

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 14.00

(From: Bt 16.00)

Upside : 14.8%

29 MAY 2025

Small Cap Research

Somboon Advance Tech. (SAT TB)

มูลค่าถูกมาก

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” SAT แม้ผลการดำเนินงานจะอ่อนแอจากแนวโน้มอุตสาหกรรมยานยนต์ที่ซบเซา เรามองว่า SAT เป็นหุ้นที่มีมูลค่าถูกมาก ซื้อขายที่ P/BV เพียง 0.6 เท่า และ 46% ของมูลค่าทางบัญชีเป็นเงินสดสุทธิ ด้วยระดับเงินสดที่สูง เราคาดว่าอัตราผลตอบแทนปันผลจะอยู่ในระดับสูงที่ 9.2/8.3% ในปี 2025-26F



RATA LIMSUTHIWANPOOM

662 – 483 8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไร แต่คงคำแนะนำ “ซื้อ”

การผลิตถยนต์ลดลง 12% y-y ใน 4M25 และเราคาดว่าเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอจะกดดันอุตสาหกรรมยานยนต์ให้ซบเซาต่อเนื่องในปี 2025-27F เราจึงปรับลดประมาณการกำไรลง 21-40% ในปี 2025-27F และปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 14.0 บาท จาก 16.0 บาท อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” หุ้น SAT จากมุมมองด้านมูลค่าและอัตราผลตอบแทนปันผล เรามองว่า SAT เป็นหุ้นที่มีมูลค่าถูกมาก ด้วยซื้อขายที่ P/BV เพียง 0.6 เท่า โดย 46% ของมูลค่าทางบัญชีเป็นเงินสดสุทธิ คิดเป็นอัตราส่วนราคาต่อมูลค่าทางบัญชีที่ปรับปรุงแล้วเพียง 0.2 เท่า SAT มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิที่ 3.8 พันลบ. และเราคาดว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 9.2/8.3/8.6% ในปี 2025-27F

คำหึงถึงแนวโน้มอุตสาหกรรมที่อ่อนแอ

การผลิตรถยนต์ของไทย รวมถึงยอดขายในประเทศและการส่งออก ลดลง 3/20% ในปี 2023-24 และลดลงอีก 12% y-y ใน 4M25 แม้อัตราการหดตัวจะเริ่มชะลอลง โดยในเดือนเมษายน 2025 ลดลงเพียง 0.4% y-y ซึ่งได้แรงหนุนจากการผลิตรถยนต์ไฟฟ้า (EV) ที่เพิ่มขึ้น แต่เราคาดว่าอุตสาหกรรมจะยังเผชิญแรงกดดันต่อเนื่องจากภาวะชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก อันเป็นผลจากนโยบายภาษีใหม่ของสหรัฐฯ เราปรับประมาณการการผลิตรถยนต์ในปี 2025-27F เป็น -8/-9%/0% (จากเดิม 5/8/5%) การส่งออกคิดเป็น 67% และยอดขายในประเทศคิดเป็น 33% ของยอดการผลิตรถยนต์ทั้งหมดใน 4M24 สำหรับปี 2025-27F เราคาดว่า การส่งออกจะอยู่ที่ -10/-10/0% ขณะที่การเติบโตของยอดขายในประเทศจะอยู่ที่ -6/-6/0% เนื่องจากเศรษฐกิจที่อ่อนแอและการปล่อยสินเชื่อของธนาคารที่เข้มงวด

กำไรยังคงมีแนวโน้มลดลง

เราคาดว่ากำไรต่อหุ้นของ EPS ของ SAT จะอยู่ที่ -25/-10%/+3% ในปี 2025-27F โดยรายได้รวมของบริษัท มาจากชิ้นส่วนยานยนต์ 75% และชิ้นส่วนเครื่องจักรกลการเกษตร 25% ปัจจัยหลักผลักดันคาดการณ์กำไรของเราได้แก่ 1) การเติบโตของการผลิตรถยนต์ที่ -8/-9/0% และการเติบโตของการผลิตรถแทรกเตอร์ที่ 3% ต่อปี ในปี 2025-27F 2) ค่าสั่งซื้อชิ้นส่วนใหม่จากรุ่นรถใหม่ที่ 180 ลบ. หรือเพิ่มรายได้ราว 3% ต่อปี ตั้งแต่ปี 2026F และ 3) อัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลงจาก 17.2% ในปี 2024 เหลือ 16.1/15.8/16.2% ในปี 2025-27F จากแรงกดดันจาก operating leverage

