

BUY

(From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 20.00

(From: Bt 17.00)

Upside : 23.5%

24 NOVEMBER 2025

Small Cap Research

Hana Micro Electronics (HANA TB)

ต่ำกว่า Distressed Value

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ HANA เป็น "ซื้อ" เนื่องจากราคาหุ้นลดลงต่ำกว่า breakup หรือ distressed value ที่ 17.4 บาท ซึ่งเราสมมติให้มีการต่อยค่าของ SiC และธุรกิจอื่นๆ ที่ขาดทุน HANA ยังคงสร้างกระแสเงินสดอิสระเป็นบวก โดยอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิที่ 1.1 หมื่นลบ.



PATTADOL BUNNAK

662-779-9119

Pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ต่ำกว่าระดับ distressed value แนะนำ "ซื้อ"

เราปรับคำแนะนำ HANA ขึ้นเป็น "ซื้อ" (จาก ขาย) ด้วยเหตุผล 2 ประการ ประการแรก HANA คาดว่าอาจต้องออกจากธุรกิจ Si และ SiC หากแนวโน้มไม่ดีขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายปี 2026F ขึ้นเป็น 20 บาท (จาก 17 บาท) สะท้อนการยุติธุรกิจที่ขาดทุน ประการที่สอง ราคาหุ้น HANA ลดลงมาอยู่ที่ระดับต่ำกว่า breakup หรือ distressed value ที่ 17.4 บาท/หุ้น ซึ่งประกอบด้วย 1) เงินสดและรายการเทียบเท่าเงินสด 13.1 บาท 2) โรงงานผลิต IC และ PCBA ในไทย 3.3 บาท 3) สินค้าคงเหลือที่ระดับส่วนลด 80% ที่ 1.3 บาท 4) ลูกหนี้การค้า 5.0 บาท และ 5) หักหนี้สินรวม 5.3 บาท เราไม่รวมมูลค่าสินทรัพย์หรือการต่อยค่าเต็มจำนวนของธุรกิจที่เผชิญกับความท้าทายที่สำคัญ รวมถึงธุรกิจ Si และ SiC บรรจุภัณฑ์ IC และ PCBA ในจีนและกัมพูชา และธุรกิจ RFID ในสหรัฐอเมริกา

สถานการณ์ทางธุรกิจ

ธุรกิจของ HANA ประกอบด้วยธุรกิจ IC packaging (IC) และการประกอบแผงวงจรพิมพ์ (PCBA) ในไทย ธุรกิจ IC และ PCBA ในจีน ธุรกิจ IC ในกัมพูชา ธุรกิจการผลิตชิป Si และ SiC ในเกาหลีสำหรับลูกค้าชาวจีน (PMS) และธุรกิจแท็กยาง RFID ในสหรัฐฯ (HTI) กำไรของ HANA ลดลง 18/50/35% ในปี 2023-9M25 ธุรกิจหลัก IC และ PCBA ในไทยกำลังเผชิญกับความต้องการของอุตสาหกรรมที่อ่อนแอในช่วงกลาง ธุรกิจ PCBA ยังคงทำกำไรได้ ขณะที่ธุรกิจ IC มีผลขาดทุน เนื่องจากปริมาณกำลังการผลิตส่วนเกินที่ขยายเกินความจำเป็นในช่วงก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ตาม IC และ PCBA ในจีน, HTI และ PMS ต่างเผชิญกับการแข่งขันที่รุนแรงซึ่งนำไปสู่การแข่งขันด้านราคาที่สูงขึ้นและกำลังขาดทุนอย่างมาก PCBA ในกัมพูชาขาดทุนเช่นกัน

