Thanachart Securities

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 11.00 (From: Bt 12.00)

Upside : 21.5%

16 OCTOBER 2024

Small Cap Research

Sino-Thai Eng. & Cons. (STEC TB)

แตะจุดต่ำสุดแล้ว

SAKSID PHADTHANANARAK
662-779-9119
saksid.pha@thanachartsec.co.th

STEC มีส่วนแบ่งขาดทุนอย่างมากจากสายสีชมพูและสีเหลือง ทำให้เราต้องปรับกำไรและราคาเป้าหมายลงเหลือ 11 บาท อย่างไรก็ตาม เนื่องจากเรามองว่า 1) กำไรจะฟื้นตัวขึ้น เติบโต 119/55% y-y ในปี 2025-26F และ 2) STEC เป็นหนึ่งในหุ้นที่ได้ประโยชน์สูงสุดในรอบการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใหม่ของรัฐบาล เราจึงยังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 11 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มรับเหมาก่อสร้าง “รอบการเติบโตใหม่” วันที่ 16 ตุลาคม 2024 ส่วนขาดทุนจากการดำเนินงานของ STEC ในโครงการรถไฟสายชมพูและเหลืองซึ่งถือหุ้นอยู่ 15% ทำให้เราต้องปรับลดประมาณการกำไรลง 45-79% ในปี 2024-26F ด้วยอัตรากิดลดที่เพิ่มขึ้น 2ppt เป็น 11.4-12.4% เพื่อสะท้อนถึงความเสี่ยงที่สูงขึ้น และการปรับมาใช้ปีฐาน 2025F ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลงเหลือ 11 บาท/หุ้น จาก 12 บาท เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” STEC เพราะ 1) ราคาหุ้นลดลง 39% จากจุดสูงสุดเมื่อปีที่แล้ว ซึ่งดูเหมือนจะสะท้อนข่าวไม่ดีแล้ว 2) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวด้วยการเติบโต 119/55% y-y ในปี 2025-26F และ 3) เป็นหนึ่งในหุ้นที่ได้ประโยชน์สูงสุดในรอบการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานใหม่ของรัฐบาล จากราคาเป้าหมาย 11 บาท เราประเมินมูลค่าธุรกิจรับเหมาก่อสร้างที่ 3.5 บาท/หุ้น และพอร์ตการลงทุนที่ 7.5 บาท

งานในมือที่ต่ำไม่ใช่ปัจจัยกังวล

เราไม่กังวลต่องานในมือของ STEC ที่ต่ำเพียง 6.2 หมื่นลบ. ณ สิ้น 2Q24 ซึ่งมีมูลค่าเพียง 2 เท่าของรายได้ปี 2024F เนื่องจาก 1) มีโครงการที่มีศักยภาพสูง เช่น สนามบินอู่ตะเภา ดาต้าเซ็นเตอร์ และโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน มูลค่า 5.4 หมื่นลบ. ในปี 2025-26F และ 2) เป็นหนึ่งในผู้รับเหมาก่อสร้างที่ใหญ่ที่สุดในไทย เรามองว่า STEC จะเป็นหนึ่งในผู้ที่ได้รับประโยชน์สูงสุดจากแผนของรัฐบาลในการประมูลโครงการโครงสร้างพื้นฐานใหม่ มูลค่า 4.30 แสนลบ. ในปี 2025-27F ดังนั้นเราจึงคาดว่ามูลค่าโครงการใหม่ของ STEC จะอยู่ที่ 2.7/5.6/2.5 หมื่นลบ. ในปี 2024-26F ซึ่งจะช่วยงานในมือเป็น 7.2/9.7/8.9 หมื่นลบ. ณ สิ้นปี 2024-26F

กำไรเติบโต 119/55% y-y ในปี 2025-26F

จากการมีส่วนแบ่งขาดทุน 522 ลบ. ซึ่งเกิดจากการดำเนินงานในปีแรกของโครงการรถไฟสายชมพูและเหลือง เราจึงคาดว่ากำไรของ STEC จะลดลง 77% y-y ในปีนี้ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวเติบโต 119% y-y ในปี 2025F และ 55% y-y ในปี 2026F โดย 1) เราคาดว่าการรับรู้รายได้จากงานในมือและโครงการที่มีศักยภาพสูงจะช่วยเพิ่มรายได้จากการก่อสร้าง 4/6% y-y ในปี 2025-26F 2) แม้จะมีการขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ แต่เราคาดว่ากำไรขั้นต้นจะดีขึ้นจาก 4.8% ในปีนี้ (เทียบกับ 4.1% ใน 1H24) เป็น 5/5.2% ในปี 2025-26F เนื่องจากมีสัดส่วนโครงการที่ดีขึ้นจากการเสร็จสิ้นโครงการที่มีกำไรต่ำและค่าใช้จ่ายในการซ่อมแซมโครงการอุโมงค์ระบายน้ำบึงหนองบอนที่ลดลง และ 3) เรายังคาดว่าส่วนแบ่งขาดทุนจะลดลงเป็น 452/398 ลบ. ในปี 2025-26F เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารของรถไฟสายชมพูและเหลืองเพิ่มขึ้น

