

13 March 2023

# Ditto (Thailand)

Sector: Technology

Go green, grow growth

Bloomberg ticker	DITTO TB
Recommendation	BUY
Current price	Bt46.00
Target price	Bt55.00
Upside/Downside	+20%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt90.00
Bloomberg consensus	Buy 1 / Hold 0 / Sell 0

<b>Stock data</b>	
Stock price 1-year high/low	Bt94.00 / Bt39.50
Market cap. (Bt mn)	25,086
Shares outstanding (mn)	766
Avg. daily turnover (Bt mn)	89
Free float	47%
CG rating	Very good
ESG rating	-

<b>Financial &amp; valuation highlights</b>					
FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023E	2024E	2025E	
Revenue	1,237	1,505	1,784	2,047	
EBITDA	345	446	532	609	
Net profit	235	317	384	443	
EPS (Bt)	0.47	0.46	0.50	0.58	
Growth	-1.1%	-3.4%	9.2%	15.5%	
Core EPS (Bt)	0.48	0.46	0.50	0.58	
Growth	22.8%	-4.4%	9.2%	15.5%	
DPS (Bt)	0.10	0.18	0.20	0.23	
Div. yield	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%	
PER (x)	125.3	103.5	94.8	82.1	
Core PER (x)	124.0	103.5	94.8	82.1	
EV/EBITDA (x)	84.6	72.5	67.6	58.8	
PBV (x)	23.2	11.7	12.0	11.0	

<b>Bloomberg consensus</b>				
Net profit	235	314	407	-
EPS (Bt)	0.47	0.51	0.66	-



Source: Aspen

<b>Price performance</b>	1M	3M	6M	12M
Absolute	-11.5%	-29.0%	-34.1%	52.3%
Relative to SET	-7.6%	-27.5%	-30.7%	55.2%

<b>Major shareholders</b>		<b>Holding</b>
1. Mr. Teerachai Rattanakamolporn		33.71%
2. Mr. Thakorn Rattanakamolporn		15.36%
3. Mr. Sataporn Ngamruengphong		7.76%

Analyst: Poonpat Chaikumhan, CFA (Reg. no. 038730)

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” และราคาเป้าหมายที่ 55.00 บาท DCF (WACC 7.3%, TG 3.0%) DITTO เป็นหุ้นที่คาดว่าจะมีการเติบโตสูงจากการมุ่งเน้นทำธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับภาวะโลกร้อน (global warming) เช่น ธุรกิจเดิม (digital paper) และธุรกิจใหม่ (carbon credit) โดยเราประเมินกำไรสุทธิจะเติบโตเฉลี่ย +27% CAGR 2022-24E (EPS growth +3% fully dilute) จาก 1) ธุรกิจบริหารจัดการข้อมูลได้รับผลบวกจาก พ.ร.บ. การปฏิบัติราชการทางอิเล็กทรอนิกส์ คาดมีงานของภาครัฐออกมาเฉพาะในส่วนของ อบต. และ อบจ. กว่า 3-5 พันล้านบาท ช่วยหนุนการเติบโตในอัตราเร่ง, 2) ธุรกิจวิศวกรรมเทคโนโลยียังคงมี backlog ในระดับสูงกว่า 1.7 พันล้านบาทเป็นฐาน และโอกาสในการเข้าประมูลงานใหม่อีกกว่า 5.0 พันล้านบาทในปี 2023E และ 3) การร่วมมือกับ TEAMG ผ่านบริษัท DTX คาดได้เห็นธุรกิจแรกเป็นการเปลี่ยนข้อมูลการก่อสร้าง ระบบน้ำ ระบบไฟ รวมถึงข้อมูลของเมืองจากแบบพิมพ์เขียวมาอยู่ในแพลตฟอร์ม Digital และกำไรจะเติบโตก้าวกระโดดเฉลี่ย +45% CAGR 2022-26E หลังบริษัทได้รับสิทธิพัฒนาป่าชายเลนบนพื้นที่ 4.8 หมื่นไร่ คาดว่าจะเริ่มสร้างรายได้อย่างมีนัยสำคัญในปี 2026E และเป้าหมายการพัฒนาที่ 1 แสนไร่ ภายใน 10ปี จากนโยบาย net zero emission ภายในปี 2050E

ราคาหุ้น underperform SET รว -28% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา คาดมาจากการ take profit หลังจาก outperform SET กว่า 55% ในช่วง 12 เดือน อย่างไรก็ตามเราประเมินราคาหุ้นมีโอกาสกลับมา outperform SET ได้อีก โดยระยะสั้นจากการประมูลโครงการเพิ่มเติมของธุรกิจวิศวกรรมกว่า 5.0 พันล้านบาทในปี 2023E ซึ่งจะทยอยประกาศออกมา ระยะกลางจาก พ.ร.บ. การปฏิบัติราชการทางอิเล็กทรอนิกส์ ช่วยให้รายได้ในส่วนบริหารจัดการข้อมูลเติบโตในอัตราเร่ง และระยะยาวจากขาย carbon credit

## Event: Initiating coverage

□ **Carbon credit ธุรกิจแห่งอนาคต** ด้วยเป้าหมาย net zero emission ภายในปี 2050E มีงานวิจัยระบุความต้องการ carbon credit จะเพิ่มกว่า 15-20 เท่า ภายในปี 2030E และราคามีโอกาสสูงถึง US80-150 ต่อตัน จากปัจจุบันราคาเฉลี่ยในกรอบ USD20-100 ต่อตัน โดย DITTO ได้รับสิทธิพัฒนาป่าชายเลนเพื่อประโยชน์จาก carbon credit บนพื้นที่ 4.8 หมื่นไร่จากกรมทรัพยากรทางทะเลและชายฝั่งเพื่อพัฒนาป่าชายเลน 1 แสนไร่ในระยะยาว ขยายตามแผนของรัฐในการปล่อยพื้นที่ป่าชายเลน 3 แสนไร่ภายใน 10 ปี โดยคาดว่าจะเริ่มขาย carbon credit ได้ในปี 2026E

□ **ธุรกิจบริหารจัดการเอกสารเติบโตจากการเปลี่ยนกระดาษเป็น digital** โดยเฉพาะงานของภาครัฐที่จะมีมากขึ้น ธุรกิจบริหารจัดการเอกสาร (เปลี่ยนเอกสารกระดาษเป็น digital document) ปัจจุบันมี key driver จาก พ.ร.บ. การปฏิบัติราชการทางอิเล็กทรอนิกส์ มาเป็นตัวกระตุ้นให้หน่วยงานภาครัฐเกิดการเปลี่ยนแปลงที่เร็วขึ้น ทั้งนี้ยังบดบังทัศนคติผู้บริหารประเมินมีตลาดงานดังกล่าวเฉพาะส่วนของ อบต. และ อบจ. มีกว่า 3-5 พันล้านบาท เป็นโอกาสให้ DITTO เข้าร่วมหลังจากปัจจุบันมีประสบการณ์รับงานภาครัฐ โดยเฉพาะในส่วนของการสร้างซึ่งเป็นโครงการใหญ่ โดยรายได้ของ DITTO ในส่วนธุรกิจนี้มีอัตราเติบโตเฉลี่ย +20% CAGR 2019-22 และคาดว่าจะสามารถเติบโตในอัตราเร่งได้จากงานภาครัฐ