แนวโน้มธุรกิจ Si และ SiC

ตั้งแต่ปี 2019 HANA ได้ลงทุนกว่า 4.0 พันลบ. ในโรงงานที่เกาหลีใต้สำหรับธุรกิจออกแบบชิปซิลิกอน PMS (Si) และชิป SiC ระดับไฮเอนด์ อย่างไรก็ตาม HANA ไม่สามารถเจาะตลาดรถยนต์ไฟฟ้าขนาดใหญ่ในจีนได้ตามแผนที่วางไว้ และเนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลงอย่างมากจากอุปทานส่วนเกินในจีน HANA จึงมีผลขาดทุนราว 1-1.2 พันลบ. ต่อปี ในปี 2024-9M25 HANA ยังคงแผนที่จะขยายฐานลูกค้าใหม่ในกลุ่มที่ไม่ใช่รถยนต์ไฟฟ้า แต่จะมุ่งเน้นการลดต้นทุนมากขึ้น โดยจะเปลี่ยนจากการผลิตชิป PMS ไปเป็นการจ้างผลิตภายนอกที่มีต้นทุนถูกกว่าในจีน นอกจากนี้ HANA ยังคาดว่าอาจต้องออกจากธุรกิจหาก PMS ไม่ฟื้นตัว หลังจากการปรับโครงสร้าง เราคาดว่าผลขาดทุนของ PMS จะลดลงจาก 1.5 พันลบ. ในปีนี้ เป็น 0.8/0.4/0 พันลบ. ในปี 2026-28F

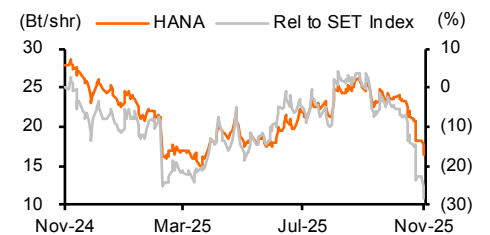
แนวโน้มกำไร

เราปรับลดประมาณการกำไรลงเฉลี่ย 57/30% ต่อปี ในปี 2025-26F หลังผลประกอบการ 3Q25 ออกมาผิดหวัง เนื่องจากขาดทุนที่สูงกว่าคาดจากธุรกิจ Si, SiC และ US RFID tire tag อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดว่าจะยอดขายในสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ จะเติบโต 2-3% ต่อปี และ EPS เติบโตที่ -45/29/55/44% ในปี 2025-28F การฟื้นตัวจากปี 2026F เกิดจากการปรับโครงสร้างต้นทุนของ PMS

COMPANY VALUATION

VALUATION	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	24,801	20,432	21,045	21,676
Net profit	(634)	706	758	1,177
Consensus NP	—	814	1,121	1,271
Diff frm cons (%)	—	(13.3)	(32.4)	(7.4)
Norm profit	1,072	589	758	1,177
Prev. Norm profit	—	1,364	1,084	1,087
Chg frm prev (%)	—	(56.8)	(30.0)	8.3
Norm EPS (Bt)	1.2	0.7	0.9	1.3
Norm EPS grw (%)	(50.3)	(45.1)	28.8	55.1
Norm PE (x)	13.4	24.4	18.9	12.2
EV/EBITDA (x)	2.1	2.3	1.4	0.6
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	4.6	2.1	2.6	4.1
ROE (%)	3.8	2.2	2.8	4.2
Net D/E (%)	(35.1)	(37.3)	(40.1)	(44.4)

