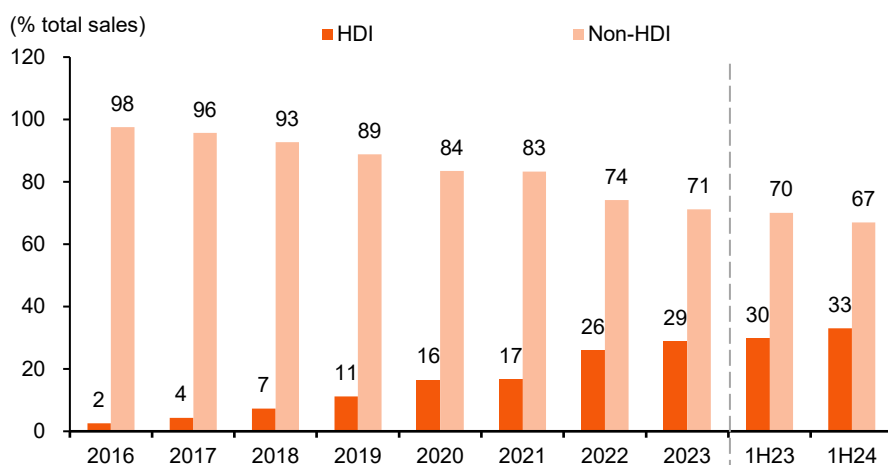
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 3: Earnings Trend



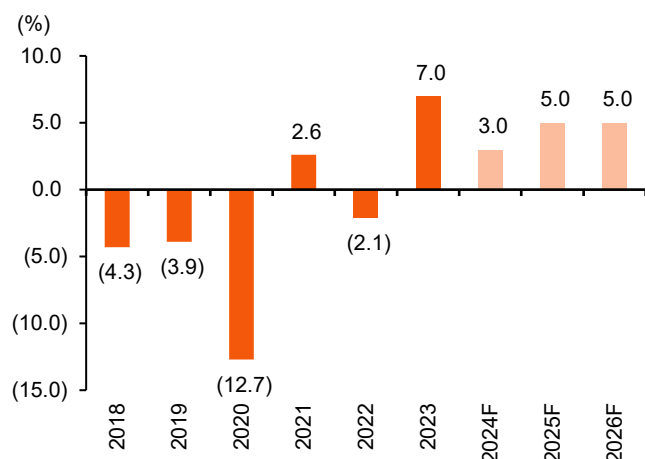
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 4: KCE's PCB Milestones



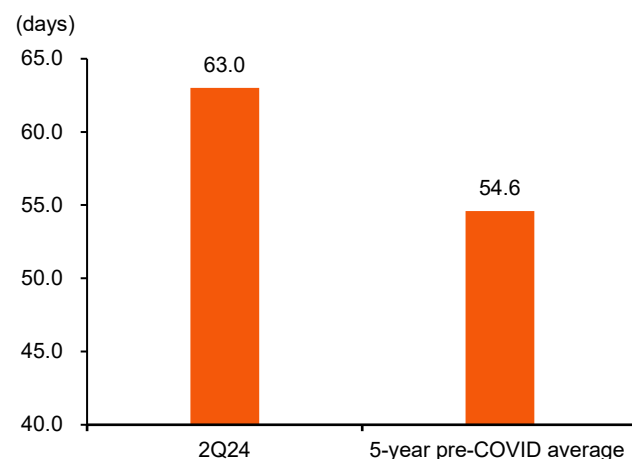
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 5: Global Car Sales



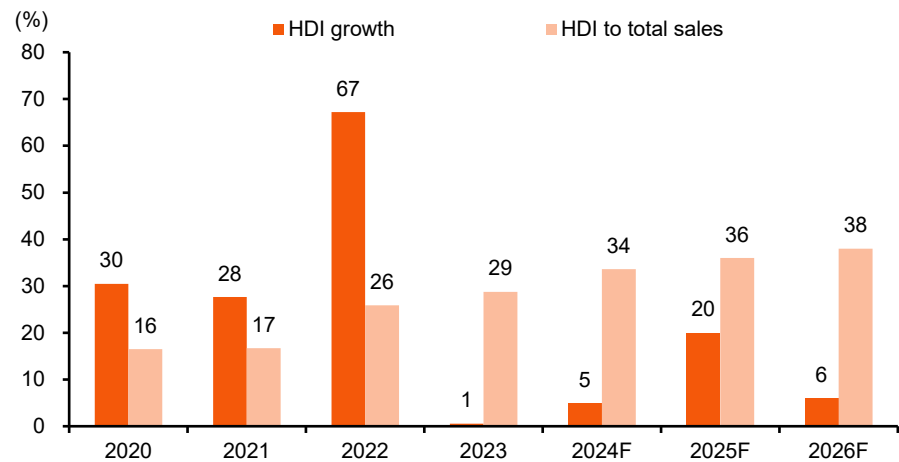
Sources: Company data; Thanachart estimates