□ **งานวิศวกรรมมี backlog สูงและโอกาสในการคว้งงานใหม่** ธุรกิจให้บริการวิศวกรรมด้านเทคโนโลยี Key success คือความรู้ความเชี่ยวชาญในด้านเทคโนโลยีต่างๆเนื่องจากงานโครงการในส่วนนี้ใช้เทคโนโลยีเฉพาะ ซึ่งที่ผ่านมาบริษัทแสดงให้เห็นแล้วว่าทำได้ดี โดยรายได้ในส่วนธุรกิจดังกล่าวเติบโตเฉลี่ย +39% CAGR 2019-22 และปัจจุบันมี backlog กว่า 1.7 พันล้านบาท (เฉลี่ยรับรู้ออกราว 2-3 ปี) เป็น key driver ในขณะที่ผู้บริหารประเมินมีโครงการออกสู่ตลาดมากขึ้นหลัง COVID-19 โดยมี potential projects อีกราว 5.0 พันล้านบาทให้เข้าประมูลในปี 2023E

□ **กำไรสุทธิเติบโต +27% CAGR 2022-24E และ +45% CAGR 2022-26E จาก carbon credit** เราประเมินกำไรปกติปี 2023E-24E ที่ 317 ล้านบาท และ 384 ล้านบาท ตามลำดับ โดย key driver คือ 1) ธุรกิจบริหารจัดการเอกสารคาดการณ์รายได้เฉลี่ย +28% CAGR 2022-24E ตามการเติบโตของ

อุตสาหกรรม โดยมี catalyst คืองานภาครัฐที่คาดว่าจะมีมากขึ้นจาก พ.ร.บ การปฏิบัติราชการทางอิเล็กทรอนิกส์ 2) ธุรกิจให้บริการวิศวกรรมด้านเทคโนโลยีสำหรับหน่วยงานราชการต่างๆ คาดรายได้โตเฉลี่ย +23% CAGR 2022-24% จาก backlog ในระดับสูง และโอกาสในการประมูลงานเพิ่มเติม ในขณะที่ 3) ธุรกิจให้เช่า จำหน่ายและให้บริการเครื่องถ่ายเอกสาร ลดลงเฉลี่ย -5% CAGR 2022-24E จากการใช้เครื่องถ่ายเอกสารลดลง ส่วน blended GPM อยู่ที่ 33% ไกล่เคียงปี 2022 ในขณะที่ระยะยาวการขาย carbon credit จะเข้ามามีส่วนผลักดันการเติบโตของกำไรมากขึ้น คาดเฟสแรก 4.8 หมื่นไร่ เริ่มขายได้ในปี 2026E จะช่วยหนุนกำไรเติบโตในระดับ +45% CAGR 2022-26E

□ **Upside จากการร่วมมือกับพันธมิตรธุรกิจใหม่** การร่วมมือกันทำธุรกิจกับ TEAMG ผ่านบริษัท DTX (ทุนจดทะเบียน 30 ล้านบาท) ซึ่งถือหุ้นฝ่ายละ 50% อาศัยข้อมูลที่ TEAMG มีและองค์ความรู้ของ DITTO มาเป็นส่วนผสมในการทำธุรกิจ คาดได้เห็นธุรกิจแรกเป็นการเปลี่ยนข้อมูลการก่อสร้าง ระบบน้ำ ระบบไฟ รวมถึงข้อมูลของเมือง จากแบบพิมพ์เขียวมาอยู่ในแพลตฟอร์มที่เป็นระบบ Digital ปัจจุบันมีกลุ่มลูกค้าให้ความสนใจหลังสามารถแก้ pain point ในการนำข้อมูลมาใช้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยปัจจุบันบริษัทกำลังสร้างความรับรู้บริการดังกล่าว อย่างไรก็ตามด้วยข้อมูล business model ที่เรายังรับยังไม่ชัดเจนจึงไม่ถูกรวมเข้ามาในประมาณการ

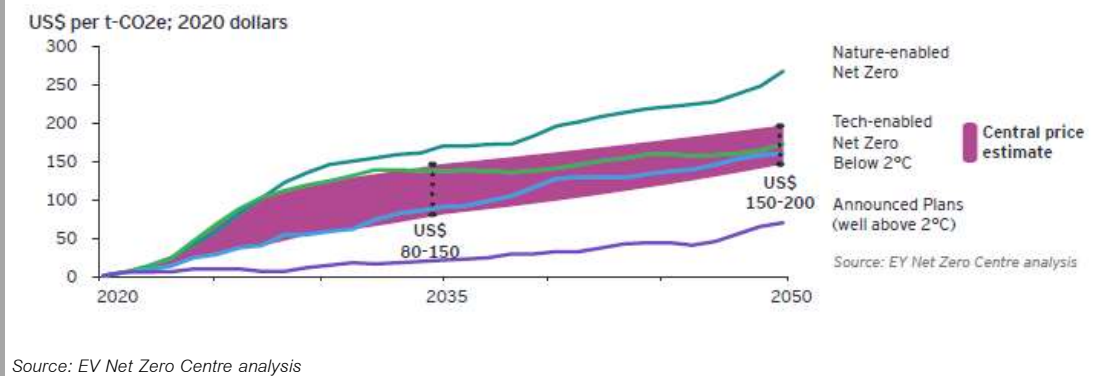
#### Valuation/Catalyst/Risk

ราคาประเมินราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 55.00 บาท/หุ้น ถึง DCF (WACC 7.3%, TG 3.0%) Fully dilute ร่วมหุ้นปันผลในอัตรา 5:1 (XD วันที่ 13/3/23) และการแปลง W1 (exercise price 33 บาท) ร่วมถึงการเพิ่มทุนเพื่อลงทุนในไตรมาส (XR วันที่ 28/4/23) ราคาเป้าหมายจะอยู่ที่ 55.00 บาท/หุ้น Key catalyst คือ 1) การประมูลงานจากภาครัฐที่คาดว่าจะมีมากขึ้นในส่วนของวิศวกรรมเทคโนโลยีราว 5 พันล้านบาทในปี 2023E 2) การเติบโตในอัตราเร่งของธุรกิจจัดการข้อมูลหลังการออก พ.ร.บ. การปฏิบัติราชการทางอิเล็กทรอนิกส์ 3) การได้โครงการพัฒนาเพิ่มเติมของ carbon credit และโอกาสที่ราคาจะอยู่ในระดับสูงจากความต้องการเพื่อเข้าสู่ net zero carbon ในปี 2050E

## Carbon credit market

ภายใต้ความตกลงปารีส (Paris Agreement) ว่าด้วยเรื่องการเปลี่ยนแปลงสภาพอากาศ โดยมีประเทศสมาชิกมากกว่า 130 ประเทศตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนและมีเป้าหมาย net zero emission ภายในปี 2050E ทำให้มีการคาดการณ์ว่าจะทำให้มี demand ของ carbon credit เพิ่มขึ้นจากระดับปัจจุบันอีกกว่า 15-20 เท่าภายในในปี 2030E และจะมีความต้องการที่หันไปหา high quality carbon credit มากขึ้น (ประเภทดูดซับคาร์บอนได้มากกว่าประเภทที่หลีกเลี่ยงการปล่อยคาร์บอน) โดยป่าชายเลนเป็นหนึ่งในประเภทที่ดูดซับคาร์บอนได้ดี ช่วยหนุนราคา carbon credit ขึ้นไปอยู่ที่ US\$80-150 ต่อตัน ภายในปี 2030E จากปัจจุบันราคาเคลื่อนไหวในกรอบ USD20-100 ต่อตัน ในช่วง 3 ปีหลัง

Fig 1: Increasing demand, expectation of quality will make carbon credit scarce and expensive



