

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 128.00

(From: Bt110.00)

11 JULY 2025

Downside : 27.3%

The Siam Cement Pcl (SCC TB)

เผชิญกับอุปสรรคหลายประการ

การลดสัดส่วนการถือหุ้นใน Chandra Asri แม้จะช่วยตัดผลขาดทุนออกจากงบกำไรขาดทุนของ SCC แต่ไม่ได้ทำให้ทิศทางอุตสาหกรรมหรือธุรกิจเปลี่ยนแปลงไป เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” SCC ด้วยอุตสาหกรรมยังอยู่ในช่วงขาลง และมองว่ามูลค่าหุ้นไม่น่าสนใจ



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

เผชิญกับอุปสรรคหลายประการ; แนะนำ “ขาย”

เรายังคงแนะนำ “ขาย” SCC ปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ขึ้นเป็น 128 บาท (จาก 110 บาท) จาก 1) เราคาดว่าอุตสาหกรรมปิโตรเคมีจะยังอยู่ในช่วงขาลงไปถึงปี 2028F จากอุปทานที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก 2) ธุรกิจซีเมนต์ซึ่งเป็นธุรกิจที่สร้างรายได้หลักมีแนวโน้มเติบโตในระยะยาวที่จำกัด ส่วนธุรกิจกระดาษ แม้ปรับตัวดีขึ้นใน 1H25 แต่ยังเผชิญกับแนวโน้มที่ท้าทายจากอุปทานที่ล้นตลาด 3) การลดสัดส่วนการถือหุ้นใน Chandra Asri ช่วยตัดผลขาดทุนออกจากงบกำไรขาดทุนของ SCC แต่เป็นเพียงผลทางบัญชี ไม่ใช่การพลิกฟื้นธุรกิจ และ 4) แม้เราจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรในปี 2025-27F ขึ้น 55/30/20% จากการฟื้นตัวของธุรกิจกระดาษใน 1Q25, รายได้เงินปันผลที่เพิ่มขึ้น และการไม่มีส่วนขาดทุนจาก Chandra Asri (CAP) แต่ราคาหุ้น SCC ยังถือว่าแพงที่ 2025F PE ที่ 29 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนปันผลเพียง 3.4% ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 4.6%

ปิโตรเคมียังอยู่ในช่วงขาลง

อุตสาหกรรมปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงขาลงต่อเนื่อง ซึ่งเกิดจากปัจจัยเชิงโครงสร้างและวัฏจักรเศรษฐกิจควบคู่กันไป นโยบายความพึงพาตนเองของจีนส่งผลให้เกิดอุปทานใหม่จำนวนมาก ด้วยขนาดธุรกิจที่ใหญ่ของจีนจึงมีความได้เปรียบด้านต้นทุนรวมด้วย เมื่อรวมกับแนวโน้มความต้องการที่อ่อนแอจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจจีนและผลกระทบของภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ เราคาดว่าช่วงขาลงนี้จะยืดเยื้อไปอย่างน้อยจนถึงปี 2028F โดยเราคาดว่า HDPE-naphtha spread อยู่ที่ US\$350/370/380 ต่อตันในปี 2025-27F เทียบกับ US\$339 ต่อตัน ในปี 2024

กำไรของ CBM อ่อนแอใน 2H25F

ธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง (CBM) คิดเป็นสัดส่วน 39% ของ EBITDA ของ SCC ในปี 2024 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรของ CBM จะอ่อนตัวลงใน 2H25F เนื่องจากปัจจัยด้านฤดูกาล ความไม่แน่นอนทางการเมือง และการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว แม้ว่าความต้องการซีเมนต์ในประเทศจะเพิ่มขึ้น 7% y-y ใน 1Q25 แต่เป็นผลมาจากฐานต่ำเนื่องจากการใช้จ่ายงบประมาณที่ล่าช้าใน 1Q24 เรายังคาดว่าจะเห็นแรงขับเคลื่อนที่อ่อนลงในครึ่งปีหลัง และปรับลดคาดการณ์ความต้องการซีเมนต์ในประเทศเป็น 5/2/2% สำหรับปี 2025-27F จากเดิมที่ 7/3/2%

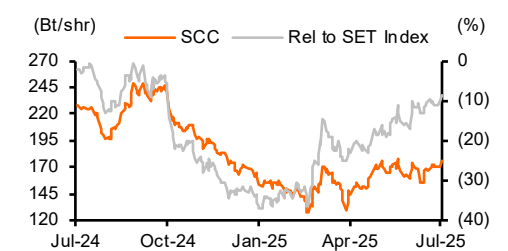
รายการที่ไม่ใช่เงินสดที่เกี่ยวข้องกับ Chandra Asri

