

BUY (Unchanged)

TP: Bt 300.00

(From: Bt 276.00)

14 OCTOBER 2024

Change in Numbers

Upside: 10.3%

## Advanced Info Service (ADVANC TB)

### การเติบโตต่อเนื่องออกไป



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

นอกจากการฟื้นตัวตามวัฏจักรธุรกิจ และประโยชน์จากการควบรวมในอุตสาหกรรมจะหนุนกำไรโตสูงกว่าเฉลี่ยได้อีกหลายปี ADVANC ยังได้ประโยชน์จากการเริ่มต้นอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศ เราคาด EPS เติบโตเฉลี่ย 12% ต่อปีในช่วงปี 2024-28F และคงคำแนะนำ “ซื้อ”

#### ฟื้นตัว คงคำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มโทรคมนาคม “เติบโตต่อและมีปัจจัย re-rate” วันที่ 14 ตุลาคม 2024 เราคงแนะนำ “ซื้อ” ADVANC ประการแรก เราเชื่อว่า ADVANC ยังอยู่ในรอบการเติบโตที่ระดับสูงกว่าปกติโดยคาด EPS เติบโตเฉลี่ย 12% ในช่วงปี 2024-28F หนุนโดย 1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจและการท่องเที่ยว 2) การลดต้นทุนหลังการควบรวม และ 3) รายได้ใหม่จากการเริ่มต้นของอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ ประการที่ 2 เราคาดอัตราผลตอบแทนปันผลยังอยู่ในระดับน่าสนใจที่ 4% ในปี 2025F ประการที่ 3 เราเชื่อว่า ADVANC สามารถขึ้นไปซื้อขายที่มูลค่าพื้นฐานสูงกว่าช่วงก่อน (re-rate) เนื่องจาก ROE กำลังเพิ่มขึ้นจากระดับต่ำสุดที่ 35% ในปี 2021 ซึ่งเป็นช่วงที่มีการแข่งขันแย่งชิงส่วนแบ่งตลาดอย่างเข้มข้นระหว่างผู้ให้บริการสามราย ขึ้นเป็น 38% ในปี 2025F และ 43% ในปี 2028F หลังมีการควบรวมครั้งใหญ่ในอุตสาหกรรม ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2025F) สูงขึ้นเป็น 300 บาทต่อหุ้น (จาก 276 บาท) หลังรวมศักยภาพการเติบโตจากอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์เข้าในประมาณการ ราคาเป้าหมายเทียบเป็น EV/EBITDA ปี 2025F ที่ 9 เท่า

#### ปัจจัยหนุนหลัก

การฟื้นตัวทางเศรษฐกิจและการควบรวมในอุตสาหกรรม ทำให้เกิดปัจจัยบวก 3 ประการต่อธุรกิจหลักของ ADVANC 1) การแข่งขันที่ลดลง 2) การเปลี่ยนกลยุทธ์ที่เน้นเพิ่มบริการเสริมให้การให้บริการโทรศัพท์มือถือ และบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต (FBB) ในขณะที่กำลังซื้อเริ่มฟื้นตัว ปัจจัยบวกทั้งสองนี้ส่งผลให้เราคาดว่า ARPU ของการให้บริการโทรศัพท์มือถือจะฟื้นตัวจากระดับต่ำสุดที่ 216 บาท/เดือน ในปี 2022 เป็น 222/223/225 บาท ในช่วงปี 2024-26F และ FBB จากระดับต่ำสุด 407 บาท/เดือน ในปี 2022 เป็น 488/513/528 บาท ในช่วงปี 2024-26F 3) การลดต้นทุนหลังการควบรวมกิจการ และ 4) เราคาดต้นทุนคลืนความถี่ของ ADVANC จะลดลงหลังการประมูลคลื่นที่มีขึ้นในปี 2025 และ 2027 เราจึงประเมินว่าอัตรากำไร EBITDA จะเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดที่ 48% ในปี 2022 เป็น 55% ในปี 2026F

