

SELL (From: BUY)

TP: Bt 175.00

(From: Bt275.00)

4 NOVEMBER 2024

Change in Recommendation

Downside : 16.3%

The Siam Cement Pcl (SCC TB)

ช่วงเวลาที่เราขาย

เราปรับลดคำแนะนำ SCC เป็น "ขาย" เนื่องจากวัฏจักรปิโตรเคมีขาลงที่ยืดเยื้อ และปัญหาความสามารถในการแข่งขันของ LSP ท่ามกลางอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากจีน เราปรับราคาเป้าหมายของ SCC ลงเป็น 175 บาท



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

สเปรตอ่อนแอ แนะนำ "ขาย"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง" วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เราปรับลดคำแนะนำ SCC เป็น "ขาย" จาก "ซื้อ" เนื่องจาก 1) แนวโน้มปิโตรเคมีแย่กว่าที่คาดการณ์ไว้ ด้วยอยู่ในช่วงขาลงที่ยืดเยื้อ และมีอุปทานที่มากขึ้นจากจีน 2) อุปทานจากจีนมีความสามารถในการแข่งขันสูงขึ้น ทำให้ Long Son Petrochemical Complex (LSP) มีความสามารถในการแข่งขันที่ลดลง ซึ่งหมายถึงผลตอบแทนจากการลงทุนที่ต่ำลง 3) วัฏจักรขาลงที่ยืดเยื้อส่งผลให้ LSP ต้องหยุดดำเนินการหลังจากที่เริ่มเปิดเชิงพาณิชย์ได้เพียงหนึ่งเดือนในเดือนกันยายน 2024 และด้วย คาดการณ์สเปรตโดยรวมที่อ่อนแอลง เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ SCC อย่างมากถึง 43/39/40% สำหรับปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) เป็น 175 บาท (จากเดิม 275 บาท) 4) ธุรกิจวัสดุก่อสร้างและกระดาดบรรจุภัณฑ์ยังคงซบเซา และ 5) เรามองว่า SCC แพง ที่ PE ที่ 17 เท่า ในปี 2025F

LSP เผชิญกับความท้าทายที่แท้จริง

ความท้าทายที่สำคัญที่สุดในมุมมองของเราสำหรับ LSP คือความสามารถในการแข่งขันหลังจากที่จีนกลายเป็นผู้ผลิตที่มีความสามารถในการแข่งขันมากขึ้น SCC ได้ตัดสินใจลงทุน US\$700m (14% ของค่าใช้จ่ายลงทุนเริ่มต้นของโครงการ) เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นของโครงการในการใช้วัตถุดิบอื่นแทนมากขึ้น อีเทนมีราคาถูกกว่าแนฟทา SCC คาดว่าโครงการปรับปรุงจะแล้วเสร็จในปี 2027 ความท้าทายอีกประการหนึ่งคือการชะลอตัวของวัฏจักรที่ยืดเยื้อยาวนานเนื่องจากอุปสงค์ที่อ่อนแอ เทียบกับอุปทานขนาดใหญ่ในประเทศจีน สเปรตที่ต่ำเกินไปทำให้ LSP หยุดการดำเนินการอย่างน้อยหกเดือน

ธุรกิจอื่นไม่ได้ช่วยมากนัก

ทั้งธุรกิจวัสดุก่อสร้างปูนซีเมนต์ (CBM) และธุรกิจกระดาดบรรจุภัณฑ์ต่างก็เห็นความต้องการที่อ่อนแอเช่นกัน แม้ว่าการใช้จ่ายภาครัฐจะเพิ่มขึ้น แต่ความต้องการซีเมนต์เพิ่มขึ้นเพียง 0.5% y-y ใน 3Q24F โดยถูกขัดขวางจากน้ำท่วมและตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ ในขณะที่เดียวกันความต้องการกระดาดบรรจุภัณฑ์ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด โดยปริมาณการขายลดลง y-y นับตั้งแต่ 2Q24 เนื่องจากการส่งออกไปยังจีนลดลง