PRICE PERFORMANCE



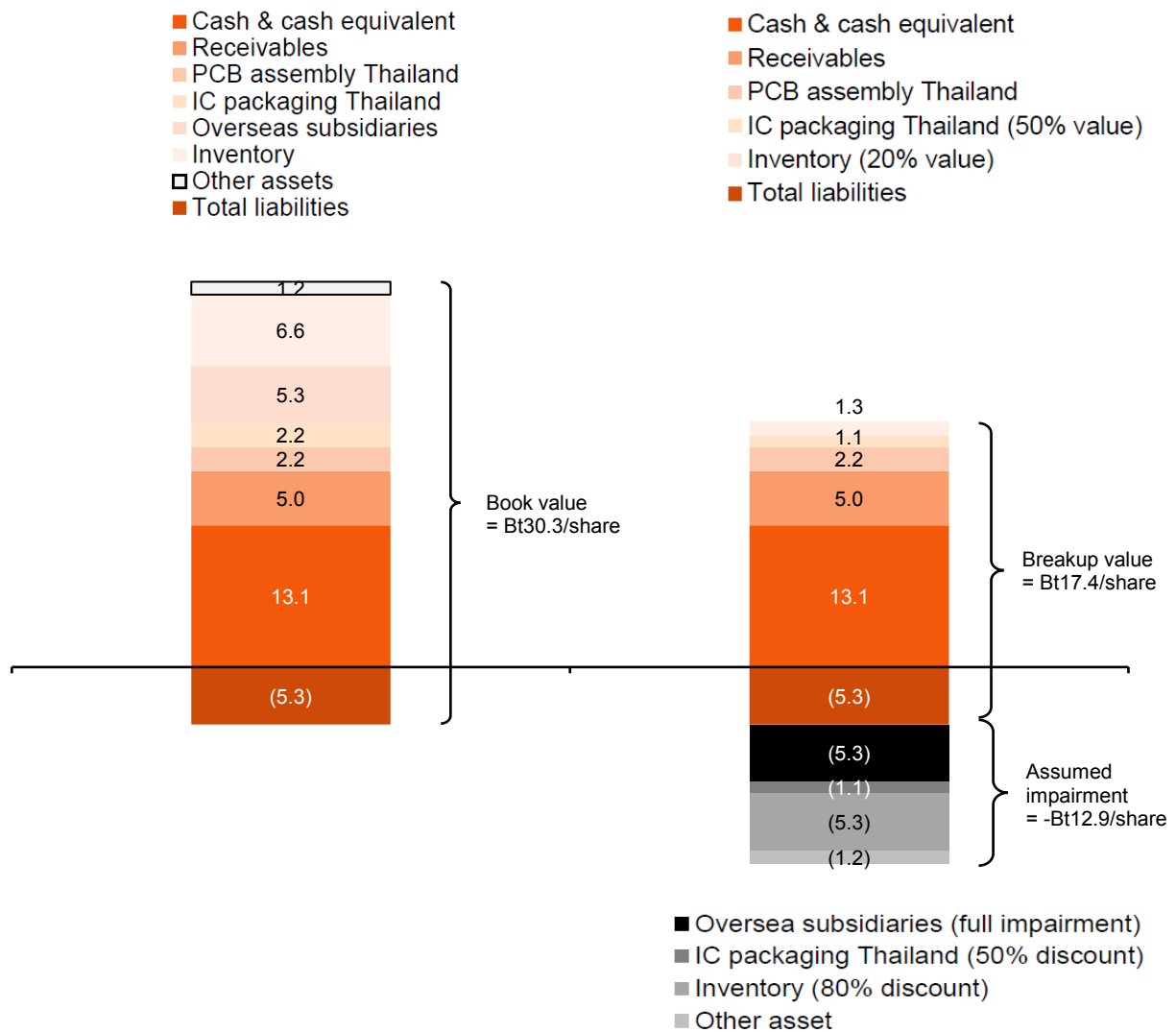
COMPANY INFORMATION

Price: (Bt) as of 24-Nov-25	16.20
Market Cap (US\$ m)	441.6
Listed Shares (m shares)	885.4
Free Float (%)	63.1
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	12.0
12M Price H/L (Bt)	28.50/14.90
Sector	Electronics
Major Shareholder	OMAC (HK) Limited 19.5%
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates	