รายการกำไรที่ไม่ใช่เงินสดของรายการที่เกี่ยวข้องกับสัดส่วนการถือหุ้น 30.57% ของ SCC ใน Chandra Asri (CAP) ซึ่ง SCC มีแผนจะบันทึกใน 2Q25 1) การปรับมูลค่าค่านิยมที่เกิดขึ้นจากการที่ CAP ซื้อโรงกลั่นน้ำมัน Shell ที่ Bukom ในสิงคโปร์ และ 2) การปรับมูลค่าจากการเปลี่ยนประเภทการลงทุนของ SCC ใน CAP โดยที่ SCC มีแผนที่จะขายสัดส่วน 10.57% ใน CAP ในปีนี้ ซึ่งเป็นสาเหตุให้ต้องมีการเปลี่ยนประเภทการลงทุนดังกล่าว อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมรายการที่ไม่ใช่เงินสดพิเศษเหล่านี้ในโมเดลของเรา เนื่องจากรายการเหล่านี้ไม่ใช่เงินสด จึงไม่มีผลกระทบต่อประมาณการเงินปันผลและมูลค่า DCF ของเรา เราคาดว่าเงินปันผลต่อหุ้นอยู่ที่ 6.0 บาท ในปี 2025F ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผล 3.5% ให้อัตราการจ่ายเงินปันผล 95% ซึ่งใกล้เคียงกับระดับในปี 2024

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	511,172	577,585	583,421	627,127
Net profit	6,342	7,274	8,651	16,173
Consensus NP	—	8,405	12,939	15,862
Diff frm cons (%)	—	(13.5)	(33.1)	2.0
Norm profit	8,054	7,274	8,651	16,173
Prev. Norm profit	—	4,697	6,655	13,439
Chg frm prev (%)	—	54.9	30.0	20.3
Norm EPS (Bt)	6.7	6.1	7.2	13.5
Norm EPS grw (%)	(46.2)	(9.7)	18.9	87.0
Norm PE (x)	26.2	29.0	24.4	13.1
EV/EBITDA (x)	16.2	18.8	16.9	13.5
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	2.8	3.4	4.0	4.0
ROE (%)	2.2	2.1	2.4	4.5
Net D/E (%)	67.0	72.1	73.8	71.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Jul-25 (Bt)	176.00
Market Cap (US\$ m)	6,507.1
Listed Shares (m shares)	1,200.0
Free Float (%)	66.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	20.0
12M Price H/L (Bt)	249.00/127.50
Sector	CONMAT
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn Bodindradebayavarangkun
	33.64%

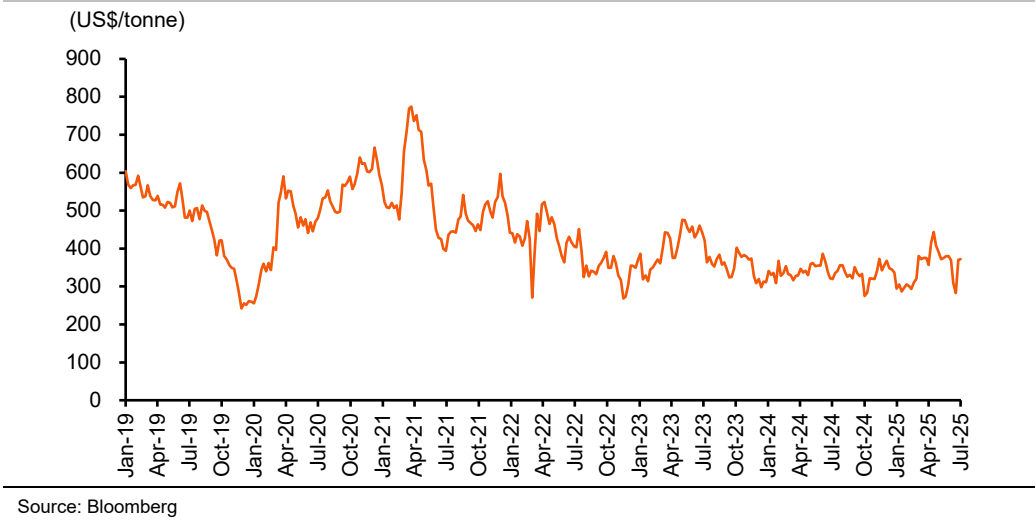
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

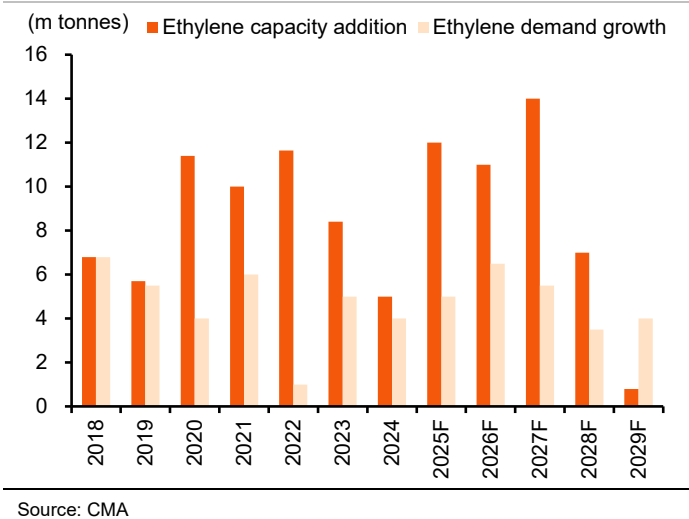
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