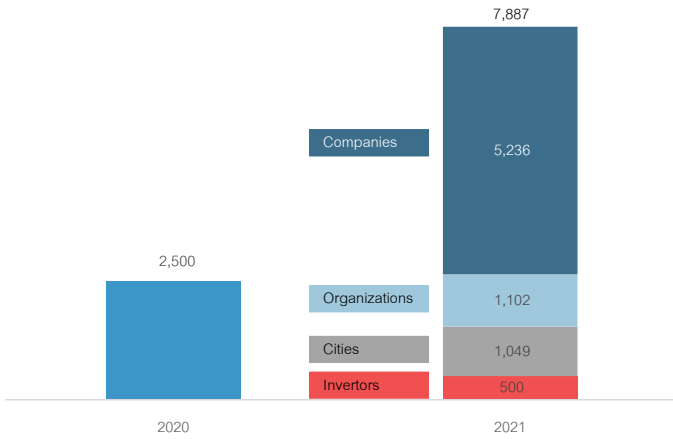
### ความตกลงปารีส (Paris Agreement) กรอบใหญ่หนุนนโยบายลดการปล่อยคาร์บอนระดับโลก

ความตกลงปารีส หรือ Paris Agreement เป็นความตกลงตามกรอบอนุสัญญาสหประชาชาติว่าด้วยการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศ (United Nations Framework Convention on Climate Change-UNFCCC) เพื่อกำหนดมาตรการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์

เป้าหมายหลักของความตกลงปารีส คือ ควบคุมอุณหภูมิเฉลี่ยของโลกไม่ให้เพิ่มขึ้นเกิน 2 องศาเซลเซียส เมื่อเทียบกับระดับก่อนการปฏิวัติอุตสาหกรรม และพยายามควบคุมการเพิ่มขึ้นของอุณหภูมิเฉลี่ยของโลกไม่ให้เกิน 1.5 องศาเซลเซียส ความตกลงปารีสตั้งเป้าจำกัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจนถึงระดับที่ต้นไม้ พื้นดิน และมหาสมุทร สามารถดูดซับก๊าซนี้ได้เอง ในช่วง พ.ศ. 2050-2100 และให้ประเทศที่พัฒนาแล้วช่วยเหลือทางการเงินแก่ประเทศยากจนในการต่อสู้โลกร้อน โดยให้ทบทุนผลกันทุก ๆ 5 ปี

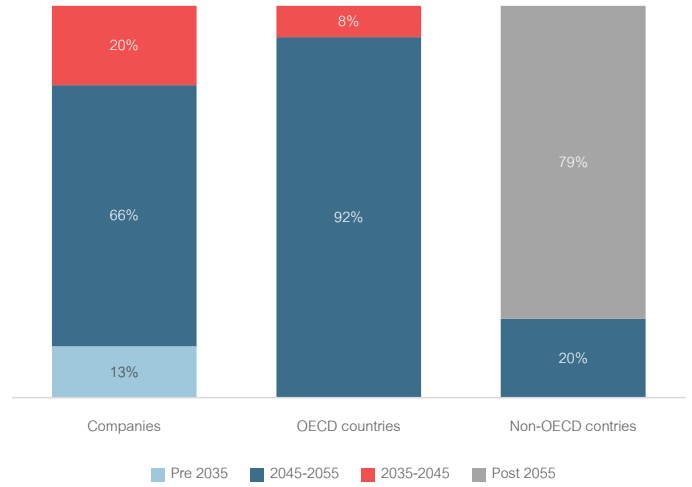
ปัจจุบันมากกว่า 130 ประเทศใน OECD (Organization for Economic Co-operation and Development) มีความตั้งใจจะทำให้เกิด net zero emission ในปี 2050E และมีอีกไม่น้อยที่จะให้บรรลุเป้าหมายภายในปี 2045E หรือเร็วกว่า

**Fig 2: Net zero commitments are accelerating – Official country commitment by type**



Source: EV Net Zero Centre analysis

**Fig 3: Timeframes for company and country net zero and carbon neutrality commitment**



Source: EV Net Zero Centre analysis

**ความจริงจังกับเป้าหมาย Net Zero Emission ภายในปี 2050E มีให้เห็นเป็นรูปธรรมในหลายประเทศ**

หลายประเทศตื่นตัวทั้งภาคเอกชนและ โดยเฉพาะภาครัฐซึ่งมีส่วนสำคัญในการผลักดันในระดับนโยบาย ตัวอย่างรูปธรรมมีให้เห็นแล้วในสหภาพยุโรปภายใต้แผนงาน European Green Deal เพื่อลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนฯลง 50-55% ภายในปี 2030E และเป็น net zero emission ภายในปี 2050E โดยหนึ่งในมาตรการสำคัญคือ CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism)

CBAM เป็นมาตรการปรับราคาคาร์บอนฯก่อนข้ามพรมแดนของสหภาพยุโรป คือการกำหนดราคาสินค้านำเข้าบางประเภท เพื่อป้องกันการนำเข้าสินค้าที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูงเข้ามาใน EU ทำให้การแข่งขันใน EU เป็นธรรมเมื่อเปรียบเทียบกับสินค้านำเข้าจากประเทศนอก EU ที่ราคาถูกกว่าเพราะไม่มีต้นทุนการลดคาร์บอนฯ เปรียบเสมือนเป็นแรงกดดันให้ผู้ผลิตสินค้านำเข้าใช้กระบวนการผลิตให้เป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อมมากขึ้นและลดการปล่อยคาร์บอนฯลงในประเทศที่ต้องการส่งสินค้าเข้า EU ทั้งนี้มาตรการดังกล่าวคาดว่าจะเริ่มใช้ในช่วง 4Q23E ที่จะถึงนี้

ไม่เพียงแต่สหภาพยุโรป ประเทศอื่น ๆ ก็มีมาตรการเพื่อขับเคลื่อนสู่ net zero emission ตัวอย่างเช่น Green Plan ของสิงคโปร์, Green New Deal ของเกาหลีใต้, Green Growth Strategy ของญี่ปุ่น หรือแม้แต่ในไทยก็ตั้งเป้าที่จะลดคาร์บอนฯลง 20-25% ในทุกอุตสาหกรรมภายในปี 2030E

Fig 4: CBAM's timeline

Timeline	Status
Dec-19	European Commission adopted Communication on the European Green Deal envisaging a carbon border adjustment mechanism (CBAM) for selected sectors
Jul-21	European Commission adopted its proposal for a CBAM. The key objective of the measure is to reduce risk of carbon leakage by equalising the price of carbon between domestic products
Mar-22	The Council of the European Union adopted its general approach on the CBAM, introducing relatively minor changes to the original proposal
Jun-22	After the European Parliament had postponed its vote, it has now adopted its position on the CBAM, introducing substantial amendments to the original proposal
Jul-22	The negotiations between the European Commission, Council of the European Union and European Parliament on the final text of the CBAM began
Dec-22	The EU Parliament reached a provisional agreement with the EU Council on the CBAM. The agreement still needs to be confirmed by ambassadors of the EU member states, by the European Parliament, and then adopted by both institutions before it is final
Oct-23	CBAM transitional period is to start from Oct 23

