

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 7.00

(From: Bt 11.00)

Downside : 2.8%

4 NOVEMBER 2024

Small Cap Research

Bangchak Sriracha Pcl (BSRC TB)

ซื้อขายในระดับที่เหมาะสมแล้ว

เราปรับลดประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของ BSRC ลงเป็น 7.0 บาท สะท้อนถึงสมมติฐาน GRM ที่ลดลงของเรา เนื่องจากแนวโน้มอุตสาหกรรมการกลั่นที่อ่อนแอลง การซื้อขายที่ 0.8 เท่า 2025F P/BV นั้นเรามองว่าสมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับ ROE ที่ 9% เราปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" และมองว่า BCP เป็นตัวเลือกที่ดีกว่า



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง" วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เนื่องจากสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM) ที่ลดลง เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ BSRC ลง 12/41/30% ในปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลงเหลือ 7.0 บาท (จาก 11.0 บาท) และปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" จาก "ซื้อ" เนื่องจาก 1) เรามองลบมากขึ้นต่อแนวโน้มตลาดการกลั่น เนื่องจากการเติบโตของความต้องการที่ชะลอตัวลง และแรงกดดันจากอุปทานใหม่ในปี 2025F 2) การเติบโตจากผลประโยชน์จาก synergies กับบริษัทแม่ BCP (BCP, "ซื้อ") ไม่เพียงพอที่จะชดเชยผลกระทบจาก GRM ที่ลดลงได้ และเราคาดว่า EPS จะหดตัวลง 7% ในปี 2025F และ 3) เรามองว่า BSRC ซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้วที่ 0.8 เท่า P/BV เทียบกับ ROE ที่ 8.9% ในปี 2025F

มีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้ม GRM

กำลังการกลั่นใหม่ ร่วมกับความต้องการที่ซบเซา โดยเฉพาะจากจีน ส่งผลให้อัตรากำไรลดลงไปถึงระดับต่ำสุดในหลายปี เราจึงมีมุมมองเชิงลบต่อแนวโน้มตลาดการกลั่นมากขึ้น และปรับลดสมมติฐานค่าการกลั่นลง เราปรับลด GRM ของ BSRC ลง 3/9/5% เป็น US\$4.2/4.1/4.4 ต่อบาร์เรล ในปี 2024-26F

Synergies เป็นเบาะรองรับ

ทั้ง BCP ซึ่งถือหุ้น 70% ใน BSRC และ BSRC ปัจจุบันตั้งเป้าผลประโยชน์จาก Synergies ที่ 5.0 พันลบ. ในปี 2024F เทียบกับเป้าหมายก่อนหน้านี้ที่ 3 พันลบ. ในจำนวนผลประโยชน์รวมกันนี้ เป็นของ BSRC ประมาณ 50% และ BCP จะได้รับอีกครั้งหนึ่ง Synergies หลักมาจากการอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นของโรงกลั่น เนื่องจากผลิตภัณฑ์สามารถจำหน่ายได้มากขึ้นผ่านสถานีบริการน้ำมันของ BCP อัตราการใช้กำลังการผลิตของ BSRC เพิ่มขึ้นเป็น 89% ใน 2Q24 จาก 86% ใน 1Q24 และเฉลี่ย 10 ปีก่อนการเข้าซื้อที่ 74% บริษัทฯ คาดว่าจะถึงระดับ 95% แต่เราเชื่อว่าจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนเพิ่มเติมบางส่วนเพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้