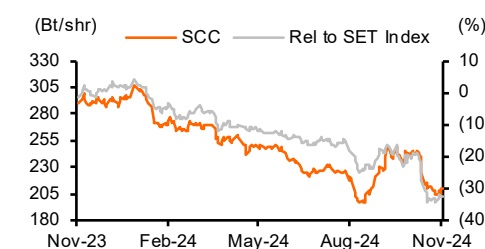
ให้ความสำคัญกับงบดุลและต้นทุน

ด้วยสภาพแวดล้อมทางอุตสาหกรรมที่ท้าทาย ปัจจุบัน SCC จึงมุ่งเน้นไปที่การลดต้นทุนและบริหารงบดุลมากขึ้น บริษัท คาดว่าจะขายสินทรัพย์บางส่วนและปิดธุรกิจที่ไม่ทำกำไร โดยคาดว่าจะสามารถประหยัดต้นทุนได้ 5 พันลบ. ในปี 2025F เรายังไม่ได้รวมปัจจัยนี้ในการคาดการณ์ของเรา ในขณะที่เราลดความชัดเจนที่เพิ่มขึ้นในแผน นอกจากนี้บริษัท ยังได้ลดค่าใช้จ่ายลงทุนลง 4 พันลบ. มาอยู่ที่ 3.7 หมื่นลบ. ในปี 2024F ซึ่งเราได้รวมในประมาณการของเราแล้ว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	499,646	580,444	615,800	632,222
Net profit	25,915	8,243	14,571	19,916
Consensus NP	—	11,237	17,757	24,889
Diff frm cons (%)	—	(26.6)	(17.9)	(20.0)
Norm profit	14,963	8,243	14,571	19,916
Prev. Norm profit	—	14,414	24,006	33,259
Chg frm prev (%)	—	(42.8)	(39.3)	(40.1)
Norm EPS (Bt)	12.5	6.9	12.1	16.6
Norm EPS grw (%)	(30.0)	(44.9)	76.8	36.7
Norm PE (x)	16.8	30.4	17.2	12.6
EV/EBITDA (x)	14.0	24.0	12.1	9.9
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
Div yield (%)	2.9	1.6	2.9	4.0
ROE (%)	4.1	2.3	3.9	5.2
Net D/E (%)	58.7	72.3	69.9	67.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Nov-24 (Bt)	209.00
Market Cap (US\$ m)	7,397.8
Listed Shares (m shares)	1,200.0
Free Float (%)	66.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	14.6
12M Price H/L (Bt)	306.00/196.50
Sector	CONMAT
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn Bodindradebayavarangkun 33.64%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



Ex 1: Earning Revisions

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Reported profit (Bt m)						
- New	47,174	21,382	25,915	8,243	14,571	19,916
- Old				14,414	24,006	33,259
- Change (%)				(42.8)	(39.3)	(40.1)
Normalized profit (Bt m)						
- New	46,967	21,382	14,963	8,243	14,571	19,916
- Old				14,414	24,006	33,259
- Change (%)				(42.8)	(39.3)	(40.1)
HDPE-Naphtha (US\$/tonne)						
- New	531	392	390	330	350	370
- Old				344	400	450
- Change (%)				(4.1)	(12.5)	(17.8)
PP-Naphtha (US\$/tonne)						
- New	637	376	350	320	350	360
- Old				340	370	390
- Change (%)				(5.9)	(5.4)	(7.7)

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 + other income	47,011	56,949	74,301	71,324	66,562	70,111	70,905	81,662	84,300	88,978	93,825	
Free cash flow	16,080	25,855	37,674	47,879	46,392	48,124	48,499	56,448	58,206	62,107	66,064	881,687
PV of free cash flow	16,036	21,698	28,960	33,704	29,914	28,423	25,461	27,021	25,412	24,730	23,993	320,202
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
Wacc (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	605,553											
Net debt*	320,147											
Minority interest	75,960											
Equity value	209,446											
# of shares	1,200											
Equity value / share	175											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Includes liquid assets held under current and non-current assets

