

SELL (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 10.00

(From: Bt 11.50)

Downside : 11.5%

4 MARCH 2024

Small Cap Research

Taokaenoi Food & Market (TKN TB)

ความกังวลด้านต้นทุน

การดำเนินงานปี 2025F ของ TKN มีข้อกังวลด้านต้นทุนวัตถุดิบสาหร่ายเกิดขึ้น เราจึงจำเป็นต้องปรับลดกำไรลง 20% ต่อปี ในปี 2025-26F และปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 10 บาท/หุ้น หลังราคาหุ้นเพิ่มขึ้น 17% YTD เราปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย” จาก “ซื้อ”

ปรับลดกำไรให้คำแนะนำ “ขาย”

เราปรับลดคำแนะนำ TKN เป็น “ขาย” (จาก “ซื้อ”) เนื่องจาก 1) มีความกังวลด้านต้นทุนสาหร่ายที่เพิ่มขึ้นสำหรับการดำเนินงานในปี 2025F ราคาสัญญาณนี้จะได้อัตราส่วนกำไรในไตรมาส 2) เราปรับลดกำไรของเรามากกว่า 20/21% ในปี 2025-26F ขณะที่ยังคงประมาณการปี 2024F เช่นเดิม ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2024F) ลดลงเหลือ 10.0 บาท (จาก 11.5 บาท) และ 3) หลังราคาหุ้นเพิ่มขึ้น 17% YTD ตอนนี้เรามองว่า TKN มีมูลค่าแพง ซื้อขายที่ PE ที่ 20 เท่า ในปี 2024F เทียบกับแนวโน้มการเติบโตของ EPS ที่ชะลอตัวลงที่ +9/-6% ในปี 2024-25F

ความกังวลด้านต้นทุนใหม่

สาหร่ายทะเลคิดเป็น 35% ของ COGS ก่อนหน้านั้นเราคาดว่าต้นทุนจะปรับตัวขึ้น 12% ในปี 2024F ซึ่งเกิดจากการลงนามในสัญญาเมื่อต้นปี 2023 ด้วยผลกระทบจากอัตราเงินเฟ้อตั้งแต่ปี 2022 การเพิ่มขึ้นดังกล่าวเป็นระดับที่บริหารจัดการได้สำหรับ TKN อย่างไรก็ตาม ปัจจุบัน TKN คาดว่าต้นทุนสาหร่ายในสัญญาซื้อใหม่ซึ่งมีกำหนดลงนามในเดือนหน้าสำหรับการดำเนินงานในปี 2025 จะเพิ่มขึ้นมากกว่า 20% ซึ่งเป็นเรื่องเหนือความคาดหมายของเรา และเป็นเพราะผลผลิตลดลงอันเป็นผลมาจากปรากฏการณ์เอลนีโญที่ทำให้พื้นที่ที่มีสารอาหารน้อยลงสำหรับฟาร์มสาหร่ายทะเล TKN ได้ปรับเพิ่มราคาขายใน 4Q23 เพื่อเตรียมพร้อมสำหรับต้นทุนที่เพิ่มขึ้น 12% ในปี 2024 แต่ไม่มีแผนที่จะปรับขึ้นเพื่อครอบคลุมต้นทุนที่สูงขึ้นในปี 2025 ทั้งหมด เนื่องจากกลัวว่าจะกระทบต่อความต้องการ เราคาดว่าต้นทุนสาหร่ายทะเลจะลดลงบ้างในปี 2026F

