3 February 2023

### Sector: Energy & Utilities

operad, bernierae	ed) 2.50 00) 4% 2% 8.24
Current priceBt22Target priceBt25.50 (previously Bt32.Upside/Downside+1	2.50 00) 4% 2% 8.24
Target priceBt25.50 (previously Bt32.Upside/Downside+1	00) 4% 2% 8.24
Upside/Downside +1	4% 2% 8.24
Upside/Downside +1	4% 2% 8.24
operad, bernierae	2% 8.24
	8.24
EPS revision     2022E: -33%; 2023E -1	
Bloomberg target price Bt2   Bloomberg consensus Buy 11 / Hold 6 / S	
Stock data Stock price 1-year high/low Bt30.50 / Bt2	
	,800 ,000
Avg. daily turnover (Bt mn) Free float	525 24%
CG rating Exce	llent
ESG rating Exce	llent
Financial & valuation highlights	
	23E
-, ,,	,920
	,296
	,058
	1.00
	8.0% 0.99
	0.99
	0.35
	.6%
	22.3
Core PER (x) 21.9 24.4 25.0	22.6
EV/EBITDA (x) 18.1 14.9 14.1	11.4
PBV (x) 5.3 2.7 2.5	2.3
Bloomberg consensus	
Net profit 8,791 11,474 13,215 13,	,561
EPS (Bt) 0.98 0.96 1.10	1.13
	%) 20
27.75	10
25.50 the War William man 11	00
23.25	0
21.00 Jan-22 Apr-22 Jul-22 Oct-22 Jan-23	0
Source: Aspen	
Price performance 1M 3M 6M 1	12M
•	.9%
	.8%
Major shareholders Hold	dina
-	00%
	62%

DAOL SEC

# **PTT Oil and Retail Business**

### คาด 4Q22E ขาดทุนครั้งแรก จาก marketing margin แต่สะท้อนใน ราคาหุ้นแล้ว

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 25.50 บาท (เดิม 32.00 บาท) อิง 2023E PER ใหม่ที่ 25.4x (-1.25SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มค้าปลีก) เราประเมินว่าบริษัทจะรายงาน ผลขาดทุนรายไตรมาสเป็นครั้งแรกใน 4Q22E ที่ -447 ล้านบาท เทียบกับ กำไร 2.4 พันล้านบาทใน 4Q21 และ 701 ล้านบาทใน 3Q22 หลักๆจาก marketing margin ที่อ่อนแอ โดยเราคาดที่ Bt0.53/litre (-46% YoY, -23% QoQ) จากผลกระทบของการตรึงราคาน้ำมันดีเซล ขาดทุนจากสต๊อก และต้นทุนที่ สูงขึ้นจากการนำเข้าผลิตภัณฑ์น้ำมันจากต่างประเทศทดแทนอุปทานที่หายไปจากการปิดช่อมบำรุง ของโรงกลั่นในประเทศ (PTTGC, IRPC) ขณะที่ รายได้ธุรกิจ lifestyle น่าจะสูงขึ้นได้ต่อเนื่องตาม จำนวนสาขาร้านอาหารและเครื่องดื่ม (F&B) และร้านสะดวกซื้อที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า ปริมาณขายผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปจะทรงตัวสูงในขณะที่ marketing margin น่าจะฟื้นตัว QoQ ได้ ใน 1Q23E

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิ 2022E/2023E ลง 33%/12% เป็น 1.07/1.21 หมื่นล้านบาท เทียบกับ 1.15 หมื่นล้านบาทในปี 2021 หลักๆจาก marketing margin ที่ลดลงเหลือในช่วง Bt0.97-Bt0.99/litre จากเดิม Bt1.05-Bt1.22/litre จากผลกำไรสต๊อกที่ลดลง ในขณะเดียวกัน เราได้ปรับปริมาณขาย ผลิตภัณฑ์น้ำมันในประเทศที่ลดลง -3% เพื่อสะท้อนอุปสงค์ที่ต่ำกว่าคาด

ราคาหุ้น underperform SET -22% ในช่วง 6 เดือน ตาม marketing margin ที่อ่อนแอ ทั้งนี้ แม้เราจะ มีการปรับประมาณการกำไรลง แต่ราคาปัจจุบันยังสะท้อน 2023E PER ที่น่าสนใจที่ 22.3x (ประมาณ -1.75SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER 5 บีย้อนหลังของกลุ่มค้าปลีก) เราเชื่อว่าผลประกอบการที่อ่อนแอใน 4Q22E จะเป็นจุดที่ต่ำที่สุดแล้ว และบริษัทน่าจะเห็นการที่ฟื้นตัว QoQ ได้ใน 1Q23E จากปริมาณขาย ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปที่ทรงตัวสูงและ marketing margin น่าจะสูงขึ้น QoQ ได้