## Ex 6: Inventory Not Excessive

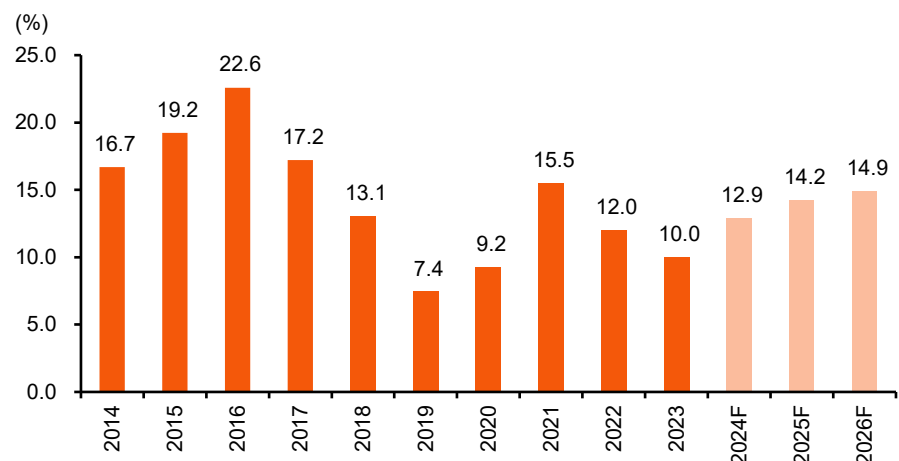


Sources: Company data; Thanachart estimates

Note: Listed EU and US car makers include Volk, Daimler, BMW, Ford, GM and others

**Ex 7: Strong HDI Growth**

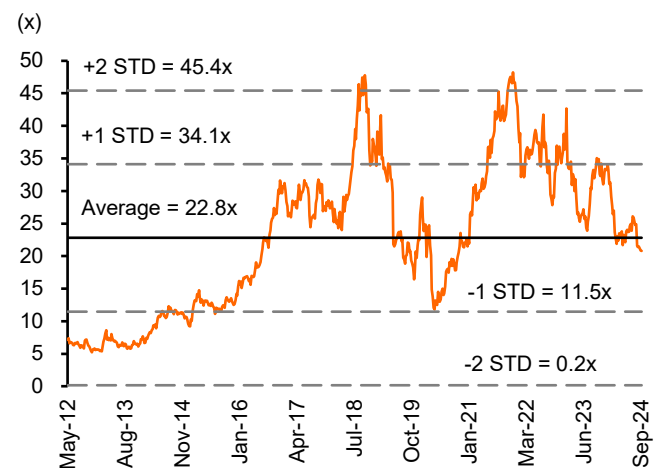
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: EBIT Expansion**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: Share Price Trend**

Source: Bloomberg

**Ex 10: Historical Forward PE**

Sources: Bloomberg Thanachart estimates

Ex 11: 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	3,435	3,776	4,089	4,492	4,943	5,484	6,094	6,655	7,337	7,927	8,548	—
Free cash flow	1,484	2,404	2,765	3,246	3,639	4,113	4,649	5,290	5,996	6,521	7,085	83,826
PV of free cash flow	1,224	1,800	1,880	2,003	2,039	2,093	2,073	2,132	2,184	2,147	2,109	24,950
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	48,229											
Net debt (2024F)	390											
Minority interest	61											
Equity value	47,778											
# of shares (m)	1,182											
Target price/share (Bt)	40											

Sources: Company data, Thanachart estimates  
Note:    \* We assume full dilution impact from outstanding ESOP shares

