

Berli Jucker Pcl (BJC TB)

เข้าชื่อ MMVN



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT
662-779-9119
phannarai.yon@thanachartsec.co.th

BJC มีแผนเข้าซื้อกิจการ **MM Mega Market** ในเวียดนามที่มูลค่าต่อค่อนข้างแพงในมุมมองของเรา ขณะที่ราคาดั่งหากดีลลงกล่าวสำเร็จ จะช่วยเพิ่มกำไรได้เพียงเล็กน้อยราว 3-4% ต่อปี ในปี 2026-29F เราจึงคงคำแนะนำ “ขาย” และปรับลดราคาเป้าหมายลงมาอยู่ที่ 12.5 นาท

การเข้าซื้อกิจการ MM Mega Market ในเวียดนาม

BJC ได้เปิดเผยต่อ SET เมื่อวันที่ 17 ธันวาคมว่าบริษัทฯ มีแผนที่จะเข้าซื้อหุ้นทั้งหมดของ TCC Land Int'l (Singapore) Pte Ltd ซึ่งเป็นบริษัทที่โอลดิงท์ที่ลงทุนเฉพาะใน MM Mega Market (Vietnam) Co Ltd "MMVN" ซึ่งเป็นผู้ค้าส่งที่มีสาขา 30 แห่งในปัจจุบัน เนื่องจากเป็นการทำธุรกรรมที่เกี่ยวโยงกัน โดยที่บริษัท TCC Corporation Co., Ltd. (TCCC) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ BJC ในสัดส่วน 45.7% ก็เป็นผู้ถือหุ้นของ MMVN ด้วยเช่นกัน จึงจำเป็นต้องได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นด้วยคะแนนเสียงสามในสี่ ขณะที่หุ้น 75% ไม่มีสิทธิออกเสียง การประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นจะจัดขึ้นในวันที่ 13 กุมภาพันธ์ 2026

สร้างมูลค่าเพิ่มให้เพียงเล็กน้อย

MMVN ทำกำไรมาตั้งแต่ปี 2018 หลังจากที่ TCCC เข้าซื้อกิจการในปี 2015 โดยปี 2014 มีกำไรอยู่ที่ 553 ลบ. หรือคิดเป็น 12% ของกำไรหลักของ BJC เนื่องจากราคากล้องกิจการ 22.5 พันลบ. จะใช้เงินกู้ระยะสั้นอัตราดอกเบี้ย 2.25% ในช่วงปีกับสองเดือนแรก (ต้นทุนดอกเบี้ยก่อนหักภาษี 506 ลบ.ต่อปี) และหลังจากนั้นต้นทุนจะเพิ่มขึ้นจากการไฟแนนซ์หนี้ ซึ่งเราประมาณการไว้ที่ 2.8% (ก่อนหักภาษี 630 ลบ.) เทียบกับต้นทุนทางการเงินปัจจุบันที่ 3.03% เรายังคาดว่าจะทำให้กำไรเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 3/4/4/4% ในปี 2026-29F หากการซื้อขายสำเร็จ โดยอิงจากการเติบโตของกำไรของ MMVN ที่ 5% ต่อปี จากคาดการณ์กำไรที่ 580 ลบ. ในปีนี้

ผลการดำเนินงานของ BIGC อ่อนแอกว่าคาด

ใน 9M25 BIGC มีกำไรสุทธิ 2.0 พันลบ. ลดลง 24% y-y จากการลดลงของยอดขายสินค้าที่ 2% และอัตรากำไรขั้นต้นที่ลดลง 30bps y-y มากยิ่งขึ้น 17.8% การลดลงของอัตรากำไรเกิดจากสัดส่วนของยอดขายสินค้าที่ไม่ใช่อาหารที่มีอัตรากำไรสูงลดลงเหลือ 13.7% ใน 9M25 (เพิ่งกับ 15.5% ใน 9M24) และการใช้ปั๊มน้ำชั้นราคา การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ BIGC ในเดือนตุลาคม-พฤษภาคมลดลงมากกว่า 3% y-y (เพิ่งกับ -1.6% y-y ใน 9M25) การปรับลดกำไรของ BIGC เป็นหนึ่งในสาเหตุหลักที่ทำให้เราได้ปรับลดกำไรของ BJC ลง เนื่องจากกำไรของ BIGC คิดเป็น 79/87/69% ของกำไรหลักของ BJC ในปี 2023/2024/9M25 ตามลำดับ

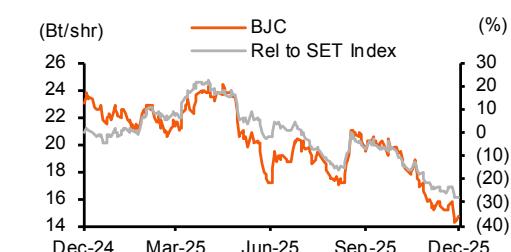
ปรับลดราคาเข้าหมายเหลือ 12.5 บาท คงคำแหงห้า “ชือ”