### Event: 4Q22 earnings preview

คาด 4Q22E เป็นไตรมาสที่อ่อนแอที่สุดใน 2022 เราประเมินว่าบริษัทจะรายงานผลขาดทุน รายไตรมาสเป็นครั้งแรกใน 4Q22E ที่ 447 ล้านบาท เทียบกับ กำไร 2.4 พันล้านบาทใน 4Q21 และ 701 ล้านบาทใน 3Q22 โดยเรามีสมมติฐานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ธุรกิจ Mobility จะมีปริมาณยอดขายรวม ที่ 7.1 พันล้านลิตร (+10% YoY, +13% QoQ) โดยสูงขึ้น YoY ตามปริมาณสาขาบริการที่เยอะขึ้น และ สูงขึ้น QoQ ตามปัจจัยฤดูกาล อย่างไรก็ดี เราคาด marketing margin ที่อ่อนแอที่ Bt0.53/litre (-46% YoY, -23% QoQ) จากแรงกดดันจากการตรึงราคาน้ำมันดีเซลและขาดทุนจากสต๊อก 2) ธุรกิจ lifestyle จะมีรายได้ที่ 5.6 พันล้านบาท (+10% YoY, +5% QoQ) ตามจำนวนสาขา Café Amazon และร้าน สะดวกซื้อที่เพิ่มขึ้น และ 3) ธุรกิจ global จะมีรายได้ที่ 1.28 หมื่นล้านบาท (+60% YoY, -1% QoQ) โดยสูงขึ้น YoY ตามปริมาณยอดขายน้ำมันที่ดีขึ้น

คาดผลประกอบการฟื้นตัว QoQ ใน 1Q23E เราคาดว่าบริษัทจะเห็นการฟื้นตัวของผล ประกอบการได้ใน 1Q23E จาก 1) ปริมาณยอดขายผลิตภัณฑ์น้ำมันที่ทรงตัวสูง และ 2) marketing margin ที่สูงขึ้น QoQ ทั้งนี้ เราเชื่อด้วยว่าบริษัทจะยังแผนการขยายสถานีบริการเชิงรุกในปี 2023E โดยในเบื้องต้น เราคาดว่าบริษัทจะมีเป้าเปิดสาขาให้บริการปั้มน้ำมันใหม่ 100 สาขา และ Cafe Amazon 400

### Implication

1.28%

ปรับประมาณการกำไรปี 2022E/2023E ลง 33%/12% เป็น 1.07/1.21 หมื่นล้านบาท หลักๆ จาก marketing margin ที่ลดลงเหลือในช่วง Bt0.97-Bt0.99/litre จากเดิม Bt1.05-Bt1.22/litre จาก ผลกำไรสต๊อกที่ลดลง ในขณะเดียวกัน เราได้ปรับปริมาณขายผลิตภัณฑ์น้ำมันในประเทศที่ลดลง 3% เพื่อสะท้อนอุปสงค์ที่ต่ำกว่าคาด

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

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 DAOLSEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Bt

35

32

29

26

23

20

3Q

4QE

### Valuation/Catalyst/Risk

COMPAN

UPD

เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2023E เป็น 25.50 บาท (จากเดิม 32.00 บาท) อิง PER เป้าหมายใหม่ที่ 25.4x (ลดลงจากเดิมที่ 28.2x) เราเชื่อว่าผลประกอบการที่อ่อนแอใน 4Q22E จะเป็นจุดที่ต่ำที่สุดแล้ว และบริษัทน่าจะเห็นผลประกอบการที่ฟื้นตัว QoQ ได้ใน 1Q23E จากปริมาณขายผลิตภัณฑ์น้ำมัน สำเร็จรูปที่ทรงตัวสูงในขณะที่ marketing margin น่าจะสูงขึ้น QoQ ได้