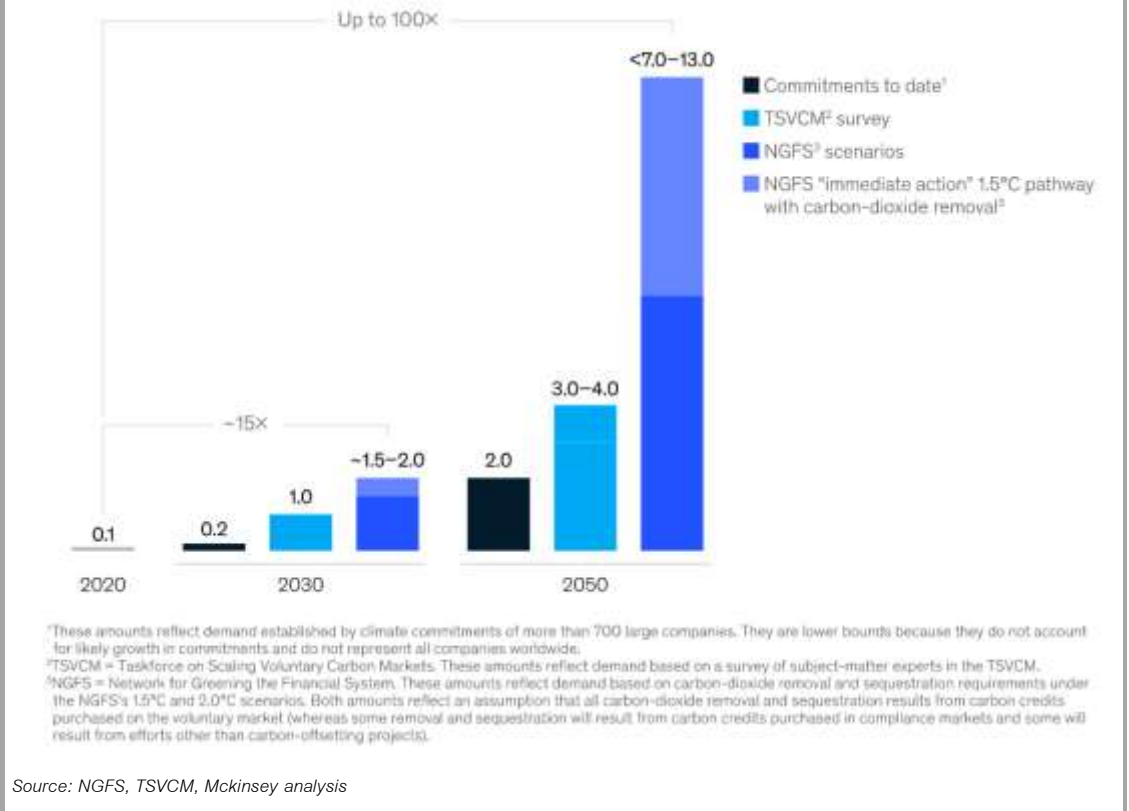
Source: Europa.eu

**Carbon credit ความต้องการที่มากขึ้นมาพร้อมกับราคาที่เพิ่มขึ้นในอนาคต**

งานวิจัยจาก EY ระบุปริมาณความต้องการ carbon credit จะเพิ่มขึ้นราว 20 เท่า ภายในปี 2030E เพื่อให้บรรลุเป้าหมายของ Paris Agreement (ภายใต้ scenario ความคุมอุณหภูมิต่ำกว่า 2 องศาเซลเซียส) ในขณะที่งานวิจัยจาก Mckinsey คาดการณ์ปริมาณความต้องการดังกล่าวเพิ่มขึ้น 15 เท่าภายในปี 2030E และมีโอกาสเพิ่มขึ้นกว่า 100 เท่า ในปี 2050E

ในขณะที่ราคา carbon credit มีการประเมินจะอยู่ในกรอบราว USD80-150 ต่อตัน ในปี 2030E และ USD150-200 ต่อตัน ในปี 2050E ปัจจัยหลักจาก 1) Demand ที่เพิ่มขึ้น และ 2) ความสำคัญที่มากขึ้นของการใช้ high quality carbon credit (ประเภทดูดซับมากกว่าประเภทหลีกเลี่ยง) ซึ่งมีความพรีเมียมกว่า

Fig 5: Global demand for carbon credits could increase by 15x by 2023 and 100x by 2050



### DITTO กับการปลูกป่าชายเลน ธุรกิจอนาคตเพื่ออนาคต

DITTO ได้รับสิทธิเป็นผู้พัฒนาโครงการปลูกป่าชายเลนเพื่อประโยชน์จาก carbon credit กับกรมทรัพยากรทางทะเลและชายฝั่งจำนวนรวม 48,166 ไร่ ภายใต้สัญญา 30 ปี แบ่งเป็น 2 โครงการ 1) 11,448 ไร่ โดยบริษัทได้รับประโยชน์จาก carbon credit 90% ส่วนอีก 10% เป็นของกรมทรัพยากรทางทะเลฯ ในขณะที่โครงการที่ 2) 10,210 ไร่ โดยบริษัทได้รับประโยชน์จาก carbon credit 85% ส่วนอีก 10% เป็นของกรมทรัพยากรทางทะเลฯ และ 5% เป็นของพันธมิตรผู้ร่วมพัฒนา 3) 26,508 ไร่ ร่วมกับ 14 ชุมชน คาดบริษัทได้รับประโยชน์จาก carbon credit 45% ส่วนอีก 10% เป็นของกรมทรัพยากรทางทะเลฯ และ 45% เป็นของชุมชนผู้ร่วมพัฒนา โดยระยะยาว DITTO ตั้งเป้าเข้าพัฒนาพื้นที่ป่าชายเลนเพื่อประโยชน์ทาง carbon credit จำนวน 1 แสนไร่ (อิงข่าวเผยแพร่จากกรมทรัพยากรทางทะเลฯ ตั้งเป้าปล่อยพื้นที่พัฒนาป่าชายเลนเพื่อ carbon credit จำนวน 3 แสนไร่ภายใน 10 ปี (2022-2032) โดยเริ่มปล่อยในปี 2022 ราว 4.1 หมื่นไร่)

จากการสอบถามผู้บริหารคาดว่าจะใช้เงินลงทุนตลอดโครงการราว 1.5 พันล้านบาท ต่อพื้นที่ปลูกป่าชายเลนราว 1 หมื่นไร่ โดยจะใช้เวลาปลูกราว 3 ปี ก่อนที่จะสามารถ verify carbon credit ได้ ทั้งนี้ป่าชายเลนสามารถสร้าง carbon credit ได้ราว 10 ตัน/ไร่/ปี โดยเราประเมินบริษัทมีโอกาสสูงที่จะบรรลุเป้าหมาย 1 แสนไร่ ผ่านรูปแบบทั้งการทำการเองและร่วมกับพันธมิตรแบบโมเดลที่เกิดขึ้นในปัจจุบัน โดยประมาณการของเราอิงสมมติฐานบริษัททยอยได้สิทธิพัฒนาป่าชายเลนเพื่อประโยชน์ carbon credit โดยเริ่มจาก 4.8 หมื่นไร่ จนครบ 1.0 แสนไร่ภายใน 10 ปีตามแผนกรมทรัพยากรทางทะเลฯ และราคาขาย carbon credit เฉลี่ย USD70/ตัน คาดมีกำไรเพิ่มขึ้นต่อปีในเฟสแรก 4.8 หมื่นไร่ที่ 509 ล้านบาท ก่อนทยอยเพิ่มขึ้นตามจำนวนไร่ที่ได้รับสิทธิ

Fig 6: Organizations who get the right to develop mangrove for carbon credit projects from DMCR