การปรับลดกำไรลง 9-14% ในปี 2025-27F และสมมติฐานเบต้าที่สูงขึ้น จากความผันผวนของหุ้นที่เพิ่มขึ้น ทำให้ราคabeamy (ปีฐาน 2026F) ลดลงเหลือ 12.5 บาท (จากเดิม 18.0 บาท) เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” BJC 1) เราคาดว่ากำไรปกติต่อหุ้นจะอ่อนแอลงเฉลี่ยต่อปีที่ 3% ในปี 2026-28F เนื่องจากการขยายสาขาของ BIGC ที่จำกัด และการสูญเสียส่วนแบ่งตลาดให้กับ Makro และ Lotus ของ CPAXT 2) ยอดขายของ MMVN เติบโตเฉลี่ยเพียง 1.8% ในปี 2015-2024 แม้จะมีการขยายสาขาจาก 19 เป็น 30 สาขา ซึ่งไม่สร้างความมั่นใจในการเติบโตในอนาคต และ 3) เรามองว่าราคาเข้าซื้อกิจการ MMVN ที่ราคา/ยอดขายที่ 1.26 เท่า และ 40.7 เท่า PE ปี 2024 ถือว่าแพง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	157,727	154,007	152,420	153,778
Net profit	4,001	3,932	4,081	4,241
Consensus NP	—	4,291	4,796	5,203
<i>Diff frm cons (%)</i>	—	(8.4)	(14.9)	(18.5)
Norm profit	4,610	4,165	4,081	4,241
Prev. Norm profit	—	4,571	4,738	4,934
<i>Chg frm prev (%)</i>	—	(8.9)	(13.9)	(14.0)
Norm EPS (Bt)	1.2	1.0	1.0	1.1
Norm EPS grw (%)	(2.1)	(9.6)	(2.0)	3.9
Norm PE (x)	12.7	14.1	14.4	13.8
EV/EBITDA (x)	8.9	8.6	8.6	8.4
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	4.8	4.7	4.9	5.1
ROE (%)	3.8	3.5	3.4	3.4
Net D/E (%)	110.4	102.7	100.7	100.2

PRICE PERFORMANCE



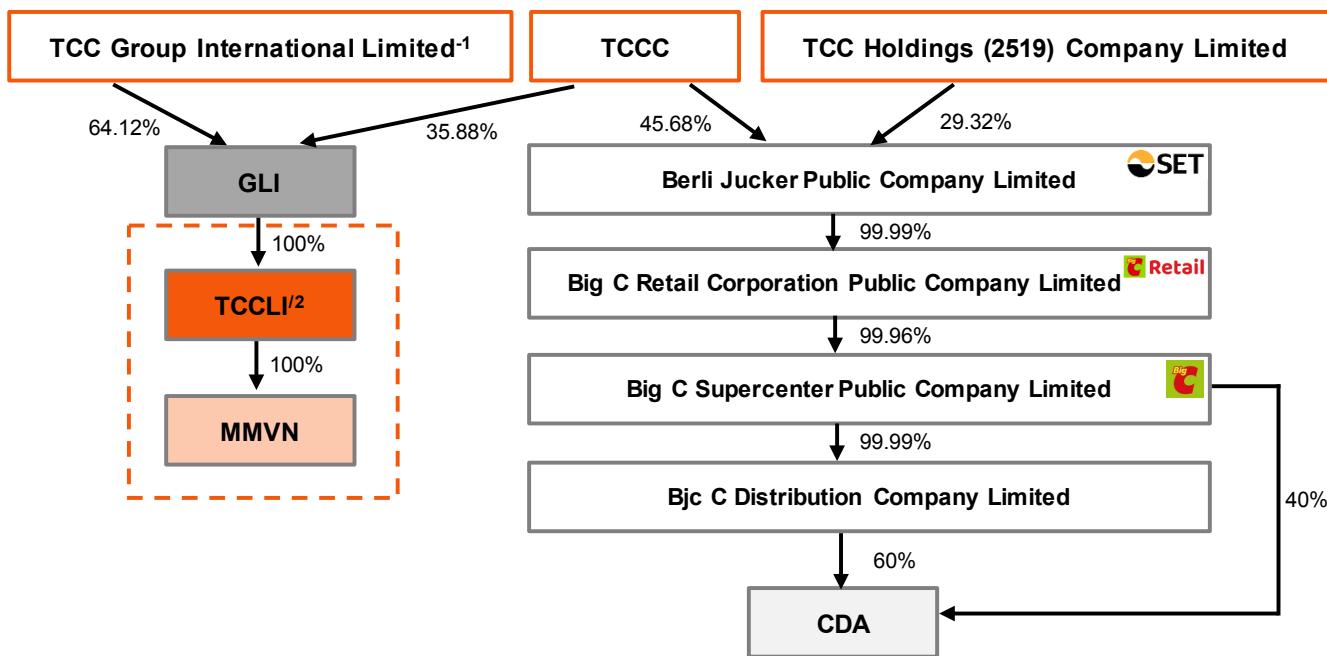
COMPANY INFORMATION

Price as of 22-Dec-25 (Bt)	14.70
Market Cap (US\$ m)	1,889.5
Listed Shares (m shares)	4,007.8
Free Float (%)	25.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.9
12M Price H/L (Bt)	24.40/14.30
Sector	Commerce
Major Shareholder	TCC Corporation 45.68%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: Acquisition Transaction