#### ได้ประโยชน์จากการลงทุนในดาต้าเซ็นเตอร์ในไทย

เรามองว่า ADVANC จะได้ประโยชน์จากการเริ่มต้นของอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในไทย โดยจะมาจาก 1) การถือหุ้น 25% ในบริษัทร่วมทุนกับบริษัทแม่ทั้งสอง คือ บมจ. กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF, “ซื้อ”) และ Singtel ซึ่งถือหุ้นในบริษัทร่วมทุน 40% และ 35% ตามลำดับ เพื่อลงทุนในดาต้าเซ็นเตอร์ขนาด 25MW 2) รายได้เพิ่มเติมจากการให้บริการเชื่อมต่อแก่ผู้ให้บริการดาต้าเซ็นเตอร์รายอื่น 3) รายได้การให้บริการระบบ ICT solutions ลูกค้ายักษ์น่าจะมีการเติบโตเร็วตัวหลังผู้ให้บริการระดับโลกหลายรายประกาศลงทุนใหญ่ในไทย จากปัจจัยดังกล่าวที่ชัดเจนขึ้นเราจึงเริ่มรวมศักยภาพการเติบโตนี้ของ ADVANC เข้าในตัวเลขของเรา

#### อัตรการจ่ายปันผลที่ยั่งยืน

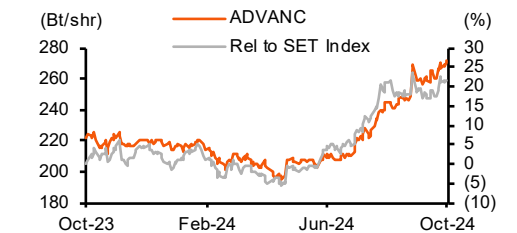
เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลของ ADVANC อยู่ที่ 4-5% ในปี 2025-26F หนุนโดย FCF yield ที่ 7% และฐานะการเงินของบริษัทที่แข็งแกร่ง โดยมี EBITDA 1.1 แสนลบ. เทียบกับดอกเบี้ยจ่ายที่ 9.4 พันลบ. และค่าใช้จ่ายการลงทุนรวม 4.1 หมื่นลบ. ในปี 2025F เราไม่ได้มองว่าการประมูลคลื่นจะเป็นปัจจัยลบ เนื่องจากค่าธรรมเนียมคลืนความถี่ที่เราคาดว่าจะอยู่ที่ราว 2.5 หมื่นลบ. น่าจะมีการชำระเป็นงวดในระยะเวลา 10 ปี

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย วัตถุประสงค์ เปลี่ยนแก้ไข หรือนอกขอบเขตที่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	188,873	212,267	215,871	215,194
Net profit	29,086	33,617	37,693	42,343
Consensus NP	—	34,143	37,385	40,278
Diff frm cons (%)	—	(1.5)	0.8	5.1
Norm profit	28,483	33,617	37,693	42,343
Prev. Norm profit	—	33,308	37,318	41,821
Chg frm prev (%)	—	0.9	1.0	1.2
Norm EPS (Bt)	9.6	11.3	12.7	14.2
Norm EPS grw (%)	10.4	18.0	12.1	12.3
Norm PE (x)	28.4	24.1	21.5	19.1
EV/EBITDA (x)	9.8	8.5	8.1	7.6
P/BV (x)	8.9	8.4	7.9	7.5
Div yield (%)	3.2	3.7	4.2	4.7
ROE (%)	32.3	36.0	38.0	40.3
Net D/E (%)	124.0	122.3	109.0	91.5

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Oct-24 (Bt)	272.00
Market Cap (US\$ m)	24,091.3
Listed Shares (m shares)	2,974.2
Free Float (%)	36.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	39.9
12M Price H/L (Bt)	270.00/195.00
Sector	Telecom
Major Shareholder	INTUCH 40.44%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P18