รายชื่อผู้พัฒนาโครงการปลูกป่าชายเลนเพื่อประโยชน์จาก carbon credit	จำนวนไร่
1 บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)	9,144.4
2 บริษัท วิสุทธี คอนซัลแตนท์ จำกัด	10,209.9
3 บริษัท สยาม ทีซี เทคโนโลยี จำกัด	11,448.3
4 บริษัท ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน)	4,007.2
5 บริษัท เอสซีซี เคมิคอลส์ จำกัด (มหาชน)	1,100.6
6 บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)	56.2
7 บริษัท บีซีพีจี จำกัด (มหาชน)	293.2
8 บริษัท ผลิตภัณฑ์และวัตถุดิบก่อสร้าง จำกัด	96.7
9 บริษัท ราช กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	113.5
10 มูลนิธิ เวลดีวิว ไคลเมท	2,513.2
11 บริษัท ไทยยูเนียน กรุ๊ป จำกัด (มหาชน)	100.0
12 กลุ่มบริษัท ดาว ประเทศไทย	13.4
13 บริษัท รีทิล จิวเวลรี่ แมนูแฟคเจอร์ จำกัด	10.0
14 International Society for Mangrove Ecosystems (ISME)	1,924.5
รวม	41,031.0

Source: DMCR

## DITTO's main current business

### ธุรกิจบริหารจัดการเอกสาร มีโอกาสเติบโตในอัตราเร่งโดยเฉพาะงานจากภาครัฐหลังการออก พ.ร.บ. การปฏิบัติราชการทางอิเล็กทรอนิกส์

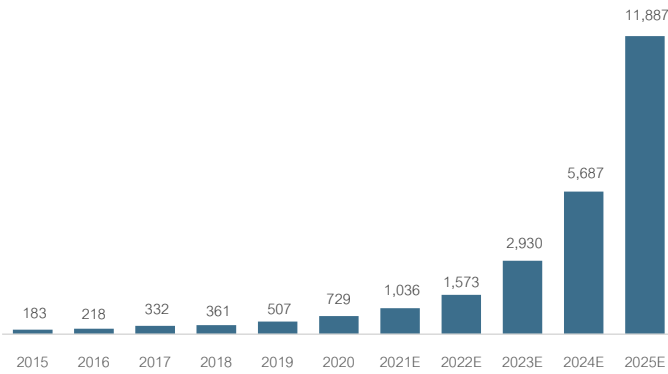
บริษัทให้บริการระบบบริหารจัดการเอกสารและข้อมูลแบบครบวงจร (โปรแกรมบริหารจัดการเอกสาร, บริการบริหารระบบงาน, data security) โดยช่วยให้ลูกค้าจัดเก็บเอกสารในรูปแบบ electronic file เพิ่มความสะดวกและประสิทธิภาพในการนำข้อมูลมาใช้/วิเคราะห์ ลดปัญหาที่เกิดจากการจัดเก็บเอกสารในรูปแบบกระดาษในอดีต โดยกลุ่มลูกค้าของบริษัทในธุรกิจนี้คือหน่วยงานเอกชนและหน่วยงานราชการที่มีกระบวนการทำงานประกอบด้วยเอกสารจำนวนมากรวมถึงหน่วยงานที่มีเอกสารที่มีความสำคัญหรือมีมูลค่าสูงและต้องการจัดเก็บในรูปแบบดิจิทัล หรือต้องการนำข้อมูลในเอกสารจำนวนมากเพื่อไปดำเนินการตามกระบวนการทำงานที่กำหนด (workflow) หรือตามขั้นตอนที่กำหนด

เป็นที่คาดการณ์ว่ากลุ่มตลาดหน่วยงานภาครัฐจะเติบโตเร็วที่สุดเนื่องจากจะมีหน่วยงานภาครัฐจำนวนมากขึ้นครอบคลุมกระทรวง ทบวง และกรมต่าง ๆ ที่ต้องเปลี่ยนผ่านวิธีการทำงานและระบบการจัดการเอกสารจากกระดาษมาจัดการและจัดเก็บเอกสารและข้อมูลในรูปแบบดิจิทัลแทนการใช้แรงงานคนที่มีข้อเสียหลายประการเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสะดวกในการทำงาน ตลอดจนลด ค่าใช้จ่ายและพื้นที่ในการจัดการเอกสารกระดาษ โดยปัจจุบันภาครัฐเร่งผลักดันแนวคิดดังกล่าวอย่างเป็นทางการออก พ.ร.บ. การปฏิบัติราชการทางอิเล็กทรอนิกส์

ทั้งนี้มีการประเมินขนาดตลาดการจัดการตลาดข้อมูลดิจิทัลในไทยจะเติบโตในอัตรา 75% CAGR2020-2025E โดยมีมูลค่าราว 1.2 หมื่นล้านบาท โดยกว่า 80% มาจากหน่วยงานในภาครัฐ ในขณะที่รายได้ของ DITTO ในส่วนธุรกิจให้บริการระบบบริหารจัดการเอกสารและข้อมูล มีอัตราเติบโตเฉลี่ย 20% CAGR2019-22 มีโอกาสเติบโตต่อเนื่องจากภาวะอุตสาหกรรมที่เอื้ออำนวย โดยเราประเมินรายได้ของธุรกิจดังกล่าวของบริษัทจะเติบโตเฉลี่ย 22% CAGR2022-26E ในขณะที่ GPM อยู่ที่ 30% อิงค่าเฉลี่ยย้อนหลังปี 2019-22 (มีโอกาสดัง upside จาก GPM ที่ขยายตัวมากกว่าคาดจาก learning curve ที่ดีขึ้น)

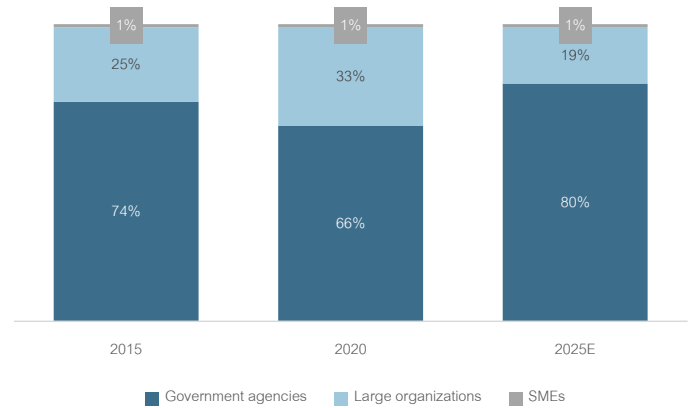
\*GPM ที่ลดลงมาที่ระดับ 27% ในปี 2022 จากการสอบถามผู้บริหารทราบว่าเกิดจากโครงการใหญ่บางโครงการยังไม่สามารถเรียกเก็บเงินได้ ซึ่งหากตัดรายการดังกล่าวออก GPM จะอยู่ที่ระดับ 31%