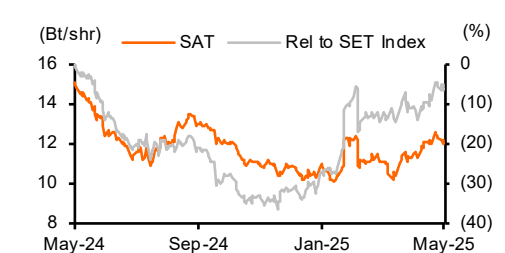
มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และให้ yield ที่ดี

แม้กำไรของ SAT จะอ่อนแอที่ -8%, +7% และ -29% ในปี 2022-24 แต่บริษัทยังคงจ่ายเงินปันผลต่อหุ้น (DPS) ที่ 1.50-1.60 บาทต่อปี โดยการเพิ่มอัตราการจ่ายปันผลจาก 67% ในปี 2021 เป็น 91% ในปี 2024 ด้วยสถานะเงินสดสุทธิที่สูงถึง 3.8 พันลบ. หรือ 8.9 บาทต่อหุ้น และความต้องการใช้เงินลงทุน (capex) ที่จำกัดเพียงราว 600 ลบ. ต่อปี เทียบกับ EBITDA ที่ราว 1 พันลบ. แม้ในปีที่อ่อนแอ เราเชื่อว่า SAT สามารถรักษาอัตราการจ่ายปันผลที่ 91% ได้ต่อเนื่องในสามปีข้างหน้า ซึ่งจะหมายถึง DPS ที่ 1.1/1.0/1.0 บาท หรืออัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจที่ 9.2%, 8.3% และ 8.6% ในปี 2025-27F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,429	6,895	6,627	6,711
Net profit	701	525	473	487
Consensus NP	—	683	714	725
Diff frm cons (%)	—	(23.0)	(33.7)	(32.8)
Norm profit	696	525	473	487
Prev. Norm profit	—	663	765	818
Chg frm prev (%)	—	(20.8)	(38.2)	(40.4)
Norm EPS (Bt)	1.6	1.2	1.1	1.1
Norm EPS grw (%)	(28.5)	(24.5)	(9.9)	3.0
Norm PE (x)	7.5	9.9	11.0	10.6
EV/EBITDA (x)	3.4	3.6	3.6	3.3
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	12.3	9.2	8.3	8.6
ROE (%)	8.4	6.3	5.7	5.8
Net D/E (%)	(17.3)	(19.5)	(21.1)	(22.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 29-May-25(Bt)	12.20
Market Cap (US\$ m)	158.3
Listed Shares (m shares)	425.2
Free Float (%)	62.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.3
12M Price H/L (Bt)	15.10/10.10
Sector	Automotive
Major Shareholder	Somboon Holding 29.9%

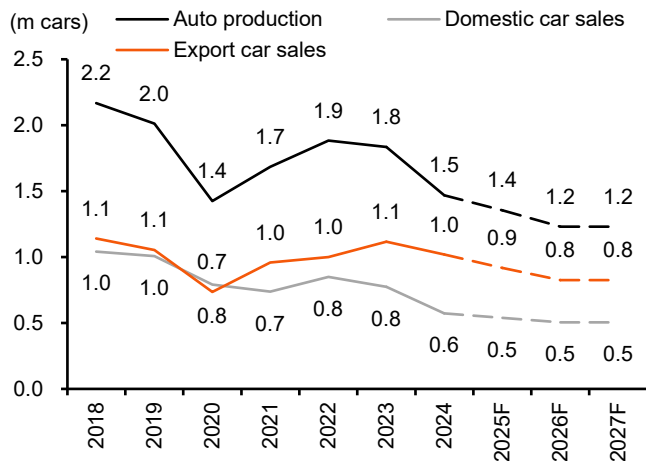
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