รายได้ยังคงเติบโต

TKN มีการดำเนินงานที่ดีในช่วงหลายปีที่ผ่านมา โดยมุ่งเน้นการส่งออกใหม่ เราคาดว่ายอดขายจะเติบโต 13/13/11% ในปี 2024-26F จากฐานที่สูงที่ 21/22% ในปี 2022-23 การส่งออกคิดเป็น 63% ของยอดขายในปี 2023 โดยยอดขายจากจีนคิดเป็น 25%, สหรัฐฯ 11%, อินโดนีเซีย 9% และตลาดขนาดเล็กอื่นๆ 18% เราคาดว่ายอดขายส่งออกจะเติบโต 13% ต่อปี และยอดขายในประเทศเติบโต 10% ต่อปี ในปี 2024-26F ตลาดส่งออกส่วนใหญ่ยังคงเติบโต (Exhibit 7) แม้ว่าจะชะลอตัวลงจากฐานที่สูงก็ตาม TKN คาดว่าจะจำหน่ายใน Costco อีก 2 แห่งในสหรัฐอเมริกาในปีหน้าจาก 4 แห่ง ในปัจจุบัน ผู้จัดจำหน่ายรายใหม่ในอินโดนีเซียดูเหมือนว่าจะไปได้ดี โดยมียอดขายสะสมเพียงสองเดือนในช่วงเปลี่ยนผู้จัดจำหน่าย เราคาดว่ายอดขายในจีนจะเติบโต 14/12% ในปี 2024-25F จากฐานที่สูงอยู่แล้ว

เป็นบริษัทที่ดำเนินกิจการได้ดี

แม้ว่าราคาวัตถุดิบจะผันผวน แต่เรามองว่า TKN เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจได้ดี หลังจากเผชิญกับปัญหาใหญ่ในปี 2017-21 จากต้นทุนสาหร่ายที่เพิ่มขึ้น สินค้าลอกเลียนแบบจากจีน และการล็อกดาวนทั่วโลก บริษัทฯ พึ่งตัวได้ดีในช่วงหลายปีที่ผ่านมา แม้ต้นทุนสาหร่ายจะสูงขึ้น แต่ TKN น่าจะยังคงเป็นบริษัทที่ทำกำไรได้สูง โดยมี ROE ที่ 31% และ ROIC ที่ 38% ในปี 2025F นอกจากนี้ยังมีระดับหนี้ที่ต่ำ โดยมีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ -0.1 เท่า



PATTADOL BUNNAK

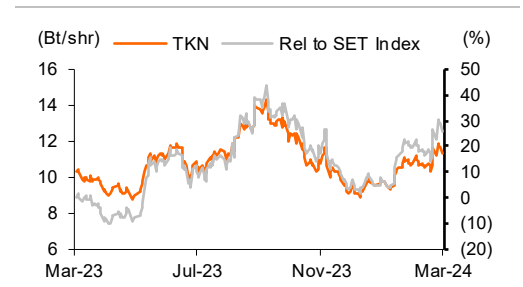
662 - 483 8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	5,323	5,994	6,764	7,517
Net profit	743	800	750	859
Consensus NP	—	782	872	na
Diff frm cons (%)	—	2.2	(13.9)	na
Norm profit	735	800	750	859
Prev. Norm profit	—	790	941	1,090
Chg frm prev (%)	—	1.2	(20.3)	(21.2)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.6	0.5	0.6
Norm EPS grw (%)	70.1	8.8	(6.1)	14.4
Norm PE (x)	21.2	19.5	20.8	18.2
EV/EBITDA (x)	16.4	14.7	15.2	13.4
P/BV (x)	7.0	6.6	6.3	5.9
Div yield (%)	4.1	4.4	4.1	4.7
ROE (%)	34.1	34.8	31.1	33.7
Net D/E (%)	(7.0)	(17.4)	(16.1)	(18.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 4-Mar-24 (Bt)	11.30
Market Cap (US\$ m)	435.3
Listed Shares (m shares)	1,380.0
Free Float (%)	34.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.3
12M Price H/L (Bt)	14.30/8.75
Sector	Food & Beverage
Major Shareholder	Peeradechapan Family 55.9%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

