

**SELL** (Unchanged)

Change in Numbers

**TP: Bt 31.50** (From: Bt31.00)

**Downside : 10.6%** **14 JULY 2025**

Small Cap Research

## SAPPE Public Co. Ltd. (SAPPE TB)

### ความต้องการส่งออกอ่อนแอ

ยอดขายของ SAPPE ใน 2Q25F คาดว่าจะลดลง 25% y-y กดดันโดยการส่งออกที่ลดลง 30% y-y เงินบาทที่แข็งค่ายังเป็นปัจจัยลบต่อ SAPPE เนื่องจาก 70% ของยอดขายมาจากการส่งออก เราคาดว่า EPS จะลดลงต่อเนื่อง 23/5% ในปี 2025-26F และคงคำแนะนำ “ขาย” SAPPE



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ยังไม่ฟื้นตัว คงคำแนะนำ “ขาย”

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” SAPPE โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 31.5 บาท/หุ้น จาก 31.0 บาท เนื่องจาก 1) เราคาดว่ากำไรปกติของ SAPPE ใน 2Q25F จะลดลง 30% y-y ส่วนการเติบโต 27% q-q เป็นผลจากปัจจัยฤดูกาล และฐานที่ต่ำผิดปกติใน 1Q25 จากการปรับลดสินค้าคงคลัง (destocking) 2) SAPPE เป็นผู้ส่งออก จึงได้รับผลกระทบโดยตรงจากเงินบาทที่แข็งค่าเมื่อเทียบกับดอลลาร์สหรัฐ 3) ตลาดสหรัฐ คิดเป็น 5% ของยอดขายรวมของ SAPPE ในปี 2024 ซึ่งมีความเสี่ยงโดยตรงจากมาตรการภาษีตอบโต้ของสหรัฐ 4) แม้ยอดขายในประเทศใน 2Q25F จะเติบโตราว 20% y-y แต่ยังไม่เพียงพอที่จะชดเชยความอ่อนแอของการส่งออก ยอดขายในประเทศคิดเป็นเพียง 20% ของยอดขายรวมในปี 2024 และ 5) เรายังคงคาดว่า EPS จะติดลบ 23/5% ในปี 2025-26F เราได้ปรับประมาณการกำไร -1/0% ในปี 2025-26F เพื่อสะท้อนธุรกิจในประเทศที่แข็งแกร่งกว่าคาด

#### ยอดส่งออกอ่อนแอ

การส่งออกคิดเป็น 80% ของยอดขายรวมของ SAPPE ในปี 2024 และเราคาดว่าอยู่ที่ 70% ในปี 2025F ยอดส่งออกลดลง 51% y-y ใน 1Q25 เนื่องจากความต้องการที่อ่อนแอและการปรับลดสินค้าคงคลัง โดยคาดว่ายอดส่งออกจะลดลงอีก 30% y-y ใน 2Q25 แต่จะเพิ่มขึ้น 42% q-q เนื่องจากปัจจัยฤดูกาลและผลกระทบจากการปรับลดสินค้าคงคลังที่ลดลง ความต้องการที่อ่อนแอเกิดขึ้นในตลาดสำคัญของ SAPPE ได้แก่ ฝรั่งเศส สหราชอาณาจักร และเกาหลี ตลาดสหรัฐ คิดเป็น 8% ของยอดส่งออกของ SAPPE และ 5% ของยอดขายรวมในปี 2024 และมีความเสี่ยงโดยตรงจากมาตรการภาษีตอบโต้ของสหรัฐ โดยยอดส่งออกไปสหรัฐลดลง 37% y-y ใน 1Q25 เราคาดว่ายอดส่งออกรวมของ SAPPE จะลดลง 27/7% ในปี 2025-26F

#### ในประเทศดีขึ้น

ยอดขายในประเทศคิดเป็น 20% ของยอดขายรวมของ SAPPE ในปี 2024 ความต้องการในประเทศยังแข็งแกร่งเนื่องจากผลิตภัณฑ์ฟังก์ชันใหม่ที่เกี่ยวกับสุขภาพใหม่ๆ ของ SAPPE ประสบความสำเร็จ ยอดขายในประเทศเติบโต 27% y-y ใน 1Q25 และคาดว่าจะเติบโตเพิ่มอีก 20% y-y ใน 2Q25F เราคาดว่ายอดขายในประเทศจะเติบโต 28/15% ในปี 2025-26F อย่างไรก็ตาม เนื่องจากยอดส่งออกยังอ่อนแอ เราจึงคาดว่ารายได้รวมจะหดตัว 22/1% ในปี 2025-26F