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



**Ex 1: 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 (excl. depre from right of use)	97,262	103,898	109,197	113,205	116,487	119,441	122,495	125,493	128,468	131,461	134,488	—
Free cash flow	45,260	55,474	61,130	62,553	65,068	67,398	77,095	79,408	82,263	83,483	86,070	1,326,886
PV of free cash flow	41,911	47,557	48,517	45,953	44,254	42,437	43,228	40,983	39,089	36,522	34,666	534,427
Risk-free rate (%)	3.0											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	999,544											
Net debt (2024F)	117,829											
Minority interest	—											
Equity value	881,715											
# of shares	2,974											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>296.45</b>											
<b>Plus associates</b>	<b>Value per share</b>											
- JASIF	3.8											
<b>Grand total</b>	<b>300.0</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 2: 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 (%)
China Mobile	941 HK	HK	5.0	4.9	11.5	11.0	1.2	1.1	3.7	3.6	6.0	6.7
China Unicom Hon	762 HK	HK	8.5	7.7	10.5	9.7	0.6	0.6	1.6	1.5	5.7	6.7
China Telecom Corp Ltd	728 HK	HK	9.7	8.0	12.8	11.9	0.9	0.9	3.8	3.6	5.6	6.2
Bharti Airtel	BHARTI IN	India	58.3	60.5	81.0	50.5	11.1	9.5	15.4	13.8	0.3	0.7
Idea Cellular	IDEA IN	India	na	na	na	na	na	na	17.3	14.8	0.0	0.0
Tata Communication	TCOM IN	India	17.1	31.6	49.1	37.3	27.7	20.3	15.2	13.5	0.9	0.9
Indosat	ISAT IJ	Indonesia	19.8	23.0	15.2	12.4	2.4	2.2	5.0	4.6	3.0	3.9
Telekomunikasi Indonesia	TLKM IJ	Indonesia	0.9	7.8	11.8	10.9	2.0	1.9	4.6	4.4	6.2	6.6
Axiata Group Bhd	AXIATA MK	Malaysia	na	35.4	30.4	22.4	1.0	1.0	5.7	5.5	4.2	4.4
Maxis Bhd	MAXIS MK	Malaysia	40.9	6.7	20.6	19.3	5.0	4.7	9.1	9.0	4.5	4.7
Singapore Telecom	ST SP	Singapore	173.9	20.5	23.9	19.9	2.0	2.1	16.0	15.6	3.9	5.1
StarHub	STH SP	Singapore	14.6	13.8	12.8	11.2	0.0	0.0	6.5	6.2	6.2	6.8
SK Telecom	017670 KS	S. Korea	12.3	na	na	9.6	na	1.0	3.8	3.8	6.4	6.6
Taiwan Mobile	3045 TT	Taiwan	(3.5)	9.0	27.0	24.8	4.0	4.0	12.2	11.7	3.8	4.0
Advanced Info Service *	ADVANC TB	Thailand	18.0	12.1	24.1	21.5	8.4	7.9	8.5	8.1	3.7	4.2
Thaicom *	THCOM TB	Thailand	26.0	(48.8)	75.5	147.5	1.6	1.5	15.4	18.4	0.7	0.3
True Corporation *	TRUE TB	Thailand	na	109.7	47.3	22.5	4.7	4.1	7.3	6.5	0.0	0.5
<b>Average</b>			<b>28.7</b>	<b>20.1</b>	<b>30.2</b>	<b>27.6</b>	<b>4.8</b>	<b>3.9</b>	<b>8.9</b>	<b>8.5</b>	<b>3.6</b>	<b>4.0</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 10 October 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) เป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีผู้ใช้บริการมือถือ 46 ล้านราย และผู้ใช้บริการบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต 4.8 ล้านราย ณ 2Q24 โดยบริษัทให้บริการผ่านใบอนุญาตที่ถือครองโดยบริษัทย่อย Advanced Wireless Network (AWN) เป้าหมายของ ADVANC คือการใช้ประโยชน์จากบริการโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัลเพื่อรองรับความต้องการที่เพิ่มขึ้นสำหรับ digital services solutions จากภาครัฐธุรกิจ ท่ามกลางแนวโน้มการใช้ดิจิทัลทั่วโลก เช่น คลาวด์, ดาต้าเซ็นเตอร์, การวิเคราะห์ข้อมูล และระบบความปลอดภัยไซเบอร์

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นผู้ผู้นำในตลาดที่มีผู้เล่นสองราย
- มีการประหยัดจากขนาด
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- ความต้องการบริการที่เกี่ยวข้องกับดิจิทัลที่เพิ่มขึ้นทั้งสำหรับการใช้งานส่วนบุคคลและภาครัฐธุรกิจ ท่ามกลางแนวโน้มการนำเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้
- การเกิดขึ้นของอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศไทยและอาเซียน

## CONSENSUS COMPARISON

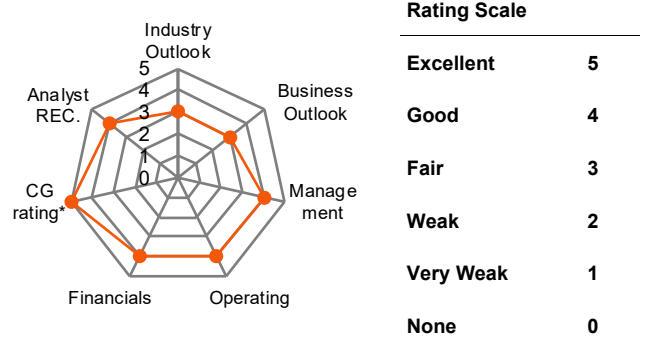
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	283.61	300.00	6%
Net profit 24F (Bt m)	34,143	33,617	-2%
Net profit 25F (Bt m)	37,385	37,693	1%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 3	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเราใกล้เคียงกับของตลาด
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 6% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการที่เรารวมการเติบโตจากอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ที่เกิดขึ้นใหม่ในการประเมินมูลค่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- ใช้เงินลงทุนสูง
- มีอำนาจต่อรองด้านราคาต่ำท่ามกลางสภาพแวดล้อมการแข่งขันที่รุนแรง และการให้บริการโทรคมนาคมที่เป็นสินค้าโภคภัณฑ์

## T — Threat

- การเปลี่ยนแปลงเทคโนโลยีอย่างฉับพลัน
- การจัดเก็บภาษี และมาตรการการควบคุมจากภาครัฐ

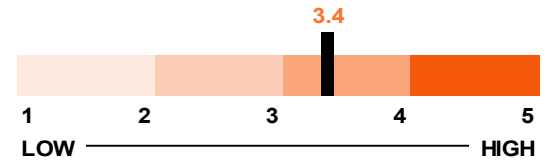
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- รายได้การให้บริการโทรศัพท์มือถือที่ฟื้นตัวที่ช้ากว่าที่คาด ไม่ว่าจะจากการบริโภคที่อ่อนแอกว่าคาด หรือการกลับมาของการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นอย่างฉับพลัน เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อคำแนะนำและการคาดการณ์กำไรของเรา
- ประโยชน์จากการควบรวมกิจการที่ต่ำกว่าคาด จากการเข้าซื้อธุรกิจบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ตจาก TTTBB เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- การพัฒนาอุตสาหกรรมดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศไทยที่ช้ากว่าที่คาด หรือมีขนาดเล็กกว่าที่คาดเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์ในระยะยาวของเรา

Source: Thanachart

ADVANC เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายใหญ่ 2 รายของประเทศไทย โดยมีส่วนแบ่งการตลาดบริการโทรศัพท์เคลื่อนที่ 49% และส่วนแบ่งการตลาดบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ตที่ 22% ธุรกิจของ ADVANC ใช้ไฟฟ้าจำนวนมาก อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.4 ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นและความรับผิดชอบต่อประเด็น ESG โดยรวม

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)
ADVANC	YES	YES	YES	AA	59.80	75.22	78.00	42.0	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 "terms of use" in the following back page.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ADVANC ได้ติดตั้งแผงโซลาร์เซลล์ที่สถานีฐาน 8,835 แห่งในปี 2023 (จาก 8,739 แห่งในปี 2022) เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมด โดยในปี 2023 ADVANC บรรลุเป้าหมายในการลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 90% จากระดับพื้นฐาน (ปี 2015) แต่ไม่สามารถบรรลุเป้าหมายในการใช้พลังงานหมุนเวียน 5% ของปริมาณการใช้ไฟฟ้าทั้งหมด
- ADVANC มีการลงทุนในเทคโนโลยีเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ และลดการใช้พลังงานของเครือข่ายการให้บริการแบบอัตโนมัติ ซึ่งนอกจากจะช่วยลดต้นทุนการดำเนินงานให้บริษัทแล้ว ยังช่วยประหยัดการใช้พลังงานให้แก่สังคมโดยรวมอีกด้วย
- ADVANC ให้ก่อตั้งและผลักดันโครงการ 'E-Waste' เป็นอย่างมากเพื่อช่วยให้คนไทยมีความรู้และความเข้าใจในการจัดการขยะอิเล็กทรอนิกส์ได้อย่างถูกต้อง รวมถึงร่วมริเริ่มโครงการรณรงค์เก็บขยะอิเล็กทรอนิกส์ด้วย ADVANC ตั้งเป้าจะรีไซเคิลขยะอิเล็กทรอนิกส์ 360,000 ชิ้น ผ่านแคมเปญนี้ในปี 2023F
- บริษัทฯ ขอเชิญชวนลูกค้าสมัครใช้ระบบ E-Bill และ E-Receipt เพื่อลดการใช้กระดาษในธุรกิจ