ESG Summary Report P7

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

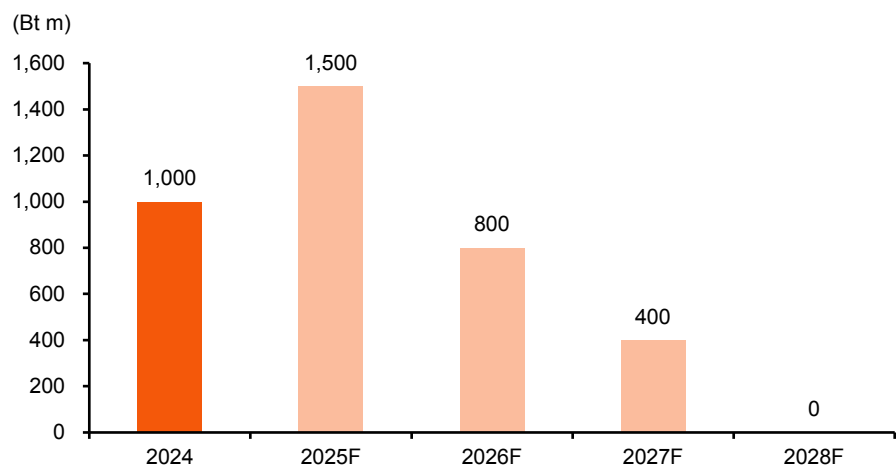
Ex 1: Our Breakup Value Is Bt17.4/share



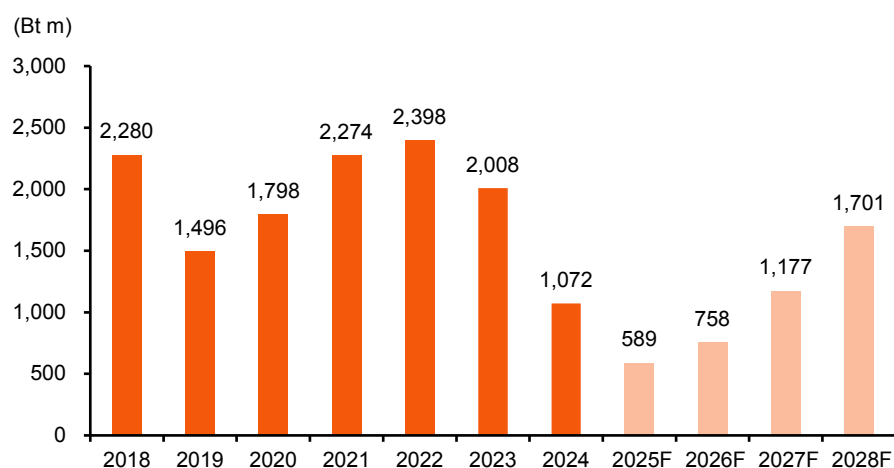
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: HANA's overseas subsidiaries include: IC and PCBA in China, PCBA in Cambodia, RFID tire tag in US, Si and SiC chip making in Korea.

Ex 2: We Expect Lower Losses From PMS



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Earnings Outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Our Assumptions

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
Total US\$ sales (% growth)	3.4	(6.0)	20.4	4.1	(2.8)	(6.6)	(11.8)	3.0	3.0
Gross margin (%)	14.4	10.7	13.2	13.8	13.5	12.4	8.8	7.8	9.2
SG&A to sales (%)	5.7	5.4	6.3	6.0	6.2	6.2	6.8	8.0	7.4
EBIT margin (%)	8.7	5.4	6.9	7.8	7.2	6.2	2.0	(0.2)	1.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Sales (US\$ m)						
- New	773	752	702	619	638	657
- Old				610	628	653
- Change (%)				1.5	1.5	0.6
Sales (Bt m)						
- New	27,167	26,152	24,801	20,432	21,045	21,676
- Old				20,198	21,677	22,525
- Change (%)				1.2	(2.9)	(3.8)
Gross margin (%)						
- New	13.5	12.4	8.8	7.8	9.2	11.2
- Old				8.0	9.5	9.2
- Change (ppt)				(0.2)	(0.2)	2.1
SG&A/sales (%)						
- New	6.2	6.2	6.8	8.0	7.4	7.4
- Old				6.9	6.9	6.9
- Change (ppt)				1.1	0.5	0.5
Normalized profit (Bt m)						
- New	2,398	2,008	1,072	589	758	1,177
- Old				1,364	1,084	1,087
- Change (%)				(56.8)	(30.0)	8.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	2,241	2,701	3,275	3,251	3,188	3,120	3,070	3,045	3,044	3,036	3,062	—
Free cash flow	1,480	1,897	2,523	1,489	1,507	1,436	1,379	175	157	131	234	1,728
PV of free cash flow	1,476	1,415	1,624	828	723	595	493	54	42	30	47	343
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	15.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	7,669											
Net debt (2025F)	(10,185)											
Minority interest	—											
Equity value	17,854											
# of shares (m)	885											
Target price/share (Bt)	20											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: EBITDA excludes the new TFRS16 accounting standard's financial lease impact