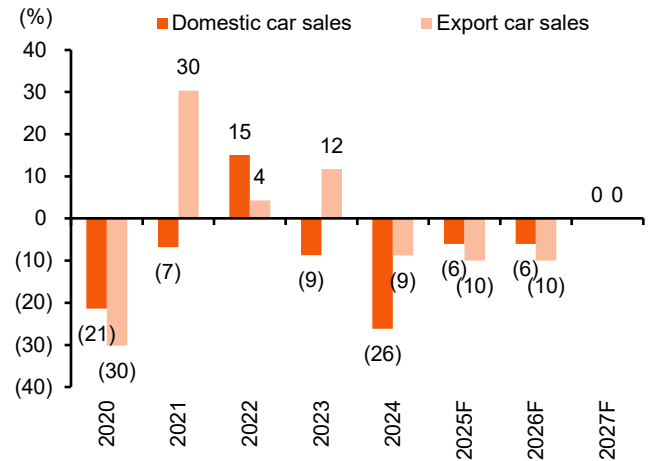
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Industry Auto Production Forecasts



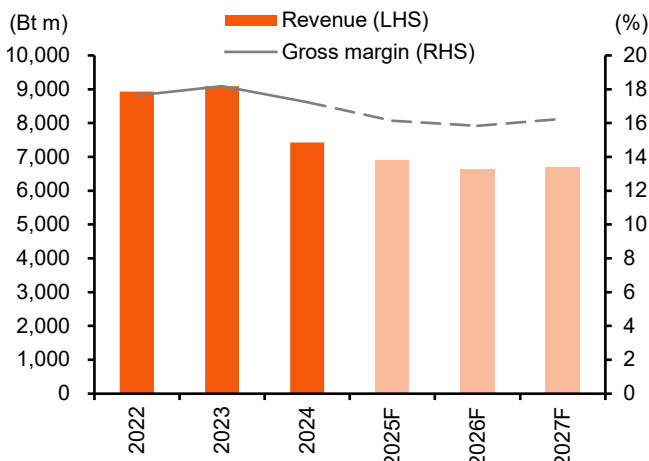
Sources: The Federation of Thai Industries, Thanachart estimates

Ex 2: Industry Auto Sales Growth Forecasts



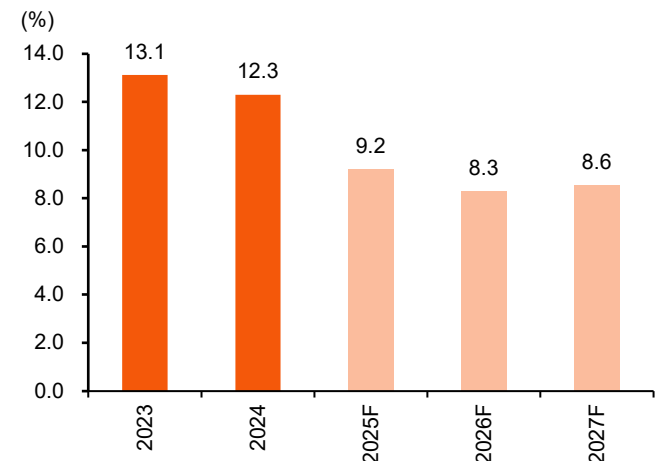
Sources: The Federation of Thai Industries, Thanachart estimates