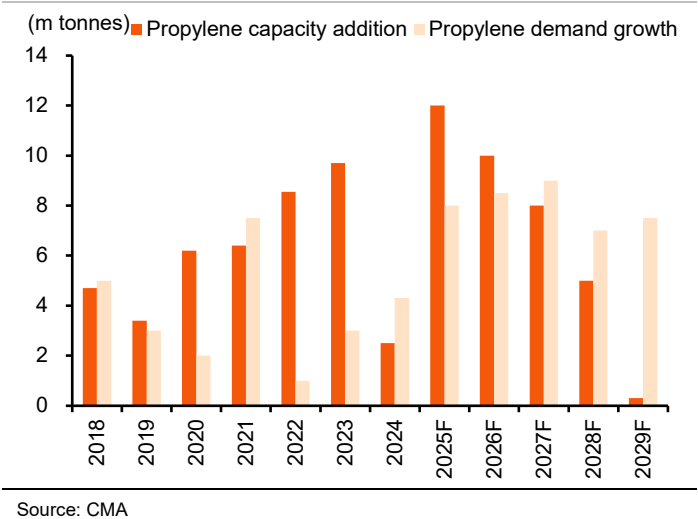
Ex 1: HDPE-Naphtha



Ex 2: Additional Ethylene Capacity

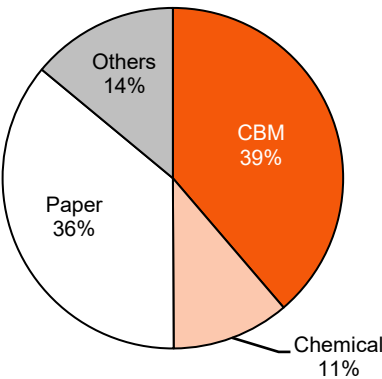


Ex 3: Additional Propylene Capacity

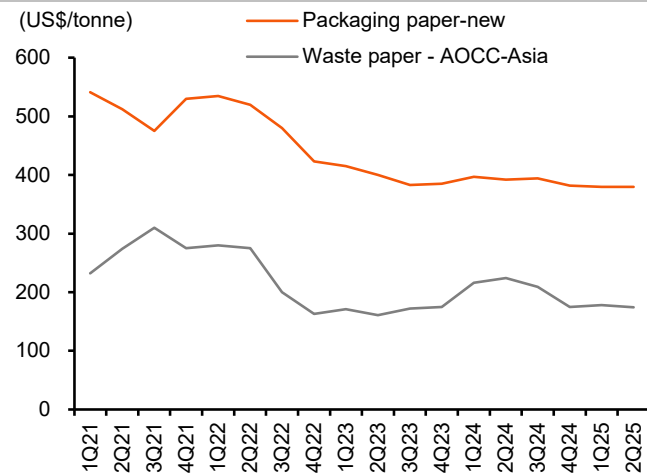


Ex 4: SCC's EBITDA Breakdown

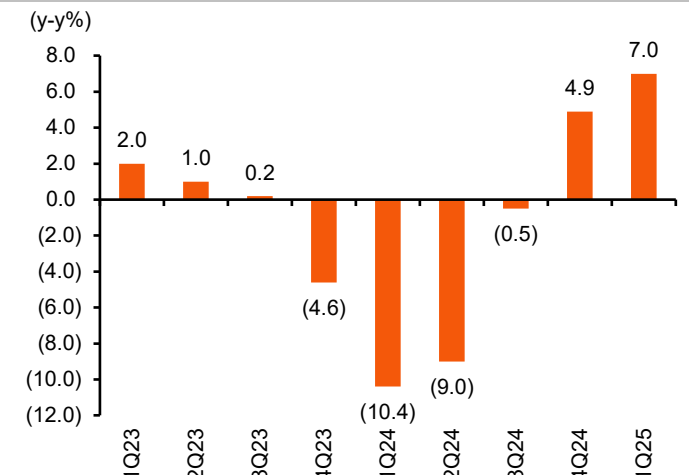
EBITDA - 2024



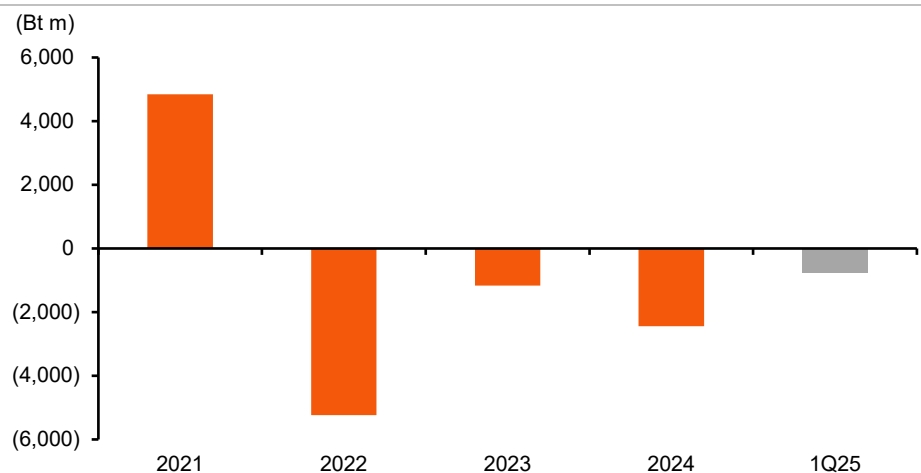
Source: Company data

Ex 5: Packaging Paper Vs. Recycled Paper Prices

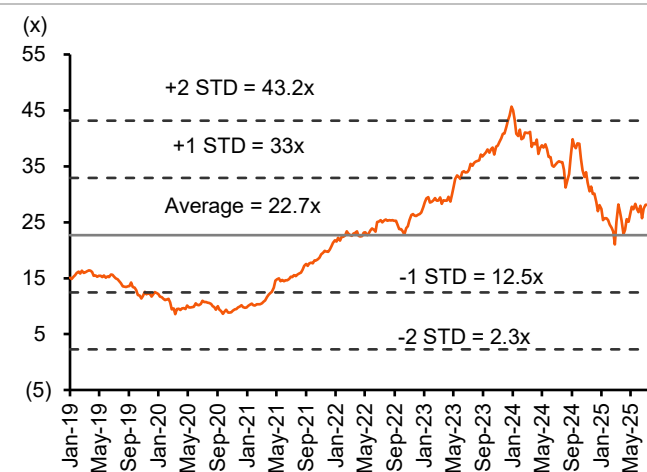
Source: Company data

Ex 6: Domestic Cement Growth – Quarterly