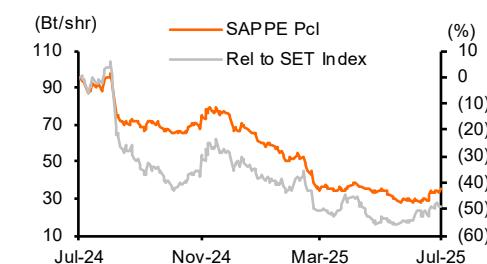
#### ได้รับผลกระทบจากเงินบาทที่แข็งค่า

SAPPE เป็นบริษัทส่งออกที่ใช้ดอลลาร์สหรัฐเป็นสกุลเงินหลักในการทำธุรกิจ โดยโรงงานผลิตของ SAPPE ตั้งอยู่ในประเทศไทย ทำให้ต้นทุนส่วนใหญ่เป็นเงินบาท การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของกำไรแสดงให้เห็นว่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นทุกๆ 1% จะส่งผลให้กำไรของ SAPPE ลดลงประมาณ 2% สมมติฐานอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทของเราในช่วง 2H25-2027F อยู่ที่ 33.9/34.5/34.5 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ และมี upside risk เนื่องจากอัตราแลกเปลี่ยนในปัจจุบันอยู่ที่ 32.7 บาทต่อดอลลาร์สหรัฐ

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	6,775	5,276	5,245	5,351
Net profit	1,253	947	897	842
Consensus NP	—	1,053	1,167	1,609
Diff frm cons (%)	—	(10.1)	(23.1)	(47.7)
Norm profit	1,233	947	897	842
Prev. Norm profit	—	958	894	811
Chg frm prev (%)	—	(1.1)	0.3	3.8
Norm EPS (Bt)	4.0	3.1	2.9	2.7
Norm EPS grw (%)	13.7	(23.2)	(5.3)	(6.1)
Norm PE (x)	8.8	11.4	12.1	12.9
EV/EBITDA (x)	5.9	7.9	7.9	7.5
P/BV (x)	2.5	2.3	2.1	1.9
Div yield (%)	6.4	4.4	4.1	3.9
ROE (%)	30.0	20.7	18.0	15.6
Net D/E (%)	(39.5)	(29.0)	(31.7)	(38.7)

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price as of 14-Jul-25 (Bt)	35.25
Market Cap (US\$ m)	335.6
Listed Shares (m shares)	308.3
Free Float (%)	25.5
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.3
12M Price H/L (Bt)	98.00/28.00
Sector	Food
Major Shareholder	Ruckariyaphong Family 65.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P6

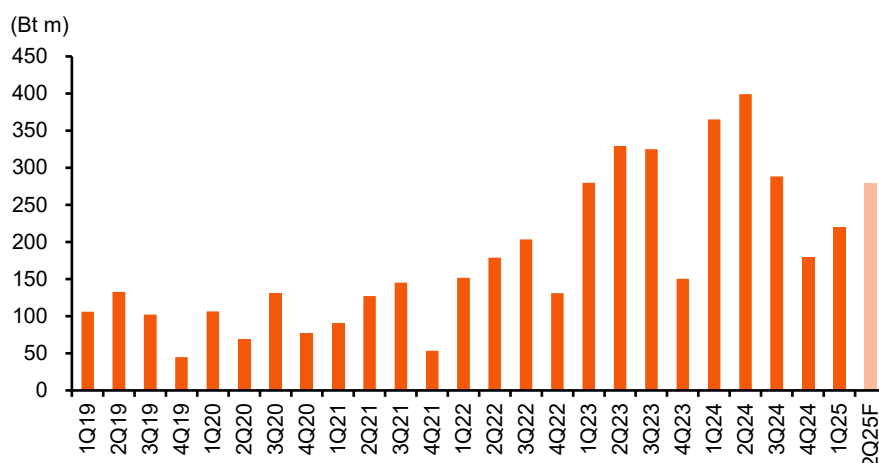
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