Ex 3: Sales And Gross Margin Improvement In 2025-26F



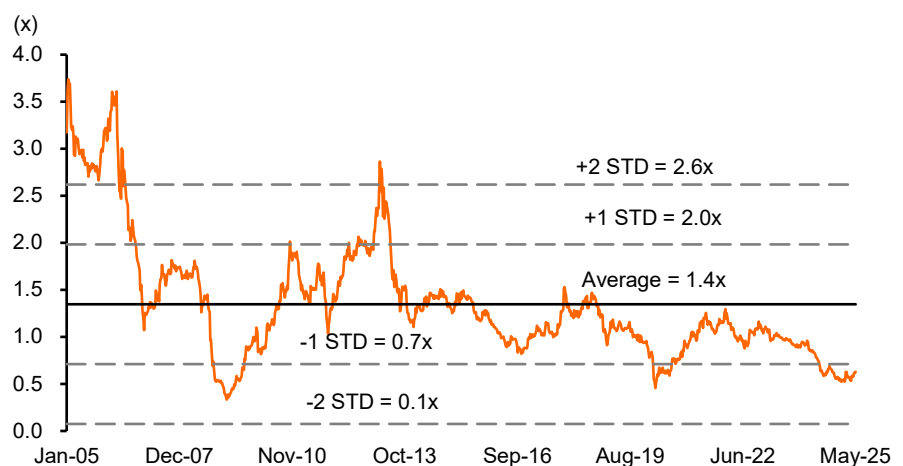
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: High Forecast Dividend Yields



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: SAT Trades At The Bottom Range Of Its Historical P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Key Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Industry auto production (cars)					
- New	1,834,986	1,468,997	1,355,606	1,231,578	1,231,578
- Old			1,574,424	1,707,615	1,794,973
- Change (%)			(13.9)	(27.9)	(31.4)
Total revenue (Bt m)					
- New	9,089	7,429	6,895	6,627	6,711
- Old			7,917	8,470	8,857
- Change (%)			(12.9)	(21.8)	(24.2)
Average gross margin (%)					
- New	18.2	17.2	16.1	15.8	16.2
- Old			16.6	17.2	17.6
- Change (ppt)			(0.5)	(1.4)	(1.4)
Normalized earnings (Bt m)					
- New	973	696	525	473	487
- Old			663	765	818
- Change (%)			(20.8)	(38.2)	(40.4)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: 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	988	954	991	1,177	1,295	1,308	1,324	1,338	1,295	1,249	1,200	—
Free cash flow	856	434	402	464	586	442	459	476	467	436	402	3,448
PV of free cash flow	854	356	300	313	359	245	231	217	193	163	136	1,058
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	10.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	4,510											
Net debt (2024)	(1,442)											
Minority interest	(8)											
Equity value	5,959											
# of shares (m)	425											
Target price/share (Bt)	14.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Bharat Forge	BHFC IN	India	46.1	30.5	42.9	32.9	5.8	5.1	21.6	18.1	0.7	0.8
Sundram Fasteners	SF IN	India	17.2	15.9	33.8	29.1	5.0	4.4	20.9	18.5	0.8	0.8
Mando Corp	060980 KS	S. Korea	87.4	59.3	10.2	6.4	0.4	0.3	7.9	6.7	5.2	5.4
Hyundai Mobis	012330 KS	S. Korea	7.2	6.5	5.6	5.3	0.5	0.5	3.8	3.4	2.7	2.9
Hu Lane Associate Inc	6279 TT	Taiwan	(0.2)	17.7	10.9	9.3	1.9	1.6	7.0	6.2	5.0	5.5
Tong Yang Industry	1319 TT	Taiwan	11.4	8.4	15.8	14.6	2.7	2.5	8.1	7.5	4.4	4.8
AAPICO Hitech	AH TB	Thailand	5.0	16.0	6.2	5.3	0.4	0.4	4.5	4.3	5.9	7.1
Thai Stanley Electric	STANLY TB	Thailand	19.4	9.4	9.4	8.6	0.7	0.7	2.2	2.1	7.2	7.9
Somboon Advance Tech*	SAT TB	Thailand	(24.5)	(9.9)	9.9	11.0	0.6	0.6	3.6	3.6	9.2	8.3
Average			18.8	17.1	16.1	13.6	2.0	1.8	8.8	7.8	4.6	4.8

