

BUY (Unchanged)

TP: Bt 29.00 (From: Bt 20.00)

4 NOVEMBER 2024

Change in Numbers

Upside : 12.6%

# Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

## กลับมาฟื้นตัว

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" IVL ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 29 บาท เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายขึ้นเพื่อสะท้อนถึงการประหยัดต้นทุนจากการปิดโรงงานที่ไม่ทำกำไร และคาดว่าจะกำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งถึง 28/11% ในปี 2025-26F แม้แนวโน้มอุตสาหกรรมจะยังอ่อนแอ



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### คงคำแนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอ" วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เรายังคงให้คำแนะนำ "ซื้อ" IVL 1) เราปรับประมาณการกำไรของ IVL ขึ้น 34%/13%/12% สำหรับปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) เป็น 29 บาท จากเดิม 20 บาท เพื่อสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้นจากการปิดโรงงานที่ไม่ทำกำไร เราคาดว่ากำไรของ IVL จะเติบโต 298%/28%/11% ในปี 2024-26F 2) เราเชื่อว่า integrated PET spread ต่ำสุดแล้ว และมีแนวโน้มจะลดลงจำกัด แม้ว่าเราคาดว่าอุตสาหกรรมจะยังคงอ่อนแอจนถึงปี 2026F แต่เรายังคงคาดว่า IVL จะยังคงมีกำไรที่เติบโตจากปัจจัยดังกล่าว ในความเป็นจริง integrated PET spread ในเอเชียใต้ฟื้นตัวใน 4Q24 จากจุดต่ำสุดใน 3Q23 3) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 3Q24F และ 4) เรามองว่า IVL มีมูลค่าไม่แพง ที่ PE ที่สูงที่ 17.7 เท่า เป็นผลมาจากการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่ง

### ปิดโรงงานที่ไม่ทำกำไร

IVL เริ่มปิดโรงงานที่ไม่ทำกำไรใน 2Q24 โดยการประหยัดต้นทุนได้ US\$15m ใน 3Q24F และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น US\$15-20m ใน 4Q24F เราจึงปรับประมาณการประหยัดต้นทุนขึ้นเป็น US\$120m (46% ของกำไรปี 2025F) จากประมาณการก่อนหน้านี้ที่ US\$100m ซึ่งยังถือว่าเป็นระดับที่ไม่สูงเมื่อเทียบกับเป้าหมายของบริษัทฯ ที่ US\$170m ในปี 2025F.

### PET spread ต่ำสุดแล้ว

เรายังคงคาดว่าอุปทาน PET จะยังคงล้นตลาดต่อเนื่องไปจนถึงปี 2026F (ดูข้อมูลอุปสงค์-อุปทาน ใน Exhibit 14 ในบทวิเคราะห์หลัก) แต่อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า integrated PET spread ในเอเชียใต้แตะจุดต่ำสุดแล้ว เนื่องจากสเปรดอยู่ในระดับที่ค่อนข้างเสถียรตลอดห้าสัปดาห์ที่ผ่านมา เนื่องจากผู้ประกอบการหลายรายขาดทุนแล้ว เราจึงเห็นว่าแนวโน้มลดลงที่จำกัด ที่จริงแล้วสเปรดฟื้นตัวขึ้นที่ US\$162/tonne ใน 4QTD เพิ่มขึ้น 25% q-q จาก 3Q24 เนื่องจากการควบคุมอุปทานที่มีวินัยมากขึ้นในประเทศจีน เราคาดว่าสเปรดจะอยู่ที่ US\$137/157/167 ต่อตัน ในปี 2024-26F จากจุดสูงสุดที่ US\$427 ในปี 2018