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
TTM Technologies Inc	TTMI US	USA	15.4	20.2	11.6	9.7	1.2	1.1	7.0	6.4	na	na
Chin(Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	70.3	1.5	12.4	12.3	0.9	0.9	na	na	7.3	7.4
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	37.4	13.9	12.4	10.9	2.1	1.9	5.7	5.1	4.6	5.4
CMK Corp	6958 JP	Japan	(21.3)	44.5	7.6	5.3	0.4	0.4	4.2	3.2	4.0	5.7
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	18.7	20.6	11.5	9.5	1.4	1.2	8.0	7.0	1.2	1.4
SVI Pcl	SVI TB	Thailand	51.2	1.0	12.1	12.0	2.1	1.9	9.5	9.6	2.6	2.6
Delta Electronics	DELTA TB*	Thailand	21.5	45.6	60.2	41.3	15.7	12.5	46.6	32.5	0.6	1.0
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	(18.1)	24.9	19.4	15.6	1.1	1.1	8.4	7.0	2.6	3.2
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	24.5	12.5	22.8	20.3	3.0	2.8	14.3	12.6	1.8	2.0
Average			22.2	20.5	18.9	15.2	3.1	2.6	13.0	10.4	3.1	3.6

Source: Bloomberg  
Note: \*Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS  
Based on 12 September 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เคซีอี อิเล็คทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) และบริษัทย่อยประกอบธุรกิจผลิตและส่งออกแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้า (PCB) ชนิดสองหน้า และชนิด หลายชั้นภายใต้เครื่องหมายการค้า KCE บริษัทมีฐานการผลิต 5 โรงงาน โดยมีโรงงานทำ PCB 3 แห่ง โรงงานทำลามิเนต 1 แห่ง และโรงงาน ทำเคมีอีก 1 แห่ง ซึ่งตั้งอยู่ใน 4 พื้นที่ในประเทศไทย KCE เป็นหนึ่งใน ผู้ผลิตแผ่นพิมพ์วงจรไฟฟ้าที่ใหญ่ที่สุดในกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ ซึ่งคิดเป็นกว่า 70% ของยอดขายทั้งหมดของบริษัท

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มียอดขายจากกลุ่มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ค่อนข้างแน่นอนอยู่มาก
- ดำเนินธุรกิจตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำซึ่งสอดคล้องกันอย่างชัดเจน
- เป็นผู้ผลิต PCB สำหรับยานยนต์ที่มีต้นทุนต่ำที่สุด

O — Opportunity

- โอกาสเพิ่มส่วนแบ่งทางการตลาดในตลาดประเทศญี่ปุ่น
- แนวโน้มการเติบโตในอุตสาหกรรมอิเล็กทรอนิกส์ยานยนต์ยังสดใส
- การขยายตัวไปยังอุตสาหกรรมอื่น เช่น สินค้าเพื่ออุตสาหกรรม และสินค้าอุปโภคบริโภค high-end

CONSENSUS COMPARISON

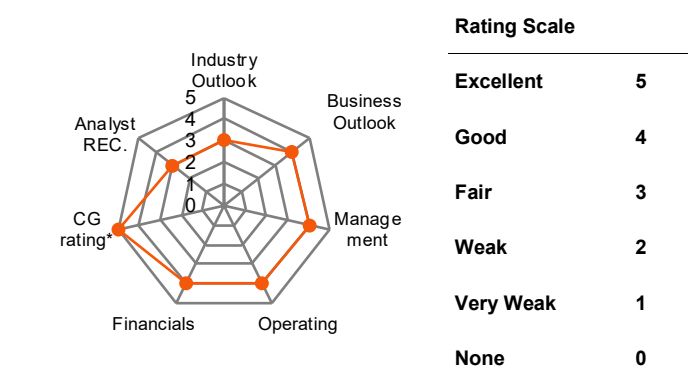
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	46.50	40.00	-14%
Net profit 24F (Bt m)	2,168	1,954	-10%
Net profit 25F (Bt m)	2,353	2,198	-7%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการเติบโตของยอดขายรถยนต์ทั่วโลก

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนสูง โดยเฉพาะการซื้อเครื่องจักรการผลิต
- รายได้ยังคงกระจุกตัวอยู่มากในลูกค้ารายใหญ่น้อยราย