Source: Bloomberg, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth
Based on 29 May 2025 closing prices

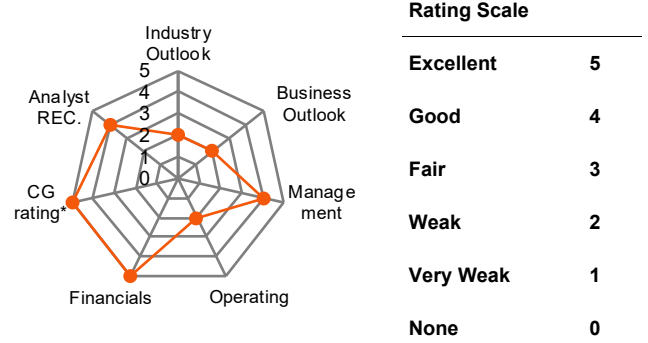
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท สมบูรณ์ แอ็ดวานซ์ เทคโนโลยี จำกัด (มหาชน) เป็นหนึ่งในผู้ผลิตและจัดจำหน่ายยานยนต์ส่วนบุคคลชั้นนำ จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ในปี 2005 ผลิตภัณฑ์หลักของ SAT ได้แก่ ชิ้นส่วนช่วงล่างรถยนต์ เช่นเพลลา ดิสก์เบรก และดรัมเบรก รองรับยานพาหนะหลากหลายประเภท โดยส่วนใหญ่เป็นรถปิคอัพ 1 ตัน และรถยนต์นั่งส่วนบุคคล ลูกค้าส่วนใหญ่เป็นผู้ผลิตรถยนต์ญี่ปุ่นที่มีโรงงานในประเทศไทย ได้แก่ มิตซูบิชิ โตโยต้า ฮอนด้า อีซูซุ นิสสัน ฯลฯ ในปี 2013 SAT ได้ลงนามในสัญญาระยะยาวเพื่อจัดหาชิ้นส่วนเครื่องจักรกลการเกษตรสำหรับคูโบต้า-ผู้ผลิตรถแทรกเตอร์การเกษตรชั้นนำ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำในตลาดชิ้นส่วนยานยนต์ช่วงล่าง
- มีลูกค้าที่กระจายหลากหลาย
- มีสินค้าที่หลากหลาย
- ได้รับผลกระทบจากเทรนด์ EV น้อย

O — Opportunity

- ได้รับผลประโยชน์สูงจากการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของอุตสาหกรรมรถยนต์ไทย
- เทรนด์การทำฟาร์มอัจฉริยะที่กำลังเติบโต

W — Weakness

- การส่งออกอาจจะไม่เติบโตอย่างมีนัยสำคัญในระยะยาว
- ยังคงมีสัดส่วนหลักของยอดขายจากรถญี่ปุ่น

T — Threat

- การแข่งขันจากผู้ผลิตต่างประเทศ
- แนวโน้ม EV ระยะยาวน่าจะทำให้ SAT ต้องปรับกระบวนการผลิตผลิตภัณฑ์บางอย่างเช่น พัฒนาให้มีน้ำหนักเบาลง
- หากมีการใช้มอเตอร์แยกที่ล้อในรถ EV จะมีความเสี่ยงต่อธุรกิจหลัก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.60	14.00	3%
Net profit 25F (Bt m)	683	525	-23%
Net profit 26F (Bt m)	714	473	-34%
Consensus REC	BUY: 5	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- คาดการณ์กำไรสุทธิของเราสำหรับปี 2025-26F ต่ำกว่าประมาณการของนักวิเคราะห์ใน Bloomberg อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากกว่าเกี่ยวกับการฟื้นตัวของการผลิตรถยนต์ อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับตลาด เนื่องจากเราคาดว่าผลิตรถยนต์จะฟื้นตัวในระยะยาว