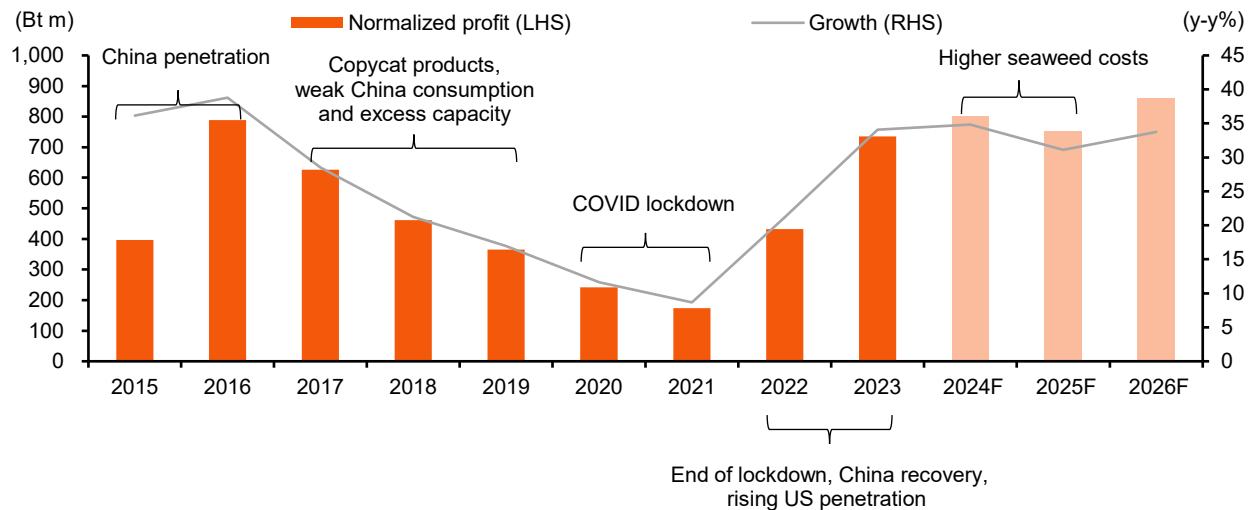
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด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

Ex 1: Revision to Assumptions

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Sales (Bt m)					
- New	4,367	5,323	5,994	6,764	7,517
- Old			6,226	7,032	7,944
- Change (%)			(3.7)	(3.8)	(5.4)
Gross margin (%)					
- New	28.7	33.0	32.1	29.6	29.9
- Old			31.5	32.1	32.5
- Change (ppt)			0.5	(2.5)	(2.6)
SG&A to sales (%)					
- New	18.4	18.4	17.7	17.5	17.5
- Old			18.1	17.9	17.9
- Change (ppt)			(0.4)	(0.4)	(0.4)
Normalized profit (Bt m)					
- New	432	735	801	752	859
- Old			790	941	1,090
- Change (%)			1.5	(20.1)	(21.2)

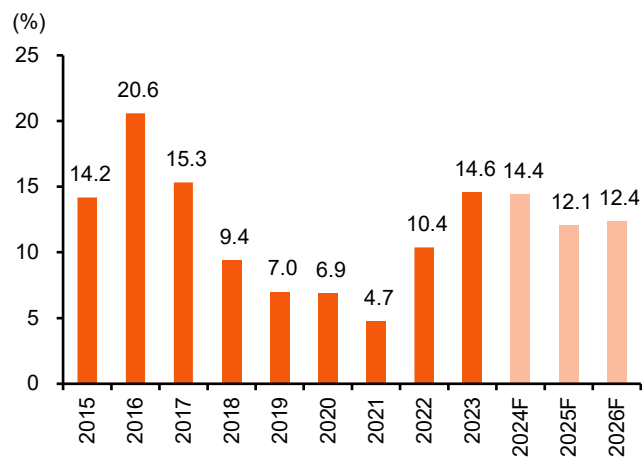
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: EPS Growth Outlook



