

BUY (Unchanged)

TP: Bt 34.00 (From: Bt 33.00)

2 OCTOBER 2024

Change in Numbers

Upside : 45.9%

i-Tail Corporation Pcl (ITC TB)

คำสั่งซื้อใหม่

แม้จะมีผลลบจากค่าเงินบาทที่แข็งค่า แต่เราปรับประมาณการกำไรของ ITC ขึ้นจากคำสั่งซื้อใหม่ที่สูงกว่าที่คาดไว้ เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ITC ด้วยข้อขายที่ 2025F PE ที่ไม่แพงที่ 15 เท่า เมื่อเทียบแนวโน้มการเติบโตของ EPS ที่ 77/12/15% ในปี 2024-26F



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธุรกิจแข็งแกร่ง คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ITC ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ใหม่ที่ 34.0 บาท (จาก 33.0 บาท) เนื่องจาก 1) ธุรกิจของ ITC ยังคงแข็งแกร่งมาก โดยมีคำสั่งซื้อใหม่จากทั้งลูกค้าเดิมและลูกค้าใหม่ 2) ผลการดำเนินงาน 3Q24F น่าจะดีกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ และเราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 4-8% ต่อปี ในปี 2024-26F แม้จะมีผลกระทบเชิงลบจากเงินบาทที่แข็งค่า 3) ITC ยังใช้กลยุทธ์การป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนเพื่อจำกัดผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่า และ 4) เรามองว่ามีมูลค่าไม่แพงที่ 2025F PE ที่ 15 เท่า เทียบกับแนวโน้มการเติบโตของ EPS ที่ 77/12/15% ในปี 2024-26F

มีคำสั่งซื้อใหม่มากขึ้น

ITC มีส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้น เนื่องจากมีการนำเสนอผลิตภัณฑ์ใหม่ให้กับลูกค้า ยอดขายในเทอมดอลลาร์สหรัฐของ ITC เติบโต 23% y-y ใน 1H24 เทียบกับการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ 7% y-y ITC ได้เสนอและได้รับคำสั่งซื้ออาหารสุนัขเกรดพรีเมียมมากขึ้นในปีนี้ ในอดีต ITC มุ่งเน้นไปที่อาหารแมว อัตราส่วนรายได้จากอาหารแมวต่ออาหารสุนัขอยู่ที่ 84:16% ในปี 2023 และใน 1H24 อยู่ที่ 74:26% ที่มิจิยและพัฒนาของ ITC ประสบความสำเร็จในการนำความเชี่ยวชาญด้านผลิตภัณฑ์ปลามาใช้กับอาหารสุนัข ลูกค้าแบรนด์อาหารสัตว์เลี้ยงสัตว์อันดับแรกของโลกของ ITC สั่งซื้ออาหารสุนัขจาก ITC มากขึ้นในปัจจุบัน นอกจากนี้ ITC ยังได้ลูกค้าซูเปอร์มาร์เก็ตใหม่ เราคาดว่ายอดขายในเทอมดอลลาร์สหรัฐของ ITC จะเติบโต 18/12/11% ในปี 2024-2026F

กลยุทธ์การป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน

ITC เป็นผู้ส่งออกผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยง โดยเป็นผู้รับจ้างผลิต (OEM) ให้กับลูกค้าในสหรัฐอเมริกาและยุโรป กลยุทธ์การป้องกันความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของ ITC คือการทำสัญญาซื้อขายล่วงหน้าเพื่อล็อกอัตราแลกเปลี่ยน โดยในปีนี้ ITC มีสัญญาซื้อขายล่วงหน้าตั้งแต่ต้นปีที่ 35 บาท ต่อดอลลาร์สหรัฐ ดังนั้น จึงได้รับผลกระทบจากค่าเงินบาทที่แข็งค่ามาอยู่ที่ 32.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐเพียงเล็กน้อย เราคาดว่าารเปลี่ยนแปลงของอัตราแลกเปลี่ยนดอลลาร์สหรัฐเมื่อเทียบบาททุกๆ 1% จะทำให้กำไรเปลี่ยนแปลงไป 2% เราสมมติให้อัตราแลกเปลี่ยนอยู่ที่ 35.4/33.9/33.5 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ ในปี 2024-26F