Fig 7: Estimate data management market value during 2021E-25E



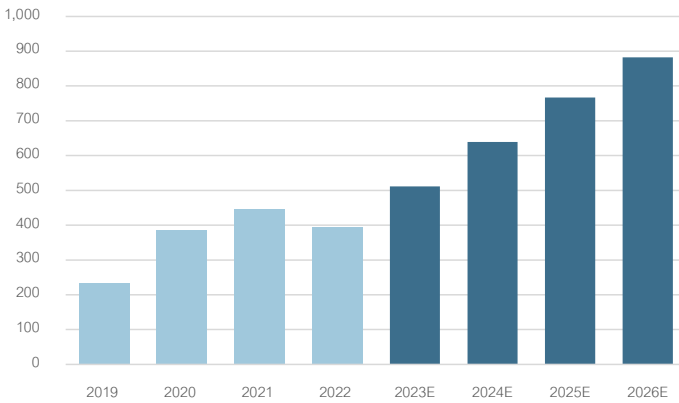
Source: Frost & Sullivan

Fig 8: Data management market breakdown



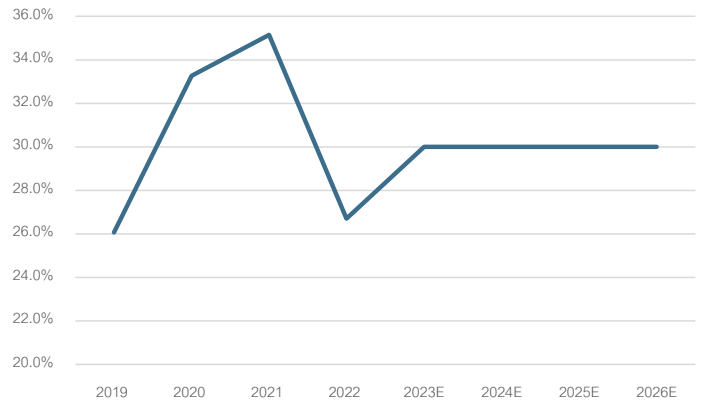
Source: Frost & Sullivan

Fig 9: Data management service business revenue forecast



Source: Company, DAOL

Fig 10: Data management service business GPM forecast



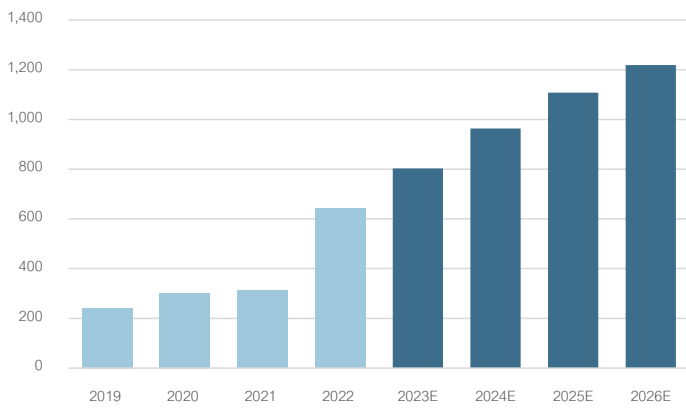
Source: Company, DAOL

**ธุรกิจให้บริการวิศวกรรมด้านเทคโนโลยีสำหรับหน่วยงานราชการต่างๆ คาดมีรายเติบโตในสภาวะที่มีเสถียรภาพจาก backlog ระดับสูงและโอกาสในการได้งานเพิ่มเติมอีกมาก**

ธุรกิจรับเหมาวิศวกรรมด้านเทคโนโลยี ดำเนินการโดยบริษัทที่ย่อยมุ่งเน้นในโครงการที่มีเทคโนโลยีที่เป็นนวัตกรรม(Innovation) และเป็นเทคโนโลยีเฉพาะทาง เช่น ระบบห้องฟ้าจำลองและพิพิธภัณฑ์, ระบบโทรมาตร (Supervisory Control And Data Acquisition หรือ SCADA), ระบบเทคโนโลยีภายในอาคาร และโครงการประเภทอื่นๆ ซึ่งใช้เทคโนโลยีเฉพาะ

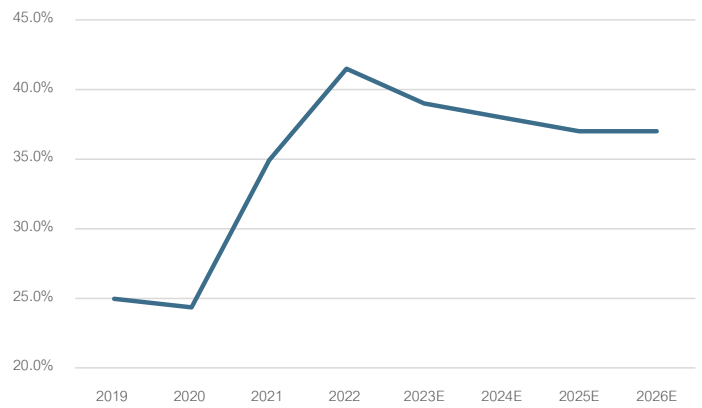
Key success คือความรู้ความเชี่ยวชาญในด้านเทคโนโลยีต่างๆเนื่องจากงานโครงการในส่วนนี้ใช้เทคโนโลยีเฉพาะ ซึ่งที่ผ่านมาบริษัทแสดงให้เห็นแล้วว่าทำได้ดี ด้วยองค์ความรู้รวมถึงความสามารถในการเสาะหาเทคโนโลยีใหม่ๆ โดยรายได้ในส่วนของธุรกิจดังกล่าวเติบโตเฉลี่ย 39% CAGR2019-22 อย่างไรก็ตามเราประเมินรายได้เติบโตเฉลี่ย 17% CAGR2022-26E จาก backlog ในปัจจุบันที่มีอยู่กว่า 1.7 พันล้านบาท (โดยเฉลี่ยรับรู้ราว 2-3 ปี) เป็น key driver ในขณะที่ผู้บริหารประเมินมีโครงการออกสู่ตลาดมากขึ้นหลัง COVID-19 โดยมีโครงการที่เป็น potential อีกราว 5.0 พันล้านบาทให้เข้าประมูลในปี 2023E