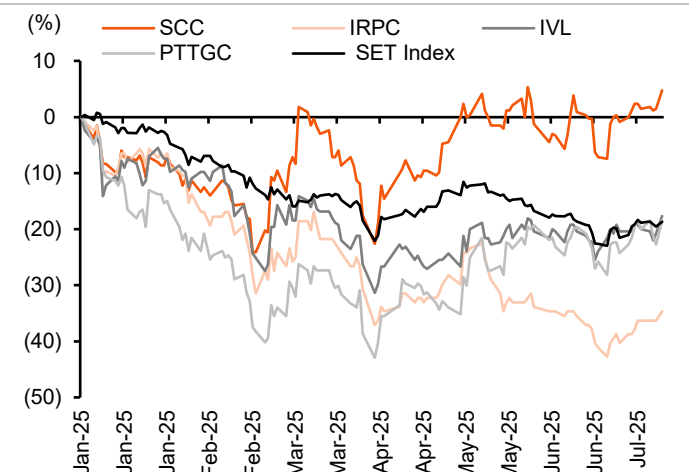
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Chandra Asri's Profit (100% stake)

Sources: Company data

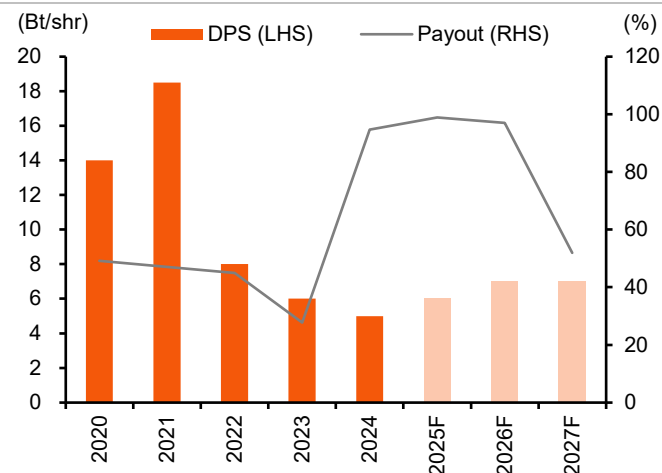
Ex 8: PE Band

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: Share Price Performance

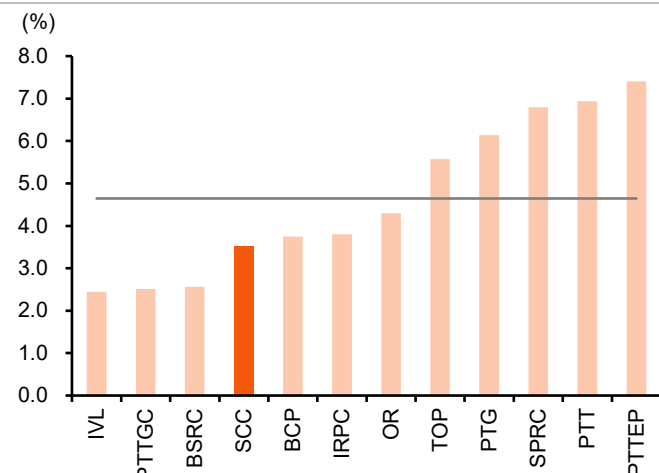
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: SCC's Dividend Vs. Payout



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: SCC's Yield Vs. Peers (2025F)