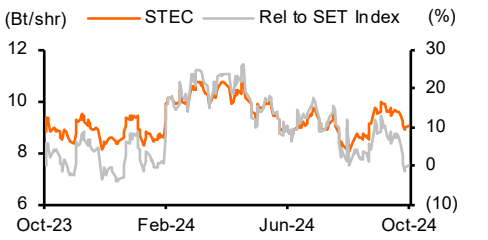
กลายเป็นบริษัทโฮลดิ้ง

แผนการปรับโครงสร้างของ STEC เพื่อกลายเป็นบริษัทโฮลดิ้งและลงทุนในด้านสาธารณูปโภคและไฟฟ้า โลจิสติกส์และการขนส่ง รวมถึงภาคส่วนที่มีการเติบโตสูง อาจส่งผลให้เกิดการลดมูลค่าในการประเมิน อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าความสำเร็จของแผนในระยะยาวจะช่วยสร้างรายได้และกำไรที่เป็นประจำและมีเสถียรภาพ และได้ประโยชน์จาก synergies ที่เกิดขึ้น เรายังไม่ได้รวมมูลค่าใดๆ จากแผนนี้ในประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	29,598	29,709	30,750	32,489
Net profit	528	117	257	398
Consensus NP	—	270	477	650
Diff frm cons (%)	—	*(56.5)*	*(46.2)*	*(38.8)*
Norm profit	504	117	257	398
Prev. Norm profit	—	552	631	723
Chg frm prev (%)	—	*(78.7)*	*(59.3)*	*(44.9)*
Norm EPS (Bt)	0.3	0.1	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	(38.6)	(76.7)	118.6	55.2
Norm PE (x)	27.4	117.6	53.8	34.7
EV/EBITDA (x)	10.5	10.3	9.6	8.7
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	3.3	0.3	0.7	1.2
ROE (%)	2.7	0.7	1.5	2.2
Net D/E (%)	(2.5)	3.8	3.8	2.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 15-Oct-24 (Bt)	9.05
Market Cap (US$ m)	413.9
Listed Shares (m shares)	1,525.1
Free Float (%)	66.4
Avg Daily Turnover (US$ m)	1.3
12M Price H/L (Bt)	10.70/8.05
Sector	Construction
Major Shareholder	C.T.Venture Co.,Ltd 17.1%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P22

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gorss margin (%)						
New	4.6	5.1	4.4	4.8	5.0	5.2
Old				5.0	4.7	4.7
Change (ppt)				*(0.2)*	*0.3*	*0.5*
Equity income (Bt m)						
New	40	34	(70)	(522)	(452)	(398)
Old				(256)	(199)	(170)
Change (%)				*na*	na	na
Normalized profit (Bt m)						
New	694	821	504	117	257	398
Old				552	631	723
Change (%)				*(78.7)*	*(59.3)*	*(44.9)*

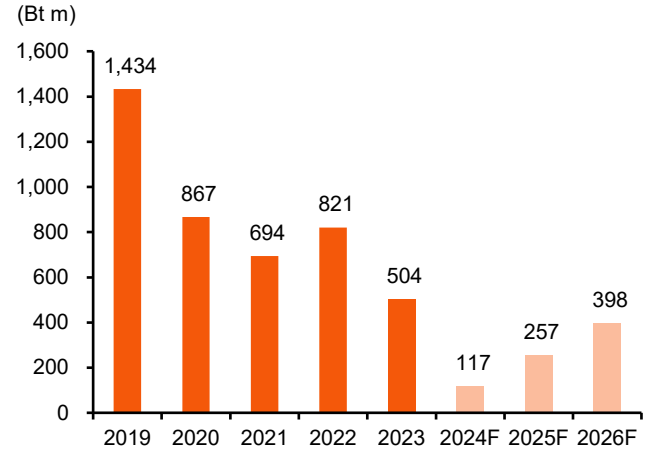
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: STEC's SOTP Value