Valuation Comparison

Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
<u>Chemical peers</u>												
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	11.3	13.2	18.2	16.1	1.0	1.0	8.6	7.7	3.0	3.4
LG Chem	051910 KS	South Korea	(60.8)	na	40.6	12.8	0.7	0.7	8.2	5.5	1.0	1.6
Kumho Petrochemical	011780 KS	South Korea	5.0	16.2	9.0	7.7	0.7	0.6	5.6	4.8	2.2	2.5
Lotte Chemical	011170 KS	South Korea	na	na	na	33.0	0.3	0.3	17.3	9.7	3.3	3.8
Formosa Chemicals & Fibre	1326 TT	Taiwan	(24.2)	63.5	31.6	19.3	0.7	0.7	16.2	12.1	2.6	4.1
Formosa Plastics	1301 TT	Taiwan	(57.2)	119.1	58.4	26.6	0.9	0.9	26.1	21.6	2.0	2.3
Nan Ya Plastics	1303 TT	Taiwan	4.5	70.9	35.9	21.0	0.9	0.9	14.9	13.3	2.2	3.8
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(21.2)	38.8	26.3	19.0	1.4	1.3	12.4	9.7	3.3	3.9
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
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
IRPC	IRPC TB *	Thailand	na	na	na	na	0.4	0.4	20.2	15.2	0.0	0.0
Average			12.3	53.3	30.3	19.5	0.7	0.7	14.4	10.6	2.0	2.6
<u>Cement peers</u>												
Indocement	INTP IJ	Indonesia	(21.1)	9.8	16.5	15.0	1.2	1.1	7.4	6.9	1.7	2.0
Semen Indonesia	SMGR IJ	Indonesia	(24.2)	15.2	13.2	11.4	0.6	0.5	5.0	4.8	3.3	4.4
Asia Cement	1102 TT	Taiwan	(0.9)	(4.0)	13.8	14.4	1.0	1.0	21.0	18.1	4.3	4.5
Taiwan Cement	1101 TT	Taiwan	19.0	12.9	21.8	19.3	1.0	1.0	15.1	10.5	3.3	3.4
Siam City Cement	SCCC TB	Thailand	44.6	7.8	12.8	11.9	1.4	1.4	8.1	7.8	5.5	5.7
TPI Polene	TPIPL TB	Thailand	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Average			3.5	8.4	15.6	14.4	1.0	1.0	11.3	9.6	3.6	4.0
<u>Packaging paper peers</u>												
Amcor	AMC AU	Britain	(4.3)	6.3	15.1	14.2	3.7	3.7	11.1	10.7	4.8	4.9
Huhtamaki	HUH1V FH	Finland	7.4	10.9	14.8	13.4	1.9	1.8	8.4	7.9	3.1	3.3
Mondi	MNDI LN	EU	(20.4)	37.1	16.4	11.9	1.3	1.3	8.0	6.5	6.0	4.7
Leeman	2314 HK	Hong Kong	40.0	14.3	6.8	6.0	0.4	0.3	8.9	8.2	5.2	6.0
Nine Dragon Paper	2689 HK	Hong Kong	138.6	121.5	19.7	8.9	0.3	0.3	12.9	10.6	0.3	1.1
BillerudKorsnas	BILL SS	EU	95.4	39.6	16.4	11.7	0.8	0.8	6.0	5.2	3.2	4.3
Int. Paper	IP US	US	(34.5)	119.0	40.6	18.5	2.3	2.1	12.2	9.3	3.3	3.4
PCA	PKG US	US	8.5	23.6	25.3	20.5	4.8	4.3	13.5	11.6	2.2	2.2
Mondi	MNDI LN	EU	(20.4)	37.1	16.4	11.9	1.3	1.3	8.0	6.5	6.0	4.7
SCG Packaging	SCGP TB *	Thailand	4.1	18.8	20.3	17.1	1.4	1.3	9.4	7.5	2.0	2.3
United Paper	UTP TB	Thailand	10.0	9.1	7.5	6.9	1.4	1.3	4.7	4.3	6.6	7.3
Average			20.4	39.8	18.1	12.8	1.8	1.7	9.4	8.0	3.9	4.0
Average			14.1	37.7	22.0	15.8	1.2	1.1	11.9	9.4	3.0	3.4