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Key Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Reported profit (Bt m)					
- New	25,915	6,342	7,274	8,651	16,173
- Old			4,697	6,655	13,439
- Change (%)			54.9	30.0	20.3
Normalized profit (Bt m)					
- New	14,963	8,054	7,274	8,651	16,173
- Old			4,697	6,655	13,439
- Change (%)			54.9	30.0	20.3
HDPE-Naphtha (US\$/tonne)					
- New	395	340	350	370	380
- Old			350	370	380
- Change (%)			0.0	0.0	0.0
Domestic cement demand growth (%)					
- New	(0.4)	(3.8)	5.0	2.0	2.0
- Old			7.0	3.0	2.0
- Change (ppt)			(2.0)	(1.0)	0.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: 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	2036F	Terminal Value
EBITDA + other income	27,298	30,643	38,282	39,985	44,889	49,273	49,612	52,594	55,586	58,588	61,602	64,627	
Free cash flow	9,939	21,998	21,021	22,251	32,628	36,344	36,580	39,259	41,949	44,654	47,376	50,114	762,608
PV of free cash flow	9,911	18,621	16,369	15,937	21,497	22,029	20,397	20,133	19,791	19,380	18,915	18,402	280,036
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
Wacc (%)	8.7												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	501,419												
Net debt*	281,461												
Minority interest	66,893												
Equity value	153,065												
# of shares	1,200												
Equity value/share	128												

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: *Includes liquid assets held under current and non-current assets

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country/market	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)	(%)	(%)
Chemical peers												
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	(51.5)	47.3	30.0	20.4	0.7	0.7	6.6	5.8	2.9	3.5
LG Chem	051910 KS	South Korea	(4.6)	na	51.7	12.5	0.6	0.6	7.5	5.6	0.5	1.1
Kumho Petrochemical	011780 KS	South Korea	13.7	22.2	8.6	7.0	0.6	0.5	5.2	4.7	2.4	2.7
Lotte Chemical	011170 KS	South Korea	na	na	na	na	0.2	0.2	14.8	10.4	3.1	3.2
Formosa Chemicals & Fibre	1326 TT	Taiwan	(77.9)	na	na	37.7	0.5	0.5	11.7	10.5	1.2	2.4
Formosa Plastics	1301 TT	Taiwan	na	183.6	98.0	34.6	0.7	0.7	49.2	32.8	1.1	2.4
Nan Ya Plastics	1303 TT	Taiwan	(19.8)	133.0	41.7	17.9	0.6	0.6	12.8	9.4	1.7	4.4
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(22.4)	23.2	29.3	23.8	1.1	1.1	12.7	9.9	2.6	3.3
Siam Cement	SCC TB *	Thailand	(9.7)	18.9	29.0	24.4	0.6	0.6	18.8	16.9	3.4	4.0
Indorama Ventures	IVL TB *	Thailand	(10.1)	40.9	21.5	15.2	0.9	0.9	6.7	6.3	1.4	2.0
PTT Global Chemical	PTTGC TB *	Thailand	na	na	na	20.5	0.4	0.4	9.2	7.4	3.6	1.5
IRPC	IRPC TB *	Thailand	na	na	na	na	0.2	0.3	12.7	8.5	0.0	0.0
Average			(22.8)	67.0	38.7	21.4	0.6	0.6	14.0	10.7	2.0	2.5
Cement peers												
Indocement	INTP IJ	Indonesia	21.9	5.5	10.1	9.6	0.8	0.8	4.7	4.5	3.3	2.9
Semen Indonesia	SMGR IJ	Indonesia	(20.0)	19.1	19.8	16.6	0.4	0.4	5.2	5.0	2.9	3.6
Asia Cement	1102 TT	Taiwan	(5.3)	9.6	13.1	11.9	0.8	0.8	11.7	11.4	5.2	4.8
Taiwan Cement	1101 TT	Taiwan	5.0	10.9	16.3	14.7	0.7	0.7	9.2	8.2	4.5	5.1
Siam City Cement	SCCC TB	Thailand	5.0	7.3	10.7	10.0	1.2	1.2	7.0	6.7	7.1	7.3
Average			1.3	10.5	14.0	12.5	0.8	0.8	7.6	7.2	4.6	4.7
Packaging paper peers												
Amcor	AMC AU	Britain	4.2	13.7	13.6	11.9	2.0	1.9	13.5	7.8	5.2	5.4
Huhtamaki	HUH1V FH	Finland	2.6	8.1	12.7	11.8	1.5	1.4	7.7	7.3	3.6	3.8
Mondi	MNDI LN	EU	20.4	26.6	13.2	10.5	1.2	1.2	6.8	5.9	4.8	5.4
Leeman	2314 HK	Hong Kong	4.5	4.3	6.8	6.6	0.3	0.3	9.0	9.1	5.4	6.1
Nine Dragon Paper	2689 HK	Hong Kong	58.1	41.2	12.6	8.9	0.3	0.3	11.9	10.1	1.6	1.4
BillerudKorsnas	BILL SS	EU	18.6	18.0	13.8	11.7	0.8	0.8	5.3	5.0	3.7	4.8
Int. Paper	IP US	US	74.7	53.8	24.3	15.8	1.5	1.5	10.8	8.8	3.6	3.6
PCA	PKG US	US	13.2	9.8	20.1	18.3	3.8	3.6	10.8	10.1	2.4	2.5
Mondi	MNDI LN	EU	20.4	26.6	13.2	10.5	1.2	1.2	6.8	5.9	4.8	5.4
SCG Packaging	SCGP TB *	Thailand	(19.3)	6.5	22.2	20.8	0.9	0.9	6.5	6.3	1.8	1.9
United Paper	UTP TB	Thailand	19.6	13.8	6.6	5.8	1.0	0.9	3.4	3.1	7.6	8.6
Average			19.7	20.2	14.5	12.0	1.3	1.3	8.4	7.2	4.1	4.5
Average			1.7	32.3	22.5	15.7	0.9	0.9	10.7	8.7	3.3	3.7