BBG code	% holding	Fair value (Bt m)	15% discount (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (Bt m)
GULF TB	1.9%	11,911	10,125	65.5	14,448
TSE TB	9.0%	191	162	1.1	200
BGSR	10.0%	402	342	na	na
Pink & Yellow lines	15.0%	1,106	940	na	na
Total		**13,610**	**11,569**		**14,648**
Per STEC share (Bt)			**7.5**		**9.6**
Construction business value (Bt)			**3.5**		
Our TP (Bt)			**11.0**		

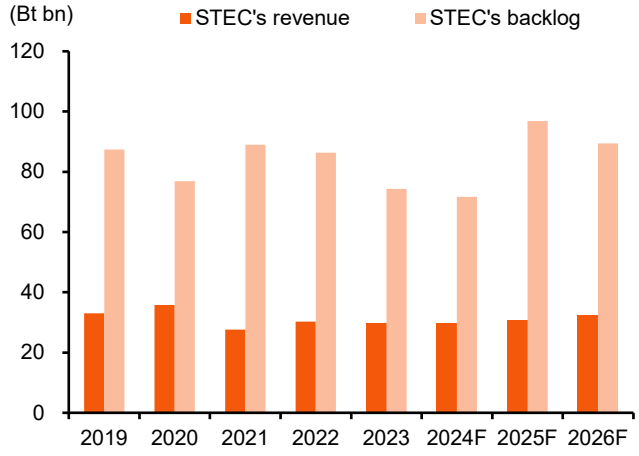
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: STEC's Strong Earnings Recovery Driven By…



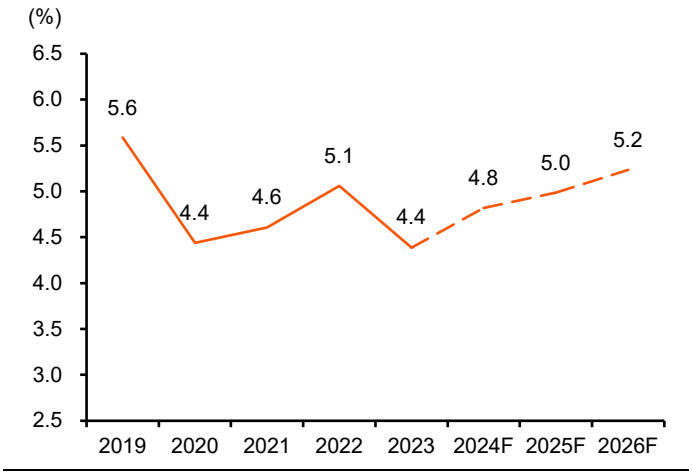
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: …Construction Revenue Growth…



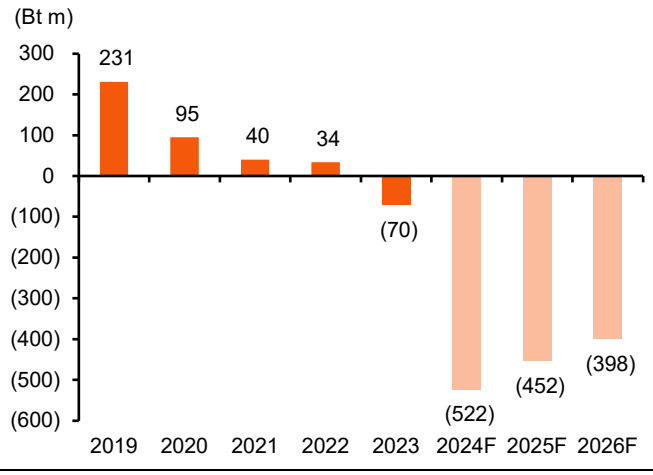
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: …Gross Margin Recovery, And…



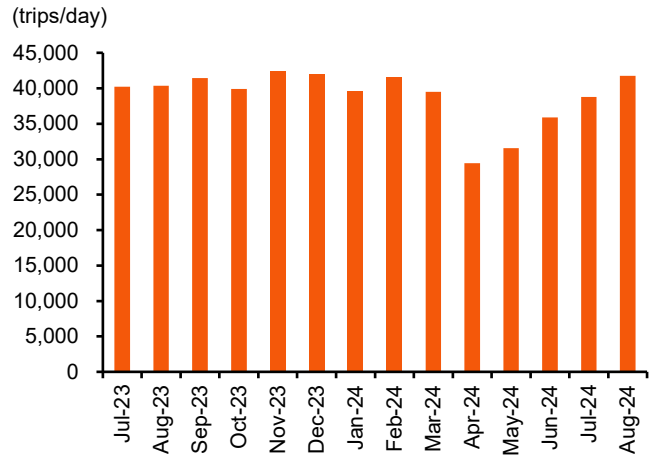
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Lower Equity Losses