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 1 November 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) (SCC) เป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย การดำเนินงานของบริษัทประกอบด้วยสามธุรกิจหลัก ได้แก่ ซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง ปิโตรเคมี และบรรจุภัณฑ์ ปัจจุบันกำไรประมาณสองในสามมาจากเคมีภัณฑ์ แม้ว่าบริษัทจะมุ่งเน้นไปที่การเติบโตของธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในอาเซียนก็ตาม

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

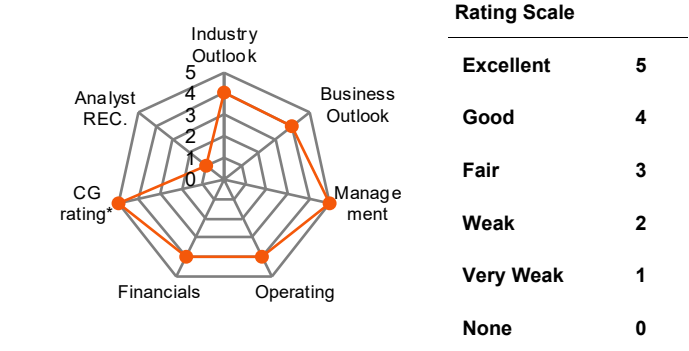
S — Strength

- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งมากในธุรกิจและผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ของบริษัท
- ประวัติการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความเป็นเลิศด้านการจัดจำหน่าย
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารมีความแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการควบรวมกิจการ โดยเฉพาะธุรกิจวัสดุก่อสร้างในอาเซียน
- ศักยภาพในการขยายธุรกิจเคมีภัณฑ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวียดนามและอินโดนีเซีย

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ยังคงพึ่งพาดตลาดไทยเป็นหลัก
- ธุรกิจปิโตรเคมีมีลักษณะเป็นวัฏจักรสูง ซึ่งอาจจะทำให้กำไรมีความผันผวนสูง

T — Threat

- การแข่งขันในตลาดซีเมนต์ในประเทศ
- การถือครองอาจลดลงหลังการเสนอขายหุ้น IPO ของเคมีคอล

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	242.29	175.00	-28%
Net profit 24F (Bt m)	11,237	8,243	-27%
Net profit 25F (Bt m)	17,757	14,571	-18%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 15	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราในปี 2024-25F ต่ำกว่าที่ Bloomberg consensus คาดการณ์ไว้ ซึ่งอาจเป็นเพราะเราให้สมมติฐาน chemical spread ลดลง นอกจากนี้ เรายังรวมการขาดทุนของโรงงาน LSP ไว้ด้วย
- ราคาเป้าหมายตามของเราต่ำกว่าตัวเลขของตลาด ซึ่งเราคิดว่าเป็นเพราะเรามีมุมมองเชิงบวกน้อยลงต่อการฟื้นตัวของ chemical spread ตั้งแต่ปี 2025F

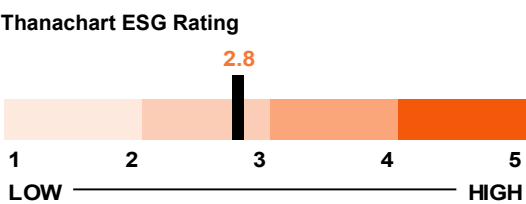
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มี upside risk ต่อคำแนะนำของเราหาก chemical spreads เพิ่มขึ้นเนื่องจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นหรือมีอุปทานลดลง
- Upside risk รองลงมาคือต้นทุนด้านพลังงานที่ลดลง ซึ่งจะทำให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้น