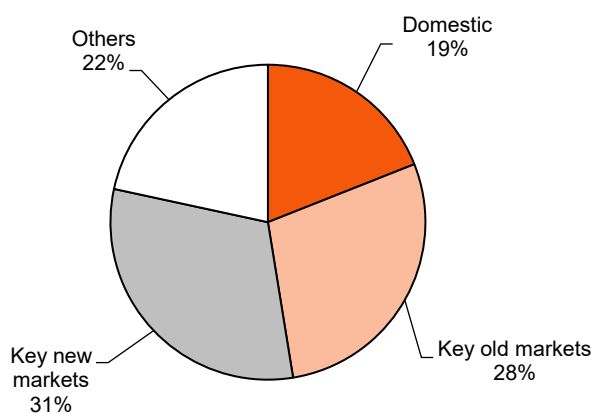
**Ex 1: Our Assumptions**

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total sales (% growth)	33	33	12	(21)	(2)	2
- Domestic (% growth)	(13)	10	19	15	4	3
- Exports (% growth)	57	39	10	(27)	(7)	2
Key old export markets (%)	16	34	16	(22)	(4)	2
Key new export markets (%)	99	94	(2)	(43)	(3)	2
Gross margin (%)	40.8	44.8	46.4	43.3	42.7	42.3
SG&A to sales (%)	29.9	24.8	27.4	25.4	26.1	26.7
EBIT margin (%)	10.9	20.0	19.0	17.8	16.6	15.5
Net margin (%)	14.6	17.9	18.4	18.2	17.4	16.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

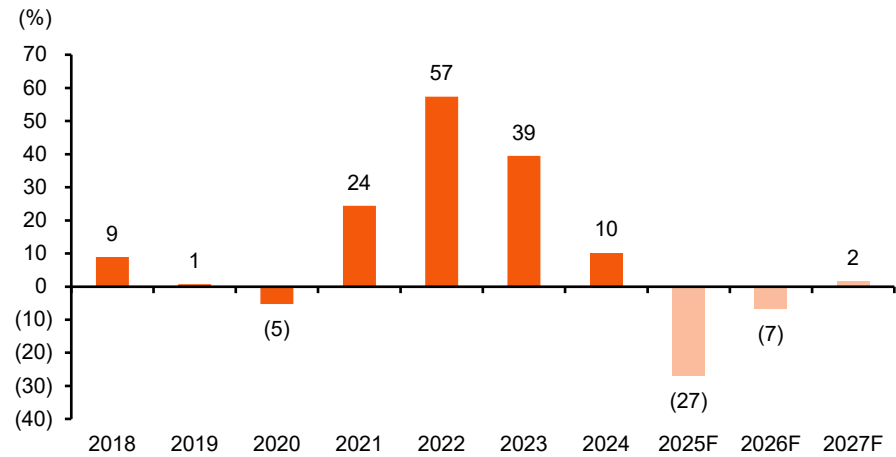
**Ex 2: Quarterly Earnings**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Sales Breakdown In 2024**

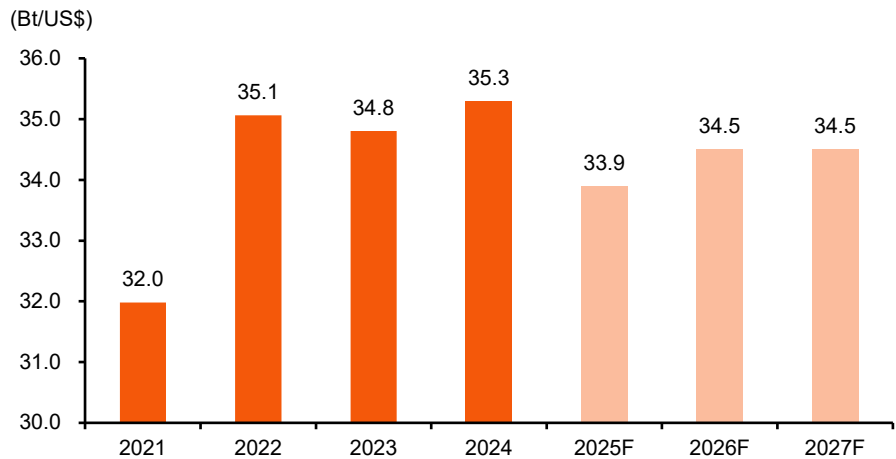
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Exports Have Peaked And Fallen



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Our Baht Assumptions Vs. The US Dollar