T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่เหนือความคาดหมาย เช่น น้ำท่วมสถานการณ์การเมือง อาจส่งผลกระทบต่อการดำเนินงาน
- ความล่าช้าของการขยายโรงงาน อาจส่งผลเสียต่อการรับรองปริมาณและคุณภาพการผลิตให้แก่ลูกค้า

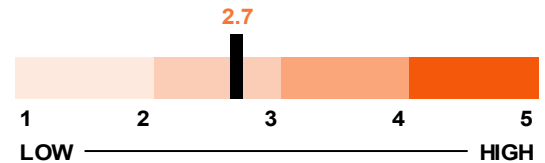
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดของตลาดรถยนต์โลกคาดเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- ราคาวัตถุดิบที่เกี่ยวข้องกับทองแดงที่เพิ่มขึ้นอย่างมากจะเป็นความเสี่ยงอีกประการหนึ่งต่อประมาณการ
- ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนที่รุนแรง เช่น เงินบาทที่แข็งค่าขึ้นอย่างมากเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐฯ จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

KCE เป็นหนึ่งในสิบผู้ผลิตแผ่นพิมพ์วงจรอิเล็กทรอนิกส์ (PCB) รายใหญ่ที่สุดของโลก โรงงานของบริษัท ปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน และบริษัทฯ ได้ดำเนินการมาตรการเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก อย่างไรก็ตามเราให้คะแนน ESG สำหรับ KCE ที่ 2.7 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลาง เนื่องจากเป้าหมายและแผน ESG โดยรวมยังไม่ชัดเจน

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)
KCE	-	-	-	-	65.12	60.91	24.00	-	5.0

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 "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KCE เป็นผู้ผลิตแผ่นวงจรพิมพ์อิเล็กทรอนิกส์ (PCB) ระดับโลก บริษัท มีโรงงานสองแห่งที่เปิดดำเนินการในประเทศไทย โรงงานของบริษัท ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) และมลพิษอื่นๆ KCE อ้างว่าบริษัทฯ ได้ดำเนินการมาตรการต่างๆ เพื่อลดการปล่อยมลพิษ อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ยังไม่ได้ระบุเป้าหมายและแผนงานที่ชัดเจนเพื่อให้บรรลุเป้าหมาย</li> <li>KCE ใช้ซอฟต์แวร์การจัดการโลจิสติกส์ในการคำนวณเส้นทางการขนส่งที่ประหยัดน้ำมันที่สุดเพื่อลดมลพิษทางอากาศ</li> <li>KCE กำลังเปลี่ยนผลิตภัณฑ์เกี่ยวกับสำนักงานหลายอย่าง เช่น กระดาษถ่ายเอกสาร โทเนอร์ หลอด LED และตู้เย็น ให้เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมมากขึ้น</li> <li>KCE ยุติการใช้โฟมในบรรจุภัณฑ์ของผลิตภัณฑ์ และเปลี่ยนไปใช้กระดาษรีไซเคิลเพื่อลดของเสียอันตราย</li> </ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>การดูแลพนักงาน</li> <li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KCE มีนโยบายยุติความสัมพันธ์กับซัพพลายเออร์ที่ละเมิดสิทธิแรงงาน เช่น การใช้แรงงานเด็ก</li> <li>บริษัทฯ จัดให้มีประกันสุขภาพและประกันอุบัติเหตุสำหรับพนักงาน และประกันสุขภาพสำหรับครอบครัวพนักงาน</li> <li>KCE ให้การสนับสนุนอย่างจริงจังในเรื่อง อาหารและน้ำดื่มแก่ผู้ยากไร้ เช่น ผู้ประสบอุทกภัย และผู้ได้รับผลกระทบจากโควิด</li> </ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>การบริหารความเสี่ยง</li> <li>นวัตกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>KCE มีคณะกรรมการบริษัทจำนวน 9 คน ซึ่งเราถือว่าเป็นขนาดที่เหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ในจำนวนสมาชิกเก้าคน สามคนเป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการหญิงสามคน สมาชิกแปดคนรวมทั้งประธานมีสัดส่วนการถือหุ้นใน KCE</li> <li>KCE ได้กระจายความเสี่ยงผลิตภัณฑ์จากที่มีเพียง PCB สำหรับกลุ่มยานยนต์ ซึ่งปัจจุบันมีสัดส่วนประมาณ 70% ของรายได้ทั้งหมด ส่วนที่เหลือมาจากกลุ่มผู้บริโภค อุตสาหกรรม และการแพทย์</li> <li>KCE มีความกระตือรือร้นในการพัฒนากระบวนการอัตโนมัติเพื่อลดแรงงาน แม้ว่าจะเป็นแบบค่อยเป็นค่อยไป</li> </ul>