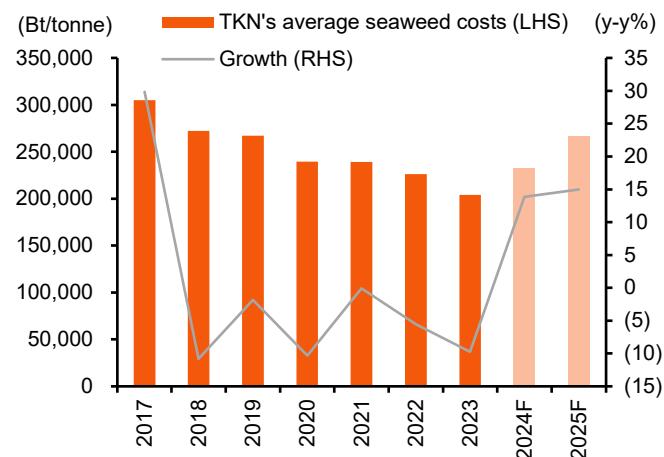
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: TKN's EBIT Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Historical Seaweed Prices



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: The Climate Pattern During Seaweed Plantation Farming

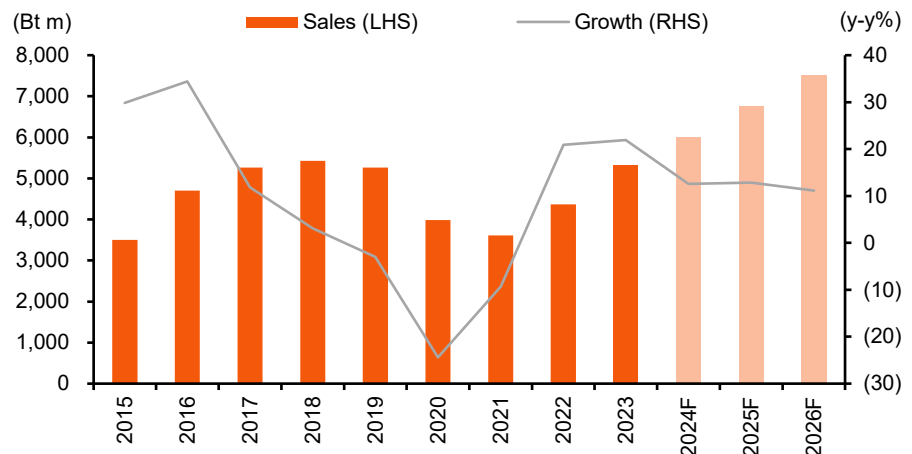
	El Nino	Neutral	La Nina
2010	✓		
2011			✓
2012			✓
2013		✓	
2014		✓	
2015		✓	
2016	✓		
2017		✓	
2018		✓	
2019		✓	
2020		✓	
2021			✓
2022			✓
2023	✓		

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note 1: Seaweed plantation farming takes place from December to March. TKN agrees on the contract price in March for the following year's operations.