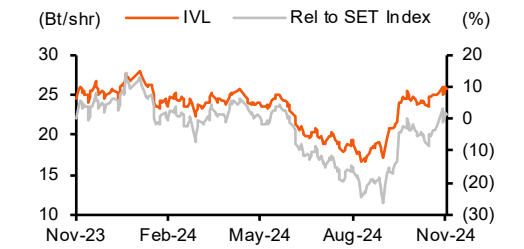
### กำไรฟื้นตัวใน 3Q24F

เราคาดว่ากำไรปกติของ IVL ใน 3Q24F จะอยู่ที่ 2.4 พันลบ. เพิ่มขึ้น 100% q-q และจากการขาดทุน 345 ลบ. ใน 3Q23 เราคาดว่ากำไรรายการพิเศษเป็นผลขาดทุนจากสต็อก 1.6 พันลบ. แต่ไม่มีการด้อยค่าสินทรัพย์ การด้อยค่าของสินทรัพย์ใน 2Q24 อยู่ที่ 24 พันลบ. จากการปิดโรงงาน การกลับมาฟื้นตัวของกำไรปกติครั้งนี้ได้รับแรงขับเคลื่อนหลักจากการประหยัดต้นทุนจากการปิดโรงงาน และ product spread ที่ดีขึ้น

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	550,877	548,502	463,027	435,616
Net profit	(10,798)	(17,853)	9,069	9,928
Consensus NP	—	(18,401)	9,797	13,658
Diff frm cons (%)	—	(3.0)	(7.4)	(27.3)
Norm profit	2,366	7,155	9,069	9,928
Prev. Norm profit	—	5,316	8,027	8,870
Chg frm prev (%)	—	34.6	13.0	11.9
Norm EPS (Bt)	0.3	1.1	1.5	1.6
Norm EPS grw (%)	(95.2)	298.1	28.1	10.5
Norm PE (x)	90.4	22.7	17.7	16.0
EV/EBITDA (x)	8.0	7.4	6.7	6.4
P/BV (x)	0.9	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	3.6	0.0	1.7	1.9
ROE (%)	1.4	4.5	5.8	6.1
Net D/E (%)	124.1	145.3	125.0	112.9

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Nov-24 (Bt)	25.75
Market Cap (US\$ m)	4,264.5
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	19.6
12M Price H/L (Bt)	28.00/16.60
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 64.74%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P41

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



**Ex 1: Earning Revisions**

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	20,420	34,057	2,366	7,155	9,069	9,928
- Old				5,316	8,027	8,870
- Change (%)				34.6	13.0	11.9
<b>Net profit (Bt m)</b>						
- New	26,288	31,006	(10,798)	(17,853)	9,069	9,928
- Old				5,316	8,027	8,870
- Change (%)				na	13.0	11.9

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	54,352	54,658	54,941	56,086	56,867	57,535	58,222	58,928	59,653	60,399	61,166	
Free cash flow	32,831	31,314	31,660	32,612	33,325	32,962	33,686	34,371	35,071	35,787	36,520	510,276
PV of free cash flow	30,172	26,440	24,561	23,240	21,819	19,828	18,076	16,870	15,749	14,703	13,728	191,813
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	417,000											
Net debt	239,034											
Minority interest	13,590											
Equity value	164,375											
# of shares	5,615											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>29</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 3: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
Reliance Industries	RIL IN	India	1.7	7.7	na	na	na	na	12.9	12.0	na	na
Lotte Chemical	011170 KS	South Korea	na	na	na	33.0	0.3	0.3	17.3	9.7	3.3	3.8
Alpek	ALPEKA MM	Mexico	49.5	74.3	16.3	9.4	0.8	0.9	5.7	5.1	4.5	8.6
Sinopec	386 HK	Hong Kong	(11.8)	9.4	8.8	8.1	0.6	0.6	5.6	5.2	7.4	8.0
IRPC	IRPC TB *	Thailand	na	na	na	na	0.4	0.4	20.2	15.2	0.0	0.0
Indorama Ventures	IVL TB *	Thailand	298.1	28.1	22.7	17.7	1.0	0.9	7.4	6.7	0.0	1.7
PTT Global Chemical	PTTGC TB *	Thailand	na	na	na	24.1	0.4	0.4	11.8	9.2	2.8	1.5
Siam Cement	SCC TB *	Thailand	(44.9)	76.8	30.4	17.2	0.7	0.7	24.0	12.1	1.6	2.9
<b>Average</b>			<b>64.5</b>	<b>38.5</b>	<b>18.2</b>	<b>16.2</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>12.5</b>	<b>9.4</b>	<b>2.6</b>	<b>3.4</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates

Based on 1 November 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตพอลิเอทิลีนเทเรฟทาเลต (PET) เส้นใยและเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์ กระจกเทอเรพทาติกบิสูทรี (PTA) และ โมโนเอธิลีน ไกลคอล (MEG) IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแนวตั้งของห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยอดขายมีการกระจายอยู่ในตลาดสำคัญทั่วโลก เช่น อเมริกาและยุโรป และมีผลิตภัณฑ์ในหลายตลาดเช่น อาหาร เครื่องดื่ม การดูแลส่วนบุคคลและที่บ้าน การดูแลสุขภาพ ยานยนต์ สิ่งทอและผลิตภัณฑ์ในกลุ่มอุตสาหกรรม เราเชื่อว่า IVL อยู่ในจุดเปลี่ยนสำหรับการเติบโตระยะที่สาม ผ่านการขยายสู่บริษัทบรรจุภัณฑ์, โอเลฟินส์ครบวงจร

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- โรงงานที่มีขนาดใหญ่และมีประสิทธิภาพสูงทำให้ IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในโลก
- ปริมาณการผลิตที่มาก และความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าช่วยให้ IVL สามารถคงอัตราการผลิตไว้ได้ในระดับสูง และได้รับผลจากการประหยัดต่อขนาดมาก
- การสร้างโรงงานในตลาดสำคัญๆ ช่วยให้ IVL สามารถลดค่าใช้จ่ายการขนส่งไปได้มาก และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการตั้งกำแพงการค้า

## O — Opportunity

- IVL ยังคงมีโอกาสด้านศักยภาพในการเติบโตเพิ่มเติมจากการขยายพอร์ต IOD
- มี upside ที่อาจเกิดขึ้นจากธุรกิจ rPET
- การควบรวมกิจการในสหรัฐฯ และในยุโรปช่วยให้ส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ยังคงตัวอยู่ได้

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	26.12	29.00	11%
Net profit 24F (Bt m)	(18,401)	(17,853)	na
Net profit 25F (Bt m)	9,797	9,069	-7%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 10	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2025F ของเรต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเราให้สมมติฐาน PET margin ต่ำลง
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองเป็นบวกมากขึ้นต่อการประหยัดต้นทุนหลังจากปิดโรงงาน

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- IVL พึ่งพาต่อสายการผลิตผลิตภัณฑ์ PET/polyester เป็นอย่างมาก และการลงทุนในโอเทนครีกเกอร์ของสหรัฐฯ ทำให้ IVL มีความเสี่ยงต่อความผันผวนของราคาน้ำมัน
- สำหรับกลุ่ม PET ลูกค้าส่วนใหญ่ของ IVL เป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งมีอำนาจการต่อรองสูง

## T — Threat

- ภัยคุกคามจากการตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมที่สูงขึ้น จะนำไปสู่ความต้องการ PET ที่ลดลง
- เทคโนโลยีใหม่ๆ ที่ช่วยลดต้นทุนการผลิตลง จะทำให้ผู้เล่นรายอื่นเลือกลงทุนเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และเกิดประโยชน์ร่วมกันจำกัด

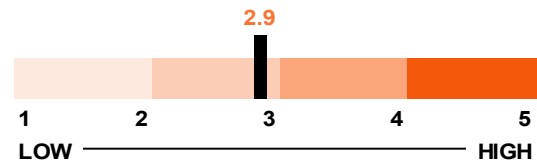
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Spreads ที่ต่ำกว่าคาด และ/หรือ การควบคุมต้นทุนที่ต่ำกว่าคาดเป็นปัจจัยหลักที่ก่อให้เกิด downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้สเปรด MTBE และ MEG เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความสำเร็จในการเข้าซื้อกิจการล่าสุดที่ช้ากว่าคาดจะเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

IVL เป็นผู้ผลิต PET รายใหญ่ที่สุดในโลก ในฐานะบริษัทปิโตรเคมี IVL ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกในปริมาณมาก อย่างไรก็ตาม คะแนน ESG ของเราทำให้ IVL ที่ 2.9 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจ เราคิดว่าบริษัท มีความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าที่จะบรรลุเป้าหมาย ESG ในทุกด้าน ซึ่งรวมถึงการเน้นไปที่ recycling PET ในเชิงรุกมากขึ้น แต่ถูกชดเชยด้วยความเข้มข้นของการใช้พลังงาน (energy intensity) ที่สูง

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
IVL	YES	YES	YES	A	60.66	48.1	81.00	45.0	5.0