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- เราประทับใจกับโครงการด้านทรัพยากรบุคคลที่มีให้พนักงาน 12,909 คนของบริษัทฯ (61% เป็นเพศหญิงและ 30% อายุต่ำกว่า 30 ปี) เช่น การจัดสถานที่ทำงานที่เหมาะสม การทำให้พนักงานอยากอยู่ทำงานกับองค์กร แพลตฟอร์มการเรียนรู้ด้วยตนเอง (LearnDi) และแพ็คเกจประกันสุขภาพและการคุ้มครองต่าง ๆ
- ADVANC แสดงความรับผิดชอบต่ออย่างมากในฐานะผู้ให้บริการโทรคมนาคมและดิจิทัลรายใหญ่ โดยการให้ความรู้ด้านความปลอดภัยทางอินเทอร์เน็ตแก่ประชาชน เพื่อปกป้องประชาชนจากการหลอกลวงด้านข้อมูลและอาชญากรรมทางอินเทอร์เน็ตอื่นๆ
- ADVANC ให้บริการนวัตกรรมดิจิทัล ระบบอัตโนมัติ และแอปพลิเคชันออนไลน์ พร้อมด้วยโครงสร้างพื้นฐานเครือข่ายการเชื่อมสำหรับการใช้งานสาธารณะ เช่น การขึ้นทะเบียนวัคซีนโควิด การจัดการการขนส่งในพื้นที่และระบบโรงพยาบาล

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- กรรมการบริษัท 11 คนของ ADVANC มีขนาดค่อนข้างเล็กเมื่อเทียบกับขนาดธุรกิจและมุมมองของเรา แต่สัดส่วนกรรมการอิสระที่ 4 ท่าน และมีกรรมการหญิงเพียง 2 ท่านนั้นดูต่ำเกินไป
- ADVANC มีนโยบายปกป้องข้อมูลส่วนบุคคลของลูกค้ากลุ่มใหญ่ที่ล้ำหน้านโยบายระดับชาติ แม้กระทั่งก่อนที่พระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) จะกลายเป็นกฎหมาย มีรายงานเหตุการณ์การรั่วไหลของข้อมูลที่อาจเกิดขึ้นน้อยกว่าห้าครั้งในช่วงสิบปีที่ผ่านมา
- ADVANC ใช้งบประมาณ 400-500 ลบ. ต่อปี (0.5% ของรายได้) เพื่อลงทุนและสนับสนุนการพัฒนานวัตกรรมดิจิทัลผ่านบริษัทขนาดเล็กและสตาร์ทอัพ นอกจากนี้ยังช่วยสามารถจับกระแสเทคโนโลยีใหม่และแอปพลิเคชันดิจิทัลเพื่อความยั่งยืนของบริษัทฯ ในระยะยาว