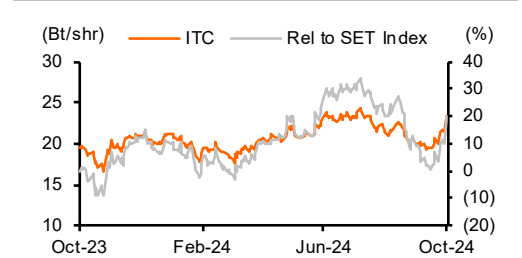
คาดการณ์ผลการดำเนินงาน 3Q24F

เราคาดว่ากำไรปกติของ ITC ใน 3Q24F จะอยู่ที่ 1.0 พันลบ. เติบโต 52% y-y แต่ลดลง 10% q-q จากค่าใช้จ่ายจากโรงงานใหม่ ระดับกำไรดังกล่าวดีกว่าที่เราคาดไว้ก่อนหน้านี้ แม้จะมีค่าใช้จ่ายที่สูงขึ้นจากโรงงานใหม่และเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นก็ตาม สาเหตุที่ดีกว่าคาดไว้เดิม คือมีคำสั่งซื้อใหม่มากกว่าที่คาดไว้ ITC ได้รับคำสั่งซื้อใหม่สำหรับ 4Q24 แล้ว และคาดว่ารายได้ในไตรมาสนี้จะเติบโต 12/16% y-y และ q-q

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	15,577	18,555	19,907	22,080
Net profit	2,281	4,097	4,596	5,281
Consensus NP	—	3,797	4,128	4,527
Diff frm cons (%)	—	7.9	11.4	16.7
Norm profit	2,312	4,097	4,596	5,281
Prev. Norm profit	—	3,769	4,410	4,910
Chg frm prev (%)	—	8.7	4.2	7.6
Norm EPS (Bt)	0.8	1.4	1.5	1.8
Norm EPS grw (%)	(51.0)	77.2	12.2	14.9
Norm PE (x)	30.2	17.1	15.2	13.2
EV/EBITDA (x)	25.3	13.6	11.4	9.5
P/BV (x)	3.0	2.7	2.4	2.2
Div yield (%)	1.1	1.9	3.3	5.3
ROE (%)	10.1	16.6	16.7	17.6
Net D/E (%)	(41.0)	(53.1)	(55.5)	(56.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Oct-24 (Bt)	23.30
Market Cap (US\$ m)	2,133.5
Listed Shares (m shares)	3,000.0
Free Float (%)	20.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.9
12M Price H/L (Bt)	24.30/16.60
Sector	Food
Major Shareholder	Thai Union Group 78.8%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

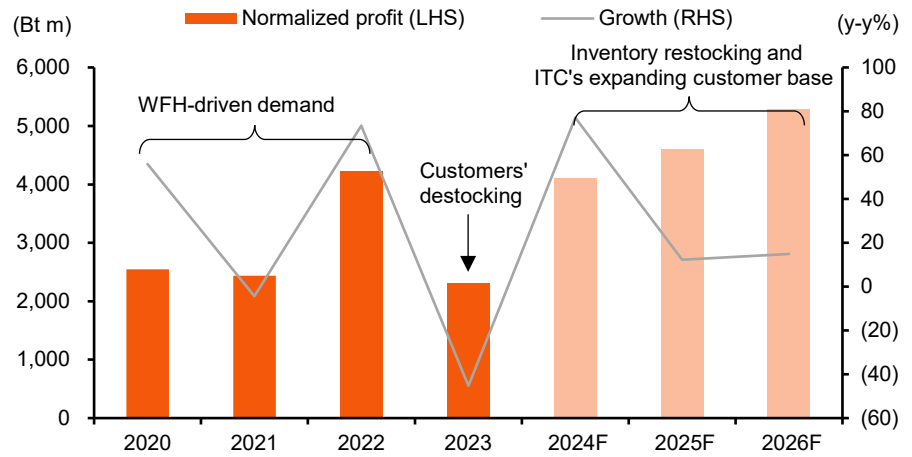


Ex 1: Our Assumptions

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
US\$ sales growth (%)	11.7	18.7	55.1	(27.0)	18.8	12.1	10.9
- Premium products (% of total sales)	41	47	52	44	49	52	54
- Standard products (% of total sales)	59	53	48	56	51	48	46
Baht/US\$	31.3	32	35.1	34.9	35.4	33.9	33.5
EBIT margin (%)	14.4	6.8	17.3	11.3	18.9	20.2	21.4