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

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ในปี 2023 IVL ได้ปล่อย CO2 เทียบเท่า 9.5 ล้านตัน ลดลง 2.2% จากปี 2022 เนื่องจากการขยายธุรกิจ รวมถึงการควบคุมกิจการ ในแง่ของความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซ บริษัท ปล่อย 598 kg/BOE (เทียบเท่า บาร์เรลของน้ำมันดิบ) เทียบกับค่าเฉลี่ยของบริษัทพลังงานไทย 280 kg IVL มีเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 30% จากปี 2020 ถึง 2030
- ระหว่างเดือนกุมภาพันธ์ 2011 ถึงกันยายน 2023 IVL บรรลุเป้าหมายในการรีไซเคิลขวด PET 1.0 แสนล้านขวด ความสำเร็จนี้ช่วยให้ขยะ PET 2.1 ล้านตันหายไปจากสิ่งแวดล้อม และลดปริมาณการปล่อยคาร์บอนได้ 2.9 ล้านตัน โรงงานรีไซเคิล 20 แห่งของบริษัท ส่งผลให้ปริมาณการปล่อยคาร์บอนลดลง 0.3 ล้านตัน คาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากปริมาณ PET 324,256 ตันที่รีไซเคิลในปี 2023
- IVL ยังตั้งเป้าที่จะเพิ่มการใช้ไฟฟ้าพลังงานทดแทนในกระบวนการผลิตเป็น 10% ของการใช้ไฟฟ้าทั้งหมดภายในปี 2025 และ 25% ภายในปี 2030 กำลังการผลิตพลังงานทดแทนคิดเป็น 3.14% ของการใช้ไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2023 และ IVL มีแผนจะเพิ่มชีวมวลเป็นวัตถุดิบจาก 1% ของทั้งหมดในปี 2021 เป็น 16% ในปี 2030

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- นโยบายสิทธิมนุษยชนของ IVL ปฏิบัติตามกฎหมายสิทธิมนุษยชนและกฎหมายแรงงานระหว่างประเทศและท้องถิ่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่ IVL ดำเนินธุรกิจ
- IVL มีเป้าหมายด้าน CSR ด้วย บริษัท สนับสนุนโครงการสร้างความตระหนักในการรีไซเคิลในชุมชน และประเทศต่างๆ และมีเป้าหมายเพื่อให้ความรู้แก่ผู้คน 1 ล้านคนทั่วโลก ภายในปี 2030 นอกจากนี้ บริษัท ยังตั้งเป้าที่จะพัฒนาการมีส่วนร่วมกับชุมชนท้องถิ่นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตและความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น และคาดว่าจะเข้าถึงผู้ได้ประโยชน์/ประชาชนในชุมชนอย่างน้อย 100,000 คน จากการริเริ่มโครงการความเป็นอยู่ที่ดีของ IVL ภายในปี 2030

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- IVL มีกรรมการบริษัท 12 คน ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตธุรกิจของบริษัท ในจำนวน 12 คน 5 คน เป็นกรรมการอิสระ มีสมาชิก 5 คน รวมทั้งประธาน อยู่ในครอบครัวของเจ้าของ กรรมการเป็นผู้หญิง 3 คน
- เนื่องจากเป็นธุรกิจครอบครัว จึงมีการทำธุรกรรมระหว่างบริษัทในเครือ IVL มีความโปร่งใสในการกำหนดราคาการซื้อขายที่เกี่ยวข้องกันให้เป็นไปตามตลาด
- IVL เติบโตมากกว่าปกติของธุรกิจผ่านการเข้าซื้อกิจการหลายครั้ง และงบดุลของบริษัทอาจสร้างความกังวลได้ อย่างไรก็ตาม เมื่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมอ่อนแอลง บริษัท จึงมุ่งเน้นไปที่การลดค่าใช้จ่ายด้านการลงทุนและการลดหนี้