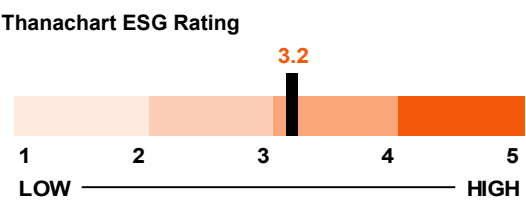
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการรถยนต์ในประเทศและส่งออกที่อ่อนแอกว่าคาดส่งผลให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ภัยพิบัติทางธรรมชาติสามารถส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรม และทำให้มีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเราได้เช่นกัน
- ภัยแล้งอย่างรุนแรงส่งผลลบต่อความต้องการแทรกเตอร์

Source: Thanachart

SAT เป็นผู้ผลิตชิ้นส่วนรถยนต์ชั้นนำ ผลิตภัณฑ์หลัก ได้แก่ เพลา ตรัมเบรก คุมล้อหน้า และอุปกรณ์ทางการเกษตร และวัตถุดิบหลักคือเหล็ก เราประเมินคะแนน ESG ของ SAT อยู่ในระดับที่ดีที่ 3.2 เพื่อสะท้อนถึงความมุ่งมั่นอย่างชัดเจนของบริษัทฯ ต่อบเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม การพัฒนาบุคลากร คุณภาพของผลิตภัณฑ์ และโครงสร้างคณะกรรมการที่มีความเหมาะสมและมีธรรมาภิบาล



	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)
SAT	YES	AA	-	-	-	54.52	38.00	-	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ SAT ในระดับที่ดีที่ 3.2 เพื่อสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของบริษัทฯ ในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก - บริษัทฯ ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกใน Scope 1 และ 2 ลง 30% ภายในปี 2030 (เมื่อเทียบกับปีฐาน 2018) และกำลังอยู่ระหว่างการทบทวนแผนการดำเนินงานสู่เป้าหมายสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero) - ในปี 2024 SAT ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์รวม 83,296 ตัน ใน Scope 1-3 โดย Scope 1 และ 2 ลดลง 35% ซึ่งดีกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 14% ขณะที่ความเข้มข้นของการใช้ไฟฟ้าดีขึ้น โดยลดลง 5% เทียบกับเป้าหมายที่ 4.5% - อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ยังไม่สามารถบรรลุเป้าหมายในด้านสิ่งแวดล้อมอื่น ๆ ได้แก่ ความเข้มข้นการใช้น้ำที่ลดลงเพียง 20% (เทียบกับเป้าหมาย 25%) และความเข้มข้นของของเสียอันตรายกลับเพิ่มขึ้น 37% จากปีก่อน ซึ่งสวนทางกับเป้าหมายที่ต้องการลดลง 3%
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ของ SAT ในระดับที่ดีที่ 3.4 เพื่อสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของบริษัทฯ ในด้านคุณภาพสินค้า การดำเนินงาน และสวัสดิการพนักงาน - SAT ให้ความสำคัญกับการพัฒนาบุคลากรและความปลอดภัยในสถานที่ทำงาน โดยในปี 2024 บริษัทฯ มีชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยเพิ่มขึ้นเป็น 16 ชั่วโมงต่อคน (สูงกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 12 ชั่วโมง) และมีอัตราการบาดเจ็บของพนักงานเพียง 0.22% อย่างไรก็ตาม พนักงานหญิงมีสัดส่วนเพียง 15% ของพนักงานทั้งหมด - ด้านคุณภาพและความปลอดภัยของผลิตภัณฑ์ SAT ได้รับรางวัลจากลูกค้าหลายรายในปี 2024 เช่น Kubota, Mitsubishi Motors, Isuzu และ Honda - นอกจากนี้ SAT ยังมีส่วนร่วมกับชุมชนผ่านโครงการด้านการศึกษา โดยมีงบประมาณสนับสนุนคิดเป็น 0.7% ของกำไรสุทธิในปี 2024
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ SAT ที่ 3.0 เพื่อสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่อยู่ในระดับดี โดยจุดที่ควรปรับปรุงคือความหลากหลายในฐานะลูกค้าที่ต่ำ - ประธานคณะกรรมการเป็นกรรมการอิสระ ขณะที่กรรมการอิสระมีจำนวน 6 จาก 10 คน หรือ 60% ซึ่งใกล้เคียงกับสัดส่วนที่เหมาะสมที่สองในสาม กรรมการมีทักษะที่หลากหลาย อย่างไรก็ตาม คณะกรรมการมีช่วงอายุที่กระจุกตัวอยู่ระหว่าง 60-75 ปี และมีกรรมการหญิงเพียง 1 คน หรือคิดเป็น 10% - SAT มีคณะกรรมการย่อยที่จำเป็นครบถ้วน ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการพิจารณาค่าตอบแทน และคณะกรรมการด้านความเสี่ยงและความยั่งยืน - อย่างไรก็ตาม SAT มีความเสี่ยงจากการพึ่งพาลูกค้าหลักที่เป็นผู้ผลิตรถยนต์ญี่ปุ่นสูง ซึ่งกำลังเผชิญแรงกดดันมากขึ้นจากการเติบโตอย่างรวดเร็วของผู้ผลิตรถยนต์ไฟฟ้าจากจีน