Note 2: El Nino negatively impacts plantations and vice versa for La Nina

Ex 6: Sales Growth Outlook



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Our Assumptions

	2023	2024F	2025F	2026F
Sales growth (%)	21.9	12.6	12.8	11.1
- Thailand	19.0	10.0	10.0	10.0
- China	23.5	14.0	14.0	12.0
- US	39.0	20.0	15.0	15.0
- Indonesia	15.0	15.0	14.0	10.0
- Others	20.0	10.0	15.0	10.0
Gross margin	33.0	32.1	29.6	29.9
SG&A to sales	18.4	17.7	17.5	17.5
EBIT margin	14.6	14.4	12.1	12.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal value
EBITDA	1,034	998	1,126	1,243	1,422	1,625	1,842	2,100	2,320	2,559	2,795	—
Free cash flow	748	674	788	876	1,014	1,167	1,353	1,558	1,755	1,944	2,138	24,180
PV of free cash flow	748	544	571	570	592	612	637	635	639	633	622	6,290
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	13,700											
Net debt (2023)	(157)											
Minority interest	3											
Equity value	13,854											
# of shares (m)	1,380											
Target price/share (Bt)	10.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Indofood CBP Sukses	ICBP IJ	Indonesia	7.8	8.2	13.6	12.6	2.7	2.4	10.3	9.5	3.2	3.7
Yakult Honsha	2267 JP	Japan	1.7	4.5	19.2	18.4	1.9	1.8	10.0	9.6	1.7	1.9
Austevoll Seafood	AUSS NO	Norway	688.2	9.6	8.0	7.3	1.0	0.9	5.5	5.1	7.0	7.9
Leroy Seafood Group	LSG NO	Norway	na	12.7	11.3	10.0	1.4	1.3	6.4	5.9	5.6	5.9
Mowi	MOWI NO	Norway	9.5	8.9	12.6	11.6	2.3	2.1	7.7	7.2	4.4	5.2
ConAgra Foods	CAG US	US	(5.8)	3.1	10.7	10.3	1.4	1.4	9.5	9.3	5.0	5.2
Danone	DANOY US	US	na	8.1	16.7	15.4	2.0	1.9	10.9	10.3	3.6	3.8
Nestle	NSRGY US	US	na	7.8	18.4	17.1	6.6	6.0	14.9	14.0	3.4	3.6
Tyson Foods	TSN US	US	65.6	59.2	24.0	15.1	1.0	1.0	10.0	8.2	3.7	3.8
Coca-Cola	KO US	US	4.6	6.6	21.2	19.9	9.6	8.6	19.0	17.8	3.2	3.4
PepsiCo	PEP US	US	7.7	8.0	20.2	18.7	10.6	9.1	14.4	13.5	3.2	3.5
Monster Beverage	MNST US	US	18.7	12.7	32.2	28.5	6.7	5.9	23.5	20.8	0.0	0.0
Carabao Group Pcl	CBG TB*	Thailand	33.2	12.8	24.6	21.8	5.1	4.7	16.9	14.9	2.7	3.2
Charoen Pokphand Foods	CPF TB*	Thailand	na	47.1	15.6	10.6	0.6	0.6	13.3	12.3	2.6	3.8
KCG Corporation Pcl	KCG TB*	Thailand	12.8	15.7	11.9	10.3	1.6	1.5	7.6	6.6	3.4	4.4
MK Restaurant Group Pcl	M TB*	Thailand	18.8	21.9	16.9	13.9	2.5	2.4	6.4	5.7	5.9	7.2
Osotspa Pcl	OSP TB*	Thailand	23.5	8.9	19.2	17.7	3.1	3.0	12.7	11.8	5.2	5.7
R&B Food Supply Pcl.	RBF TB*	Thailand	26.8	15.4	26.8	23.2	4.2	3.8	16.4	14.0	1.5	1.8
Srinanaporn Marketing Pcl	SNNP TB*	Thailand	16.3	10.6	21.4	19.4	4.6	4.3	14.3	12.8	3.4	3.8
Taokaenoi Food & Market	TKN TB*	Thailand	8.8	(6.1)	19.5	20.8	6.6	6.3	14.7	15.2	4.4	4.1
Thai Union Group Pcl	TU TB*	Thailand	(8.3)	9.0	12.1	11.1	0.9	0.8	8.7	8.2	4.9	5.4
Average			54.7	13.6	17.9	15.9	3.6	3.3	12.1	11.1	3.7	4.2

Source: Bloomberg
Note: *Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS
Based on 4 March 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ.เก้าแก่น้อย ฟู้ดแอนด์มาร์เก็ตติ้ง (TKN) เป็นผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวสำหรับรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย และส่งออกไปยังตลาดต่างประเทศมากกว่า 15 ประเทศ TKN มีโรงงาน 2 แห่ง ในประเทศไทย และมีสำนักงานขายในตลาดต่างประเทศที่สำคัญบางประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