Fig 1: 4Q22E earnings preview								
FY: Dec (Bt mn)	4Q22E	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	2022E	2021	YoY
Revenue	211,841	157,840	34.2%	194,796	8.8%	795,358	511,799	55.4%
COGS	(205,964)	(148,578)	-38.6%	(187,363)	-9.9%	(757,080)	(475,592)	-59.2%
Gross profit	5,876	9,261	-36.5%	7,433	-20.9%	38,278	36,207	5.7%
SG&A	(7,101)	(7,438)	4.5%	(7,219)	1.6%	(27,473)	(25,087)	-9.5%
EBITDA	2,204	4,418	-50.1%	2,647	-16.7%	21,558	20,335	6.0%
Other inc./exps	1,059	1,034	2.4%	805	31.5%	3,655	3,480	5.0%
Interest expenses	(253)	(307)	17.9%	(277)	8.9%	(1,055)	(1,250)	15.7%
Income tax	84	(393)	n.m.	(74)	n.m.	(3,165)	(2,719)	-16.4%
Core profit	(193)	2,297	-108.4%	770	-125.1%	10,742	11,009	-2.4%
Net profit	(447)	2,353	-119.0%	701	-163.8%	10,667	11,474	-7.0%
EPS (Bt)	-0.04	0.20	-119.0%	0.06	-163.8%	0.89	0.96	-7.0%
Gross margin	2.8%	5.9%		3.8%		4.8%	3.1%	
EBITDA margin	1.0%	2.8%		1.4%		2.7%	4.0%	
Net margin	-0.2%	1.5%		0.4%		1.3%	1.7%	



### 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. DAOLSEC 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 DAOLSEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions

### Fig 4: Earnings revision

		2022E			2023E	
	New	Old	Change	New	Old	Chang
Revenue (Bt mn)	795,358	835,550	-4.8%	864,920	927,835	-6.89
Consolidated EBITDA	21,558	29,492	-26.9%	26,296	27,898	-5.79
Recurring profit	10,742	15,688	-31.5%	11,888	13,181	-9.89
Net profit	10,667	15,981	-33.3%	12,058	13,645	-11.69
Key assumptions						
Mobility						
Retail (mn litres)	13,360	13,675	-2.3%	14,239	14,621	-2.6
Commercial	13,631	14,168	-3.8%	14,683	15,212	-3.5
Total oil sales volume	26,990	27,844	-3.1%	28,922	29,833	-3.1
Gross profits (Bt/litre)	0.99	1.22	-18.7%	0.97	1.05	-8.3
Lifestyle						
F&B (Bt mn)	13,815	13,555	1.9%	14,848	14,793	0.49
Other non-oil revenue	7,120	7,033	1.2%	7,843	7,591	3.39
Total lifestyle revenue	20,934	20,588	1.7%	22,691	22,385	1.49
	3,826	3,808	0.5%	3,986	3,958	0.79
Café Amazon (outlets)	- ,					
· · · ·	2,196	2,142	2.5%	2,316	2,202	5.29
Convenience stores		2,142	2.5%		2,202	5.29
Café Amazon (outlets) Convenience stores Global Global revenue (Bt mn)		2,142 49,448	2.5% -1.1%		2,202 52,145	5.2° -4.2°

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. DAOLSEC 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 DAOLSEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **3** 