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	18,456	16,344	15,470	15,834	16,968
Cost of sales	14,254	12,941	11,680	11,765	12,573
<b>Gross profit</b>	<b>4,202</b>	<b>3,403</b>	<b>3,790</b>	<b>4,069</b>	<b>4,395</b>
% gross margin	22.8%	20.8%	24.5%	25.7%	25.9%
Selling & administration expenses	1,988	1,774	1,800	1,818	1,870
<b>Operating profit</b>	<b>2,214</b>	<b>1,629</b>	<b>1,990</b>	<b>2,251</b>	<b>2,525</b>
% operating margin	12.0%	10.0%	12.9%	14.2%	14.9%
Depreciation & amortization	1,082	1,096	1,094	1,184	1,252
<b>EBITDA</b>	<b>3,295</b>	<b>2,724</b>	<b>3,084</b>	<b>3,435</b>	<b>3,776</b>
% EBITDA margin	17.9%	16.7%	19.9%	21.7%	22.3%
Non-operating income	294	190	182	186	189
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(72)	(104)	(59)	(58)	(42)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>2,435</b>	<b>1,715</b>	<b>2,113</b>	<b>2,379</b>	<b>2,672</b>
Income tax	144	131	169	190	214
<b>After-tax profit</b>	<b>2,292</b>	<b>1,583</b>	<b>1,944</b>	<b>2,188</b>	<b>2,459</b>
% net margin	12.4%	9.7%	12.6%	13.8%	14.5%
Shares in affiliates' Earnings	19	14	15	16	16
Minority interests	(29)	(28)	(5)	(6)	(7)
Extraordinary items	36	150	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>2,317</b>	<b>1,720</b>	<b>1,954</b>	<b>2,198</b>	<b>2,468</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,281</b>	<b>1,569</b>	<b>1,954</b>	<b>2,198</b>	<b>2,468</b>
EPS (Bt)	2.0	1.5	1.7	1.9	2.1
Normalized EPS (Bt)	1.9	1.3	1.7	1.9	2.1

Earnings growing from a low base

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	11,079	10,079	10,153	10,777	11,724
Cash & cash equivalent	1,153	1,818	2,500	3,000	3,400
Account receivables	4,900	4,379	4,145	4,242	4,546
Inventories	4,908	3,793	3,423	3,448	3,685
Others	119	90	85	87	93
Investments & loans	190	185	185	185	185
Net fixed assets	8,864	8,124	8,742	9,272	8,869
Other assets	860	804	783	820	894
<b>Total assets</b>	<b>20,993</b>	<b>19,193</b>	<b>19,863</b>	<b>21,054</b>	<b>21,672</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	6,244	4,562	4,086	3,957	3,276
Account payables	3,249	2,728	2,463	2,480	2,651
Bank overdraft & ST loans	2,173	1,280	1,138	1,012	367
Current LT debt	738	425	378	336	122
Others current liabilities	84	128	107	128	136
<b>Total LT debt</b>	<b>904</b>	<b>503</b>	<b>447</b>	<b>397</b>	<b>144</b>
Others LT liabilities	401	380	380	402	441
<b>Total liabilities</b>	<b>7,548</b>	<b>5,444</b>	<b>4,913</b>	<b>4,756</b>	<b>3,861</b>
Minority interest	56	61	66	72	79
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	591	591	591	591	591
Share premium	2,157	2,161	2,161	2,161	2,161
Warrants	1	0	0	0	0
Surplus	(34)	(39)	(39)	(39)	(39)
<b>Retained earnings</b>	<b>10,675</b>	<b>10,976</b>	<b>12,172</b>	<b>13,514</b>	<b>15,020</b>
Shareholders' equity	13,389	13,689	14,885	16,227	17,732
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>20,993</b>	<b>19,193</b>	<b>19,863</b>	<b>21,054</b>	<b>21,672</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates