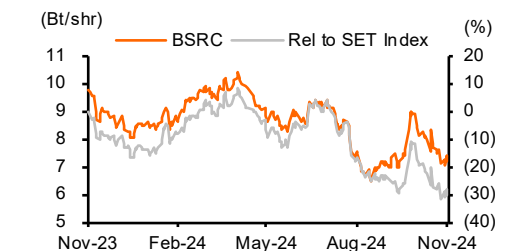
ธุรกิจ non-oil สร้างกำไรให้มากขึ้น

EBITDA ของ BSRC ใน 1H24 รว 63% มาจากธุรกิจโรงกลั่น และ 37% จากธุรกิจค้าปลีกน้ำมันหรือสถานีบริการน้ำมัน โดยใน 3Q24 รว 90% ของสถานีบริการน้ำมันของ BSRC ได้เปลี่ยนชื่อเป็นสถานี BCP บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายที่จะเปลี่ยนชื่อทั้งหมดภายในปี 2024F นอกจากนี้ BSRC ยังวางแผนที่จะเสนอผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่น้ำมันมากขึ้นที่สถานีบริการน้ำมัน ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรโดยรวมของธุรกิจสถานีบริการน้ำมัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	229,538	165,990	165,990	165,990
Net profit	2,142	1,527	2,314	2,813
Consensus NP	—	2,186	4,519	5,309
Diff frm cons (%)	—	(30.1)	(48.8)	(47.0)
Norm profit	2,529	2,826	2,629	3,338
Prev. Norm profit	—	3,217	4,454	4,756
Chg frm prev (%)	—	(12.1)	(41.0)	(29.8)
Norm EPS (Bt)	0.7	0.8	0.8	1.0
Norm EPS grw (%)	(77.0)	11.7	(7.0)	27.0
Norm PE (x)	9.9	8.8	9.5	7.5
EV/EBITDA (x)	9.1	5.3	5.0	3.9
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Div yield (%)	3.5	2.5	3.7	4.5
ROE (%)	9.2	10.0	8.9	10.7
Net D/E (%)	97.7	47.2	37.9	22.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Nov-24 (Bt)	7.20
Market Cap (US\$ m)	735.0
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	23.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.1
12M Price H/L (Bt)	10.40/6.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 76.34%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P26

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Revisions

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ESSO's market GRM (US\$/bbl)					
New	5.8	3.8	4.2	4.1	4.4
Old			4.4	4.5	4.6
Change (%)			(3.4)	(9.2)	(4.6)
Refinery utilization (%)					
New	75	68	90	92	95
Old			90	92	95
Change (%)			0.0	0.0	0.0
Net profit (Bt m)					
New	9,508	2,142	1,527	2,314	2,813
Old			2,970	4,174	4,756
Change (%)			(48.6)	(44.6)	(40.8)
Normalized profit (Bt m)					
New	11,007	2,529	2,826	2,629	3,338
Old			3,217	4,454	4,756
Change (%)			(12.1)	(41.0)	(29.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA + dividend	7,304	8,156	6,582	5,941	6,215	5,732	5,251	4,754	4,426	4,826	4,863	
Free cash flow	4,712	5,515	3,984	3,514	3,779	3,337	2,938	2,526	2,258	2,544	2,529	35,026
PV of free cash flow	4,327	4,650	3,085	2,498	2,466	1,999	1,570	1,234	1,008	1,039	944	13,080
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	37,902											
Net debt (2024F)	13,584											
Minority interest	7											
Equity value	24,311											
# of shares (m)	3,461											
Equity value/share (Bt)	7.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

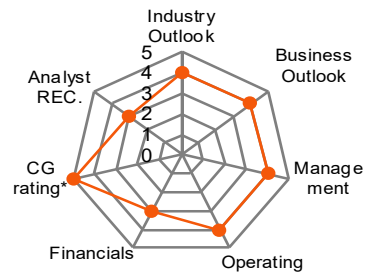
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำในประเทศไทย บริษัท ประกอบกิจการโรงงานกลั่นน้ำมันแบบ complex ใช้น้ำมันดิบวันละ 177,000 บาร์เรล และ Nelson Complexity index ที่ 6.6 กำลังการผลิตของ BSRC คิดเป็น 13% ของกำลังการผลิตของประเทศไทย และมีส่วนแบ่งการตลาดน้ำมันค่าปลีกราว 15% นอกจากนี้ BSRC ยังมีกำลังการผลิต PX ที่ 0.5 ล้านตัน บริษัท เป็นบริษัทย่อยของ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ถือหุ้น 76%) บริษัทแม่ใหม่ บริษัท คาดว่าจะเปลี่ยนโฉมสถานีบริการทั้งหมดเป็นปั๊มบางจากภายในสิ้นปี 2024