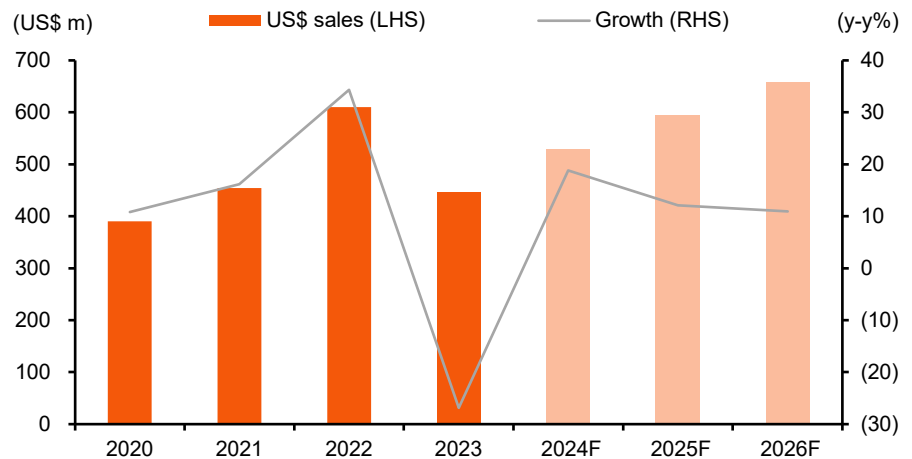
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Outlook



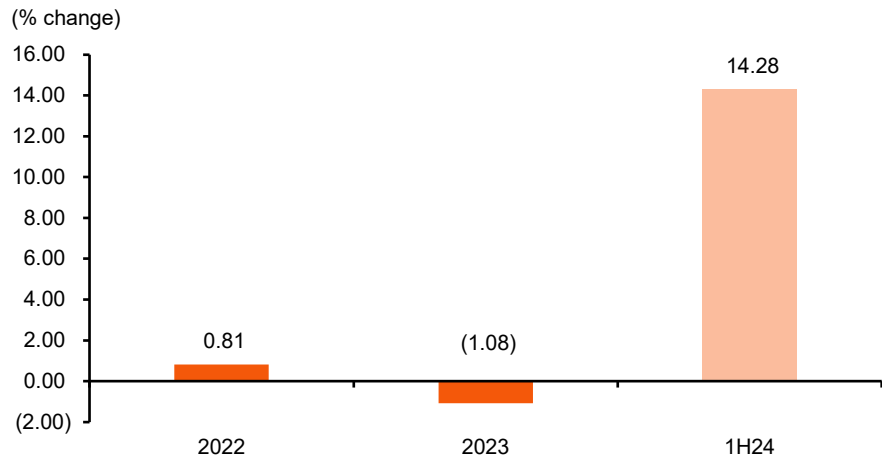
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Revenue Outlook



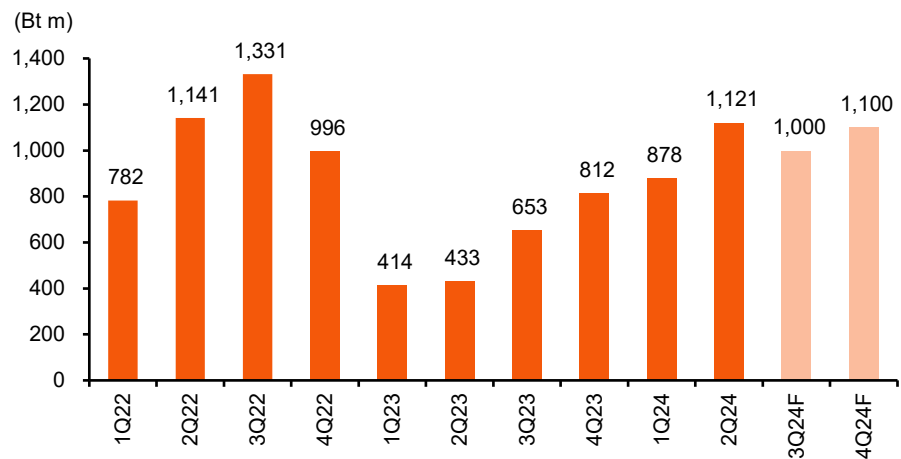
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ASP Increasing