Sources: BoT, Thanachart estimates

Ex 6: 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	1,193	1,165	1,143	1,185	1,244	1,287	1,319	1,349	1,380	1,410	1,440	—
Free cash flow	112	765	1,015	759	819	858	985	1,013	1,041	1,119	1,146	10,906
PV of free cash flow	111	614	730	489	473	443	456	420	387	373	342	2,914
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	11.6											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	8,028											
Net debt (2024)	(1,773)											
Minority interest	99											
Equity value	9,702											
# of shares (m)	308											
Equity value/share (Bt)	31.5											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: 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)	(%)	(%)
Vietnam Dairy Products	VNM VN	Vietnam	(7.5)	4.5	14.4	13.8	3.8	3.7	8.9	8.5	6.9	6.9
Suntory Beverage & Food	2587 JP	Japan	(1.1)	11.6	15.2	15.0	1.1	1.1	5.7	5.3	2.7	3.0
Otsuka Corp	4768 JP	US	11.7	(0.9)	21.4	18.1	2.7	2.5	9.5	9.7	3.0	3.2
PepsiCo	PEP US	US	(3.4)	5.9	16.6	17.2	9.1	8.1	12.7	12.1	4.1	4.4
Coca-Cola	KO US	US	3.0	7.8	23.5	21.8	11.4	10.1	20.8	19.4	2.9	3.0
Monster Beverage Corp	MNST US	US	14.2	13.0	31.8	28.1	8.0	6.9	23.2	21.1	0.0	0.0
Ichitan Group PCL	ICHI TB	Thailand	(8.5)	8.0	11.6	10.7	2.5	2.5	6.6	6.2	9.7	10.0
Carabao Group PCL*	CBG TB	Thailand	17.2	21.4	16.8	13.9	3.6	3.2	11.6	9.5	2.9	4.0
Osotsa PCL*	OSP TB	Thailand	2.7	3.1	15.2	14.8	2.9	2.9	10.0	9.7	7.2	6.8
Sappe PCL*	SAPPE TB	Thailand	(23.2)	(5.3)	11.4	12.1	2.3	2.1	7.9	7.9	4.4	4.1
Average			0.5	6.9	17.8	16.6	4.7	4.3	11.7	10.9	4.4	4.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS.

Based on 14 July closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท แซปเป้ จำกัด (มหาชน) เริ่มต้นการผลิตและจัดจำหน่ายเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพในปี 2011 บริษัทฯ ผลิตสินค้าทั้งหมด 4 กลุ่ม ได้แก่ เครื่องดื่มฟังก์ชันแนลดริงค์ น้ำผลไม้ผสมเจลลี่มะพร้าว และผลิตภัณฑ์เพื่อสุขภาพ โดย SAPPE จำหน่ายสินค้าทั้งในประเทศและต่างประเทศ ครอบคลุมภูมิภาคเอเชีย ยุโรป อเมริกา และตะวันออกกลาง

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งในประเทศไทยและขยายธุรกิจไปยังประเทศทั่วโลกกว่า 20 ประเทศ
- ได้รับการยอมรับในแบรนด์อย่างแข็งแกร่ง
- สามารถเข้าถึงแหล่งวัตถุดิบหลักในประเทศได้ เช่น มะพร้าว
- งบดุลที่แข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- มีโอกาสในการขยายการส่งออกไปยังประเทศใหม่ๆ
- มีโอกาสในการเพิ่มการเจาะตลาดในประเทศผู้ส่งออกที่มีอยู่
- มีโอกาสในการเพิ่มสายผลิตภัณฑ์ในกลุ่มน้ำผลไม้

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- ยอดส่งออกขับเคลื่อนโดยผลิตภัณฑ์เดียว SKU: น้ำผลไม้ Mogu Mogu
- การส่งออกผลิตภัณฑ์เดียวจำกัดศักยภาพการเติบโตในระยะยาว
- การพึ่งพาผู้จัดจำหน่ายเพียงไม่กี่รายอย่างมากสำหรับธุรกิจส่งออก
- ตลาดเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพมีขนาดเล็กและตลาดน้ำผลไม้ที่มีการแข่งขันสูงในประเทศไทย

## T — Threat

- อุตสาหกรรมเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพขนาดเล็กมีผู้เล่นจำนวนมากในประเทศไทย
- การแข่งขันที่รุนแรงในกลุ่มเครื่องดื่มและน้ำผลไม้โดยรวมในไทย
- ความผันผวนของราคาวัตถุดิบ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.17	31.50	-8%
Net profit 25F (Bt m)	1,053	947	-10%
Net profit 26F (Bt m)	1,167	897	-23%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 8	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2025-26F ของเรต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากเรามีสู่มุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของคำสั่งซื้อของตลาดส่งออก