Valuation Comparison

Ex 7: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div. yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
TTM Technologies Inc	TTMI US	USA	42.5	17.1	24.1	20.6	3.7	3.6	14.5	13.3	na	na
Chin-Poon Industrial	2355 TT	Taiwan	(23.2)	(51.6)	13.5	28.0	0.7	0.7	5.3	4.5	2.9	2.0
Tripod Technology Corp	3044 TT	Taiwan	25.0	18.0	15.3	13.0	3.1	2.8	8.7	7.7	3.9	4.6
CMK Corp	6958 JP	Japan	(11.0)	(34.7)	10.3	15.8	0.4	0.4	na	na	4.1	2.1
Meiko Electronics	6787 JP	Japan	25.8	11.1	13.7	12.4	2.0	1.8	9.2	7.7	1.0	1.1
Delta Electronics	DELTA TB*	Thailand	38.1	47.5	101.0	68.5	25.6	20.1	69.7	47.3	0.3	0.5
Hana Microelectronics	HANA TB*	Thailand	(45.1)	28.8	24.4	18.9	0.5	0.5	2.3	1.4	2.1	2.6
KCE Electronics	KCE TB*	Thailand	3.1	4.9	14.9	14.2	1.8	1.8	9.2	8.6	5.8	6.1
Average			6.9	5.1	27.2	23.9	4.7	4.0	17.0	12.9	2.9	2.7

Source: Bloomberg
Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 24 November 2025 closing prices

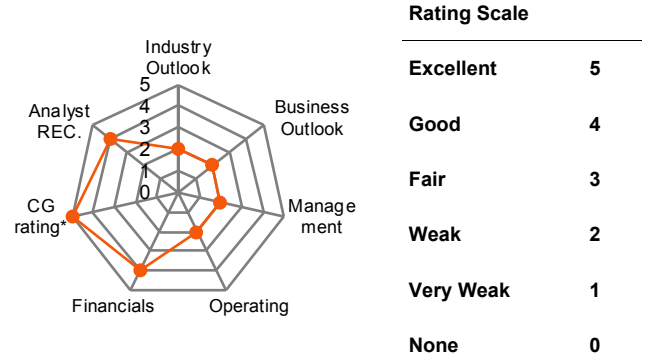
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ฮานา ไมโครอิเล็กทรอนิกส์ จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ให้บริการผลิตผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์แบบครบวงจร (EMS) ซึ่งผลิตชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ให้กับผู้รับจ้างผลิตสินค้าตามรูปแบบและเครื่องหมายการค้าของลูกค้ากำหนด (OEM) บริษัทฯ ให้บริการประกอบผลิตภัณฑ์สามอย่างแก่ลูกค้า คือ การประกอบแผงวงจรอิเล็กทรอนิกส์ (PCBA) การผลิตและทดสอบการทำงานของแผงวงจรไฟฟ้า (IC) และผลิตภัณฑ์ประเภท MICRODISPLAY โดย HANA มีฐานการผลิต 5 แห่ง ตั้งอยู่ในประเทศไทย จีน กัมพูชา และสหรัฐอเมริกา

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงงานที่จัดตั้งมานานและมีการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารที่เก่ง มีประสบการณ์ และทำงานร่วมกันมายาวนาน
- มีเงินสดสุทธิสูงมาก และไม่มีภาระหนี้สินเลย

O — Opportunity

- มีการพัฒนากระบวนการผลิตใหม่ๆ ขึ้นเองซึ่งจะสามารถลดต้นทุนได้
- การขยายธุรกิจเข้าไปสู่กลุ่มอุตสาหกรรมที่มีมูลค่าเพิ่มมากกว่าและมีอัตรากำไรที่สูง เช่น อุตสาหกรรมรถยนต์ และการแพทย์
- การขยายกำลังการผลิตทำให้บริษัทสามารถเพิ่มรายได้ให้สูงขึ้นไปอีกขั้นเมื่อความต้องการของสินค้าฟื้นตัว

W — Weakness

- เป็นธุรกิจที่ใช้เงินลงทุนเยอะ โดยเฉพาะเครื่องจักร
- ธุรกิจขึ้นอยู่กับความต้องการชิ้นส่วนอิเล็กทรอนิกส์ของโลกที่ผันผวน
- มีการแข่งขันสูงกับบริษัท EMS รายใหญ่ระดับโลก