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Quarterly Outlook



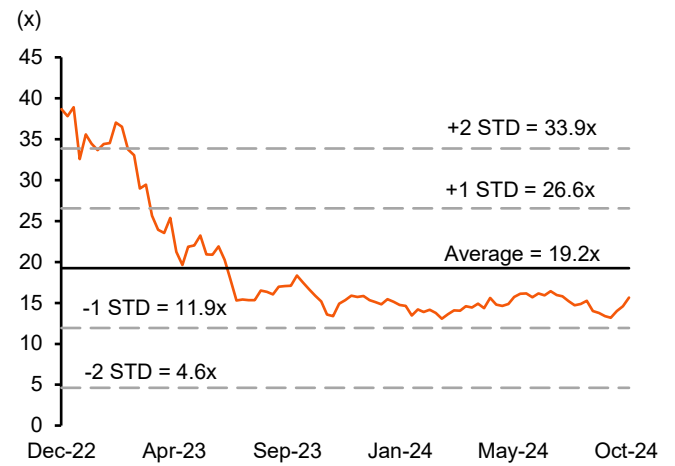
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Share Price Since Listed



Source: Bloomberg

Ex 7: Inexpensive PE, In Our View



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Assumption Revisions

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Sales (US\$ m)						
- New	454	610	446	530	594	658
- Old				513	575	638
- Change (%)				3.2	3.2	3.2
US\$/baht						
New	32.0	35.1	34.9	35.4	33.9	33.5
Old				36.3	35.6	34.8
Gross margin (%)						
- New	15.0	24.1	19.5	27.5	28.3	28.9
- Old				25.1	26.2	26.6
- Change (ppt)				2.4	2.1	2.3
SG&A to sales (%)						
- New	8.2	5.6	7.6	8.6	8.1	7.5
- Old				7.5	7.0	6.6
- Change (ppt)				1.1	1.1	0.9
Normalized profit (Bt m)						
- New	587	4,250	2,312	4,097	4,596	5,281
- Old				3,769	4,410	4,910
- Change (%)				8.7	4.2	7.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Our 12-month DCF-based TP, Using a Base Year of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA	4,704	5,472	6,539	8,051	9,522	10,693	11,966	13,332	14,530	15,847	17,262	—
Free cash flow	3,854	4,502	5,189	6,421	7,854	8,362	10,165	11,354	12,450	12,995	15,111	151,320
PV of free cash flow	3,843	3,610	3,726	4,127	4,519	4,308	4,545	4,524	4,422	4,114	4,264	42,702
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	11.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	88,704											
Net debt (2024F)	(13,901)											
Minority interest	1											
Equity value	102,605											
# of shares (m)	3,000											
Target price/share (Bt)	34											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
Yantai China Pet Foods	002891 CH	China	25.7	22.4	24.4	20.0	2.9	2.6	14.4	12.0	0.9	1.1
Petpal Pet Nutrition Tech	300673 CH	China	na	24.7	23.0	18.5	1.8	1.7	13.6	11.2	0.3	0.5
WH Group Ltd	288 HK	Hong Kong	94.7	12.6	8.6	7.7	1.0	0.9	5.0	4.8	5.4	5.7
Tyson Foods Inc	TSN US	USA	112.9	24.9	20.9	16.8	1.2	1.1	10.2	9.1	3.3	3.4
Pilgrim's Pride Corp	PPC US	USA	166.6	(13.3)	10.7	12.3	2.6	2.3	6.8	7.6	na	na
Hormel Foods Corp	HRL US	USA	(2.5)	7.6	20.2	18.7	1.9	1.8	14.1	13.1	3.6	3.8
BRF SA	BRFS3 BZ	Brazil	na	(20.4)	10.7	13.5	2.1	1.9	5.4	6.1	2.4	2.3
JBS SA	JBSS3 BZ	Brazil	na	(3.0)	7.6	7.8	1.5	1.3	5.0	5.4	6.4	5.7
Marfrig Global Foods SA	MRFG3 BZ	Brazil	na	na	35.2	na	2.4	3.0	7.4	7.7	0.5	0.6
Asian Sea Corp	ASIAN TB	Thailand	186.5	(7.6)	8.5	9.2	1.1	1.1	4.9	5.0	6.1	5.6
Betagro	BTG TB	Thailand	na	61.4	12.9	8.0	0.7	0.5	3.8	2.7	5.1	5.1
Charoen Pokphand Foods *	CPF TB	Thailand	na	10.2	12.0	10.9	0.8	0.8	11.3	10.8	3.4	3.7
GFPT	GFPT TB	Thailand	34.1	1.5	8.1	8.0	0.8	0.7	6.2	6.0	2.3	2.5
i-Tail Corporation*	ITC TB	Thailand	77.2	12.2	17.1	15.2	2.7	2.4	13.6	11.4	1.9	3.3
Thaifoods Group	TFG TB	Thailand	na	13.2	10.4	9.2	1.6	1.5	5.6	5.1	4.1	5.0
Thai Union Group *	TU TB	Thailand	20.9	9.4	12.0	11.0	1.3	1.2	9.9	9.3	4.9	5.4
Average			86.3	10.4	15.1	12.5	1.7	1.6	8.6	8.0	3.4	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 2 October 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ITC เป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง OEM ที่ใหญ่ที่สุดห้าอันดับแรกของโลก ลูกค้าของบริษัท ได้แก่ แบนด์อาหารสัตว์เลี้ยงชั้นนำระดับโลก ตลาดสำคัญของ ITC คือสหรัฐอเมริกา สหราชอาณาจักร ประเทศอื่นๆ ในยุโรป และในเอเชีย ITC มุ่งเน้นไปที่อาหารแบบเปียกสำหรับแมว ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มที่เติบโตอย่างรวดเร็ว