Prior to the Acquisition of TCCLI Shares Transaction

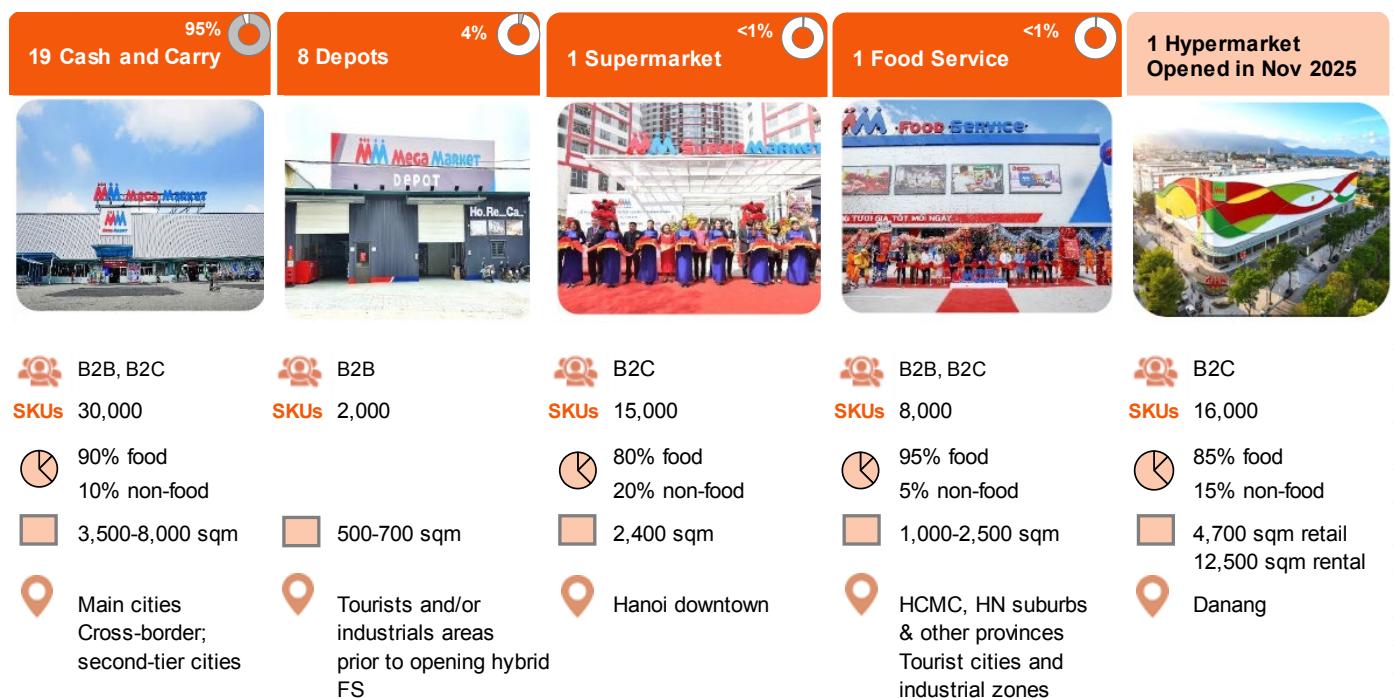


Source: Company data

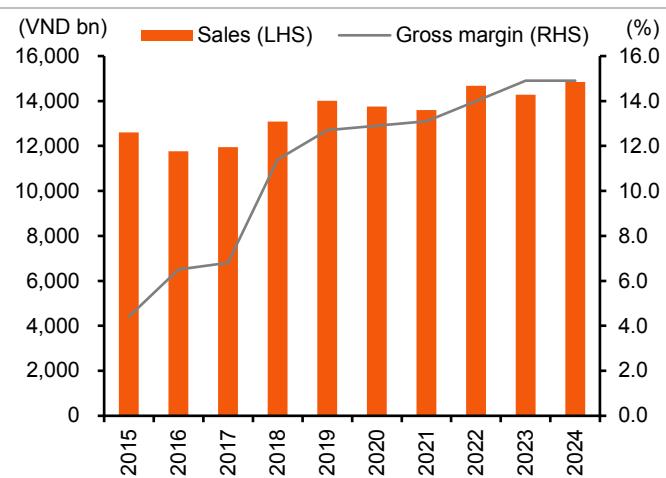
Note: /1 The 64.12% shareholding in GLI held by TCC Group International Limited consists of non-voting preference shares.

/2 TCCLI operates as a holding company, holding 100% of the shares in MMVN.