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 11 July 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งมากในธุรกิจและผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ของบริษัท
- ประวัติการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความเป็นเลิศด้านการจัดจำหน่าย
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารมีความแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการควบรวมกิจการ โดยเฉพาะธุรกิจวัสดุก่อสร้างในอาเซียน
- ศักยภาพในการขยายธุรกิจเคมีภัณฑ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวียดนามและอินโดนีเซีย

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ยังคงพึ่งพาตลาดไทยเป็นหลัก
- ธุรกิจปิโตรเคมีมีลักษณะเป็นวัฏจักรสูง ซึ่งอาจจะทำให้กำไรมีความผันผวนสูง

T — Threat

- การแข่งขันในตลาดซีเมนต์ในประเทศ
- การถือครองอาจลดลงหลังการเสนอขายหุ้น IPO ของเคมีคอล

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	180.86	128.00	-29%
Net profit 25F (Bt m)	8,405	7,274	-13%
Net profit 26F (Bt m)	12,939	8,651	-33%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 14	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าเราดูในปี 2025F ต่ำกว่าที่ Bloomberg consensus คาดการณ์ไว้ ซึ่งอาจเป็นเพราะเราให้สมมติฐาน chemical spread ลดลง นอกจากนี้ เรายังรวมการขาดทุนของโรงงาน LSP ไว้ด้วย
- ราคาเป้าหมายตามของเราต่ำกว่าตัวเลขของตลาด ซึ่งเราคิดว่าเป็นเพราะเรามีความกังวลมากขึ้นต่อธุรกิจเคมีคอลและแพคเกจจิ้ง

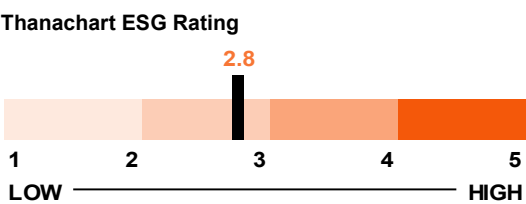
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

SCC เป็นผู้ผลิตซีเมนต์ วัสดุก่อสร้าง และผลิตภัณฑ์กระดาษบรรจุภัณฑ์หลักของประเทศไทย ธุรกิจทั้งหมดมีการปล่อยก๊าซคาร์บอนสูง เราให้คะแนน ESG แก่ SCC ที่ 2.8 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานไทยที่ 2.94 ระดับคะแนนนี้สะท้อนถึงการปล่อยมลพิษที่สูง แต่ก็มีแนวโน้มที่แข็งแกร่งในการลดการปล่อยมลพิษ