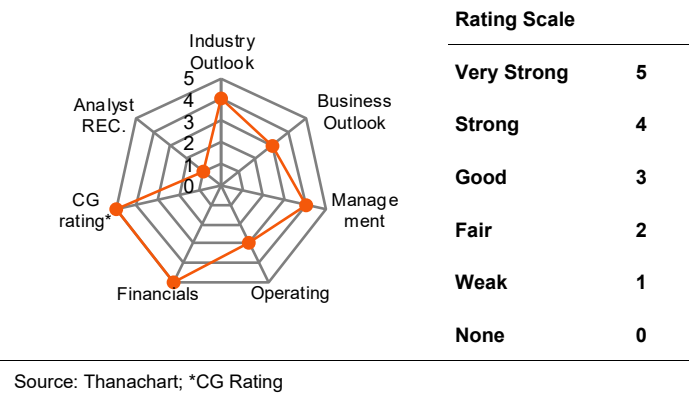
S — Strength

- เป็นผู้ผลิตขนมขบเคี้ยวรายชั้นนำในประเทศไทย
- มี SKUs ของผลิตภัณฑ์มากกว่าคู่แข่งทั้งในและต่างประเทศ

O — Opportunity

- ขยายตลาดไปยังต่างประเทศ
- การเข้าซื้อและควบรวมกิจการ

COMPANY RATING



W — Weakness

- ตลาดอาหารในประเทศไทยอิ่มตัว ด้วยมีการเติบโตในระดับปกติของธุรกิจที่ต่ำ
- การพึ่งพาลูกค้าอาหารที่มีอำนาจต่อรองสูงอย่างมาก

T — Threat

- ความผันผวนของต้นทุนวัตถุดิบ
- การบริโภค และเศรษฐกิจในประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.50	10.00	-13%
Net profit 24F (Bt m)	782	801	2%
Net profit 25F (Bt m)	872	752	-14%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2025F และราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดเนื่องจากเรามองมองที่ระยะวัฏจักรมากขึ้นต่อต้นทุนสำหรับทะเลที่เพิ่มขึ้นของ TKN และการขยายตลาดในระยะยาว

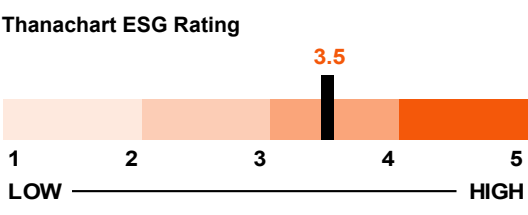
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของตลาดอาหารและเครื่องดื่มในตลาดเป้าหมายของ TKN ที่สูงกว่าคาดการณ์ก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านบวกต่อตัวเลขของเรา
- ความสำเร็จในการได้คำสั่งซื้อและลูกค้าใหม่อาจเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์กำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

TKN เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์ขนมขบเคี้ยวสาหร่ายชั้นนำของประเทศไทย โรงงานของบริษัทปล่อยก๊าซเรือนกระจกบางส่วน บริษัท ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และได้ดำเนินมาตรการเพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้ เราให้คะแนน ESG สำหรับ TKN ที่ 3.5