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การเข้าถึงต้นทุนวัตถุดิบราคาต่ำ
- การประหยัดจากขนาด
- ตลาดที่หลากหลาย
- มีการบริหารจัดการที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายไปยังต่างประเทศ และการเข้าซื้อกิจการ
- การขยายสายผลิตภัณฑ์
- การเจาะกลุ่มลูกค้าใหม่

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG rating

W — Weakness

- มีความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน
- เป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานสูง

T — Threat

- การแข็งค่าของเงินบาท
- การเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ
- การระบอบของโรคภัยแรง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	28.30	34.00	20%
Net profit 24F (Bt m)	3,797	4,097	8%
Net profit 25F (Bt m)	4,128	4,596	11%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F และราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามุ่งมองที่เป็นบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มการเติบโตจากการที่ ITC มุ่งเน้นอาหารสัตว์พรีเมียม

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

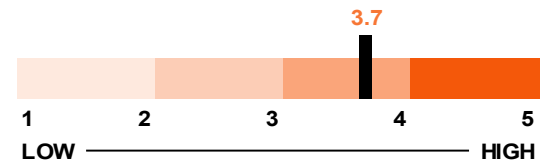
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยอาจส่งผลกระทบต่อการจัดหาวัตถุดิบและราคาวัตถุดิบ ซึ่งเป็นความเสี่ยงที่สำคัญต่อคำแนะนำของเรา
- หากเงินบาทแข็งค่าขึ้นสู่ระดับที่สูงกว่าที่เราคิดไว้ในปัจจุบัน จะมีความเสี่ยงต่อการคาดการณ์และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

ITC เป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง OEM ระดับโลก 5 อันดับแรก ให้แก่ผู้ผลิตแบรนด์อาหารสัตว์ชั้นนำระดับโลก ITC มีเป้าหมายที่ชัดเจนในเรื่องการลดมลพิษ และดำเนินการตามมาตรการต่างๆ เพื่อให้บรรลุเป้าหมายเหล่านี้ แม้ว่าจะมีการปล่อยมลพิษทางธุรกิจจำนวนมากโดยธรรมชาติ เราให้คะแนน ESG ที่ 3.74