**Fig 11: Engineering technology business revenue forecast**



Source: Company, DAOL

**Fig 12: Engineering technology business GPM forecast**

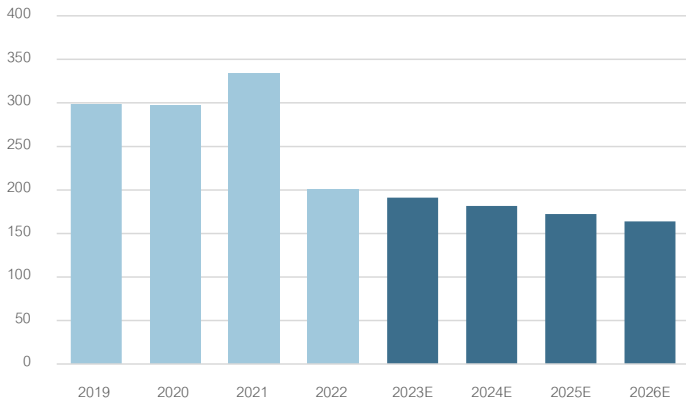


Source: Company, DAOL

**ธุรกิจให้เช่า จำหน่ายและให้บริการเครื่องถ่ายเอกสาร เครื่องพิมพ์และสินค้าเทคโนโลยีอื่นๆ**

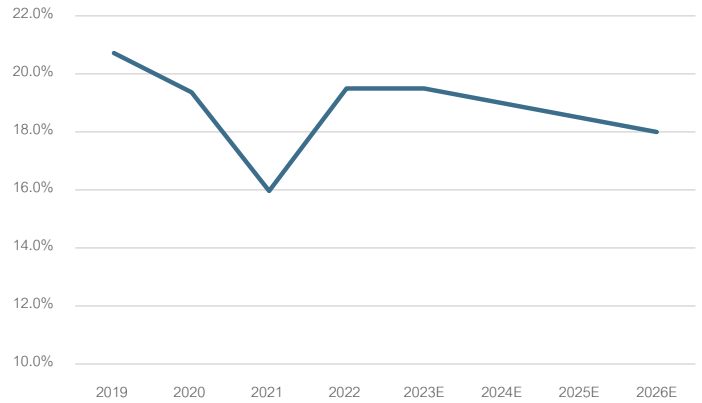
ธุรกิจดังกล่าวเป็นธุรกิจดั้งเดิมของบริษัท โดยเป็นการให้เช่าเครื่องถ่ายเอกสารพร้อมบริการดูแลซ่อมแซม เปลี่ยนหมึก โดยลูกค้าชำระค่าบริการเป็นรายเดือน ราคาตามตกลงกันไว้ในสัญญา ซึ่งนอกจากเครื่องถ่ายเอกสารแล้ว บริษัทยังจำหน่ายเครื่องพิมพ์ขนาด A4 และเครื่องพิมพ์ประเภทอื่นๆ ปัจจุบันธุรกิจดังกล่าวถูกลดความสำคัญลงจากแนวโน้มการเลิกใช้กระดาษในอนาคต อย่างไรก็ตามลูกค้าปัจจุบันของธุรกิจนี้มีโอกาสเป็นลูกค้าใหม่ในส่วนของบริษัทบริหารจัดการเอกสารดิจิทัลของบริษัทได้ในอนาคต

Fig 13: Copier machine business revenue forecast



Source: Company, DAOL

Fig 14: Copier machine business GPM forecast



Source: Company, DAOL

**Financial highlight**

ประเมินกำไรปกติปี 2023E-24E ที่ 317 ล้านบาท และ 384 ล้านบาท ตามลำดับ เติบโตเฉลี่ย +27% CAGR2022-24E โดย key driver คือ 1) ธุรกิจบริหารจัดการเอกสารคาดการณ์ได้โตเฉลี่ย 28% CAGR2022-24E ตามการเติบโตของอุตสาหกรรม โดยมี catalyst คืองานภาครัฐที่คาดว่าจะมีมากขึ้นจาก พ.ร.บ การปฏิบัติราชการทางอิเล็กทรอนิกส์ 2) ธุรกิจให้บริการวิศวกรรมด้านเทคโนโลยีสำหรับหน่วยงานราชการต่างๆ คาดรายได้โตเฉลี่ย 23% CAGR2022-24E จาก backlog ในระดับสูง และโอกาสในการประมูลงานเพิ่มเติมในปี 2023E อีกกว่า 5.0 พันล้านบาท ในขณะที่ 3) ธุรกิจให้เช่า จำหน่ายและให้บริการเครื่องถ่ายเอกสาร เครื่องพิมพ์และสินค้าเทคโนโลยีอื่นๆ คาดรายได้ลดลงเฉลี่ย -5% CAGR2022-24E จากแนวโน้มการใช้เครื่องถ่ายเอกสารลดลง

ในขณะที่ระยะยาวการขาย carbon credit จะเข้ามามีส่วนผลักดันการเติบโตของกำไรมากขึ้น คาดเฟสแรก 4.8 หมื่นไร่ เริ่มขาย carbon credit ได้ในปี 2026E จะช่วยหนุนกำไรเติบโตในระดับ +45% CAGR2022-26E

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **10**

**Fig 15: Key financial assumptions**

Key assumptions	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
<b>Revenue</b>								
Distribution and service of document&data management solution	233	387	446	393	511	639	767	882
% growth		66%	15%	-12%	30%	25%	20%	15%
Rental, sales and service of copiers and other technology	299	298	334	201	191	182	172	164
% growth		0%	12%	-40%	-5%	-5%	-5%	-5%
Engineering technology service	241	302	311	642	803	963	1,108	1,219
% growth		25%	3%	107%	25%	20%	15%	10%
<b>Gross profit margin (%)</b>								
Distribution and service of document&data management solution	26%	33%	35%	27%	30%	30%	30%	30%
Rental, sales and service of copiers and other technology	21%	19%	16%	20%	20%	19%	19%	18%
Engineering technology service	25%	24%	35%	42%	39%	38%	37%	37%
<b>Mangrove for carbon credit</b>								
Development area (rai)								48,166
Carbon credit per rai								10
Carbon credit price in USD per ton								70
Total revenue	773	986	1,091	1,237	1,505	1,784	2,047	3,445
Gross profit	182	256	323	411	504	592	672	1,382
SG&A	(103)	(104)	(121)	(122)	(127)	(133)	(139)	(146)
Other income	3	2	51	7	21	21	22	23
Interest expense	(13)	(12)	(6)	(3)	(1)	(0)	(0)	(0)
Tax	(13)	(27)	(46)	(59)	(79)	(96)	(111)	(252)
Net income	56	113	162	237	317	384	443	1,006

Source: DMCR

**Fig 16: Mangrove for carbon credit assumption**

Mangrove for carbon credit	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Development area (rai)	48,166	48,166	69,825	69,825	113,141
Carbon credit per rai	10	10	10	10	10
Carbon credit price in USD per ton	70	70	70	70	70

Source: DMCR

Upside จากธุรกิจใหม่ที่ไม่ได้รวมในประมาณการ

การร่วมมือกันทำธุรกิจกับ TEAMG ผ่านบริษัท DTX (ทุนจดทะเบียน 30 ล้านบาท) ซึ่งถือหุ้นฝ่ายละ 50% อาศัยข้อมูลที่ TEAMG มีและองค์ความรู้ของ DITTO มาเป็นส่วนผสมในการทำธุรกิจ เช่นการนำภาพถ่ายของวัตถุ เช่น ข้อมูลของอาคาร สูงขนาดใหญ่ โรงงานอุตสาหกรรม นิคมอุตสาหกรรม ข้อมูลการก่อสร้าง ระบบน้ำ ระบบไฟ รวมถึงข้อมูลของเมือง ที่ปกติจะถูกบันทึกอยู่ในพิมพ์เขียว หรือเก็บไว้ในไฟล์คอมพิวเตอร์ทั่วไป โดยนำข้อมูลหรือพิมพ์เขียวนั้นมาอยู่ในแพลตฟอร์มที่เป็นระบบ Digital สามารถดูได้แบบ Real Time ตลอด 24 ชั่วโมง ซึ่งเป็นเทคโนโลยีใหม่ล่าสุดและจะเป็นเทคโนโลยีแห่งอนาคต หรือการรวบรวมข้อมูลที่ดินเพื่อตรวจสอบสถานะและสถิติต่างๆ (น้ำท่วม) เพื่อใช้ในการสืบค้น/วิเคราะห์ เป็นต้น ซึ่งเรายังไม่รวมธุรกิจดังกล่าวเข้ามาในประมาณการ

Valuation

ประเมินราคาเป้าหมายที่ 55.00 บาท/หุ้น ดึง DCF (WACC 7.3%, TG 3.0%) fully dilute โดยรวมหุ้นปันผลในอัตรา 5:1 และการแปลง W1 รวมถึงการเพิ่มทุนเพื่อลงทุนในไฮมาภา

หุ้น DITTO ปัจจุบันเทรดบน premium และความคาดหวังในอนาคต ทั้งนี้หากอิงประมาณการของเราหุ้น DITTO จะกลับมาเทรดอยู่ที่ PER ราว 30x ในปี 2026E ซึ่งอยู่ในระดับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเทคโนโลยี ทั้งนี้ key upside หลักของประมาณการของเราคือ ราคา carbon credit ที่มีโอกาสสูงกว่าประมาณการที่ USD70/ตัน (งานวิจัยคาดมีโอกาสอยู่ในกรอบ USD80-150/ตัน ในปี 2030E และ USD150-200/ตัน ในปี 2050E) ซึ่งจะทำให้ PER ในอนาคตลงมาเทรดในระดับ discount จากอุตสาหกรรม และหนุนการเทรด premium ในปัจจุบันที่มากขึ้น