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	185,485	188,873	212,267	215,871	215,194
Cost of sales	126,172	125,387	136,437	134,857	128,458
<b>Gross profit</b>	<b>59,313</b>	<b>63,486</b>	<b>75,830</b>	<b>81,014</b>	<b>86,737</b>
% gross margin	32.0%	33.6%	35.7%	37.5%	40.3%
Selling & administration expenses	22,786	22,528	26,621	27,186	27,728
<b>Operating profit</b>	<b>36,527</b>	<b>40,958</b>	<b>49,208</b>	<b>53,828</b>	<b>59,008</b>
% operating margin	19.7%	21.7%	23.2%	24.9%	27.4%
Depreciation & amortization	52,902	52,880	60,268	60,062	59,775
<b>EBITDA</b>	<b>89,429</b>	<b>93,838</b>	<b>109,477</b>	<b>113,890</b>	<b>118,783</b>
% EBITDA margin	48.2%	49.7%	51.6%	52.8%	55.2%
Non-operating income	532	254	425	432	430
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,230)	(6,145)	(9,430)	(9,136)	(8,550)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>31,828</b>	<b>35,066</b>	<b>40,203</b>	<b>45,124</b>	<b>50,889</b>
Income tax	6,108	6,909	7,840	8,799	9,923
<b>After-tax profit</b>	<b>25,720</b>	<b>28,157</b>	<b>32,363</b>	<b>36,325</b>	<b>40,965</b>
% net margin	13.9%	14.9%	15.2%	16.8%	19.0%
Shares in affiliates' Earnings	90	328	1,259	1,373	1,382
Minority interests	(3)	(3)	(5)	(5)	(5)
Extraordinary items	203	604	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>26,011</b>	<b>29,086</b>	<b>33,617</b>	<b>37,693</b>	<b>42,343</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>25,808</b>	<b>28,483</b>	<b>33,617</b>	<b>37,693</b>	<b>42,343</b>
EPS (Bt)	8.7	9.8	11.3	12.7	14.2
Normalized EPS (Bt)	8.7	9.6	11.3	12.7	14.2

*Continuous cost savings drive near-term revenue growth*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	34,338	41,838	42,745	53,056	62,722
Cash & cash equivalent	9,061	14,760	15,000	25,000	35,000
Account receivables	17,902	21,343	20,354	20,700	20,635
Inventories	3,839	4,147	5,607	5,542	5,279
Others	3,535	1,587	1,783	1,814	1,808
Investments & loans	994	12,450	12,450	12,450	12,450
Net fixed assets	113,252	139,224	137,753	135,919	133,519
Other assets	188,461	260,928	288,249	284,125	261,231
<b>Total assets</b>	<b>337,044</b>	<b>454,440</b>	<b>481,197</b>	<b>485,551</b>	<b>469,923</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	96,341	133,647	142,615	135,764	116,596
Account payables	42,457	37,674	44,856	44,336	42,233
Bank overdraft & ST loans	5,000	41,976	33,207	20,418	6,706
Current LT debt	15,496	15,428	19,924	23,141	25,482
Others current liabilities	33,388	38,568	44,627	47,869	42,175
<b>Total LT debt</b>	<b>63,914</b>	<b>69,840</b>	<b>79,697</b>	<b>92,562</b>	<b>101,929</b>
Others LT liabilities	90,972	160,275	162,516	155,253	143,094
<b>Total liabilities</b>	<b>251,228</b>	<b>363,762</b>	<b>384,829</b>	<b>383,579</b>	<b>361,619</b>
Minority interest	128	101	106	106	111
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,974	2,974	2,974	2,974	2,974
Share premium	22,552	22,552	22,552	22,552	22,552
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(513)	(464)	(464)	(464)	(464)
<b>Retained earnings</b>	<b>60,675</b>	<b>65,515</b>	<b>71,200</b>	<b>76,804</b>	<b>83,130</b>
Shareholders' equity	85,689	90,577	96,263	101,866	108,193
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>337,044</b>	<b>454,440</b>	<b>481,197</b>	<b>485,551</b>	<b>469,923</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