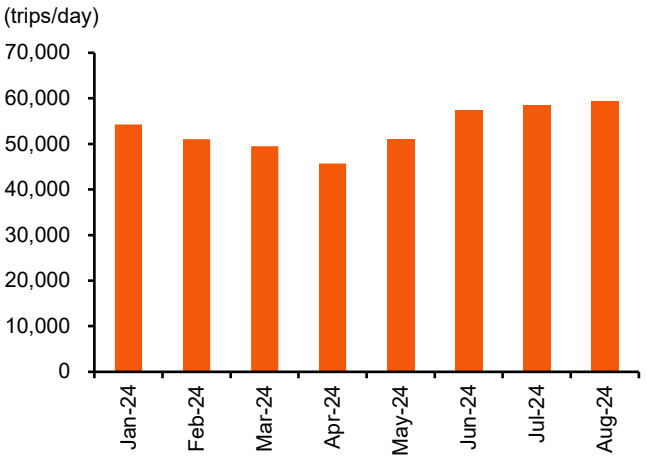
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Yellow Line's Ridership



Source: Company data

Ex 8: Pink Line's Ridership



Source: Company data

Ex 9: STEC's High-potential Projects

High potential projects	Bt bn
U-tapao Airport Expansion Phase 1	27.0
Data centers	7.2
Renewable energy power plants	6.0
Others	14.0
Total	**54.2**

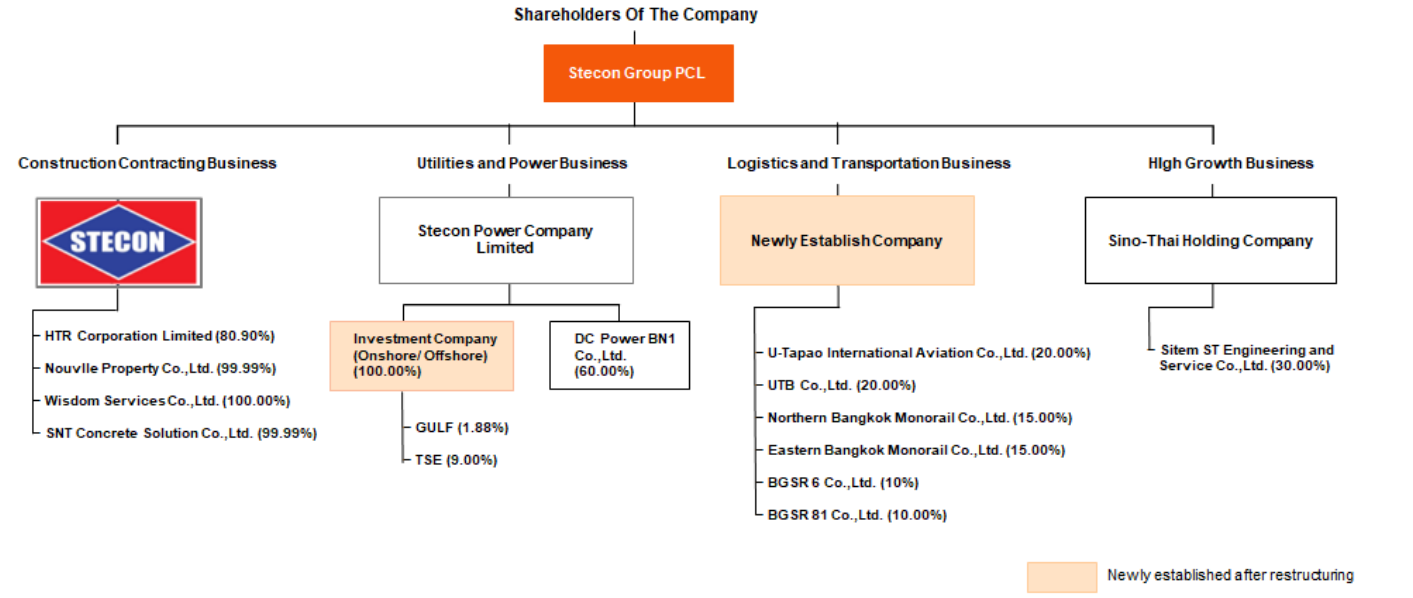
Sources: Company data

Ex 10: The Government's Infrastructure Investment Plan

Projects	Bt bn
Mass transit	65.9
Double-track railways	245.8
Motorways	71.0
Airports	46.8
Total	**429.5**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: STEC's Potential New Shareholding Structure