**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Earnings before tax	2,435	1,715	2,113	2,379	2,672
Tax paid	(220)	(126)	(180)	(185)	(210)
Depreciation & amortization	1,082	1,096	1,094	1,184	1,252
Chg In working capital	(1,569)	1,116	338	(104)	(370)
Chg In other CA & CL / minorities	(115)	89	11	29	14
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,613</b>	<b>3,890</b>	<b>3,375</b>	<b>3,303</b>	<b>3,358</b>
Capex	(924)	(313)	(1,667)	(1,667)	(800)
Right of use	6	(15)	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	5	5	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	14	(28)	(3)	(43)	(64)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(899)</b>	<b>(351)</b>	<b>(1,690)</b>	<b>(1,730)</b>	<b>(884)</b>
Debt financing	266	(1,453)	(246)	(217)	(1,111)
Capital increase	10	4	0	0	0
Dividends paid	(2,399)	(1,441)	(758)	(856)	(962)
Warrants & other surplus	80	17	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(2,042)</b>	<b>(2,873)</b>	<b>(1,004)</b>	<b>(1,074)</b>	<b>(2,074)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>688</b>	<b>3,577</b>	<b>1,708</b>	<b>1,636</b>	<b>2,558</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	19.6	28.4	22.8	20.3	18.1
Normalized PE - at target price (x)	20.7	30.1	24.2	21.5	19.2
PE (x)	19.3	26.0	22.8	20.3	18.1
PE - at target price (x)	20.4	27.5	24.2	21.5	19.2
EV/EBITDA (x)	14.3	16.5	14.3	12.6	11.1
EV/EBITDA - at target price (x)	15.2	17.5	15.2	13.4	11.8
P/BV (x)	3.3	3.3	3.0	2.8	2.5
P/BV - at target price (x)	3.5	3.5	3.2	2.9	2.7
P/CFO (x)	27.7	11.5	13.2	13.5	13.3
Price/sales (x)	2.4	2.7	2.9	2.8	2.6
Dividend yield (%)	4.2	1.6	1.8	2.0	2.3
FCF Yield (%)	1.5	8.0	3.8	3.7	5.7
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.9	1.3	1.7	1.9	2.1
EPS	2.0	1.5	1.7	1.9	2.1
DPS	1.6	0.6	0.7	0.8	0.9
BV/share	11.3	11.6	12.6	13.7	15.0
CFO/share	1.4	3.3	2.9	2.8	2.8
FCF/share	0.6	3.0	1.4	1.4	2.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

*KCE is fairly priced, in our view*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	23.6	(11.4)	(5.3)	2.4	7.2
Net profit (%)	(4.5)	(25.8)	13.6	12.5	12.3
EPS (%)	(4.5)	(25.8)	13.6	12.5	12.3
Normalized profit (%)	2.0	(31.2)	24.5	12.5	12.3
Normalized EPS (%)	2.0	(31.2)	24.5	12.5	12.3
Dividend payout ratio (%)	81.6	41.2	41.2	41.2	41.2
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	22.8	20.8	24.5	25.7	25.9
Operating margin (%)	12.0	10.0	12.9	14.2	14.9
EBITDA margin (%)	17.9	16.7	19.9	21.7	22.3
Net margin (%)	12.4	9.7	12.6	13.8	14.5
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	30.7	15.7	33.8	38.9	60.7
Interest coverage - EBITDA (x)	45.7	26.2	52.4	59.3	90.8
ROA - using norm profit (%)	10.6	7.8	10.0	10.7	11.6
ROE - using norm profit (%)	17.0	11.6	13.7	14.1	14.5
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	17.1	11.7	13.6	14.1	14.5
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	13.6	11.1	14.0	15.4	16.0
- leverage (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
- interest burden (%)	97.1	94.3	97.3	97.6	98.5
- tax burden (%)	94.1	92.3	92.0	92.0	92.0
WACC (%)	9.6	9.6	9.6	10.1	10.1
ROIC (%)	14.3	9.4	13.0	14.4	15.5
NOPAT (Bt m)	2,083	1,504	1,831	2,071	2,323
invested capital (Bt m)	16,051	14,079	14,347	14,972	14,966

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### S&P Global Market Intelligence

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

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

### Moody's ESG Solutions

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

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

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

#### Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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 การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทูธนชาติ 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:** บริษัททุนธนชาติ 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:** บริษัททุนธนชาติ 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 ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ 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

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

## Data Support Team

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