	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)
TKN	-	-	-	-	68.08	43.36	16.00	-	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- TKN เป็นผู้ผลิตผลิตภัณฑ์ขนมขบเคี้ยวสาหร่ายชั้นนำในประเทศไทย มีโรงงานสองแห่งในประเทศไทย TKN ได้ดำเนินการมาตรการเพื่อลดมลพิษ - TKN ได้นำระบบโซลาร์รูฟท็อปมาใช้เพื่อช่วยลดการใช้ไฟฟ้า แม้ว่าผลกระทบจะยังน้อยมากก็ตาม - TKN ริใช้เคลือบจากการใช้สาหร่าย น้ำตาล และน้ำมัน - TKN ได้ริเริ่มโครงการบริหารจัดการน้ำ แต่ก็ยังไม่ประสบผลสำเร็จอย่างมีนัยสำคัญ เช่น การส่งเสริมการอนุรักษ์พลังงาน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- TKN ได้จัดทำโครงการสวัสดิการต่างๆ สำหรับพนักงาน เช่น ค่าประกันชีวิต และค่ารักษาพยาบาลสำหรับอุบัติเหตุ ประกันสุขภาพกลุ่ม หอพักพนักงาน และอาหารราคาถูก - TKN จัด workshops เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพพนักงาน เช่น การปรับปรุงกระบวนการผลิตและการคัดแยกขยะ - TKN บริจาคเงินให้กับผู้ที่ต้องการความช่วยเหลือ และให้บริการทำความสะอาดแก่ชุมชนใกล้เคียง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- TKN มีคณะกรรมการจำนวน 9 คน ซึ่งเราถือว่าอยู่ในระดับปานกลางสำหรับขนาดและขอบเขตของธุรกิจ ในจำนวนสมาชิก 9 นั้น 4 เป็นกรรมการอิสระ มีกรรมการที่เป็นผู้หญิง 4 คน - TKN ได้กระจายความเสี่ยงทางธุรกิจโดยการออกผลิตภัณฑ์หลากหลาย นอกจากนี้ยังดำเนินงานในหลายประเทศด้วย - ภายในประเภทผลิตภัณฑ์เดียวกัน TKN ได้ศึกษาและพัฒนาสายผลิตภัณฑ์ใหม่เพื่อให้แน่ใจว่ามีความต้องการที่เหมาะสมกับลูกค้าปัจจุบันและเพื่อให้ได้ลูกค้าใหม่

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	4,367	5,323	5,994	6,764	7,517
Cost of sales	3,111	3,569	4,071	4,765	5,270
Gross profit	1,255	1,755	1,924	1,999	2,247
% gross margin	28.7%	33.0%	32.1%	29.6%	29.9%
Selling & administration expenses	803	978	1,061	1,184	1,315
Operating profit	453	776	863	816	932
% operating margin	10.4%	14.6%	14.4%	12.1%	12.4%
Depreciation & amortization	183	167	172	183	195
EBITDA	636	944	1,034	998	1,126
% EBITDA margin	14.6%	17.7%	17.3%	14.8%	15.0%
Non-operating income	30	23	27	30	34
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11)	(11)	(11)	(6)	(4)
Pre-tax profit	472	788	878	840	961
Income tax	39	48	74	84	96
After-tax profit	432	740	805	756	865
% net margin	9.9%	13.9%	13.4%	11.2%	11.5%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(1)	0	0	0
Minority interests	0	(4)	(5)	(6)	(6)
Extraordinary items	3	8	0	0	0
NET PROFIT	435	743	800	750	859
Normalized profit	432	735	800	750	859
EPS (Bt)	0.3	0.5	0.6	0.5	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.5	0.6	0.5	0.6

We expect a flattish earnings growth in 2024-25F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	1,979	2,062	2,501	2,738	3,038
Cash & cash equivalent	461	297	500	440	490
Account receivables	645	923	854	964	1,071
Inventories	700	665	948	1,110	1,227
Others	173	177	199	225	250
Investments & loans	49	16	16	16	16
Net fixed assets	935	884	832	784	740
Other assets	248	272	103	103	103
Total assets	3,211	3,234	3,452	3,641	3,897
LIABILITIES:					
Current liabilities:	924	828	928	1,045	1,142
Account payables	633	708	803	940	1,040
Bank overdraft & ST loans	175	20	13	6	0
Current LT debt	35	35	22	11	1
Others current liabilities	81	65	91	88	101
Total LT debt	119	85	52	26	2
Others LT liabilities	89	88	93	98	103
Total liabilities	1,132	1,001	1,073	1,169	1,247
Minority interest	(2)	3	8	13	20
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	345	345	345	345	345
Share premium	1,315	1,315	1,315	1,315	1,315
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5)	(5)	(5)	(5)	(5)
Retained earnings	426	575	716	804	975
Shareholders' equity	2,081	2,230	2,371	2,459	2,631
Liabilities & equity	3,211	3,234	3,452	3,641	3,897