Source: Company data

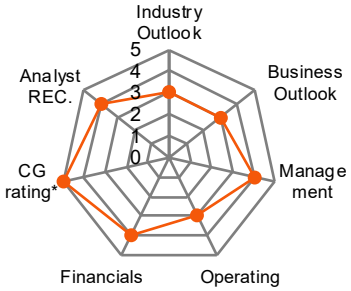
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซิโน-ไทย เอ็นจีเนียริ่งแอนด์คอนสตรัคชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในบริษัทวิศวกรรมและการก่อสร้างที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยบริษัทจะดำเนินงานโยธาและงานระบบเครื่องกล ในโครงการก่อสร้างอาคาร, โครงสร้างสาธารณูปโภคพื้นฐาน, พลังงาน, และสิ่งแวดล้อม, และอุตสาหกรรม บริษัทดำเนินงานโดยเป็นทั้งผู้รับเหมาหลัก, ผู้รับเหมาช่วง, และพันธมิตรร่วมค้า กับลูกค้าทั้งภาครัฐ และเอกชน STEC แบ่งงานก่อสร้างของบริษัทตามประเภทการก่อสร้างออกเป็น 5 ประเภทหลัก คือ งานก่อสร้างด้านสาธารณูปโภค งานก่อสร้างด้านอุตสาหกรรม งานก่อสร้างด้านอาคาร งานก่อสร้างด้านพลังงานงาน และงานก่อสร้างด้านสิ่งแวดล้อม

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีฐานะทางการเงินแข็งแกร่งที่สุดในกลุ่ม ด้วยเป็นบริษัทที่ไม่มีหนี้
- เป็นผู้รับเหมาระดับ 1 ที่สามารถจะชนะการประมูลโครงการก่อสร้างต่างๆ ได้ทั้งหมด
- มีความเชี่ยวชาญงานก่อสร้างโรงไฟฟ้า

W — Weakness

- เนื่องจากรายได้ส่วนใหญ่ของ STEC ขึ้นกับโครงการประมูล จึงไม่มีอะไรที่จะประกันได้ว่า STEC จะชนะการประมูล
- ธุรกิจรับเหมาก่อสร้างเป็นธุรกิจที่ใช้แรงงานเป็นหลัก ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงในเรื่องการเพิ่มขึ้นของต้นทุนแรงงาน และการขาดแคลนแรงงาน

O — Opportunity

- ประเทศไทยอยู่ในช่วงการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐาน
- ความกังวลในเรื่องมีไฟฟ้าใช้ไม่พอยังทำให้มีการเร่งลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้า

T — Threat

- ผลกระทบจากโควิด-19 และการใช้เวลาในการดำเนินงานของภาครัฐทำให้การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานล่าช้าออกไป
- ราคาวัสดุก่อสร้างที่ผันผวน เป็นความเสี่ยงหลัก และคาดว่าราคาน่าจะเพิ่มขึ้นในปีหน้า

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.77	11.00	13%
Net profit 24F (Bt m)	270	117	-56%
Net profit 25F (Bt m)	477	257	-46%
Consensus REC	**BUY: 9**	**HOLD: 4**	**SELL: 2**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรสุทธิของเราปี 2024-25F ต่ำกว่าตลาด 46-56% เนื่องจากเราเชื่อว่าเป็นเพราะเรารวมส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมที่สูงขึ้น
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 13% เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มกำไรในระยะยาวของธุรกิจรับเหมาก่อสร้าง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากการดำเนินการโครงการโครงสร้างพื้นฐานนั้นช้ากว่าที่เราคาดไว้ จะกระตุ้นให้เราปรับลดสมมติฐานมูลค่างานใหม่และการคาดการณ์กำไรของเรา
- ต้นทุนวัสดุก่อสร้างมีสัดส่วนราว 50-60% ของต้นทุนรวมของ STEC ดังนั้นราคาที่เพิ่มขึ้น จึงเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- การฟื้นตัวของเศรษฐกิจที่อ่อนแอกว่าคาดอาจส่งผลเชิงลบอย่างมากต่อความเชื่อมั่นของประชาชนและการลงทุนใหม่

Source: Thanachart

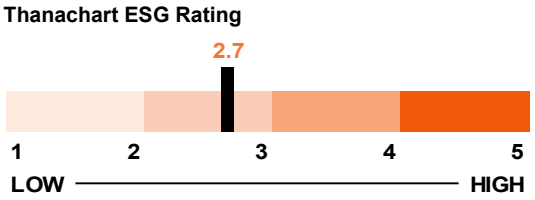
STEC

Sino-Thai Eng. & Cons.