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	9,089	7,429	6,895	6,627	6,711
Cost of sales	7,436	6,148	5,782	5,578	5,621
Gross profit	1,653	1,281	1,112	1,049	1,090
% gross margin	18.2%	17.2%	16.1%	15.8%	16.2%
Selling & administration expenses	686	681	650	635	653
Operating profit	967	600	462	414	438
% operating margin	10.6%	8.1%	6.7%	6.2%	6.5%
Depreciation & amortization	504	514	530	551	571
EBITDA	1,471	1,114	992	964	1,009
% EBITDA margin	16.2%	15.0%	14.4%	14.6%	15.0%
Non-operating income	106	138	90	86	87
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2)	(3)	(2)	(3)	(5)
Pre-tax profit	1,072	735	550	497	520
Income tax	167	110	82	79	88
After-tax profit	905	625	467	417	432
% net margin	10.0%	8.4%	6.8%	6.3%	6.4%
Shares in affiliates' Earnings	56	60	58	56	56
Minority interests	12	11	0	0	0
Extraordinary items	6	5	0	0	0
NET PROFIT	979	701	525	473	487
Normalized profit	973	696	525	473	487
EPS (Bt)	2.3	1.6	1.2	1.1	1.1
Normalized EPS (Bt)	2.3	1.6	1.2	1.1	1.1

We estimate 2025-27F
EPS growth of
-25/-10/+3%

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	5,698	5,485	5,372	5,409	5,541
Cash & cash equivalent	2,923	1,461	1,627	1,807	1,897
Account receivables	1,562	1,345	1,248	1,200	1,215
Inventories	822	747	703	678	683
Others	391	1,932	1,794	1,724	1,746
Investments & loans	1,170	1,132	1,132	1,132	1,132
Net fixed assets	3,256	3,130	3,104	3,063	3,010
Other assets	277	310	319	332	353
Total assets	10,401	10,057	9,927	9,937	10,036
LIABILITIES:					
Current liabilities:	1,769	1,348	1,281	1,269	1,303
Account payables	1,085	826	777	750	755
Bank overdraft & ST loans	0	19	11	50	60
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	684	503	492	469	488
Total LT debt	0	0	0	0	0
Others LT liabilities	339	380	349	352	367
Total liabilities	2,108	1,728	1,630	1,621	1,671
Minority interest	3	(8)	(8)	(8)	(8)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	425	425	425	425	425
Share premium	716	716	716	716	716
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	22	18	18	18	18
Retained earnings	7,126	7,177	7,145	7,163	7,214
Shareholders' equity	8,290	8,337	8,304	8,323	8,373
Liabilities & equity	10,401	10,057	9,927	9,937	10,036