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)
ITC	-	-	-	-	-	-	-	-	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" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> ITC เป็นหนึ่งในผู้ผลิตอาหารสัตว์เลี้ยง OEM ห้าอันดับแรกของทั่วโลก ซึ่งลูกค้าเป็นผู้ให้บริการอาหารสัตว์เลี้ยงชั้นนำ บริษัท มีระบบการวัดการปล่อยมลพิษและยังมีแผนเฉพาะเพื่อให้บรรลุเป้าหมาย ESG ITC ได้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHC) ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา ITC คาดว่าวัสดุรีไซเคิลจะคิดเป็น 30% ของผลิตภัณฑ์บรรจุภัณฑ์ภายในปี 2025 บริษัทฯ ได้ลดการใช้ไฟฟ้า จนถึงตอนนี้การใช้ไฟฟ้าของบริษัทฯ ลดลง 76% ก่อนที่จะติดตั้งอุปกรณ์ลดกระแสไฟฟ้าเมื่อไม่กี่ปีก่อน ITC ลดการปล่อย GHC มากกว่า 10% ตั้งแต่ปี 2019
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> ITC ได้รับใบรับรอง ISO 14001 เพื่อให้แน่ใจว่ามีความพยายามที่จะลดการปล่อย GHC ITC ได้ติดตั้งถังเก็บน้ำฝนในบ้านเพื่อช่วยให้สามารถใช้น้ำประปาน้อยลงได้ ดังนั้นจึงมีน้ำมากขึ้นสำหรับชุมชน ITC มีความกระตือรือร้นในการให้การสนับสนุนต่างๆ เช่นการบริจาคให้กับโรงเรียนของรัฐและความช่วยเหลืออื่น ๆ สำหรับผู้ที่ต้องการ
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> ITC มีคณะกรรมการบริษัท (BOD) 10 คน ซึ่งเหมาะสมสำหรับขนาดของธุรกิจในอนาคตของเรา จากคณะกรรมการทั้งหมด 10 คน เป็นกรรมการอิสระ 4 คน ITC มีผลิตภัณฑ์อาหารสัตว์เลี้ยงที่หลากหลาย เช่น อาหารสัตว์เลี้ยงแบบแห้งและแบบเปียกสำหรับแมวและสุนัข ITC ได้พัฒนาระบบอัตโนมัติเพื่อลดจำนวนแรงงาน แต่กระบวนการจะค่อยเป็นค่อยไป

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	22,528	15,577	18,555	19,907	22,080
Cost of sales	17,104	12,539	13,457	14,264	15,700
Gross profit	5,425	3,038	5,097	5,643	6,380
% gross margin	24.1%	19.5%	27.5%	28.3%	28.9%
Selling & administration expenses	1,266	1,183	1,587	1,619	1,651
Operating profit	4,158	1,854	3,510	4,024	4,729
% operating margin	18.5%	11.9%	18.9%	20.2%	21.4%
Depreciation & amortization	571	539	604	680	743
EBITDA	4,729	2,393	4,115	4,704	5,472
% EBITDA margin	21.0%	15.4%	22.2%	23.6%	24.8%
Non-operating income	248	603	703	703	703
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(86)	(11)	(6)	(6)	(8)
Pre-tax profit	4,320	2,446	4,208	4,721	5,424
Income tax	70	132	109	123	141
After-tax profit	4,250	2,314	4,098	4,598	5,283
% net margin	18.9%	14.9%	22.1%	23.1%	23.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	(1)	(2)	(2)	(2)
Extraordinary items	220	(31)	0	0	0
NET PROFIT	4,470	2,281	4,097	4,596	5,281
Normalized profit	4,250	2,312	4,097	4,596	5,281
EPS (Bt)	1.7	0.8	1.4	1.5	1.8
Normalized EPS (Bt)	1.6	0.8	1.4	1.5	1.8

Growing nicely for its global business scale

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	20,322	18,573	22,088	25,133	27,355
Cash & cash equivalent	11,013	9,469	14,000	16,500	18,000
Account receivables	3,554	3,860	4,598	4,933	5,472
Inventories	4,457	3,243	3,480	3,689	3,871
Others	1,298	2,001	10	11	12
Investments & loans	0	878	878	878	878
Net fixed assets	4,893	5,482	6,278	6,598	6,855
Other assets	534	498	535	535	535
Total assets	25,750	25,431	29,779	33,144	35,623
LIABILITIES:					
Current liabilities:	2,527	1,710	2,802	2,990	3,279
Account payables	2,355	1,520	1,631	1,729	1,903
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	172	190	1,171	1,261	1,376
Total LT debt	0	0	99	450	275
Others LT liabilities	616	602	710	759	839
Total liabilities	3,143	2,312	3,611	4,199	4,393
Minority interest	(1)	1	2	4	6
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,000	3,000	3,000	3,000	3,000
Share premium	18,395	18,395	18,395	18,395	18,395
Warrants	0	(0)	(0)	(0)	(0)
Surplus	128	(247)	(247)	(247)	(247)
Retained earnings	1,084	1,970	5,019	7,792	10,076
Shareholders' equity	22,607	23,118	26,167	28,940	31,224
Liabilities & equity	25,750	25,431	29,779	33,144	35,623