## COMPANY UPDATE

	DAC	DL	SE	C
--	-----	----	----	---

Quarterly income statement       (Bt mn)     302       Sales     116,7       Cost of sales     (109,02       Gross profit     7,7       SG&A     (5,93)       EBITDA     3,3       Finance costs     (28       Core profit     1,11       Net profit     1,81       EPS     0.       Gross margin     6,77       EBITDA margin     2.93       Net profit margin     1.67       Balance sheet     77       FY: Dec (Bt mn)     20       Cash & deposits     25,22       Accounts receivable     39,00       Inventories     21,88       Other current assets     1,8       Total cur. assets     40,00       Other assets     17,91       Short-term loans     40,00       Other assets     17,91       Short-term loans     40,00       Current maturities     00,00       Chare current liabilities     8,12       Total cur. liabilities     16,21       Total			
Sales     116,7'       Cost of sales     (109,02       Gross profit     7,7       SG&A     (5,93)       EBITDA     3,3       Finance costs     (28       Core profit     1,11       Net profit     1,81       EPS     0.       Gross margin     6.7       EBITDA margin     2.9       Net profit margin     1.6       Balance sheet     7       FY: Dec (Bt mn)     20       Cash & deposits     25,21       Accounts receivable     39,00       Inventories     21,81       Other current assets     1,88       Total cur. assets     87,83       Investments     6,22       Fixed assets     40,00       Accounts payable     34,66       Current maturities     40,00       Accounts payable     34,66       Current maturities     16,22       Total cur. liabilities     16,22       Total cur. liabilities     16,22       Total LT liabilities     16,22			
Cost of sales     (109,02       Gross profit     7,7       SG&A     (5,93)       EBITDA     3,33       Finance costs     (28)       Core profit     1,11       Net profit     1,81       EPS     0.       Gross margin     6,77       EBITDA margin     2.93       Net profit margin     1.61       Balance sheet     7       FY: Dec (Bt mn)     20       Cash & deposits     25,21       Accounts receivable     39,00       Inventories     21,81       Other current assets     1,88       Total cur. assets     16,82       Fixed assets     40,00       Accounts payable     34,66       Current maturities     40,00       Other current liabilities     16,22       Total assets     17,93       Other current liabilities     8,14       Total cur. liabilities     16,22       Cher current liabilities     16,22       Total cur. liabilities     16,23       Other current liabili	21 4Q21	1Q22 20	3Q22 3Q22
Gross profit     7,7       SG&A     (5,93)       EBITDA     3,3       Finance costs     (28)       Core profit     1,11       Net profit     1,81       EPS     0.       Gross margin     6,77       EBITDA margin     2,93       Net profit margin     1,66       Balance sheet     7       FY: Dec (Bt mn)     20       Cash & deposits     25,27       Accounts receivable     39,00       Inventories     21,81       Other current assets     1,83       Total cur. assets     4,83       Investments     6,22       Fixed assets     4,00       Accounts payable     34,66       Current maturities     4,00       Accounts payable     34,66       Current maturities     6,53       Total cur. liabilities     16,22       Total cur. liabilities     16,22       Total cur. liabilities     16,22       Total cur. liabilities     16,22       Total cur. liabilities <t< td=""><td>91 157,840</td><td>177,291 211,4</td><td>131 194,796</td></t<>	91 157,840	177,291 211,4	131 194,796
SG&A(5,93)EBITDA3,3)Finance costs(28)Core profit1,11Net profit1,80EPS0.Gross margin6.7EBITDA margin2.90Net profit margin1.60Balance sheet7FY: Dec (Bt mn)200Cash & deposits25,21Accounts receivable39,00Inventories21,81Other current assets1,88Total cur. assets87,80Investments6,22Fixed assets40,00Other assets152,17Short-term loans4,00Accounts payable34,66Current maturities64,88Long-term debt50,33Other LT liabilities16,22Total labilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium66,55Total liabilities16,02Others(67,355Minority interests36,735Minority interests29,33Capital expenditure9,46Others(29,46Others(45CF from operations29,33Capital expenditure9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised29,33Capital expenditure9,46Others(40CF from financing(40<	3) (148,578)	(166,708) (197,0-	45) (187,363)