Source: Thanachart

SCC มีธุรกิจหลัก 3 ธุรกิจ ได้แก่ ปิโตรเคมี วัสดุก่อสร้าง และกระดาษบรรจุภัณฑ์ ซึ่งทั้งหมดมีระดับการปล่อยคาร์บอนสูง เราให้คะแนน ESG แก่ SCC ที่ 2.8 ซึ่งรวมค่าเฉลี่ยสำหรับกลุ่มพลังงานของไทย คะแนนนี้สะท้อนถึงการปล่อยคาร์บอนสูงแต่มีความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าที่จะลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์และปรับปรุง ESG ในด้านอื่นๆ



	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)
SCC	YES	YES	YES	AA	68.41	74.88	83.00	48.0	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) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">SCC ปล่อย 27 ล้านตันเทียบเท่า CO2 ในปี 2023 ซึ่งเป็นระดับสูงสุดอันดับสองในกลุ่มพลังงานรองจาก PTT อย่างไรก็ตาม นี่คือการลดลง 10% จากปี 2022 และลดลง 20.5% จากปีฐาน 2020 โดยการเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานคาร์บอนต่ำ เช่น ชีวมวลจากของเสียทางการเกษตร เชื้อเพลิงขยะ (RDF) สำหรับการผลิตปูนซีเมนต์ และพลังงานแสงอาทิตย์ ในขณะที่ธุรกิจปิโตรเคมีใช้แก๊สธรรมชาติเป็นวัตถุดิบตั้งต้นจากน้ำมัน ธุรกิจซีเมนต์และบรรจุภัณฑ์ใช้ถ่านหินจำนวนมาก การผลิตเซรามิกยังใช้แก๊สธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง ความเข้มข้นการปล่อยคาร์บอนอยู่ที่ 296 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ของ CO2 เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงานไทยที่ 280 กก./BOESCC มุ่งมั่นที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) เป็นศูนย์ภายในปี 2050 โดยมีการลดก๊าซเรือนกระจกอย่างน้อย 25% ในปี 2030 จากปี 2020SCC ใช้กลยุทธ์ต่างๆ เพื่อลดการใช้ถ่านหิน และเพิ่มวัตถุดิบที่ไม่ใช่ถ่านหินเป็น 36% ในปี 2023 จาก 18% ในปี 2020
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขภาพและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">SCC คำนึงถึงอาชีวอนามัยและความปลอดภัยเป็นค่านิยมหลักและมีความสำคัญสูงสุด อัตราความถี่ของการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงานสำหรับพนักงานและผู้รับเหมาที่มีเพียง 0.276 ราย/1 ล้านชั่วโมงการทำงาน ทุกบริษัทในเครือ SCG ผ่านการประเมิน Safety Performance Assessment Program (SPAP) ระดับ Standard ขึ้นไปSCC ส่งเสริมความเสมอภาคและความเป็นอยู่ที่ดีระหว่างชุมชนและในสถานที่ทำงาน มีการริเริ่มดำเนินงานหลายอย่าง ตัวอย่างเช่น SCC จัดโครงการฝึกอบรมเพื่อสร้างแรงบันดาลใจให้ชุมชนเพื่อสร้างผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่ม และได้เปิดตัวแอปพลิเคชัน Q-Chang สำหรับการฝึกอบรมสำหรับพนักงานปรับปรุงบ้าน 415 คน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">คณะกรรมการบริหาร (BOD) จำนวน 9 คนจาก 15 คนของ SCC เป็นกรรมการอิสระ พลอากาศเอก สถิตย์พงษ์ สุขวิมล เป็นประธานกรรมการ ปัจจุบันดำรงตำแหน่งราชเลขาธิการในพระองค์ เลขาธิการพระราชวังการประกาศผลการดำเนินงานและการประชุมนักวิเคราะห์ของ SCC ตรงต่อเวลา มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างรอบด้าน CEO และผู้บริหารระดับสูงของสายธุรกิจหลักทั้งหมดเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์และตอบคำถามSCC ยังให้ความสำคัญกับการลงทุนที่ยั่งยืนและการใช้พลังงานที่มีประสิทธิภาพ การลงทุนในโครงการพลังงานทดแทน และดำเนินการวิจัยและพัฒนาในสิ่งที่เรียกว่า "เทคโนโลยีขั้นสูง"