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	472	788	878	840	961
Tax paid	(30)	(53)	(66)	(84)	(92)
Depreciation & amortization	183	167	172	183	195
Chg In working capital	312	(169)	(118)	(134)	(125)
Chg In other CA & CL / minorities	102	(5)	(4)	(28)	(17)
Cash flow from operations	1,039	729	862	776	923
Capex	(118)	(116)	(120)	(135)	(150)
Right of use	32	(10)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(10)	33	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(34)	(25)	174	5	5
Cash flow from investments	(130)	(118)	54	(130)	(145)
Debt financing	(321)	(181)	(53)	(44)	(40)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(359)	(593)	(659)	(662)	(687)
Warrants & other surplus	8	(1)	0	0	0
Cash flow from financing	(672)	(775)	(712)	(706)	(727)
Free cash flow	920	613	742	641	772

*Doesn't require
significant capex despite
its growth ambitions*

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	36.1	21.2	19.5	20.8	18.2
Normalized PE - at target price (x)	31.9	18.8	17.3	18.4	16.1
PE (x)	35.9	21.0	19.5	20.8	18.2
PE - at target price (x)	31.7	18.6	17.3	18.4	16.1
EV/EBITDA (x)	24.3	16.4	14.7	15.2	13.4
EV/EBITDA - at target price (x)	21.5	14.5	12.9	13.4	11.8
P/BV (x)	7.5	7.0	6.6	6.3	5.9
P/BV - at target price (x)	6.6	6.2	5.8	5.6	5.2
P/CFO (x)	15.0	21.4	18.1	20.1	16.9
Price/sales (x)	3.6	2.9	2.6	2.3	2.1
Dividend yield (%)	2.6	4.1	4.4	4.1	4.7
FCF Yield (%)	5.9	3.9	4.8	4.1	5.0
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.5	0.6	0.5	0.6
EPS	0.3	0.5	0.6	0.5	0.6
DPS	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5
BV/share	1.5	1.6	1.7	1.8	1.9
CFO/share	0.8	0.5	0.6	0.6	0.7
FCF/share	0.7	0.4	0.5	0.5	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Expensive PE against
EPS growth, in our view*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	20.9	21.9	12.6	12.8	11.1
Net profit (%)	138.7	70.9	7.6	(6.1)	14.4
EPS (%)	138.7	70.9	7.6	(6.1)	14.4
Normalized profit (%)	148.1	70.1	8.8	(6.1)	14.4
Normalized EPS (%)	148.1	70.1	8.8	(6.1)	14.4
Dividend payout ratio (%)	92.1	85.4	85.4	85.4	85.4
Operating performance					
Gross margin (%)	28.7	33.0	32.1	29.6	29.9
Operating margin (%)	10.4	14.6	14.4	12.1	12.4
EBITDA margin (%)	14.6	17.7	17.3	14.8	15.0
Net margin (%)	9.9	13.9	13.4	11.2	11.5
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	39.9	70.8	77.2	137.9	219.5
Interest coverage - EBITDA (x)	56.0	86.1	92.6	168.7	265.4
ROA - using norm profit (%)	13.0	22.8	23.9	21.2	22.8
ROE - using norm profit (%)	21.2	34.1	34.8	31.1	33.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.2	34.3	35.0	31.3	34.0
- asset turnover (x)	1.3	1.7	1.8	1.9	2.0
- operating margin (%)	11.1	15.0	14.8	12.5	12.8
- leverage (x)	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5
- interest burden (%)	97.6	98.6	98.7	99.3	99.6
- tax burden (%)	91.6	93.9	91.6	90.0	90.0
WACC (%)	10.9	10.9	10.9	11.4	11.4
ROIC (%)	17.1	37.4	38.1	37.5	40.7
NOPAT (Bt m)	415	729	790	734	838
invested capital (Bt m)	1,950	2,073	1,958	2,062	2,144

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันภายใต้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันภายใต้แก่นางอัคริณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินผา, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา ศรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, อิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฑุดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 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