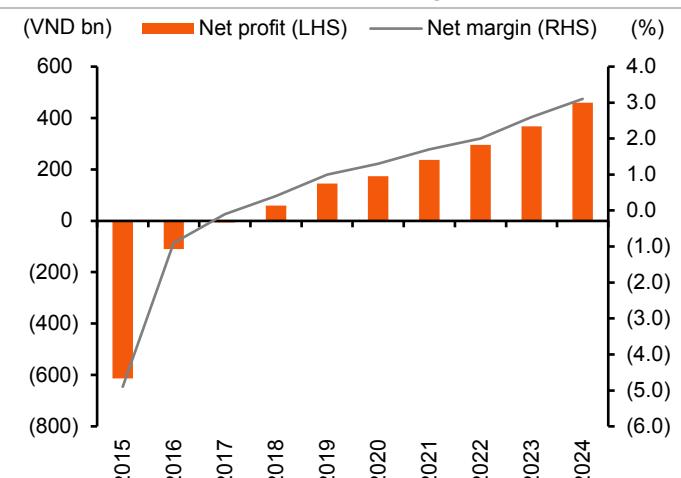
Ex 2: MMVN's Five Store Formats



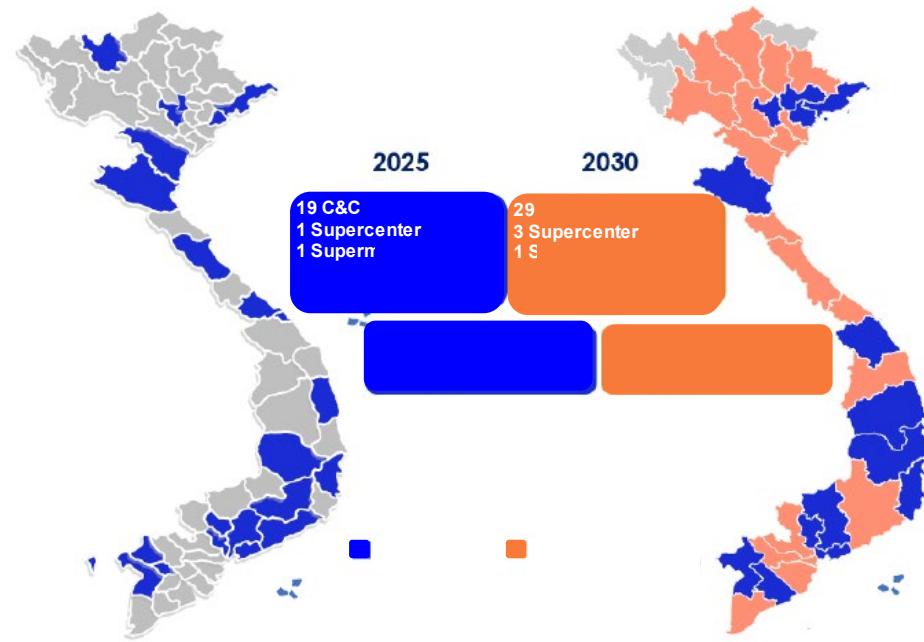
Source: Company data

Ex 3: MMVN's Sales And Gross Profit

Source: Company data

Ex 4: MMVN's Net Profit And Net Margin

Source: Company data

Ex 5: MMVN's Expansion Plan**Right format for right cities → disciplined expansion****+ 30 to 54 Stores**

Expansion plan (2025-2030)

+ c.90K sqm / c.34K sqm

Additional Retail Area / Rental Area

Bt0.5-1bn

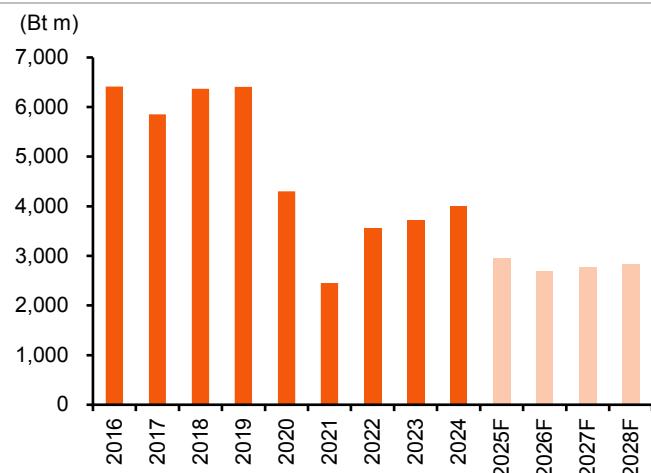
Expected expansion Capex per year

31 out 34

Provinces covered

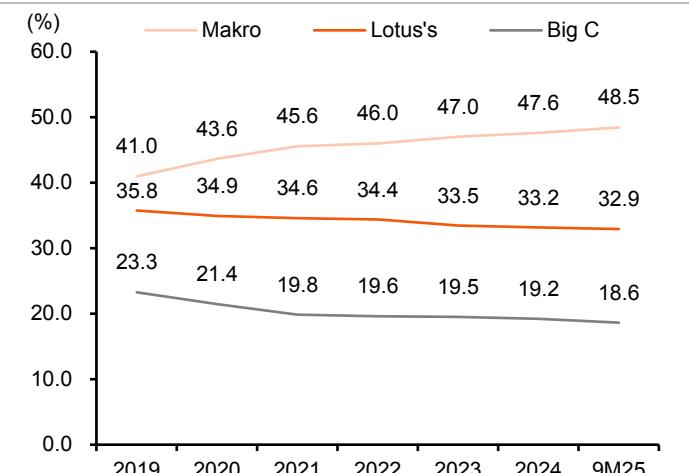
Source: Company data

Ex 6: BIGC's Net Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Grocery Market Share