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	569,609	499,646	580,444	615,800	632,222
Cost of sales	491,339	424,543	503,809	513,633	519,214
Gross profit	78,269	75,103	76,635	102,167	113,008
% gross margin	13.7%	15.0%	13.2%	16.6%	17.9%
Selling & administration expenses	69,773	68,300	84,085	87,801	89,982
Operating profit	8,497	6,803	(7,449)	14,366	23,027
% operating margin	1.5%	1.4%	-1.3%	2.3%	3.6%
Depreciation & amortization	29,461	29,740	31,219	32,645	33,922
EBITDA	37,958	36,543	23,769	47,011	56,949
% EBITDA margin	6.7%	7.3%	4.1%	7.6%	9.0%
Non-operating income	12,684	16,278	16,455	15,503	15,559
Non-operating expenses	(1,985)	0	0	0	0
Interest expense	(7,523)	(10,297)	(10,883)	(14,560)	(14,710)
Pre-tax profit	11,672	12,784	(1,878)	15,309	23,876
Income tax	4,650	8,045	(2,485)	4,749	7,838
After-tax profit	7,021	4,739	607	10,560	16,037
% net margin	1.2%	0.9%	0.1%	1.7%	2.5%
Shares in affiliates' Earnings	10,703	8,419	5,961	5,006	6,182
Minority interests	3,658	1,805	1,674	(995)	(2,303)
Extraordinary items	0	10,952	0	0	0
NET PROFIT	21,382	25,915	8,243	14,571	19,916
Normalized profit	21,382	14,963	8,243	14,571	19,916
EPS (Bt)	17.8	21.6	6.9	12.1	16.6
Normalized EPS (Bt)	17.8	12.5	6.9	12.1	16.6

A lower earnings based on a weak chemical cycle and losses from LSP

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	250,049	217,214	230,274	247,003	255,449
Cash & cash equivalent	89,859	63,874	50,272	60,000	65,000
Account receivables	74,459	70,559	81,969	86,962	89,281
Inventories	83,162	80,631	95,686	97,551	98,611
Others	2,570	2,151	2,347	2,490	2,556
Investments & loans	144,274	166,241	166,241	166,241	166,241
Net fixed assets	425,052	424,344	438,125	441,980	444,558
Other assets	87,115	85,802	99,677	105,748	108,568
Total assets	906,490	893,601	934,317	960,972	974,815
LIABILITIES:					
Current liabilities:	132,316	202,245	218,682	229,721	227,867
Account payables	59,783	59,691	70,836	72,217	73,002
Bank overdraft & ST loans	36,252	35,414	40,576	41,217	41,418
Current LT debt	29,423	77,376	88,654	90,054	90,494
Others current liabilities	6,858	29,764	18,616	26,233	22,953
Total LT debt	284,661	210,506	241,189	244,997	246,194
Others LT liabilities	37,088	39,253	31,942	33,887	34,791
Total liabilities	454,065	452,004	491,812	508,605	508,851
Minority interest	78,169	77,635	75,960	76,955	79,258
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	3,179	1,705	1,705	1,705	1,705
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6,380	(23,214)	(23,214)	(23,214)	(23,214)
Retained earnings	363,496	384,271	386,853	395,721	407,016
Shareholders' equity	374,255	363,962	366,544	375,412	386,706
Liabilities & equity	906,490	893,601	934,317	960,972	974,815