Fig 17: Valuation based on fully dilution

		WACC						
		5.8%	6.3%	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%
Terminal growth	1.5%	62.71	55.00	48.80	43.70	39.45	35.84	32.76
	2.0%	69.10	59.79	52.48	46.59	41.75	37.71	34.29
	2.5%	77.45	65.85	57.02	50.08	44.49	39.90	36.06
	3.0%	88.84	73.78	62.78	54.40	47.81	42.51	38.15
	3.5%	105.29	84.59	70.31	59.87	51.92	45.66	40.62
	4.0%	131.14	100.21	80.58	67.02	57.11	49.56	43.62
	4.5%	177.66	124.75	95.41	76.78	63.91	54.50	47.33

Source: DMCR

## Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Sales	240	320	340	289	288
Cost of sales	(168)	(211)	(234)	(171)	(210)
Gross profit	71	109	106	118	78
SG&A	(30)	(29)	(32)	(33)	(28)
EBITDA	104	86	92	101	66
Finance costs	(1)	(1)	(1)	(1)	(0)
Core profit	72	65	57	68	47
Net profit	72	59	63	71	43
EPS	0.16	0.13	0.13	0.13	0.06
Gross margin	29.8%	34.1%	31.1%	40.9%	27.2%
EBITDA margin	43.5%	27.0%	27.0%	35.0%	22.8%
Net profit margin	30.0%	18.3%	18.5%	24.4%	14.8%

## Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash & deposits	412	242	484	439	574
Accounts receivable	218	267	325	385	442
Inventories	30	57	70	83	96
Other current assets	379	796	869	946	1,018
<b>Total cur. assets</b>	<b>1,038</b>	<b>1,363</b>	<b>1,748</b>	<b>1,852</b>	<b>2,129</b>
Investments	0	1	1,080	1,080	1,080
Fixed assets	160	141	279	468	519
Other assets	145	155	155	156	157
<b>Total assets</b>	<b>1,343</b>	<b>1,658</b>	<b>3,262</b>	<b>3,557</b>	<b>3,884</b>
Short-term loans	87	0	0	0	0
Accounts payable	101	176	213	254	293
Current maturities	10	10	10	10	10
Other current liabilities	77	159	181	204	225
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>275</b>	<b>345</b>	<b>404</b>	<b>468</b>	<b>529</b>
Long-term debt	0	0	0	0	1
Other LT liabilities	35	45	46	46	46
<b>Total LT liabilities</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>46</b>	<b>47</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>310</b>	<b>390</b>	<b>450</b>	<b>514</b>	<b>576</b>
Registered capital	220	264	396	396	396
Paid-up capital	220	264	383	383	383
Share premium	543	548	1,783	1,783	1,783
Retained earnings	268	454	645	875	1,141
Others	2	2	2	2	2
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Shares' equity</b>	<b>1,033</b>	<b>1,268</b>	<b>2,812</b>	<b>3,042</b>	<b>3,308</b>

## Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Net profit	201	235	317	384	443
Depreciation	57	49	50	52	55
Chg in working capital	(86)	25	(78)	(80)	(75)
Others	3	49	(6)	(6)	(6)
<b>CF from operations</b>	<b>175</b>	<b>358</b>	<b>283</b>	<b>350</b>	<b>417</b>
Capital expenditure	(42)	(30)	(188)	(242)	(105)
Others	(57)	(422)	(1,080)	(1)	(1)
<b>CF from investing</b>	<b>(99)</b>	<b>(452)</b>	<b>(1,268)</b>	<b>(242)</b>	<b>(106)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>76</b>	<b>(94)</b>	<b>(985)</b>	<b>108</b>	<b>311</b>
Net borrowings	(183)	(86)	(0)	0	0
Equity capital raised	583	49	1,354	0	0
Dividends paid	(80)	(49)	(127)	(154)	(177)
Others	6	10	1	1	1
<b>CF from financing</b>	<b>325</b>	<b>(76)</b>	<b>1,228</b>	<b>(153)</b>	<b>(177)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>401</b>	<b>(170)</b>	<b>242</b>	<b>(45)</b>	<b>135</b>

## Forward PER band



## Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales	1,091	1,237	1,505	1,784	2,047
Cost of sales	(768)	(825)	(1,001)	(1,192)	(1,375)
<b>Gross profit</b>	<b>323</b>	<b>411</b>	<b>504</b>	<b>592</b>	<b>672</b>
SG&A	(121)	(122)	(127)	(133)	(139)
<b>EBITDA</b>	<b>309</b>	<b>345</b>	<b>446</b>	<b>532</b>	<b>609</b>
Depre. & amortization	57	49	50	52	55
Equity income	-	-	-	-	-
Other income	51	7	21	21	22
<b>EBIT</b>	<b>252</b>	<b>296</b>	<b>397</b>	<b>480</b>	<b>554</b>
Finance costs	(6)	(3)	(1)	(0)	(0)
Income taxes	(46)	(59)	(79)	(96)	(111)
<b>Net profit before MI</b>	<b>201</b>	<b>235</b>	<b>317</b>	<b>384</b>	<b>443</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>162</b>	<b>237</b>	<b>317</b>	<b>384</b>	<b>443</b>
Extraordinary items	39	(2)	0	0	0
<b>Net profit</b>	<b>201</b>	<b>235</b>	<b>317</b>	<b>384</b>	<b>443</b>

## Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	10.6%	13.4%	21.7%	18.5%	14.8%
EBITDA	47.2%	11.6%	29.4%	19.3%	14.4%
Net profit	76.0%	17.0%	35.1%	21.1%	15.5%
Core profit	42.9%	46.6%	33.6%	21.1%	15.5%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	29.6%	33.3%	33.5%	33.2%	32.8%
EBITDA margin	28.3%	27.9%	29.7%	29.8%	29.8%
Core profit margin	14.8%	19.2%	21.1%	21.5%	21.6%
Net profit margin	18.4%	19.0%	21.1%	21.5%	21.6%
ROA	14.9%	14.2%	9.7%	10.8%	11.4%
ROE	19.4%	18.5%	11.3%	12.6%	13.4%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	0.30	0.31	0.16	0.17	0.17
Net D/E (x)	(0.30)	(0.18)	(0.17)	(0.14)	(0.17)
Interest coverage ratio	0.02	0.01	0.00	0.00	0.00
Current ratio (x)	3.78	3.95	4.32	3.96	4.03
Quick ratio (x)	2.29	1.47	2.00	1.76	1.92
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	0.48	0.47	0.46	0.50	0.58
Core EPS	0.39	0.48	0.46	0.50	0.58
Book value	2.49	2.56	4.07	3.97	4.32
Dividend	0.19	0.10	0.18	0.20	0.23
<b>Valuation (x)</b>					
PER	56.8	125.3	103.5	94.8	82.1
Core PER	69.7	124.0	103.5	94.8	82.1
P/BV	10.9	23.2	11.7	12.0	11.0
EV/EBITDA	35.50	84.61	72.47	67.55	58.82
Dividend yield	0.7%	0.2%	0.4%	0.4%	0.5%

## Corporate governance report of Thai listed companies 2022

### CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

### สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

### DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

**หมายเหตุ** ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

### IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

### DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้เงินลงทุน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **ธรรมาภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างไร้ข้อสงสัย มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 15