Sector: Property & Cons. | Construction Services

ESG & Sustainability Report

STEC เป็น 1 ใน 3 บริษัทวิศวกรรมและการก่อสร้างที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยดำเนินธุรกิจก่อสร้างงานทุกประเภททั้งงานโยธา และงานเครื่องกลในโครงการโครงสร้างพื้นฐาน อาคาร และโรงไฟฟ้า งานของบริษัทฯ ปล่อยมลพิษบางส่วน และบริษัทฯ ได้ดำเนินการตามมาตรการเพื่อลดผลกระทบตามกฎหมาย เราให้คะแนน ESG ที่ 2.7 ซึ่งเป็นระดับปานกลางเพื่อสะท้อนถึงการบริหารจัดการสิ่งแวดล้อมที่ได้มาตรฐาน



	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)
STEC	YES	YES	-	BBB	-	54.81	22.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ STEC ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 20-25% เมื่อเปรียบเทียบกับการดำเนินงานปกติ และมุ่งสู่การบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 อย่างไรก็ตาม ในปี 2023 เนื่องจากการขยายการดำเนินงานและกิจกรรมทางธุรกิจ ทำให้มีการเพิ่มขึ้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกโดยรวมเมื่อเปรียบเทียบกับปีฐาน โดยเพิ่มขึ้น 9.9% ▪ นโยบายและการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมของ STEC เป็นไปตามกฎหมายและระเบียบข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง ในปี 2023 ค่าเฉลี่ยของอนุภาคแขวนลอยและอนุภาคที่มีขนาดไม่เกิน 10 ไมครอน ใน 24 ชั่วโมงอยู่ที่ 0.046-0.305 และ 0.015-0.113 มิลลิกรัมต่อลูกบาศก์เมตร ซึ่งต่ำกว่าค่าที่ตั้งเป้าไว้ไม่เกิน 0.33 มิลลิกรัมต่อลูกบาศก์เมตร และ 0.12 มิลลิกรัมต่อลูกบาศก์เมตร ตามลำดับ ▪ การวัดมลภาวะทางเสียงยังรวมถึงระดับความดันเสียงเฉลี่ยใน 24 ชั่วโมง ระดับเสียงสูงสุด และระดับความรำคาญจากเสียง คุณภาพน้ำจะถูกวัดจากค่า pH, BOD, ของแข็งแขวนลอย, ซัลไฟด์, ของแข็งทั้งหมดที่ละลาย เป็นต้น ค่าเกือบทั้งหมดอยู่ในเกณฑ์มาตรฐาน
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ STEC ให้ความสำคัญกับพระราชบัญญัติ ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงาน พ.ศ. ๒๕๕๔ บริษัทฯ ยังได้จัดอบรมด้านความปลอดภัยในการทำงานให้กับพนักงานทุกคนก่อนเข้าทำงาน เปลี่ยนงาน เปลี่ยนสถานที่ทำงาน หรือเปลี่ยนเครื่องจักรหรืออุปกรณ์ ▪ ในปี 2023 บริษัทฯ ได้รางวัลอุบัติเหตุจากการทำงานให้เป็นศูนย์สำหรับคนงานและพนักงานผู้ซึ่งทำงานจำนวน 10,000,000 ชั่วโมงที่โครงการ HKP, 2,000,000 ชั่วโมงที่โครงการ LEO, และ 900,000 ชั่วโมงที่โครงการระบบรวบรวมน้ำเสียธนบุรี นอกจากนี้ยังได้จัดการฝึกอบรม 4 หลักสูตรสำหรับแรงงานข้ามชาติใหม่จำนวน 414 คน และทดสอบมาตรฐานทักษะสำหรับแรงงาน 789 คน ▪ ภายใต้โครงการ "ซิโน-ไทย คืนกำไรสู่สังคม" ได้มีการทำความสะอาดระบายน้ำก่อนฤดูฝน, สร้างอาคารเรียนสำหรับเด็ก, และร่วมมือกับมหาวิทยาลัยเพื่อส่งเสริมการแข่งขันนวัตกรรมในด้านวิศวกรรม เป็นต้น
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ STEC มีคณะกรรมการ 12 คน (BOD) โดยในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 7 คน มีกรรมการหญิง 1 คน สมาชิก 4 คน ถือหุ้นใน STEC และสมาชิก 4 คน มาจากทีมผู้บริหาร ▪ ในปี 2023 บริษัทฯ ได้รับการเลือกเป็น "Sustainable Stock SET ESG Ratings: Rating A" โดยตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย นอกจากนี้ยังได้รับคะแนน "ยอดเยี่ยม" 5 ดาว ในเกณฑ์การประเมินการกำกับดูแลกิจการจากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) อีกด้วย ▪ คณะกรรมการตรวจสอบของ STEC ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 3 คน เพื่อตรวจสอบงบการเงิน ระบบการควบคุมภายใน การบริหารความเสี่ยง การปฏิบัติตามกฎหมายและระเบียบข้อบังคับของรัฐบาล และการประเมินประสิทธิภาพตนเอง ▪ บริษัทฯ ได้แต่งตั้งบริษัท EY Office Limited เป็นผู้สอบบัญชีอิสระของกลุ่ม