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,072	735	550	497	520
Tax paid	(172)	(133)	(82)	(84)	(87)
Depreciation & amortization	504	514	530	551	571
Chg In working capital	10	33	92	46	(15)
Chg In other CA & CL / minorities	371	(1,637)	185	106	50
Cash flow from operations	1,784	(489)	1,275	1,116	1,040
Capex	(546)	(388)	(500)	(500)	(500)
Right of use	0	0	(35)	(35)	(35)
ST loans & investments	50	0	0	0	0
LT loans & investments	(115)	38	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(18)	6	(8)	14	12
Cash flow from investments	(629)	(344)	(543)	(521)	(523)
Debt financing	6	24	(7)	39	10
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(637)	(629)	(558)	(454)	(437)
Warrants & other surplus	(2)	(25)	0	0	0
Cash flow from financing	(634)	(630)	(565)	(415)	(427)
Free cash flow	1,238	(876)	775	616	540

SAT offers dividend
yields of 9.2/8.3/8.6% in
2025-27F

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	5.3	7.5	9.9	11.0	10.6
Normalized PE - at target price (x)	6.1	8.6	11.3	12.6	12.2
PE (x)	5.3	7.4	9.9	11.0	10.6
PE - at target price (x)	6.1	8.5	11.3	12.6	12.2
EV/EBITDA (x)	1.5	3.4	3.6	3.6	3.3
EV/EBITDA - at target price (x)	2.1	4.1	4.4	4.4	4.1
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
P/CFO (x)	2.9	(10.6)	4.1	4.6	5.0
Price/sales (x)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
Dividend yield (%)	13.1	12.3	9.2	8.3	8.6
FCF Yield (%)	23.9	(16.9)	14.9	11.9	10.4
(Bt)					
Normalized EPS	2.3	1.6	1.2	1.1	1.1
EPS	2.3	1.6	1.2	1.1	1.1
DPS	1.6	1.5	1.1	1.0	1.0
BV/share	19.5	19.6	19.5	19.6	19.7
CFO/share	4.2	(1.1)	3.0	2.6	2.4
FCF/share	2.9	(2.1)	1.8	1.4	1.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Inexpensive, in our view,
trading at 0.6x 2025F
P/BV

FINANCIAL RATIOS

SAT has a strong balance sheet with a net-cash position

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	1.8	(18.3)	(7.2)	(3.9)	1.3
Net profit (%)	4.1	(28.4)	(25.0)	(9.9)	3.0
EPS (%)	4.1	(28.4)	(25.0)	(9.9)	3.0
Normalized profit (%)	7.2	(28.5)	(24.5)	(9.9)	3.0
Normalized EPS (%)	7.2	(28.5)	(24.5)	(9.9)	3.0
Dividend payout ratio (%)	69.5	91.0	91.0	91.0	91.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.2	17.2	16.1	15.8	16.2
Operating margin (%)	10.6	8.1	6.7	6.2	6.5
EBITDA margin (%)	16.2	15.0	14.4	14.6	15.0
Net margin (%)	10.0	8.4	6.8	6.3	6.4
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	na	217.9	234.3	143.1	92.1
Interest coverage - EBITDA (x)	na	404.4	na	333.7	212.2
ROA - using norm profit (%)	9.4	6.8	5.3	4.8	4.9
ROE - using norm profit (%)	12.0	8.4	6.3	5.7	5.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.1	7.5	5.6	5.0	5.2
- asset turnover (x)	0.9	0.7	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	11.8	9.9	8.0	7.5	7.8
- leverage (x)	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2
- interest burden (%)	99.9	99.6	99.6	99.4	99.1
- tax burden (%)	84.4	85.0	85.0	84.0	83.0
WACC (%)	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
ROIC (%)	14.7	9.5	5.7	5.2	5.5
NOPAT (Bt m)	816	510	393	348	363
invested capital (Bt m)	5,367	6,895	6,689	6,567	6,537

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, 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.

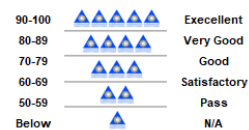
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% 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 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ 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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่1/2568 ชุดที่1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th