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

- ประโยชน์จากการผนึกกำลังหลังการเข้าซื้อของ BCP

O — Opportunity

- เครือข่ายค้าปลีกและโรงกลั่นยังคงใช้ประโยชน์น้อยเกินไป เราคาดว่าจะมีการเพิ่มประสิทธิภาพมากขึ้นภายหลังการเข้าซื้อกิจการของ BCP ในปี 2023

W — Weakness

- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายกว่าราคาขายส่ง ผ่านทางการควบคุมค่าการตลาด
- การเป็นโรงกลั่นที่ซับซ้อนน้อยกว่าจะทำให้บริษัทมีโครงสร้างต้นทุนที่สูงขึ้นและมีการแข่งขันน้อยลง

T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ภัยคุกคามจากสิ่งทดแทน เช่น ยานพาหนะไฟฟ้า อาจลดความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมัน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	8.87	7.00	-21%
Net profit 24F (Bt m)	2,186	1,527	-30%
Net profit 25F (Bt m)	4,519	2,314	-49%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไรของเราสำหรับปี 2024-25F ต่ำกว่าประมาณการของตลาด ซึ่งอาจเกิดจากการที่เราให้สมมติฐาน GRM ที่ระมัดระวังมากขึ้น
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาดจากประมาณการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

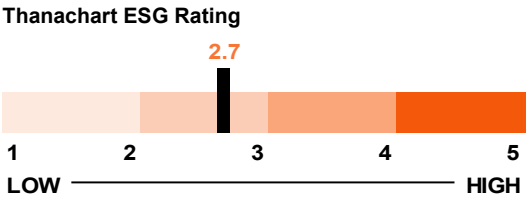
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ BSRC และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นบริษัทโรงกลั่นน้ำมันขนาดกลางของไทยที่มีกำลังการผลิต 174k b/d เราให้คะแนน ESG สำหรับ BSRC ที่ 2.7 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดของหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ เรามองว่ากลยุทธ์พลังงานสีเขียวของ BSRC ยังคงล้ำหลังคู่แข่ง เราไม่เชื่อว่า BSRC มีความตั้งใจแน่วแน่ในการลงทุนใหม่ที่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมากในประเทศไทย



	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)
BSRC	-	-	-	B	58.59	55.27	20.00	-	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	- BSRC เป็นโรงกลั่นไทยที่มีระดับความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซคาร์บอนต่ำที่สุดเป็นอันดับสองในกลุ่มฯ ที่ 161 kg./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 280 kg./BOE อย่างไรก็ตาม เรายังคงให้คะแนน ESG ต่ำสุดที่ 2.7 เนื่องจากล้ำหลังกว่าคู่แข่งในการกำหนดเป้าหมายและแผนที่ชัดเจนต่อประเด็น ESG - BSRC ปล่อย CO2 เทียบเท่า 0.9 ล้านตันในปี 2023 ซึ่งเป็นการปล่อยคาร์บอนลดลง 9% จากระดับปี 2022 เราเชื่อว่ามิสาเหตุมาจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ได้ลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลงประมาณ 1.2% เมื่อเทียบกับปี 2021 - BSRC ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2026 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (GHG) ภายในปี 2050 ซึ่งเปลี่ยนแปลงเนื่องจากบริษัทแม่ใหม่
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- BSRC มีมาตรฐานด้านความปลอดภัยในการปฏิบัติงานที่สูง และบรรลุเป้าหมายด้านความปลอดภัยหลายประการในปี 2022 และไม่มีเหตุการณ์การบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน และไม่มีรายงานการรั่วไหลในปี 2022 ทั้งโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์ไม่มีรายงานการรั่วไหลใดๆ เป็นเวลา 16 ปี ในขณะที่ไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานเป็นเวลา 12 ปี สำหรับพนักงานและผู้รับเหมา - BSRC ได้รับรางวัลองค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่นระดับแพลทินัมจากหอการค้าอเมริกันในประเทศไทยติดต่อกันเป็นเวลา 13 ปี
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เรามองว่า BSRC มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม มีกรรมการอิสระ 6 คน จากทั้งหมด 12 คน และมีกรรมการหญิง 4 คน - ปัจจุบัน BSRC ถูกซื้อกิจการโดย BCP โรงกลั่นจดทะเบียนในประเทศไทย เราคาดว่า การเข้าซื้อกิจการที่อาจเกิดขึ้น synergy ร่วมกัน ซึ่งจะนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นสำหรับบริษัทฯ - มีความผันผวนของกำไรอยู่ในระดับสูงตามลักษณะของธุรกิจที่ต้องเผชิญกับความผันผวนของราคาน้ำมัน และค่าการกลั่น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ต่ำ และข้อกำหนดด้านเงินลงทุนที่จำกัดส่วนใหญ่สำหรับธุรกิจสถานีบริการน้ำมันและการซ่อมบำรุงโรงกลั่น