Sources: Thanachart, Company data

We expect STEC's earnings to turn around from next year onward…

…due to a revenue and gross margin recovery and lower equity losses

STEC's financial status looks solid

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	30,326	29,598	29,709	30,750	32,489
Cost of sales	28,792	28,299	28,277	29,217	30,789
Gross profit	**1,534**	**1,299**	**1,432**	**1,533**	**1,701**
% gross margin	5.1%	4.4%	4.8%	5.0%	5.2%
Selling & administration expenses	779	834	891	923	975
Operating profit	**754**	**464**	**541**	**611**	**726**
% operating margin	2.5%	1.6%	1.8%	2.0%	2.2%
Depreciation & amortization	1,038	805	867	900	921
EBITDA	**1,793**	**1,270**	**1,408**	**1,511**	**1,647**
% EBITDA margin	5.9%	4.3%	4.7%	4.9%	5.1%
Non-operating income	249	262	359	393	420
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(20)	(43)	(129)	(129)	(139)
Pre-tax profit	**984**	**683**	**771**	**874**	**1,006**
Income tax	187	102	123	157	201
After-tax profit	**797**	**582**	**648**	**717**	**805**
% net margin	2.6%	2.0%	2.2%	2.3%	2.5%
Shares in affiliates' Earnings	34	(70)	(522)	(452)	(398)
Minority interests	(9)	(8)	(8)	(8)	(9)
Extraordinary items	36	23	0	0	0
NET PROFIT	**857**	**528**	**117**	**257**	**398**
Normalized profit	**821**	**504**	**117**	**257**	**398**
EPS (Bt)	0.6	0.3	0.1	0.2	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	22,160	20,636	19,982	21,532	22,453
Cash & cash equivalent	8,297	5,310	4,000	5,000	5,000
Account receivables	9,772	10,386	10,419	10,784	11,394
Inventories	2,728	3,274	3,486	3,602	3,796
Others	1,363	1,665	2,077	2,147	2,264
Investments & loans	23,473	21,395	21,395	21,395	21,395
Net fixed assets	3,442	3,951	4,384	4,783	5,163
Other assets	1,715	1,467	1,480	1,515	1,567
Total assets	**50,790**	**47,449**	**47,240**	**49,226**	**50,578**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	27,472	26,698	26,732	28,470	29,479
Account payables	24,511	18,506	18,593	19,211	20,245
Bank overdraft & ST loans	0	4,745	4,672	5,678	5,466
Current LT debt	0	117	0	0	0
Others current liabilities	2,961	3,330	3,467	3,581	3,768
Total LT debt	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Others LT liabilities	3,428	2,680	2,771	2,788	2,814
Total liabilities	**30,900**	**29,377**	**29,502**	**31,258**	**32,293**
Minority interest	297	371	379	387	396
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,525	1,525	1,525	1,525	1,525
Share premium	2,097	2,097	2,097	2,097	2,097
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6,694	4,710	4,710	4,710	4,710
Retained earnings	**9,276**	**9,369**	**9,027**	**9,249**	**9,557**
Shareholders' equity	19,592	17,701	17,359	17,580	17,889
Liabilities & equity	**50,790**	**47,449**	**47,240**	**49,226**	**50,578**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	984	683	771	874	1,006
Tax paid	(187)	(102)	(123)	(157)	(201)
Depreciation & amortization	1,038	805	867	900	921
Chg In w orking capital	295	(7,166)	(157)	137	230
Chg In other CA & CL / minorities	(412)	71	(797)	(408)	(328)
Cash flow from operations	**1,718**	**(5,708)**	**562**	**1,346**	**1,627**
Capex	(1,195)	(1,314)	(1,300)	(1,300)	(1,300)
Right of use	650	740	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	11	(55)	0	0	0
LT loans & investments	(2,440)	2,077	0	0	0
Adj for asset revaluation	2,037	(1,985)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	236	(1,171)	88	(7)	(16)
Cash flow from investments	**(700)**	**(1,707)**	**(1,222)**	**(1,317)**	**(1,326)**
Debt financing	0	4,862	(190)	1,006	(212)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(381)	(457)	(460)	(35)	(90)
Warrants & other surplus	0	23	(0)	0	0
Cash flow from financing	**(381)**	**4,428**	**(650)**	**971**	**(302)**
Free cash flow	**522**	**(7,022)**	**(738)**	**46**	**327**