Sources: Company note, Thanachart

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Sales	655,543	550,877	548,502	463,027	435,616
Cost of sales	539,644	469,977	459,499	382,242	357,133
<b>Gross profit</b>	<b>115,899</b>	<b>80,900</b>	<b>89,003</b>	<b>80,784</b>	<b>78,483</b>
% gross margin	17.7%	14.7%	16.2%	17.4%	18.0%
Selling & administration expenses	62,416	63,661	63,217	53,366	50,206
<b>Operating profit</b>	<b>53,483</b>	<b>17,239</b>	<b>25,786</b>	<b>27,419</b>	<b>28,276</b>
% operating margin	8.2%	3.1%	4.7%	5.9%	6.5%
Depreciation & amortization	25,767	28,183	26,105	26,933	26,382
<b>EBITDA</b>	<b>79,250</b>	<b>45,421</b>	<b>51,892</b>	<b>54,352</b>	<b>54,658</b>
% EBITDA margin	12.1%	8.2%	9.5%	11.7%	12.5%
Non-operating income	518	(1,038)	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9,610)	(14,426)	(16,886)	(16,231)	(16,016)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>44,391</b>	<b>1,775</b>	<b>8,901</b>	<b>11,188</b>	<b>12,260</b>
Income tax	7,078	(462)	1,861	2,238	2,452
<b>After-tax profit</b>	<b>37,313</b>	<b>2,237</b>	<b>7,039</b>	<b>8,950</b>	<b>9,808</b>
% net margin	5.7%	0.4%	1.3%	1.9%	2.3%
Shares in affiliates' Earnings	(28)	7	0	0	0
Minority interests	(3,228)	122	115	119	119
Extraordinary items	(3,051)	(13,164)	(25,007)	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>31,006</b>	<b>(10,798)</b>	<b>(17,853)</b>	<b>9,069</b>	<b>9,928</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>34,057</b>	<b>2,366</b>	<b>7,155</b>	<b>9,069</b>	<b>9,928</b>
EPS (Bt)	5.4	(2.1)	(3.3)	1.5	1.6
Normalized EPS (Bt)	5.9	0.3	1.1	1.5	1.6