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	263,000	229,538	165,990	165,990	165,990
Cost of sales	244,209	221,259	158,513	158,628	157,872
Gross profit	18,792	8,279	7,477	7,361	8,118
% gross margin	7.1%	3.6%	4.5%	4.4%	4.9%
Selling & administration expenses	5,440	5,215	3,771	3,771	3,771
Operating profit	13,352	3,064	3,706	3,590	4,346
% operating margin	5.1%	1.3%	2.2%	2.2%	2.6%
Depreciation & amortization	2,772	2,700	3,542	3,714	3,810
EBITDA	16,123	5,765	7,248	7,304	8,156
% EBITDA margin	6.1%	2.5%	4.4%	4.4%	4.9%
Non-operating income	40	289	242	276	276
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(376)	(735)	(1,124)	(1,043)	(964)
Pre-tax profit	13,016	2,619	2,824	2,823	3,658
Income tax	2,320	451	382	578	703
After-tax profit	10,696	2,168	2,442	2,245	2,955
% net margin	4.1%	0.9%	1.5%	1.4%	1.8%
Shares in affiliates' Earnings	312	361	384	384	384
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	(1,499)	(387)	(1,298)	(315)	(525)
NET PROFIT	9,508	2,142	1,527	2,314	2,813
Normalized profit	11,007	2,529	2,826	2,629	3,338
EPS (Bt)	2.7	0.6	0.4	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	3.2	0.7	0.8	0.8	1.0

We expect BSRC to see resilient profit despite falling GRM in 2025F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	51,922	35,876	28,115	28,125	28,063
Cash & cash equivalent	586	976	3,000	3,000	3,000
Account receivables	8,430	9,548	6,904	6,904	6,904
Inventories	23,893	18,182	13,026	13,035	12,973
Others	19,013	7,171	5,186	5,186	5,186
Investments & loans	2,871	2,835	2,835	2,835	2,835
Net fixed assets	22,982	22,888	21,345	19,631	17,822
Other assets	7,766	9,022	7,475	7,475	7,475
Total assets	85,541	70,621	59,771	58,067	56,195
LIABILITIES:					
Current liabilities:	49,624	22,618	17,047	14,950	13,574
Account payables	5,872	5,262	3,770	3,773	3,755
Bank overdraft & ST loans	26,436	8,234	4,824	4,209	2,990
Current LT debt	5,334	4,641	2,719	2,372	1,685
Others current liabilities	11,983	4,481	5,734	4,596	5,145
Total LT debt	4,166	15,433	9,041	7,889	5,604
Others LT liabilities	4,547	4,607	4,930	4,930	4,930
Total liabilities	58,337	42,658	31,019	27,769	24,109
Minority interest	7	7	7	7	7
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
Share premium	4,032	4,032	4,032	4,032	4,032
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	691	315	315	315	315
Retained earnings	5,399	6,534	7,323	8,868	10,656
Shareholders' equity	27,197	27,956	28,745	30,290	32,078
Liabilities & equity	85,541	70,621	59,771	58,067	56,195