EBITDA     3,3       Finance costs     (28       Core profit     1,11       Net profit     1,81       EPS     0.       Gross margin     6,7       EBITDA margin     2,9       Net profit margin     1,60       Balance sheet     7       FY: Dec (Bt mn)     20       Cash & deposits     25,21       Accounts receivable     39,00       Inventories     21,81       Other current assets     1,81       Total our. assets     4,82       Investments     6,22       Fixed assets     40,00       Other assets     152,11       Short-term loans     4,00       Accounts payable     34,66       Current maturities     6,65       Total assets     113,44       Registered capital     90,00       Paid-up capital     90,00       Paid-up capital     90,00       Share premium     6,735       Retained earnings     16,00       Others     6,67,355  M	69 9,261	10,583 14,3	386 7,433
Finance costs   (28)     Core profit   1,11     Net profit   1,81     EPS   0.     Gross margin   6.7     EBITDA margin   2.9     Net profit margin   1.6     Balance sheet   7     FY: Dec (Bt mn)   20     Cash & deposits   25,21     Accounts receivable   39,00     Inventories   21,83     Other current assets   1,8     Total cur. assets   87,83     Investments   6,22     Fixed assets   40,00     Other current assets   152,11     Short-term loans   40,00     Accounts payable   34,04     Accounts payable   34,04     Current maturities   66,53     Other LT liabilities   16,22     Total laz, Hildibilities   16,24     Total cur. liabilities   16,24     Total LT liabilities   66,55     Total LT liabilities   16,02     Other scipatal   90,00     Share premium   67,355     Minority interests   67	9) (7,438)	(6,525) (6,63	28) (7,219)
Core profit     1,1       Net profit     1,8       EPS     0.       Gross margin     6.7       EBITDA margin     2.9       Net profit margin     1.6       Balance sheet     7       FY: Dec (Bt mn)     20       Cash & deposits     25,21       Accounts receivable     39,00       Inventories     21,83       Other current assets     1,8       Total cur. assets     87,83       Investments     6,22       Fixed assets     40,00       Other current assets     17,9       Total assets     152,17       Short-term loans     4,0       Current maturities     60,23       Other current liabilities     8,1       Total cur. liabilities     16,22       Total LT liabilities     16,22       Total LT liabilities     16,22       Total LT liabilities     16,22       Total LT liabilities     16,24       Total LT liabilities     16,24       Minority interests     5       Shar	56 3,452	5,605 9,3	356 2,647
Net profit1.8EPS0.Gross margin6.7EBITDA margin2.9Net profit margin1.6Balance sheet2.9FY: Dec (Bt mn)20Cash & deposits25.21Accounts receivable39,00Inventories21.83Other current assets1.8Total cur. assets87.83Investments6.22Fixed assets40,00Other assets17.9Total assets152,11Short-term loans4,00Accounts payable34,00Current maturities0.01Other current liabilities8,11Total cur. liabilities16,22Total LT liabilities16	3) (307)	(271) (2	54) (277)
EPS0.Gross margin6.7EBITDA margin2.9Net profit margin1.6Balance sheet90FY: Dec (Bt mn)20Cash & deposits25.21Accounts receivable39.00Inventories21.8Other current assets1.8Total cur. assets87.80Investments6.22Fixed assets40.00Other assets17.90Total assets152.11Short-term loans4.00Accounts payable34.60Current maturities0.01Other current liabilities8.1.Total our. liabilities46.81Long-term debt50.33Other LT liabilities16.22Total Itabilities113.44Registered capital90.00Paire premium90.00Shares' equity38.70Cash flow statement90.00Shares' equity3.60Chres6.63Minority interests6.70Shares' equity3.61Capital expenditure(9.46Others2.88CF from operations2.93Capital expenditure(9.46Others(4.50CF from investing(9.91Free cash flow19.44Net borrowings(3.61Equity capital raised100Others(4.02Others(4.02Crifting indends paid(4.02Others(4.02Cash flow st	83 2,297	3,897 6,2	268 770
Gross margin6.7EBITDA margin2.9Net profit margin1.6Balance sheet20FY: Dec (Bt mn)20Cash & deposits25.21Accounts receivable39.00Inventories21.8Other current assets1.8Total cur. assets87.80Investments6.22Fixed assets40.00Other assets17.90Total assets152.11Short-term loans4.00Accounts payable34.60Current maturities6.22Other current liabilities8.1.Total our. liabilities16.22Total cur. liabilities6.65Total LT liabilities16.62Total I Liabilities16.62Total I Liabilities16.00Others(67.95)Total liabilities16.00Others66.75Total liabilities16.02Others(67.95)Total liabilities16.02Others(67.95)Minority interests5Shares' equity38.74Cash flow statement10.92Others2.88CF from operations2.9.3Capital expenditure(9.46Others(45CF from investing(9.91Free cash flow19.44Net borrowings(3.61Equity capital raised10.44Dividends paid10.45Others(40CF from financing(40			568 701
EBITDA margin2.9Net profit margin1.6Balance sheet20FY: Dec (Bt mn)20Cash & deposits25.21Accounts receivable39.00Inventories21.8Other current assets1.8Total cur. assets87.80Investments6.22Fixed assets40.00Other assets17.90Total assets152.11Short-term loans4.00Accounts payable34.60Current maturities0.01Other current liabilities8.1.Total our. liabilities46.83Long-term debt50.33Other LT liabilities16.22Total Inabilities16.62Total Inabilities16.62Total I Liabilities16.02Others(67.95)Total I liabilities16.02Others(67.95)Minority interests38.76Shares' equity38.71Shares' equity3.60Chysical capital90.00Net profit10.80Depreciation3.60Chy statement2.00Net profit10.80Depreciation3.60Chy statement2.83CF from operations2.93Capital expenditure(9.46Others(45CF from investing(9.91Free cash flow19.44Net borrowings(3.61Equity capital raised104Dividends paid(4.01	16 0.20		.55 0.06