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Key Assumption Changes

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
BIGC's net profit (Bt m)						
- New	3,557	3,709	3,996	2,945	2,695	2,762
- Old				3,384	3,423	3,543
Change (%)				(13.0)	(21.3)	(22.0)
BJC's norm profit (Bt m)						
- New	4,969	4,710	4,610	4,165	4,081	4,241
- Old				4,571	4,738	4,934
Change (%)				(8.9)	(13.9)	(14.0)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 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	20,301	20,919	21,527	22,127	22,611	23,038	23,411	23,953	24,261	24,623	24,974	
Free cash flow	4,561	6,315	10,831	11,384	11,816	13,186	13,501	13,984	15,231	15,531	15,818	248,397
PV of free cash flow	4,548	5,366	8,481	8,216	7,860	8,084	7,628	7,282	7,310	6,870	6,998	109,883
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.5											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	188,525											
Net debt (2025F)	131,583											
Minority interest	7,053											
Equity value	49,889											
# of shares	3,991											
Equity value/share (Bt)	12.50											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: 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
Marks & Spencer	MKS LN	UK	25.0	(20.4)	10.3	12.9	1.8	2.1	6.3	6.7	1.6	1.5
J Sainsbury PLC	SBRY LN	UK	3.7	2.7	13.1	12.7	1.0	1.0	5.5	5.5	4.6	7.0
Tesco	TSCO LN	UK	12.1	4.9	14.8	14.1	2.3	2.4	8.0	7.9	3.3	3.6
Carrefour SA	CA FP	France	(12.6)	16.4	9.4	8.1	0.9	0.9	5.0	4.8	6.8	7.2
Casino Guichard	CO FP	France	(102.8)	(107.7)	na	na	0.1	0.1	4.6	3.9	0.0	na
L'Oreal SA	OR FP	France	5.1	6.7	28.7	26.9	5.6	5.2	18.9	17.9	1.9	2.1
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	(4.1)	8.1	na	na	na	na	10.7	9.9	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	(8.7)	39.8	na	na	5.9	5.4	14.8	13.5	0.6	0.6
Kao Corporation	4452 JP	Japan	14.8	11.7	23.6	21.1	2.7	2.6	11.5	10.8	2.4	2.5
Lion Corporation	4912 JP	Japan	30.3	(5.1)	18.0	19.0	1.5	1.4	8.1	7.9	1.8	1.9
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	na	na	na	25.3	1.6	1.6	13.7	9.5	1.7	2.2
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(27.3)	59.2	33.5	21.0	1.6	1.5	9.6	10.0	1.8	2.3
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	na	na	na	0.5	0.5	9.7	9.2	4.3	4.7
Shinsegae	004170 KS	South Korea	(38.3)	100.9	19.0	9.4	0.5	0.5	9.2	8.4	1.9	2.1
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(24.4)	11.3	10.1	9.1	0.5	0.4	7.1	6.4	2.2	2.7
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	2.7	6.5	11.3	10.6	4.9	4.9	5.8	5.6	5.3	5.7
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	6.1	12.5	43.3	38.5	9.1	8.2	21.5	19.5	0.8	0.9
Home Depot Inc	HD US	USA	(3.9)	3.9	23.7	22.9	na	na	15.9	15.6	2.7	2.8
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	7.4	10.7	16.4	14.8	3.9	3.4	9.6	8.8	2.5	2.6
Yonghui Superstores	601933 CH	China	7.0	160.2	na	na	13.9	11.5	48.8	21.5	0.0	0.1
Sa Sa International	178 HK	Hong Kong	(62.1)	30.3	18.2	14.0	1.5	na	5.4	9.8	5.2	4.8
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	29.1	7.2	20.8	19.4	17.7	10.7	6.7	6.6	14.1	3.5
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	(0.4)	7.3	19.6	18.3	5.2	4.9	8.7	8.4	4.3	4.6
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	(17.2)	16.7	42.1	36.1	11.1	10.0	9.1	8.9	1.1	1.2
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	(9.6)	(2.0)	14.1	14.4	0.5	0.5	8.6	8.6	4.7	4.9
CP All *	CPALL TB	Thailand	12.8	15.9	14.2	12.2	2.8	2.5	7.2	6.4	3.5	4.1
CP Axtre *	CPAXT TB	Thailand	6.6	15.3	14.7	12.8	0.5	0.5	7.2	6.6	4.8	5.5
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(1.5)	13.5	15.3	13.5	2.3	2.1	10.3	9.5	4.2	4.3
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	(10.7)	(4.9)	14.0	14.7	1.4	1.4	5.2	5.5	9.9	2.7
Dohome *	DOHOME TB	Thailand	(2.7)	(13.8)	18.9	22.0	0.9	0.9	12.6	13.3	1.3	1.1
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	(21.5)	4.4	18.1	17.4	1.3	1.3	11.5	11.1	2.2	2.3
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(7.1)	3.9	14.0	13.5	3.2	3.0	8.0	7.6	5.7	5.9
MC Group *	MC TB	Thailand	5.6	6.4	11.8	11.1	2.4	2.4	5.3	5.2	8.5	9.0
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB	Thailand	27.6	24.5	15.8	12.7	3.9	3.3	7.7	6.4	3.2	4.0
Average			(5.0)	14.0	18.8	17.2	3.5	3.1	10.5	9.3	3.6	3.4

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth,

Based on 22 December 2025 closing price

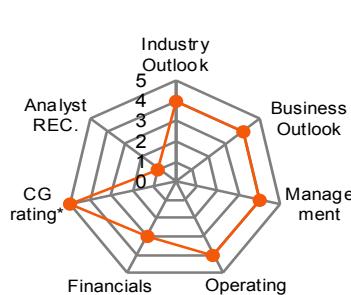
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เบอร์ลี่ ยุคเกอร์ จำกัด (มหาชน) "BJC" จัดตั้งขึ้นมาแล้วกว่า 130 ปี BJC ดำเนินธุรกิจเกี่ยวกับด้านการค้า การผลิต และบริการ ซึ่งสามารถแบ่งออกเป็นสี่กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่มสินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์, กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภค บริโภค, กลุ่มสินค้าและบริการทางเวชภัณฑ์, และกลุ่มธุรกิจจำปาลิก BJC ได้ซื้อหุ้น 99.85% ใน BIGC ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ เป็นกลุ่มค้าปลีกอย่างสมบูรณ์ และมีแพลตฟอร์มค้าปลีกที่หลากหลายในภูมิภาค

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strengths

- BJC เป็นผู้ผลิตบรรจุภัณฑ์แก้วร้ายใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และทำธุรกิจบรรจุภัณฑ์กระป๋องใหญ่เป็นอันดับ 1 ของไทย
- มีแพลตฟอร์มค้าปลีกที่แข็งแกร่งของ TCC Group