T — Threat

- เหตุการณ์ภายนอกที่ไม่สามารถคาดเดาล่วงหน้าได้ (เช่น น้ำท่วมและความไม่สงบทางการเมือง) สามารถทำให้การดำเนินงานของ HANA ต้องหยุดชะงัก
- นวัตกรรมใหม่ในอุตสาหกรรมเทคโนโลยีที่เปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วสามารถส่งผลกระทบต่อความแข็งแกร่งต่อความต้องการของสินค้าบางอย่างได้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	20.40	20.00	-2%
Net profit 25F (Bt m)	814	706	-13%
Net profit 26F (Bt m)	1,121	758	-32%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 9	SELL: 6

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด เนื่องจากมีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อความต้องการโลกสำหรับผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ของ HANA

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

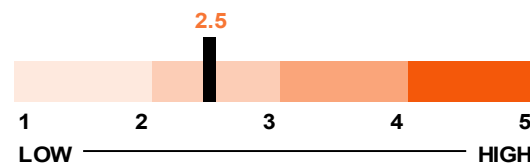
- การดีขึ้นของอุตสาหกรรมเซมิคอนดักเตอร์ทั่วโลกที่ต่ำกว่าคาดอาจแสดงถึง downside risk ต่อการคาดการณ์และราคาเป้าหมายของเรา
- ผลกระทบที่อ่อนแอกว่าคาดจากประเด็นการค้าโลกและภูมิศาสตร์การเมืองแสดงถึง downside risk ที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์ของเรา
- การดำเนินงานโครงการ R&D ที่แย่กว่าที่คาด เป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

HANA เป็นหนึ่งในผู้ให้บริการ EMS ชั้นนำ 30 อันดับแรกของโลกสำหรับผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ บริษัทมีเป้าหมายชัดเจนด้านการลดมลพิษ และกำลังดำเนินการมาตรการต่างๆ เพื่อบรรลุเป้าหมายดังกล่าว แม้ว่าธุรกิจการผลิตตามลักษณะงานจะปล่อยมลพิษในปริมาณมากโดยธรรมชาติ เราให้คะแนน ESG ของ HANA ที่ 2.5 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่ม สะท้อนความกังวลเกี่ยวกับการจัดสรรเงินลงทุนของ HANA หลังจากมีการตั้งต๋อยค่าจากการลงทุนธุรกิจใหม่หลายครั้ง

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
HANA	YES	AA	-	BBB	61.19	62.01	38.00	-	5.0

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

Factors

Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- เราให้คะแนน ESG ด้านสิ่งแวดล้อมแก่ HANA ที่ 3.2
- HANA เป็นผู้ให้บริการ 30 อันดับแรกของโลกในด้านบรรจุภัณฑ์ชิปและบริการประกอบแผงวงจรพิมพ์ บริษัทมีระบบการวัดการปล่อยมลพิษที่เหมาะสม และยังมีแผนเฉพาะที่จะบรรลุเป้าหมายดังกล่าว HANA ได้แสดงให้เห็นถึงการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHC) ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา เทียบกับปีฐาน 2020 HANA ลด GHC ลง 14% บริษัท มีแผนที่จะลด 40% ให้ได้ภายในปี 2030
- HANA ยังเน้นเรื่องการจัดการขยะอีกด้วย ปริมาณของเสียที่สามารถนำกลับมาใช้ใหม่ได้คือ 87% ของขยะทั้งหมดในปี 2021 ระดับของเสียลดลงตลอดทั้งปี
- HANA ได้ดำเนินการลงทุนในโครงการต่างๆ เพื่อลดการใช้พลังงานของอุปกรณ์และเครื่องจักร การใช้พลังงานลดลงในช่วงหลายปีที่ผ่านมา
- HANA เน้นการอนุรักษ์น้ำ ระดับการใช้น้ำลดลงอย่างต่อเนื่อง
- HANA อยู่ในรายชื่อหุ้นยั่งยืนในปี 2021 HANA ยังได้รับรางวัล Rising Star Sustainability จากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยอีกด้วย