A net-cash position allowing for swift expansion

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	4,320	2,446	4,208	4,721	5,424
Tax paid	(47)	(74)	(132)	(98)	(143)
Depreciation & amortization	571	539	604	680	743
Chg In working capital	(5,077)	73	(864)	(446)	(547)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,013)	(731)	2,995	65	116
Cash flow from operations	(1,247)	2,252	6,810	4,922	5,593
<i>Capex to support its growth plan</i>					
Capex	(1,291)	(1,126)	(1,400)	(1,000)	(1,000)
Right of use	(10)	(4)	0	0	0
ST loans & investments	556	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(878)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(99)	(19)	70	49	79
Cash flow from investments	(844)	(2,026)	(1,330)	(951)	(921)
Debt financing	(773)	0	99	351	(175)
Capital increase	20,795	0	0	0	0
Dividends paid	(7,670)	(1,349)	(1,048)	(1,822)	(2,997)
Warrants & other surplus	684	(421)	0	0	0
Cash flow from financing	13,036	(1,770)	(950)	(1,471)	(3,172)
Free cash flow	(2,538)	1,127	5,410	3,922	4,593

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	14.8	30.2	17.1	15.2	13.2
Normalized PE - at target price (x)	21.6	44.1	24.9	22.2	19.3
PE (x)	14.1	30.6	17.1	15.2	13.2
PE - at target price (x)	20.6	44.7	24.9	22.2	19.3
EV/EBITDA (x)	11.0	25.3	13.6	11.4	9.5
EV/EBITDA - at target price (x)	17.1	38.7	21.4	18.3	15.4
P/BV (x)	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2
P/BV - at target price (x)	4.5	4.4	3.9	3.5	3.3
P/CFO (x)	(50.5)	31.0	10.3	14.2	12.5
Price/sales (x)	3.1	4.5	3.8	3.5	3.2
Dividend yield (%)	0.9	1.1	1.9	3.3	5.3
FCF Yield (%)	(4.0)	1.6	7.7	5.6	6.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.6	0.8	1.4	1.5	1.8
EPS	1.7	0.8	1.4	1.5	1.8
DPS	0.2	0.3	0.4	0.8	1.2
BV/share	7.5	7.7	8.7	9.6	10.4
CFO/share	(0.5)	0.8	2.3	1.6	1.9
FCF/share	(0.9)	0.4	1.8	1.3	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	217.0	(30.9)	19.1	7.3	10.9
Net profit (%)	179.6	(49.0)	79.6	12.2	14.9
EPS (%)	148.3	(54.0)	79.6	12.2	14.9
Normalized profit (%)	624.4	(45.6)	77.2	12.2	14.9
Normalized EPS (%)	543.3	(51.0)	77.2	12.2	14.9
Dividend payout ratio (%)	13.4	32.9	32.9	50.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.1	19.5	27.5	28.3	28.9
Operating margin (%)	18.5	11.9	18.9	20.2	21.4
EBITDA margin (%)	21.0	15.4	22.2	23.6	24.8
Net margin (%)	18.9	14.9	22.1	23.1	23.9
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.5)	(0.4)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
Interest coverage - EBIT (x)	48.4	168.3	619.5	629.3	579.7
Interest coverage - EBITDA (x)	55.0	217.2	726.2	735.6	670.7
ROA - using norm profit (%)	20.9	9.0	14.8	14.6	15.4
ROE - using norm profit (%)	31.6	10.1	16.6	16.7	17.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	31.6	10.1	16.6	16.7	17.6
- asset turnover (x)	1.1	0.6	0.7	0.6	0.6
- operating margin (%)	19.6	15.8	22.7	23.7	24.6
- leverage (x)	1.5	1.1	1.1	1.1	1.1
- interest burden (%)	98.0	99.6	99.9	99.9	99.8
- tax burden (%)	98.4	94.6	97.4	97.4	97.4
WACC (%)	11.2	11.2	11.2	11.7	11.7
ROIC (%)	81.3	15.1	25.1	32.0	35.7
NOPAT (Bt m)	4,091	1,754	3,419	3,920	4,606
invested capital (Bt m)	11,594	13,649	12,265	12,890	13,499

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

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

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท 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 นิจารุณ, 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, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
siripom.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
naripom.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 ลิ้มวณิชประภาณี

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