*We expect a profit turnaround in 2025F due to asset optimization*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	215,708	189,354	183,087	160,899	152,111
Cash & cash equivalent	21,744	19,757	16,074	21,074	21,074
Account receivables	55,580	51,114	50,893	42,962	40,419
Inventories	115,872	96,657	94,502	78,613	73,449
Others	22,511	21,827	21,618	18,249	17,169
Investments & loans	4,065	4,436	4,436	4,436	4,436
Net fixed assets	320,630	312,393	315,337	311,504	305,072
Other assets	83,475	83,949	83,801	78,480	76,773
<b>Total assets</b>	<b>623,878</b>	<b>590,132</b>	<b>586,662</b>	<b>555,319</b>	<b>538,392</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	202,200	201,347	171,305	165,398	156,928
Account payables	106,721	101,935	99,662	82,906	77,460
Bank overdraft & ST loans	31,248	28,419	30,111	28,151	26,476
Current LT debt	33,777	38,536	14,863	31,009	31,706
Others current liabilities	30,455	32,457	26,669	23,331	21,285
<b>Total LT debt</b>	<b>178,388</b>	<b>173,824</b>	<b>210,135</b>	<b>179,348</b>	<b>166,131</b>
Others LT liabilities	42,404	36,893	40,659	36,658	35,375
<b>Total liabilities</b>	<b>422,993</b>	<b>412,064</b>	<b>422,100</b>	<b>381,404</b>	<b>358,434</b>
Minority interest	14,896	13,706	13,590	13,471	13,352
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Share premium	60,331	60,331	60,331	60,331	60,331
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	8,047	4,661	9,661	9,661	9,661
<b>Retained earnings</b>	<b>111,997</b>	<b>93,755</b>	<b>75,364</b>	<b>84,836</b>	<b>91,000</b>
Shareholders' equity	185,990	164,362	150,972	160,444	166,607
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>623,878</b>	<b>590,132</b>	<b>586,662</b>	<b>555,319</b>	<b>538,392</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Earnings before tax	44,391	1,775	8,901	11,188	12,260
Tax paid	(7,208)	(795)	(1,473)	(2,721)	(2,465)
Depreciation & amortization	25,767	28,183	26,105	26,933	26,382
Chg In working capital	(12,846)	18,897	103	7,063	2,261
Chg In other CA & CL / minorities	2,258	10,983	(6,083)	514	(952)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>52,361</b>	<b>59,042</b>	<b>27,553</b>	<b>42,977</b>	<b>37,487</b>
Capex	(54,720)	(19,946)	(29,050)	(23,100)	(19,950)
Right of use	(943)	(2,589)	0	0	0
ST loans & investments	7	(92)	116	0	0
LT loans & investments	(462)	(371)	0	0	0
Adj for asset revaluation	3,717	(3,386)	5,000	0	0
Chg In other assets & liabilities	(16,699)	(24,569)	(21,093)	1,320	423
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(69,101)</b>	<b>(50,952)</b>	<b>(45,028)</b>	<b>(21,780)</b>	<b>(19,527)</b>
Debt financing	29,530	(2,634)	14,330	(16,599)	(14,195)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(8,885)	(7,225)	(538)	403	(3,765)
Warrants & other surplus	1,383	(219)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>22,028</b>	<b>(10,078)</b>	<b>13,792</b>	<b>(16,197)</b>	<b>(17,960)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(2,359)</b>	<b>39,097</b>	<b>(1,497)</b>	<b>19,877</b>	<b>17,537</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	4.3	90.4	22.7	17.7	16.0
Normalized PE - at target price (x)	4.9	101.9	25.6	20.0	18.1
PE (x)	4.8	na	na	17.7	16.0
PE - at target price (x)	5.4	na	na	20.0	18.1
EV/EBITDA (x)	4.6	8.0	7.4	6.7	6.4
EV/EBITDA - at target price (x)	4.9	8.5	7.7	7.0	6.7
P/BV (x)	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
P/CFO (x)	2.8	2.4	5.2	3.4	3.9
Price/sales (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	6.2	3.6	0.0	1.7	1.9
FCF Yield (%)	(1.6)	27.0	(1.0)	13.7	12.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	5.9	0.3	1.1	1.5	1.6
EPS	5.4	(2.1)	(3.3)	1.5	1.6
DPS	1.6	0.9	0.0	0.4	0.5
BV/share	33.1	29.3	26.9	28.6	29.7
CFO/share	9.3	10.5	4.9	7.7	6.7
FCF/share	(0.4)	7.0	(0.3)	3.5	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see IVL's 0.9x 2025F  
P/BV already pricing in  
weak PET spreads and an  
asset impairment*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	40.0	(16.0)	(0.4)	(15.6)	(5.9)
Net profit (%)	17.9	na	na	na	9.5
EPS (%)	18.5	na	na	na	10.5
Normalized profit (%)	66.8	(93.1)	202.3	26.8	9.5
Normalized EPS (%)	69.3	(95.2)	298.1	28.1	10.5
Dividend payout ratio (%)	29.7	(44.9)	30.0	30.0	30.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	17.7	14.7	16.2	17.4	18.0
Operating margin (%)	8.2	3.1	4.7	5.9	6.5
EBITDA margin (%)	12.1	8.2	9.5	11.7	12.5
Net margin (%)	5.7	0.4	1.3	1.9	2.3
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.6	1.4	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.2	1.5	1.3	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	5.6	1.2	1.5	1.7	1.8
Interest coverage - EBITDA (x)	8.2	3.1	3.1	3.3	3.4
ROA - using norm profit (%)	5.8	0.4	1.2	1.6	1.8
ROE - using norm profit (%)	19.8	1.4	4.5	5.8	6.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	21.6	1.3	4.5	5.7	6.0
- asset turnover (x)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
- operating margin (%)	8.2	2.9	4.7	5.9	6.5
- leverage (x)	3.4	3.5	3.7	3.7	3.3
- interest burden (%)	82.2	11.0	34.5	40.8	43.4
- tax burden (%)	84.1	126.0	79.1	80.0	80.0
WACC (%)	8.4	8.4	8.4	8.8	8.8
ROIC (%)	12.6	5.3	5.3	5.6	6.0
NOPAT (Bt m)	44,955	21,724	20,393	21,935	22,621
invested capital (Bt m)	407,658	385,384	390,006	377,879	369,846

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Leverage is trending  
down with lower capex*

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

### SETESG Index (SETESG)

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

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

### SET ESG Index (SET ESG)

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

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

### ESG Book's Disclaimer

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

### MSCI ESG Research LLC

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

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

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### S&P Global Market Intelligence

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

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

### Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

#### Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Disclaimers

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

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

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

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท 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 ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

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

**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

พิมพ์ผกา นิजरกุล, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ 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

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวงษ์ปราณี

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