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- เราให้คะแนน ESG ด้านสังคมแก่ HANA ที่ 2.4
- HANA ให้ค่าตอบแทนพนักงานที่เหมาะสม ซึ่งครอบคลุมสภาพเศรษฐกิจ และสังคม การดูแลสุขภาพให้ดีขึ้น และช่วยเหลือครอบครัว
- HANA ได้รับใบรับรอง เช่น ISO 9001, IATF 16949 และ ISO 13485 เพื่อให้มั่นใจว่าผลิตภัณฑ์และบริการของบริษัท ปลอดภัยสำหรับผู้บริโภคและผู้ที่เกี่ยวข้อง
- HANA ให้การสนับสนุนอย่างจริงจัง เกี่ยวกับ การบริจาคและการสนับสนุนอื่นๆ แก่ผู้ที่ต้องการ บริษัท ยังช่วยสนับสนุนการพัฒนาอาชีพและสร้างรายได้ให้กับชุมชน เช่น ช่วยสร้างศูนย์การเรียนรู้การเรือนรู้เบเกอร์รี่

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- เราให้คะแนน ESG ด้านบรรษัทภิบาลแก่ HANA ที่ 2.1
- คะแนน G ต่ำ ของเรสะท้อนความกังวลเกี่ยวกับการตัดสินใจจัดสรรเงินลงทุนของ HANA ซึ่งเกี่ยวกับประวัติการลงทุนในธุรกิจใหม่ของบริษัท ที่ไม่ได้ผลตามคาดและนำไปสู่การต๋อยค่าทางธุรกิจอย่างมีนัยสำคัญ
- HANA มีคณะกรรมการบริษัท (BOD) จำนวน 6 คน ซึ่งน้อยกว่าบริษัทอื่นที่มีขนาดใกล้เคียง ในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 2 คน มีกรรมการ 3 คน รวมถึงประธานบริษัท ถือหุ้นใน HANA และมีกรรมการหญิง 1 คน
- HANA มีผลิตภัณฑ์ขึ้นปลายที่หลากหลายอย่างมาก ได้แก่ สมาร์ทโฟน คอมพิวเตอร์ รถยนต์ อิเล็กทรอนิกส์อุตสาหกรรมและอุปกรณ์บริโภค และผลิตภัณฑ์อิเล็กทรอนิกส์ทางการแพทย์

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	26,152	24,801	20,432	21,045	21,676
Cost of sales	22,911	22,607	18,833	19,104	19,246
Gross profit	3,241	2,194	1,599	1,941	2,430
% gross margin	12.4%	8.8%	7.8%	9.2%	11.2%
Selling & administration expenses	1,631	1,691	1,635	1,557	1,604
Operating profit	1,610	503	(36)	384	826
% operating margin	6.2%	2.0%	-0.2%	1.8%	3.8%
Depreciation & amortization	1,702	1,777	1,842	1,865	1,883
EBITDA	3,312	2,280	1,806	2,249	2,709
% EBITDA margin	12.7%	9.2%	8.8%	10.7%	12.5%
Non-operating income	536	707	736	482	514
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(52)	(64)	(12)	(4)	(3)
Pre-tax profit	2,094	1,145	688	862	1,337
Income tax	85	86	83	103	160
After-tax profit	2,008	1,059	605	758	1,177
% net margin	7.7%	4.3%	3.0%	3.6%	5.4%
Shares in affiliates' Earnings	0	13	(16)	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(248)	(1,706)	117	0	0
NET PROFIT	1,761	(634)	706	758	1,177
Normalized profit	2,008	1,072	589	758	1,177
EPS (Bt)	2.1	(0.7)	0.8	0.9	1.3
Normalized EPS (Bt)	2.4	1.2	0.7	0.9	1.3

Earnings looks set to improve from lower SiC

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	23,159	22,419	21,876	22,959	24,697
Cash & cash equivalent	8,893	10,745	10,360	11,160	12,660
Account receivables	5,178	4,481	3,747	3,917	4,094
Inventories	8,969	7,096	7,688	7,799	7,857
Others	119	98	81	83	86
Investments & loans	72	528	897	1,267	1,637
Net fixed assets	11,534	9,169	7,924	6,456	4,995
Other assets	540	399	348	346	344
Total assets	35,306	32,516	31,046	31,028	31,672
LIABILITIES:					
Current liabilities:	5,034	4,098	2,836	2,708	2,670
Account payables	3,391	3,026	2,470	2,453	2,418
Bank overdraft & ST loans	1,419	849	173	61	55
Current LT debt	24	47	0	0	0
Others current liabilities	201	176	194	194	197
Total LT debt	203	334	3	1	1
Others LT liabilities	922	1,005	931	651	640
Total liabilities	6,159	5,438	3,770	3,360	3,311
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	885	885	885	885	885
Share premium	6,231	6,231	6,231	6,231	6,231
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	359	(375)	(375)	(375)	(375)
Retained earnings	21,672	20,337	20,535	20,927	21,620
Shareholders' equity	29,147	27,078	27,276	27,668	28,361
Liabilities & equity	35,306	32,516	31,046	31,028	31,672