**Strong operating cash flow with declining capex trend**

<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	31,828	35,066	40,203	45,124	50,889
Tax paid	(5,694)	(6,140)	(7,816)	(8,534)	(10,038)
Depreciation & amortization	39,871	39,499	60,268	60,062	59,775
Chg In working capital	(5,683)	(8,533)	6,711	(800)	(1,776)
Chg In other CA & CL / minorities	790	6,684	7,098	4,314	(4,191)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>61,112</b>	<b>66,576</b>	<b>106,465</b>	<b>100,166</b>	<b>94,659</b>
Capex	(20,799)	(50,165)	(25,000)	(25,000)	(25,000)
Right of use	7,713	(58,364)	(45,640)	(7,000)	(7,500)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(11)	(11,457)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(26,123)	40,145	(13,237)	(29,368)	(14,139)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(39,220)</b>	<b>(79,841)</b>	<b>(83,877)</b>	<b>(61,368)</b>	<b>(46,639)</b>
Debt financing	(3,762)	43,161	5,585	3,292	(2,004)
Capital increase	46	0	0	0	0
Dividends paid	(22,871)	(24,507)	(27,932)	(32,090)	(36,016)
Warrants & other surplus	804	310	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(25,783)</b>	<b>18,964</b>	<b>(22,347)</b>	<b>(28,798)</b>	<b>(38,019)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>19,513</b>	<b>(33,753)</b>	<b>56,465</b>	<b>50,166</b>	<b>44,659</b>

**VALUATION**

**We expect a re-rating from its improving profitability outlook**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	31.3	28.4	24.1	21.5	19.1
Normalized PE - at target price (x)	34.6	31.3	26.5	23.7	21.1
PE (x)	31.1	27.8	24.1	21.5	19.1
PE - at target price (x)	34.3	30.7	26.5	23.7	21.1
EV/EBITDA (x)	9.9	9.8	8.5	8.1	7.6
EV/EBITDA - at target price (x)	10.8	10.7	9.2	8.8	8.3
P/BV (x)	9.4	8.9	8.4	7.9	7.5
P/BV - at target price (x)	10.4	9.9	9.3	8.8	8.2
P/CFO (x)	13.2	12.2	7.6	8.1	8.5
Price/sales (x)	4.4	4.3	3.8	3.7	3.8
Dividend yield (%)	2.8	3.2	3.7	4.2	4.7
FCF Yield (%)	2.4	(4.2)	7.0	6.2	5.5
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	8.7	9.6	11.3	12.7	14.2
EPS	8.7	9.8	11.3	12.7	14.2
DPS	7.7	8.6	10.2	11.4	12.8
BV/share	28.8	30.5	32.4	34.2	36.4
CFO/share	20.5	22.4	35.8	33.7	31.8
FCF/share	6.6	(11.3)	19.0	16.9	15.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	2.3	1.8	12.4	1.7	(0.3)
Net profit (%)	(3.4)	11.8	15.6	12.1	12.3
EPS (%)	(3.4)	11.8	15.6	12.1	12.3
Normalized profit (%)	(5.0)	10.4	18.0	12.1	12.3
Normalized EPS (%)	(5.0)	10.4	18.0	12.1	12.3
Dividend payout ratio (%)	87.9	88.0	90.0	90.0	90.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	32.0	33.6	35.7	37.5	40.3
Operating margin (%)	19.7	21.7	23.2	24.9	27.4
EBITDA margin (%)	48.2	49.7	51.6	52.8	55.2
Net margin (%)	13.9	14.9	15.2	16.8	19.0
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.4	1.4	1.3	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.2	1.2	1.1	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	7.0	6.7	5.2	5.9	6.9
Interest coverage - EBITDA (x)	17.1	15.3	11.6	12.5	13.9
ROA - using norm profit (%)	7.4	7.2	7.2	7.8	8.9
ROE - using norm profit (%)	30.8	32.3	36.0	38.0	40.3
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	30.7	31.9	34.6	36.7	39.0
- asset turnover (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.5
- operating margin (%)	20.0	21.8	23.4	25.1	27.6
- leverage (x)	4.1	4.5	5.0	4.9	4.5
- interest burden (%)	85.9	85.1	81.0	83.2	85.6
- tax burden (%)	80.8	80.3	80.5	80.5	80.5
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	8.0	8.0
ROIC (%)	18.9	20.4	19.5	20.2	22.3
NOPAT (Bt m)	29,517	32,888	39,613	43,332	47,502
invested capital (Bt m)	161,037	203,061	214,092	212,986	207,310

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	<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's.com](http://www.moody's.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

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

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

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

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

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

#### Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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 ราชธานีลิสซิ่ง 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 ราชธานีลิสซิ่ง 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, หินผุ, Property Fund, REITs, บันเทิง

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 อรุณชัย  
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 คุณเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ 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 ลิ้มวณิชประณี

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