Sources: Company data, Thanachart estimates

Asset growth to continue with investment in Vietnam petrochemical complex

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	11,672	12,784	(1,878)	15,309	23,876
Tax paid	(5,211)	(7,612)	2,502	(4,371)	(7,869)
Depreciation & amortization	29,461	29,740	31,219	32,645	33,922
Chg In working capital	(10,791)	6,339	(15,320)	(5,477)	(2,594)
Chg In other CA & CL / minorities	9,450	37,997	(5,530)	12,102	2,866
Cash flow from operations	34,580	79,249	10,993	50,208	50,201
Capex	(43,805)	(29,032)	(45,000)	(36,500)	(36,500)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	39	31	130	0	0
LT loans & investments	(4,465)	(21,967)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(11,515)	8,982	(21,186)	(4,126)	(1,916)
Cash flow from investments	(59,747)	(41,986)	(66,056)	(40,626)	(38,416)
Debt financing	60,233	(27,040)	47,122	5,849	1,838
Capital increase	(288)	(1,475)	0	0	0
Dividends paid	(19,199)	(5,400)	(5,661)	(5,703)	(8,622)
Warrants & other surplus	6,669	(29,334)	0	0	0
Cash flow from financing	47,415	(63,248)	41,462	146	(6,784)
Free cash flow	(9,225)	50,217	(34,007)	13,708	13,701

SCC has to spend more capex on LSP

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	11.7	16.8	30.4	17.2	12.6
Normalized PE - at target price (x)	9.8	14.0	25.5	14.4	10.5
PE (x)	11.7	9.7	30.4	17.2	12.6
PE - at target price (x)	9.8	8.1	25.5	14.4	10.5
EV/EBITDA (x)	13.5	14.0	24.0	12.1	9.9
EV/EBITDA - at target price (x)	12.4	12.8	22.3	11.2	9.2
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
P/CFO (x)	7.3	3.2	22.8	5.0	5.0
Price/sales (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	3.8	2.9	1.6	2.9	4.0
FCF Yield (%)	(3.7)	20.0	(13.6)	5.5	5.5
(Bt)					
Normalized EPS	17.8	12.5	6.9	12.1	16.6
EPS	17.8	21.6	6.9	12.1	16.6
DPS	8.0	6.0	3.4	6.1	8.3
BV/share	311.9	303.3	305.5	312.8	322.3
CFO/share	28.8	66.0	9.2	41.8	41.8
FCF/share	(7.7)	41.8	(28.3)	11.4	11.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see SCC's PE as unattractive given its weak earnings outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	7.5	(12.3)	16.2	6.1	2.7
Net profit (%)	(54.7)	21.2	(68.2)	76.8	36.7
EPS (%)	(54.7)	21.2	(68.2)	76.8	36.7
Normalized profit (%)	(54.5)	(30.0)	(44.9)	76.8	36.7
Normalized EPS (%)	(54.5)	(30.0)	(44.9)	76.8	36.7
Dividend payout ratio (%)	44.9	27.8	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.7	15.0	13.2	16.6	17.9
Operating margin (%)	1.5	1.4	(1.3)	2.3	3.6
EBITDA margin (%)	6.7	7.3	4.1	7.6	9.0
Net margin (%)	1.2	0.9	0.1	1.7	2.5
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	1.1	0.7	na	1.0	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	5.0	3.5	2.2	3.2	3.9
ROA - using norm profit (%)	2.4	1.7	0.9	1.5	2.1
ROE - using norm profit (%)	5.8	4.1	2.3	3.9	5.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.9	1.3	0.2	2.8	4.2
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	3.4	4.6	na	4.9	6.1
- leverage (x)	2.4	2.4	2.5	2.6	2.5
- interest burden (%)	60.8	55.4	(20.9)	51.3	61.9
- tax burden (%)	60.2	37.1	na	69.0	67.2
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	9.2	9.2
ROIC (%)	0.9	0.4	0.4	1.4	2.2
NOPAT (Bt m)	5,111	2,522	2,408	9,910	15,467
invested capital (Bt m)	634,732	623,384	686,691	691,680	699,812

Sources: Company data, Thanachart estimates

Low profit caused low
ROE

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, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ 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