Still has a decent balance sheet, based on our estimates

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	2,094	1,145	688	862	1,337
Tax paid	(103)	(97)	(86)	(104)	(158)
Depreciation & amortization	1,702	1,777	1,842	1,865	1,883
Chg In working capital	(480)	2,207	(415)	(297)	(270)
Chg In other CA & CL / minorities	(264)	(7)	20	(3)	(2)
Cash flow from operations	2,949	5,024	2,048	2,322	2,790
Capex	(2,759)	677	(500)	(300)	(325)
Right of use	275	9	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(455)	(370)	(370)	(370)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(72)	(1,562)	121	(373)	(105)
Cash flow from investments	(2,556)	(1,331)	(748)	(1,043)	(800)
Debt financing	1,342	(406)	(1,176)	(113)	(6)
Capital increase	4,588	0	0	0	0
Dividends paid	(845)	(664)	(509)	(366)	(484)
Warrants & other surplus	(219)	(771)	0	0	0
Cash flow from financing	4,866	(1,841)	(1,684)	(479)	(490)
Free cash flow	190	5,701	1,548	2,022	2,465

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	6.7	13.4	24.4	18.9	12.2
Normalized PE - at target price (x)	8.2	16.5	30.1	23.3	15.1
PE (x)	7.6	na	20.3	18.9	12.2
PE - at target price (x)	9.4	na	25.1	23.3	15.1
EV/EBITDA (x)	1.8	2.1	2.3	1.4	0.6
EV/EBITDA - at target price (x)	2.8	3.6	4.2	2.9	1.9
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
P/CFO (x)	4.5	2.9	7.0	6.2	5.1
Price/sales (x)	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
Dividend yield (%)	6.2	4.6	2.1	2.6	4.1
FCF Yield (%)	1.4	39.7	10.8	14.1	17.2
(Bt)					
Normalized EPS	2.4	1.2	0.7	0.9	1.3
EPS	2.1	(0.7)	0.8	0.9	1.3
DPS	1.0	0.8	0.3	0.4	0.7
BV/share	32.9	30.6	30.8	31.3	32.0
CFO/share	3.6	5.7	2.3	2.6	3.2
FCF/share	0.2	6.4	1.7	2.3	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Attractive PE, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(3.7)	(5.2)	(17.6)	3.0	3.0
Net profit (%)	(16.2)	na	na	7.4	55.1
EPS (%)	(18.3)	na	na	7.4	55.1
Normalized profit (%)	(16.3)	(46.6)	(45.1)	28.8	55.1
Normalized EPS (%)	(18.3)	(50.3)	(45.1)	28.8	55.1
Dividend payout ratio (%)	50.3	(104.8)	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.4	8.8	7.8	9.2	11.2
Operating margin (%)	6.2	2.0	(0.2)	1.8	3.8
EBITDA margin (%)	12.7	9.2	8.8	10.7	12.5
Net margin (%)	7.7	4.3	3.0	3.6	5.4
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	31.1	7.8	na	93.2	270.1
Interest coverage - EBITDA (x)	63.9	35.4	148.7	545.6	885.7
ROA - using norm profit (%)	6.2	3.2	1.9	2.4	3.8
ROE - using norm profit (%)	7.6	3.8	2.2	2.8	4.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	7.6	3.8	2.2	2.8	4.2
- asset turnover (x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
- operating margin (%)	8.2	4.9	3.4	4.1	6.2
- leverage (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1
- interest burden (%)	97.6	94.7	98.3	99.5	99.8
- tax burden (%)	95.9	92.5	88.0	88.0	88.0
WACC (%)	15.8	15.8	15.8	15.8	15.8
ROIC (%)	7.5	2.1	(0.2)	2.0	4.4
NOPAT (Bt m)	1,544	465	(32)	338	727
invested capital (Bt m)	21,900	17,564	17,091	16,570	15,757

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, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	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) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@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