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SCC	YES	AAA	-	A	67.49	69.04	80.00	48.0	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">ธุรกิจหลัก 3 ประเภทของ SCC ได้แก่ ซีเมนต์ วัสดุก่อสร้าง และกระดาษบรรจุภัณฑ์ ล้วนเป็นกลุ่มธุรกิจที่ปล่อยคาร์บอนสูง อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ SCC ที่ 3.1 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 เนื่องจาก SCC มีเป้าหมายการลดการปล่อยคาร์บอนที่ชัดเจน และมีความก้าวหน้าในการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนธุรกิจซีเมนต์ของ SCC ใช้วัตถุดิบนาฟทาจากน้ำมัน, ซีเมนต์และกระดาษบรรจุภัณฑ์ใช้ถ่านหิน, และเซรามิกใช้ก๊าซธรรมชาติ ความเข้มข้นของคาร์บอนของ SCC อยู่ที่ 296 กก./BOE เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานที่ 280 กก./BOE แต่ SCC มีเป้าหมายในการลดการปล่อยคาร์บอนที่ชัดเจน รวมถึงการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 25% ภายในปี 2030 จากปี 2020 และลดการปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050SCC ปล่อย CO2 เทียบเท่ากับ 27 ล้านตันในปี 2023 ซึ่งเป็นระดับที่สูงเป็นอันดับสองในกลุ่มพลังงาน รองจาก PTT อย่างไรก็ตาม นี่เป็นระดับที่ต่ำกว่าปี 2022 รว 10% และต่ำกว่าปีฐาน 2020 รว 21% ซึ่งเกิดจากการเพิ่มการใช้พลังงานที่มีคาร์บอนต่ำ เช่น พลังงานชีวมวล, เชื้อเพลิงจากขยะ (RDF) สำหรับการผลิตซีเมนต์และพลังงานแสงอาทิตย์SCC ใช้กลยุทธ์ต่างๆ เพื่อลดการใช้ถ่านหินและเพิ่มวัตถุดิบที่ไม่ใช่ถ่านหินเป็น 45% ในปี 2024 จาก 18% ในปี 2020
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสังคมแก่ SCC ที่ 2.75 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 โดยจุดที่ทำให้คะแนนต่ำกว่าคือความเสี่ยงในการดำเนินงานจากเหตุการณ์เชิงลบหลายเหตุการณ์เหตุการณ์ที่เป็นลบของ SCC ได้แก่ เหตุการณ์เพลิงไหม้ถังเคมีในเดือนพฤษภาคม 2024 ที่ระยอง (มีผู้เสียชีวิต 1 คน), เหตุการณ์เพลิงไหม้ที่มาจากท่อพุดในเดือนกันยายน 2024 (ผลกระทบเล็กน้อย), และการระเบิดของถังนาฟทาในเดือนตุลาคม 2021 (มีผู้เสียชีวิต 2 คน)ด้านบวก SCC ให้ความสำคัญกับสุขภาพและความปลอดภัยในการทำงาน โดยมีอัตราความถี่ของการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานต่ำกว่าที่ 0.276 กรณีต่อชั่วโมงการทำงาน 1 ล้านชั่วโมง ทุกบริษัทในเครือ SCC ผ่านการประเมินประสิทธิภาพด้านความปลอดภัย (SPAP) ในระดับมาตรฐานขึ้นไปSCC ส่งเสริมความเสมอภาคและความเป็นอยู่ที่ดีระหว่างชุมชนและในสถานที่ทำงาน โดยจัดโครงการฝึกอบรมเพื่อสร้างแรงบันดาลใจให้ชุมชนเพื่อสร้างผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่ม และปรับปรุงคุณภาพชีวิต
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาลของ SCC ที่ 2.7 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.0 ปัจจัยกดดัน ได้แก่ โครงสร้างคณะกรรมการ ความล่าช้าเป็นเวลานานและการลงทุนที่สูงในโครงการ Long Son Petrochemical complex ที่เวียดนาม และการลงทุนในบริษัทบรรจุภัณฑ์ของอินโดนีเซียที่ให้ผลตอบแทนต่ำ - Fajar Paperประธานคณะกรรมการของ SCC ไม่ใช่กรรมการอิสระ อย่างไรก็ตาม สองในสามของคณะกรรมการเป็นกรรมการอิสระ ซึ่งเป็นสัดส่วนที่เหมาะสมSCC มีความโปร่งใสที่ดีและการเปิดเผยข้อมูลที่ครอบคลุม การประชุมนักวิเคราะห์ให้ข้อมูลที่ดี โดยมี CEO และผู้นำธุรกิจหลักเข้าร่วมในการประชุมอย่างเข้มข้น

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	499,646	511,172	577,585	583,421	627,127
Cost of sales	424,543	444,356	493,733	496,202	528,865
Gross profit	75,103	66,817	83,852	87,219	98,263
% gross margin	15.0%	13.1%	14.5%	14.9%	15.7%
Selling & administration expenses	68,300	67,931	88,182	89,255	93,709
Operating profit	6,803	(1,114)	(4,330)	(2,035)	4,554
% operating margin	1.4%	-0.2%	-0.7%	-0.3%	0.7%
Depreciation & amortization	29,740	31,591	31,628	32,678	33,728
EBITDA	36,543	30,477	27,298	30,643	38,282
% EBITDA margin	7.3%	6.0%	4.7%	5.3%	6.1%
Non-operating income	16,278	15,502	21,125	21,181	21,235
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(10,297)	(11,500)	(12,314)	(12,601)	(10,458)
Pre-tax profit	12,784	2,887	4,480	6,545	15,331
Income tax	8,045	3,882	2,587	3,460	4,248
After-tax profit	4,739	(995)	1,893	3,085	11,083
% net margin	0.9%	-0.2%	0.3%	0.5%	1.8%
Shares in affiliates' Earnings	8,419	6,530	2,870	3,427	4,330
Minority interests	1,805	2,520	2,510	2,138	760
Extraordinary items	10,952	(1,713)	0	0	0
NET PROFIT	25,915	6,342	7,274	8,651	16,173
Normalized profit	14,963	8,054	7,274	8,651	16,173
EPS (Bt)	21.6	5.3	6.1	7.2	13.5
Normalized EPS (Bt)	12.5	6.7	6.1	7.2	13.5

2025F profit set to remain weak

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	217,214	199,167	210,248	226,094	237,793
Cash & cash equivalent	63,874	51,895	45,403	60,000	60,000
Account receivables	70,559	71,539	80,833	81,650	87,767
Inventories	80,631	73,302	81,447	81,854	87,242
Others	2,151	2,432	2,564	2,590	2,784
Investments & loans	166,241	160,125	160,125	160,125	160,125
Net fixed assets	424,344	422,613	420,985	418,307	414,579
Other assets	85,802	79,597	89,939	90,848	97,653
Total assets	893,601	861,502	881,296	895,373	910,150
LIABILITIES:					
Current liabilities:	202,245	217,320	240,296	243,988	251,034
Account payables	59,691	58,094	64,549	64,872	69,142
Bank overdraft & ST loans	35,414	85,170	88,629	93,889	93,106
Current LT debt	77,376	64,401	67,016	70,994	70,402
Others current liabilities	29,764	9,656	20,102	14,233	18,384
Total LT debt	210,506	183,786	191,249	202,601	200,911
Others LT liabilities	39,253	40,616	31,807	32,128	34,535
Total liabilities	452,004	441,722	463,353	478,717	486,480
Minority interest	77,635	66,893	64,383	62,244	61,485
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	1,705	(16,262)	(16,262)	(16,262)	(16,262)
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(23,214)	(14,545)	(14,545)	(14,545)	(14,545)
Retained earnings	384,271	382,495	383,169	384,019	391,792
Shareholders' equity	363,962	352,887	353,561	354,411	362,185
Liabilities & equity	893,601	861,502	881,296	895,373	910,150