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	16.8	27.4	117.6	53.8	34.7
Normalized PE - at target price (x)	20.4	33.3	142.9	65.4	42.1
PE (x)	16.1	26.2	117.6	53.8	34.7
PE - at target price (x)	19.6	31.8	142.9	65.4	42.1
EV/EBITDA (x)	3.1	10.5	10.3	9.6	8.7
EV/EBITDA - at target price (x)	4.7	12.9	12.4	11.6	10.5
P/BV (x)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	1.0	1.0	0.9
P/CFO (x)	8.0	(2.4)	24.6	10.3	8.5
Price/sales (x)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
Dividend yield (%)	3.3	3.3	0.3	0.7	1.2
FCF Yield (%)	3.8	(50.9)	(5.3)	0.3	2.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.3	0.1	0.2	0.3
EPS	0.6	0.3	0.1	0.2	0.3
DPS	0.3	0.3	0.0	0.1	0.1
BV/share	12.8	11.6	11.4	11.5	11.7
CFO/share	1.1	(3.7)	0.4	0.9	1.1
FCF/share	0.3	(4.6)	(0.5)	0.0	0.2

Its high PEs look justified with its strong earnings growth recovery

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	9.6	(2.4)	0.4	3.5	5.7
Net profit (%)	20.6	(38.5)	(77.8)	118.6	55.2
EPS (%)	20.6	(38.5)	(77.8)	118.6	55.2
Normalized profit (%)	18.3	(38.6)	(76.7)	118.6	55.2
Normalized EPS (%)	18.3	(38.6)	(76.7)	118.6	55.2
Dividend payout ratio (%)	53.6	87.1	30.0	35.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	5.1	4.4	4.8	5.0	5.2
Operating margin (%)	2.5	1.6	1.8	2.0	2.2
EBITDA margin (%)	5.9	4.3	4.7	4.9	5.1
Net margin (%)	2.6	2.0	2.2	2.3	2.5
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.3	0.3	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	38.0	10.8	4.2	4.7	5.2
Interest coverage - EBITDA (x)	90.2	29.4	10.9	11.7	11.8
ROA - using norm profit (%)	1.7	1.0	0.2	0.5	0.8
ROE - using norm profit (%)	4.5	2.7	0.7	1.5	2.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.3	3.1	3.7	4.1	4.5
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	3.3	2.5	3.0	3.3	3.5
- leverage (x)	2.7	2.6	2.7	2.8	2.8
- interest burden (%)	98.0	94.1	85.7	87.1	87.8
- tax burden (%)	81.0	85.1	84.0	82.0	80.0
WACC (%)	11.4	11.4	11.4	11.9	11.9
ROIC (%)	6.5	3.5	2.6	2.8	3.2
NOPAT (Bt m)	611	395	454	501	581
invested capital (Bt m)	11,295	17,253	18,031	18,259	18,355

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

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

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

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

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

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

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

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

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

Score range	Description
CCC - B	**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.

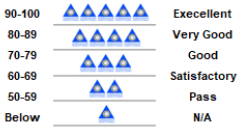
ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, 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.moodys.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."
Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.
Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.
Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.
MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.
MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information").
2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").
The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.
All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.
The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.
The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.
No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.
You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.
By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.
Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

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

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต 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: บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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