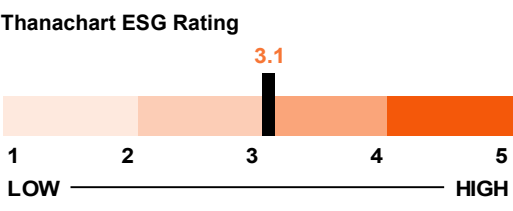
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเจาะตลาดต่างประเทศได้ดีกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ อาจเป็นปัจจัยบวกต่อประมาณการกำไรของเรา
- ท่ามกลางการแข่งขันที่รุนแรงในตลาดเครื่องดื่ม การเปิดตัวผลิตภัณฑ์ใหม่ของ SAAPE อย่างประสบความสำเร็จ อาจส่งผลเชิงบวกต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- นอกจากนี้ การอ่อนค่าของเงินบาทมากกว่าที่คาดไว้ ก็อาจเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ส่งผลบวกต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

SAPPE เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพและน้ำผลไม้ชั้นนำของประเทศไทย โรงงานของบริษัทไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกด้วยลักษณะธรรมชาติของการผลิตเครื่องดื่ม SAPPE ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและดำเนินการเพื่อบรรลุเป้าหมายนี้ คะแนน ESG ของเราสำหรับ SAPPE อยู่ที่ 3.05



	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)
SAPPE	YES	A	-	-	-	40.38	-	-	4.0

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
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ SAPPE ที่ระดับ 3.2</li><li>SAPPE เป็นผู้ผลิตเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพและน้ำผลไม้ชั้นนำในประเทศไทย โดยมีโรงงานหนึ่งแห่งในประเทศไทย SAPPE ได้ดำเนินการตามมาตรการเพื่อลดมลพิษ ในปี 2023 SAPPE ได้เปลี่ยนจากขวด PVC เป็นขวด PET ใหม่ทั้งหมด (ขวดเป็นวัสดุหลักที่เกี่ยวข้องกับก๊าซเรือนกระจก) ซึ่งรีไซเคิลได้ง่ายกว่า ในขณะที่ปล่อยไดออกซินที่เป็นพิษซึ่งเป็นหนึ่งในปัจจัยของก๊าซเรือนกระจกเมื่อถูกเผาหรือย่อยสลายลดลง ภายในปี 2027 SAPPE มีแผนที่จะเพิ่มการใช้ขวด recycled PET จากขวด PET ทั่วไปที่ใช้ในปัจจุบันเป็น 30%</li><li>SAPPE ยังเปลี่ยนมาใช้ฝาขวดที่รีไซเคิลได้ 100% แม้ว่าจะยังไม่มีการอบเวลาที่ชัดเจนก็ตาม</li><li>SAPPE มุ่งเน้นที่จะเพิ่มการใช้พลังงานหมุนเวียนโดยติดตั้งหลังคาโซลาร์เซลล์เพื่อลดการใช้พลังงานโดยรวม</li></ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ที่ 3.1</li><li>SAPPE ได้จัดทำโครงการสวัสดิการต่างๆ ให้กับพนักงาน เช่น ประกันชีวิต ค่ารักษาพยาบาลจากอุบัติเหตุ ประกันสุขภาพกลุ่ม หอพักพนักงาน และอาหารราคาถูก</li><li>SAPPE จัดให้มีการอบรมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพของพนักงาน เช่น การปรับปรุงซึ่การผลิตและการคัดแยกขยะ</li><li>SAPPE บริจาคเงินให้กับผู้เดือดร้อน และให้บริการทำความสะอาดแก่ชุมชนใกล้เคียง</li></ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li><li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li><li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li><li>การบริหารความเสี่ยง</li><li>นวัตกรรม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) ที่ 2.9</li><li>SAPPE มีคณะกรรมการบริหาร 9 คน ซึ่งเราถือว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ประธานคณะกรรมการเป็นอิสระ ซึ่งถือเป็นแนวทางปฏิบัติที่ดีในด้าน ESG จากสมาชิกทั้ง 9 คน มีการการอิสระ 4 คน ซึ่งเรายอมรับได้เนื่องจากคิดเป็นเกือบครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด มีการการหญิง 2 คน</li><li>SAPPE มีการกระจายความเสี่ยงด้านผลิตภัณฑ์ต่ำ โดยเน้นที่ผลิตภัณฑ์เพียงไม่กี่ SKU เช่น น้ำผลไม้และเครื่องดื่มเพื่อสุขภาพที่เน้นด้านความงามและสุขภาพ</li><li>SAPPE มีการกระจายตลาดส่งออกที่ดี แต่ยังคงเน้นที่หมวดหมู่ผลิตภัณฑ์ส่งออกน้อยเกินไป</li></ul>