We estimate a higher ROE from synergies with BCP

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

With limited capex and a healthy refinery margin, we expect positive FCF

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	13,016	2,619	2,824	2,823	3,658
Tax paid	(2,320)	(451)	(382)	(578)	(703)
Depreciation & amortization	2,772	2,700	3,542	3,714	3,810
Chg In working capital	(4,611)	3,984	6,307	(7)	44
Chg In other CA & CL / minorities	(12,565)	4,751	3,623	(755)	932
Cash flow from operations	(3,709)	13,603	15,914	5,197	7,741
Capex	(2,048)	(2,606)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Right of use	482	388	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,585	36	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,957)	(2,020)	572	(315)	(525)
Cash flow from investments	(1,939)	(4,203)	(1,428)	(2,315)	(2,525)
Debt financing	6,945	(7,627)	(11,724)	(2,114)	(4,191)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,730)	(1,038)	(738)	(768)	(1,025)
Warrants & other surplus	217	(376)	0	0	0
Cash flow from financing	5,433	(9,041)	(12,462)	(2,882)	(5,216)
Free cash flow	(5,757)	10,997	13,914	3,197	5,741

VALUATION

We think BSRC's valuation is fair

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	2.3	9.9	8.8	9.5	7.5
Normalized PE - at target price (x)	2.2	9.6	8.6	9.2	7.3
PE (x)	2.6	11.6	16.3	10.8	8.9
PE - at target price (x)	2.5	11.3	15.9	10.5	8.6
EV/EBITDA (x)	3.7	9.1	5.3	5.0	3.9
EV/EBITDA - at target price (x)	3.7	8.9	5.2	4.9	3.9
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
P/CFO (x)	(6.7)	1.8	1.6	4.8	3.2
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	6.9	3.5	2.5	3.7	4.5
FCF Yield (%)	(23.1)	44.1	55.8	12.8	23.0
(Bt)					
Normalized EPS	3.2	0.7	0.8	0.8	1.0
EPS	2.7	0.6	0.4	0.7	0.8
DPS	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3
BV/share	7.9	8.1	8.3	8.8	9.3
CFO/share	(1.1)	3.9	4.6	1.5	2.2
FCF/share	(1.7)	3.2	4.0	0.9	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	57.3	(12.7)	(27.7)	0.0	0.0
Net profit (%)	114.0	(77.5)	(28.7)	51.5	21.6
EPS (%)	114.0	(77.5)	(28.7)	51.5	21.6
Normalized profit (%)	na	(77.0)	11.7	(7.0)	27.0
Normalized EPS (%)	na	(77.0)	11.7	(7.0)	27.0
Dividend payout ratio (%)	18.2	40.4	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	7.1	3.6	4.5	4.4	4.9
Operating margin (%)	5.1	1.3	2.2	2.2	2.6
EBITDA margin (%)	6.1	2.5	4.4	4.4	4.9
Net margin (%)	4.1	0.9	1.5	1.4	1.8
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.0	0.6	0.5	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.0	0.5	0.4	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	35.5	4.2	3.3	3.4	4.5
Interest coverage - EBITDA (x)	42.9	7.8	6.5	7.0	8.5
ROA - using norm profit (%)	14.1	3.2	4.3	4.5	5.8
ROE - using norm profit (%)	47.4	9.2	10.0	8.9	10.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	46.1	7.9	8.6	7.6	9.5
- asset turnover (x)	3.4	2.9	2.5	2.8	2.9
- operating margin (%)	5.1	1.5	2.4	2.3	2.8
- leverage (x)	3.4	2.8	2.3	2.0	1.8
- interest burden (%)	97.2	78.1	71.5	73.0	79.1
- tax burden (%)	82.2	82.8	86.5	79.5	80.8
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.9	8.9
ROIC (%)	23.2	4.1	5.8	6.7	8.4
NOPAT (Bt m)	10,972	2,537	3,205	2,855	3,511
invested capital (Bt m)	62,546	55,287	42,329	41,760	39,358

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net gearing to improve over the next few years

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, none 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.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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุติริเลิศ 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)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, 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, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคม, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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