W — Weakness

- BJC เพิ่งเริ่มเจาะตลาดค้าปลีกในประเทศไทยเพื่อบ้าน
- การเข้าซื้อกิจการ BIGC มาพร้อมกับภาระดอกเบี้ยขนาดใหญ่ ซึ่งทำให้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ในระดับที่สูงกว่า 1 เท่า

O — Opportunities

- การเติบโตที่สูงของเศรษฐกิจในประเทศไทยในอินโดจีนเปิดโอกาสในการเติบโตสำคัญ BJC
- ธุรกิจร้านค้าปลีกสมัยใหม่ที่มีการพัฒนาอย่างเชื่องช้าในอินโดจีนในอดีตที่ผ่านมา ทำให้ BJC สามารถขยายธุรกิจในภูมิภาค และมีกลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภคที่ครบวงจร

T — Threat

- การเร่งการขยายสาขาโดยโมเดร์นเทรด และร้านค้าปลีกใหม่
- การแข่งขันของไอบีเอ็มาร์เก็ตในประเทศไทย

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	20.24	12.50	-38%
Net profit 25F (Bt m)	4,291	3,932	-8%
Net profit 26F (Bt m)	4,796	4,081	-15%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 8	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิของเรารายในปี 2025-26F ต่างกว่าประมาณการของ Bloomberg consensus 8/15% ตามลำดับ ซึ่งน่าจะมาจากการที่เราคาดการณ์การเติบโตของยอดขายสาขาเดิม, อัตรากำไรขั้นต้น และการขยายสาขาของธุรกิจ BIGC ที่ต่างกว่าตลาด
- ดังนั้น ราคาเบ้าหมายของเรารวมตัวกันแล้ว 38%

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

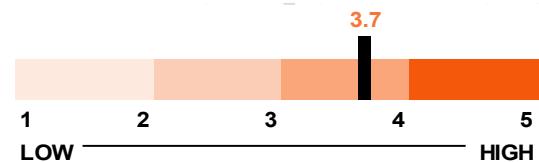
- หากอุปสงค์ และการบริโภคในประเทศไทย เวียดนาม ลาว และมาเลเซียแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้ จะทำให้มี upside ต่อประมาณการของเรา
- ถ้าราคาวัตถุดิบต่างกว่าสมมติฐานที่เราให้ไว้ จะส่งผลให้อัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าที่เราคาด
- หาก BIGC สามารถผลักดันอัตรากำไรขั้นต้นดีมากกว่าคาดจะเป็นนาบกต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

BJC ดำเนินธุรกิจการค้า การผลิต และการบริการ ใน 4 กลุ่มหลัก ได้แก่ กลุ่ม สินค้าและบริการทางบรรจุภัณฑ์ กลุ่มสินค้าและบริการทางอุปโภคบริโภค และกลุ่มสินค้าและบริการเวชภัณฑ์และเทคโนโลยีและสุขภาพ และค้าปลีก บริษัทฯ ถือหุ้น 99.85% ในบีจีซี ชีปอร์ชีนเตอร์ (BIGC) เรายังให้คะแนน ESG แก่ BJC ค่าหัวข้อสูงที่ 3.67 เนื่องจากบริษัทมุ่งมั่นในเป้าหมาย ESG หลาย ประการ และได้รับการจัดอันดับ ESG ที่ดีจากมาตรฐานสากลหลายฉบับ