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

Falling sales

Profits drop more as high-margin exports decline

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	6,053	6,775	5,276	5,245	5,351
Cost of sales	3,341	3,632	2,994	3,003	3,089
<b>Gross profit</b>	<b>2,711</b>	<b>3,144</b>	<b>2,282</b>	<b>2,242</b>	<b>2,263</b>
% gross margin	44.8%	46.4%	43.3%	42.7%	42.3%
Selling & administration expenses	1,499	1,854	1,341	1,370	1,431
<b>Operating profit</b>	<b>1,213</b>	<b>1,289</b>	<b>941</b>	<b>872</b>	<b>832</b>
% operating margin	20.0%	19.0%	17.8%	16.6%	15.5%
Depreciation & amortization	178	237	252	293	311
<b>EBITDA</b>	<b>1,391</b>	<b>1,527</b>	<b>1,193</b>	<b>1,165</b>	<b>1,143</b>
% EBITDA margin	23.0%	22.5%	22.6%	22.2%	21.4%
Non-operating income	146	258	227	227	227
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3)	(2)	(3)	(1)	(3)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,356</b>	<b>1,546</b>	<b>1,165</b>	<b>1,097</b>	<b>1,056</b>
Income tax	275	298	205	186	201
<b>After-tax profit</b>	<b>1,081</b>	<b>1,248</b>	<b>960</b>	<b>910</b>	<b>855</b>
% net margin	17.9%	18.4%	18.2%	17.4%	16.0%
Shares in affiliates' Earnings	(20)	(1)	(3)	(3)	(3)
Minority interests	24	(13)	(10)	(10)	(10)
Extraordinary items	(10)	19	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,074</b>	<b>1,253</b>	<b>947</b>	<b>897</b>	<b>842</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,085</b>	<b>1,233</b>	<b>947</b>	<b>897</b>	<b>842</b>
EPS (Bt)	3.5	4.1	3.1	2.9	2.7
Normalized EPS (Bt)	3.5	4.0	3.1	2.9	2.7