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	12,784	2,887	4,480	6,545	15,331
Tax paid	(7,612)	(4,312)	(2,024)	(3,572)	(3,974)
Depreciation & amortization	29,740	31,591	31,628	32,678	33,728
Chg In working capital	6,339	4,752	(10,984)	(901)	(7,235)
Chg In other CA & CL / minorities	37,756	(15,096)	12,459	(2,356)	8,013
Cash flow from operations	79,007	19,822	35,558	32,394	45,863
Capex	(29,032)	(29,860)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	31	(32)	162	0	0
LT loans & investments	(21,967)	6,116	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	9,224	(669)	(19,150)	(587)	(4,399)
Cash flow from investments	(41,744)	(24,445)	(48,988)	(30,587)	(34,399)
Debt financing	(27,040)	10,060	13,538	20,590	(3,065)
Capital increase	(1,475)	(17,967)	0	0	0
Dividends paid	(5,400)	(7,199)	(6,600)	(7,800)	(8,400)
Warrants & other surplus	(29,334)	7,750	0	0	0
Cash flow from financing	(63,248)	(7,356)	6,938	12,790	(11,465)
Free cash flow	49,975	(10,038)	5,558	2,394	15,863

SCC has to invest
US\$500m for its ethane
project

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	14.1	26.2	29.0	24.4	13.1
Normalized PE - at target price (x)	10.3	19.1	21.1	17.8	9.5
PE (x)	8.1	33.3	29.0	24.4	13.1
PE - at target price (x)	5.9	24.2	21.1	17.8	9.5
EV/EBITDA (x)	12.9	16.2	18.8	16.9	13.5
EV/EBITDA - at target price (x)	11.3	14.3	16.7	15.0	12.0
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/CFO (x)	2.7	10.7	5.9	6.5	4.6
Price/sales (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.3
Dividend yield (%)	3.4	2.8	3.4	4.0	4.0
FCF Yield (%)	23.7	(4.8)	2.6	1.1	7.5
(Bt)					
Normalized EPS	12.5	6.7	6.1	7.2	13.5
EPS	21.6	5.3	6.1	7.2	13.5
DPS	6.0	5.0	6.0	7.0	7.0
BV/share	303.3	294.1	294.6	295.3	301.8
CFO/share	65.8	16.5	29.6	27.0	38.2
FCF/share	41.6	(8.4)	4.6	2.0	13.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see SCC's 2025F PE
as unattractive at 29x

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(12.3)	2.3	13.0	1.0	7.5
Net profit (%)	21.2	(75.5)	14.7	18.9	87.0
EPS (%)	21.2	(75.5)	14.7	18.9	87.0
Normalized profit (%)	(30.0)	(46.2)	(9.7)	18.9	87.0
Normalized EPS (%)	(30.0)	(46.2)	(9.7)	18.9	87.0
Dividend payout ratio (%)	27.8	94.6	99.0	97.1	51.9
Operating performance					
Gross margin (%)	15.0	13.1	14.5	14.9	15.7
Operating margin (%)	1.4	(0.2)	(0.7)	(0.3)	0.7
EBITDA margin (%)	7.3	6.0	4.7	5.3	6.1
Net margin (%)	0.9	(0.2)	0.3	0.5	1.8
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	0.7	na	na	na	0.4
Interest coverage - EBITDA (x)	3.5	2.7	2.2	2.4	3.7
ROA - using norm profit (%)	1.7	0.9	0.8	1.0	1.8
ROE - using norm profit (%)	4.1	2.2	2.1	2.4	4.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.3	na	0.5	0.9	3.1
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	4.6	2.8	2.9	3.3	4.1
- leverage (x)	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5
- interest burden (%)	55.4	20.1	26.7	34.2	59.4
- tax burden (%)	37.1	na	42.3	47.1	72.3
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
ROIC (%)	0.4	0.1	(0.3)	(0.1)	0.5
NOPAT (Bt m)	2,522	384	(1,830)	(959)	3,292
invested capital (Bt m)	623,384	634,348	655,052	661,896	666,604

Sources: Company data, Thanachart estimates

Leverage remains at a manageable level, in our view

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.

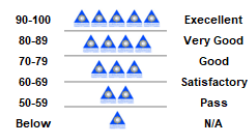
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB), บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS และ บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ยังคงเป็นผู้ถือหุ้นใน บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ (TNS) ผ่านการเป็นผู้ถือใหญ่ของธนาคารทหารไทยธนชาติในสัดส่วนร้อยละ 24.974 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ ธนาคารทหารไทยธนชาติ 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 การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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, หิดมฯ, 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 , 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

มฤดี 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