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)
BJC	YES	AAA	YES	AA	68.85	63.6	92.00	-	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)	<ul style="list-style-type: none"> เราให้คะแนน E สูงที่ 4.0 แก่ BJC สำหรับความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าต่อการพัฒนาที่ยั่งยืน บริษัทมีความตั้งใจปฏิบัติตามกฎหมาย ระเบียบข้อบังคับ และข้อกำหนดทั้งหมดที่เกี่ยวข้องกับการดำเนินธุรกิจอย่างรับผิดชอบ ด้านสิ่งแวดล้อม โดยข้อมูลด้านผลการดำเนินงานด้านความยั่งยืนจัดทำขึ้นตามมาตรฐานของ Global Reporting Initiative (GRI) BJC ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (scope 1 และ 2) ลง 4% ในปี 2023 และ 4% ในปี 2024 เหลือ 1.2 ล้านตัน คาร์บอน dioxide เท่าเดิม รวมอยู่ในปี 2024 ที่ 0.8 ล้านตัน คาดการณ์ว่าจะลดลงในปี 2025 BJC ตั้งเป้าที่จะเป็นองค์กรที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net zero) ภายในปี 2050 เป้าหมายของ BJC คือการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก scope 1 และ 2 ลง 15% และลดการพึ่งพาพลังงานที่ไม่หมุนเวียนลงในสัดส่วนเดียวกันภายในปี 2032
ด้านสังคม (SOCIAL)	<ul style="list-style-type: none"> เราให้คะแนนด้าน S ที่สูงถึง 3.95 แก่ BJC เพื่อสะท้อนถึงความพยายามอย่างเข้มแข็งในการสนับสนุน สังคม การศึกษา และคุณภาพชีวิตของพนักงานในหลายมิติ BJC ได้กำหนดนโยบายด้านสิทธิมนุษยชน โดยมีการประเมินการตรวจสอบสถานะด้านสิทธิมนุษยชน (Human Rights Due Diligence) ทุก ๆ 3 ปี และทำการประเมินด้านสิทธิมนุษยชนร่วมกับพนักงานในทุก ๆ ปี BJC ให้ความสำคัญอย่างยิ่งกับการรักษาความสัมพันธ์กับชุมชน โดยได้กำหนดกลยุทธ์ด้านกิจกรรมทางสังคม ให้สอดคล้องกับแนวทางของบริษัทและเป้าหมายการพัฒนาที่ยั่งยืนแห่งสหประชาชาติ (SDGs) ในปี 2024 พนักงานของ BJC มีสัดส่วนเพศชาย 40% และเพศหญิง 60% ในด้านเงินเดือนพื้นฐาน BJC ได้ให้ผลตอบแทนอย่างเป็นธรรม โดยพิจารณาจากประสบการณ์การทำงานเดิม ความรู้ และสมรรถนะของพนักงาน ในทุกระดับ โดยไม่มีการเลือกปฏิบัติด้านเพศ อายุ ความพิการ เชื้อชาติ ผิวพันธุ์ สีผิว ศาสนา ลัญชาติ ประเทศต้นกำเนิด หรือภูมิหลังทางวัฒนธรรม ในปี 2024 ชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ยอยู่ที่ 126 ชั่วโมงต่อพนักงานหนึ่งคน โดยมีค่าใช้จ่ายเฉลี่ย 656 บาทต่อคน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)	<ul style="list-style-type: none"> เราให้คะแนนด้าน G ที่ 3.2 แก่ BJC เพื่อสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังไม่แข็งแกร่งนัก แม้ว่าจะมีคณะกรรมการชุดย่อยที่จำเป็นครบถ้วน คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยกรรมการทั้งหมด 13 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 6 คน ซึ่งต่ำกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสมคือ 2 ใน 3 นอกจากนี้ ประธานกรรมการบริษัท ยังดำรงตำแหน่งเป็นประธานคณะกรรมการบริหารด้วย บริษัทมีคณะกรรมการชุดย่อยทั้งหมด 6 ชุด ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการบริหาร คณะกรรมการสรรหาและกำหนดค่าตอบแทน คณะกรรมการบริหารความเสี่ยง คณะกรรมการการลงทุน และคณะกรรมการพัฒนาที่ยั่งยืน BJC ได้จัดตั้งศูนย์วิจัยและพัฒนาด้านนวัตกรรม เพื่อผลักดันความก้าวหน้าของเทคโนโลยีและนวัตกรรมด้านบรรจุภัณฑ์ เช่น การผลิตการใช้บรรจุภัณฑ์พลาสติก และการใช้บรรจุภัณฑ์ที่สามารถรีไซเคิลได้

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT					
FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	154,672	157,727	154,007	152,420	153,778
Cost of sales	124,628	125,764	122,710	121,365	122,417
Gross profit	30,043	31,963	31,298	31,056	31,360
% gross margin	19.4%	20.3%	20.3%	20.4%	20.4%
Selling & administration expenses	31,650	32,073	32,326	32,469	32,661
Operating profit	11,624	12,977	11,588	11,274	11,469
% operating margin	7.5%	8.2%	7.5%	7.4%	7.5%
Depreciation & amortization	8,984	9,389	10,542	10,878	11,243
EBITDA	20,608	22,365	22,130	22,152	22,712
% EBITDA margin	13.3%	14.2%	14.4%	14.5%	14.8%
Non-operating income	13,273	13,153	12,666	12,739	12,829
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,338)	(5,669)	(5,298)	(5,074)	(5,052)
Pre-tax profit	6,329	7,374	6,340	6,252	6,476
Income tax	503	1,691	1,395	1,376	1,425
After-tax profit	5,826	5,682	4,945	4,877	5,051
% net margin	3.8%	3.6%	3.2%	3.2%	3.3%
Shares in affiliates' Earnings	(200)	(84)	70	63	57
Minority interests	(917)	(989)	(850)	(859)	(867)
Extraordinary items	85	(608)	(233)	0	0
NET PROFIT	4,795	4,001	3,932	4,081	4,241
Normalized profit	4,710	4,610	4,165	4,081	4,241
EPS (Bt)	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.2	1.2	1.0	1.0	1.1
BALANCE SHEET					
FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	47,416	47,094	45,888	47,930	48,571
Cash & cash equivalent	4,857	5,144	4,578	5,730	6,000
Account receivables	17,061	19,490	18,987	18,792	18,959
Inventories	22,338	21,701	21,852	22,943	23,142
Others	3,160	759	471	466	470
Investments & loans	2,774	2,630	2,630	2,630	2,630
Net fixed assets	62,854	64,037	64,789	67,204	69,254
Other assets	225,926	223,252	214,159	210,949	211,554
Total assets	338,970	337,012	327,467	328,713	332,008
LIABILITIES:					
Current liabilities:	71,445	68,634	74,108	73,887	74,610
Account payables	32,880	33,744	33,283	32,918	33,204
Bank overdraft & ST loans	5,904	5,844	13,616	13,692	13,877
Current LT debt	29,898	26,145	24,509	24,645	24,978
Others current liabilities	2,763	2,901	2,700	2,632	2,551
Total LT debt	113,517	112,467	98,036	98,582	99,913
Others LT liabilities	28,113	29,709	27,148	25,934	24,981
Total liabilities	213,074	210,810	199,292	198,403	199,503
Minority interest	6,230	6,203	7,053	7,911	8,778
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,008	4,008	3,991	3,991	3,991
Share premium	85,926	85,926	85,926	85,926	85,926
Warrants	193	0	0	0	0
Surplus	(361)	(537)	(537)	(537)	(537)
Retained earnings	29,898	30,602	31,741	33,018	34,346
Shareholders' equity	119,665	119,999	121,122	122,398	123,727
Liabilities & equity	338,970	337,012	327,467	328,713	332,008