## BALANCE SHEET

A net-cash company

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	3,656	2,698	2,141	2,438	3,055
Cash & cash equivalent	2,532	1,775	1,412	1,712	2,312
Account receivables	642	602	469	466	476
Inventories	438	234	193	194	199
Others	45	86	67	66	68
Investments & loans	99	76	52	29	6
Net fixed assets	1,665	2,881	3,770	3,978	3,892
Other assets	260	266	50	39	27
<b>Total assets</b>	<b>5,680</b>	<b>5,921</b>	<b>6,014</b>	<b>6,484</b>	<b>6,979</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,647	1,292	1,049	1,082	1,168
Account payables	1,485	1,100	907	909	935
Bank overdraft & ST loans	9	2	3	32	93
Current LT debt	0	0	0	0	0
Others current liabilities	153	190	140	142	140
<b>Total LT debt</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	137	138	101	91	84
<b>Total liabilities</b>	<b>1,784</b>	<b>1,430</b>	<b>1,150</b>	<b>1,174</b>	<b>1,252</b>
Minority interest	78	99	109	119	129
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	308	308	308	308	308
Share premium	1,082	1,082	1,082	1,082	1,082
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(9)	(12)	(12)	(12)	(12)
<b>Retained earnings</b>	<b>2,436</b>	<b>3,014</b>	<b>3,377</b>	<b>3,813</b>	<b>4,221</b>
Shareholders' equity	3,818	4,392	4,755	5,191	5,599
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>5,680</b>	<b>5,921</b>	<b>6,014</b>	<b>6,484</b>	<b>6,979</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Earnings before tax	1,356	1,546	1,165	1,097	1,056
Tax paid	(230)	(321)	(213)	(194)	(195)
Depreciation & amortization	178	237	252	293	311
Chg In working capital	346	(143)	(19)	5	11
Chg In other CA & CL / minorities	(4)	27	(26)	7	(12)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,645</b>	<b>1,346</b>	<b>1,159</b>	<b>1,207</b>	<b>1,171</b>
Capex	(767)	(1,446)	(1,141)	(500)	(225)
Right of use	11	11	11	11	11
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	20	23	23	23	23
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(0)	(26)	168	(9)	(7)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(736)</b>	<b>(1,437)</b>	<b>(939)</b>	<b>(475)</b>	<b>(198)</b>
Debt financing	8	12	1	28	61
Capital increase	0	0	(1)	0	0
Dividends paid	(509)	(671)	(584)	(461)	(435)
Warrants & other surplus	(6)	(7)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(506)</b>	<b>(666)</b>	<b>(583)</b>	<b>(433)</b>	<b>(374)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>878</b>	<b>(100)</b>	<b>18</b>	<b>707</b>	<b>946</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Normalized PE (x)	10.0	8.8	11.4	12.1	12.9
Normalized PE - at target price (x)	8.9	7.9	10.2	10.8	11.5
PE (x)	10.1	8.7	11.4	12.1	12.9
PE - at target price (x)	9.0	7.7	10.2	10.8	11.5
EV/EBITDA (x)	6.0	5.9	7.9	7.9	7.5
EV/EBITDA - at target price (x)	5.2	5.2	6.9	6.9	6.5
P/BV (x)	2.8	2.5	2.3	2.1	1.9
P/BV - at target price (x)	2.5	2.2	2.0	1.9	1.7
P/CFO (x)	6.6	8.1	9.4	9.0	9.3
Price/sales (x)	1.8	1.6	2.1	2.1	2.0
Dividend yield (%)	6.2	6.4	4.4	4.1	3.9
FCF Yield (%)	8.1	(0.9)	0.2	6.5	8.7
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	3.5	4.0	3.1	2.9	2.7
EPS	3.5	4.1	3.1	2.9	2.7
DPS	2.2	2.3	1.5	1.5	1.4
BV/share	12.4	14.3	15.5	16.9	18.2
CFO/share	5.3	4.4	3.8	3.9	3.8
FCF/share	2.9	(0.3)	0.1	2.3	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Expensive for the negative growth outlook, in our view*



*Falling margins from  
weak export*

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	32.5	11.9	(22.1)	(0.6)	2.0
Net profit (%)	64.5	16.6	(24.4)	(5.3)	(6.1)
EPS (%)	64.5	16.6	(24.4)	(5.3)	(6.1)
Normalized profit (%)	63.0	13.7	(23.2)	(5.3)	(6.1)
Normalized EPS (%)	63.0	13.7	(23.2)	(5.3)	(6.1)
Dividend payout ratio (%)	62.6	55.4	50.0	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	44.8	46.4	43.3	42.7	42.3
Operating margin (%)	20.0	19.0	17.8	16.6	15.5
EBITDA margin (%)	23.0	22.5	22.6	22.2	21.4
Net margin (%)	17.9	18.4	18.2	17.4	16.0
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.6)	(0.4)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	475.0	na	337.2	na	325.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	427.5	na	447.7
ROA - using norm profit (%)	21.2	21.3	15.9	14.4	12.5
ROE - using norm profit (%)	30.7	30.0	20.7	18.0	15.6
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	30.6	30.4	21.0	18.3	15.9
- asset turnover (x)	1.2	1.2	0.9	0.8	0.8
- operating margin (%)	22.4	22.8	22.1	20.9	19.8
- leverage (x)	1.4	1.4	1.3	1.3	1.2
- interest burden (%)	99.8	99.9	99.8	99.9	99.8
- tax burden (%)	79.7	80.7	82.4	83.0	81.0
WACC (%)	11.6	11.6	11.6	11.6	11.6
ROIC (%)	84.8	80.4	29.6	21.6	19.2
NOPAT (Bt m)	967	1,041	776	723	674
invested capital (Bt m)	1,295	2,619	3,346	3,511	3,379

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### S&P Global Market Intelligence

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

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

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved. CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

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

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

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

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

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

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

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

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB), บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS และ บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใน บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ (TNS) ผ่านการเป็นผู้ถือใหญ่ของธนาคารทหารไทยธนชาตในสัดส่วนร้อยละ 24.974 ดังนั้น การจัดทาบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการของ TTB 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 การจัดทาบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

## 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 สรัชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโตรเคมี 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