**A slow 3% core profit
CAGR over 2026-28F**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	6,329	7,374	6,340	6,252	6,476
Tax paid	(360)	(1,485)	(1,509)	(1,335)	(1,442)
Depreciation & amortization	8,984	9,389	10,542	10,878	11,243
Chg In working capital	2,937	(928)	(110)	(1,260)	(81)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,923)	1,171	(5)	(41)	(11)
Cash flow from operations	15,966	15,522	15,258	14,494	16,186
Capex	(10,683)	(10,430)	(10,000)	(12,000)	(12,000)
Right of use	(1,298)	922	46	2	2
ST loans & investments	(239)	0	277	0	0
LT loans & investments	227	144	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	109	2,624	4,958	702	(2,854)
Cash flow from investments	(11,884)	(6,740)	(4,719)	(11,296)	(14,851)
Debt financing	33	(4,827)	(8,295)	758	1,849
Capital increase	0	0	(16)	0	0
Dividends paid	(3,206)	3,206	(2,793)	(2,805)	(2,913)
Warrants & other surplus	(215)	(6,873)	0	0	0
Cash flow from financing	(3,388)	(8,494)	(11,105)	(2,047)	(1,064)
Free cash flow	5,283	5,091	5,258	2,494	4,186

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	12.5	12.7	14.1	14.4	13.8
Normalized PE - at target price (x)	10.6	10.8	12.0	12.2	11.8
PE (x)	12.2	14.7	14.9	14.4	13.8
PE - at target price (x)	10.4	12.5	12.7	12.2	11.8
EV/EBITDA (x)	9.9	8.9	8.6	8.6	8.4
EV/EBITDA - at target price (x)	9.4	8.5	8.2	8.2	8.0
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/CFO (x)	3.7	3.8	3.8	4.0	3.6
Price/sales (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	5.4	4.8	4.7	4.9	5.1
FCF Yield (%)	9.0	8.7	9.0	4.3	7.1
(Bt)					
Normalized EPS	1.2	1.2	1.0	1.0	1.1
EPS	1.2	1.0	1.0	1.0	1.1
DPS	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
BV/share	30.0	30.1	30.3	30.7	31.0
CFO/share	4.0	3.9	3.8	3.6	4.1
FCF/share	1.3	1.3	1.3	0.6	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Expensive PE compared to its growth outlook, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	2.9	2.0	(2.4)	(1.0)	0.9
Net profit (%)	(4.3)	(16.5)	(1.7)	3.8	3.9
EPS (%)	(4.3)	(16.5)	(1.7)	3.8	3.9
Normalized profit (%)	(5.2)	(2.1)	(9.6)	(2.0)	3.9
Normalized EPS (%)	(5.2)	(2.1)	(9.6)	(2.0)	3.9
Dividend payout ratio (%)	66.6	70.8	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	19.4	20.3	20.3	20.4	20.4
Operating margin (%)	7.5	8.2	7.5	7.4	7.5
EBITDA margin (%)	13.3	14.2	14.4	14.5	14.8
Net margin (%)	3.8	3.6	3.2	3.2	3.3
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.2	2.3	2.2	2.2	2.3
Interest coverage - EBITDA (x)	3.9	3.9	4.2	4.4	4.5
ROA - using norm profit (%)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.3
ROE - using norm profit (%)	4.0	3.8	3.5	3.4	3.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.9	4.7	4.1	4.0	4.1
- asset turnover (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
- operating margin (%)	7.5	8.3	7.6	7.4	7.5
- leverage (x)	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7
- interest burden (%)	54.2	56.5	54.5	55.2	56.2
- tax burden (%)	92.1	77.1	78.0	78.0	78.0
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	4.1	3.8	3.5	3.5	3.5
NOPAT (Bt m)	10,700	10,000	9,039	8,794	8,946
invested capital (Bt m)	264,127	259,311	252,705	253,587	256,494

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 disseminated 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.moodys.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 61 003 399 657 AFSL 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 บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีหน้าที่หารายได้ในธุรกิจที่มีผลลัพธ์ทางการเงินที่คาดการณ์ไว้ในส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ได้ที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าหน้าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาที่นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไป ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ 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: ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดทำบทวิเคราะห์ "หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์ อินฟอร์เมชัน โซลูชันส์ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดทำบทวิเคราะห์ "หุ้นกู้ของบริษัท พีที โกลบล อคิวออล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ภา นิจารุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์ธิรัญกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคโนโลยี

ภัทรવัลลี หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ

พัทธดนีย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พานิชย์

พรพรรณรายณ์ ติยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ധุรกิจ, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง

รดา ลีมสุทธิวันภูมิ
rata.liim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

ร่วิสรา สุวรรณอําໄพ
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนา Narayach
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงเรียน

ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, บิ๊กโตรเคป

บุพพารอน พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

หักวิเคราะห์, แปลง

ลากีนี ทิพย์มณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชันนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เกลิงศักดิ์ คุณจริญไพบูลย์
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงบิรด์แมต

สิติพิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sitticheet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นลิกรรณ์ คลังเปรมวิตร์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มนต์ เพชรแสงสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกณรัตน์ จิตกุศล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วรรทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวด

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมวางช์ปราณี

suksawat.liim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Plc.

Research Team

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