Net profit margin1.6Balance sheet20Gash & deposits25.21Accounts receivable39.00Inventories21.8Other current assets1.8Total cur. assets87.80Investments6.22Fixed assets40.00Other assets17.90Total assets152.11Short-term loans4.00Accounts payable34.60Current maturities0Other current liabilities8.1.Total our. liabilities46.83Long-term debt50.33Other LT liabilities16.22Total Inabilities16.62Total Inabilities16.62Total I Liabilities16.62Total I Liabilities16.02Others(67.35Minority interests38.76Shares' equity38.76Cash flow statement20Net profit10.88Depreciation3.60Chy set (54 mn)20Net profit10.88Depreciation3.60Chy set (54 mn)20Net profit10.88Depreciation3.60Chy set (45CF from operationsCF from investing(9.91Free cash flow19.44Net borrowings(3.61Equity capital raised104Dividends paid04.00CF from financing(4.01			8% 3.8%
Balance sheetFY: Dec (Bt mn)20Cash & deposits25,21Accounts receivable39,00Inventories21,8Other current assets1,8Total cur. assets87,86Investments6,22Fixed assets40,00Other assets17,90Total assets152,11Short-term loans4,00Accounts payable34,60Current maturities0Other current liabilities8,14Total cur. liabilities46,88Long-term debt50,33Other LT liabilities16,22Total Inabilities16,22Total liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium66,55Minority interests66,75Minority interests5Shares' equity38,70Cash flow statement20Net profit10,88Depreciation3,60Chg in working capital11,90Others(45CF from operations29,33Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid0Others(40CF from financing(4,01			4% 1.4%
FY: Dec (Bt mn)     20       Cash & deposits     25,21       Accounts receivable     39,00       Inventories     21,8       Other current assets     1,8       Total cur. assets     87,88       Investments     6,22       Fixed assets     40,00       Other current assets     17,9       Total assets     152,17       Short-term loans     4,00       Accounts payable     34,66       Current maturities     0       Other current liabilities     8,17       Total cur. liabilities     46,83       Long-term debt     50,33       Other LT liabilities     16,22       Total LT liabilities     16,655       Total LT liabilities     16,01       Paid-up capital     90,00       Paid-up capital     90,00       Share premium     66,55       Total liabilities     16,02       Others     (67,355       Minority interests     5       Sharee greuity     38,70       Cash flow statement     10,8	% 1.5%	2.2% 3.	1% 0.4%
Cash & deposits25,21Accounts receivable39,00Inventories21,8Other current assets1,8Total cur. assets87,86Investments6,22Fixed assets40,00Other assets17,90Total assets152,17Short-term loans4,00Accounts payable34,60Current maturities0Other current liabilities8,14Total cur. liabilities4,68Long-term debt50,33Other LT liabilities16,22Total Inabilities16,22Total Inabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium66,55Minority interests66,75Minority interests5Shares' equity38,74Cash flow statement20Net profit10,88Depreciation3,60Chg in working capital11,90Others(4,56CF from operations29,33Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid0Others(40CF from financing(4,01			
Accounts receivable39.0Inventories21.8Other current assets1.8Total cur. assets87.80Investments6.2Fixed assets40.00Other assets17.9Total assets152.10Short-term loans4.00Accounts payable34.60Current maturities0Other current liabilities8.1.Total our. liabilities46.8Long-term debt50.3Other LT liabilities16.22Total LT liabilities16.65Total LT liabilities16.00Paid-up capital90.00Paid-up capital90.00Share premium66.75Minority interests66.75Shares' equity38.76Cash flow statement20Net profit10.80Depreciation3.60Chy statement9.93Capital expenditure(9.46Others(45CF from operations29.33Capital expenditure(9.46Others(45CF from investing(9.91Free cash flow19.4Net borrowings(3.61Equity capital raised10Dividends paid10.40Others(40CF from financing(400CF from financing(400CF from financing(400CF from financing(400CF from financing(400CF from financing(400CF from financing </td <td>19 2020</td> <td>2021 202</td> <td>2E 2023E</td>	19 2020	2021 202	2E 2023E
Inventories21.8Other current assets1.8Total cur. assets87.8Investments6.2Fixed assets40.0Other assets17.9Total assets152.1Short-term loans4.0Accounts payable34.60Current maturities8.1Other current liabilities8.1Total cur. liabilities46.8Long-term debt50.3Other LT liabilities16.2Total LT liabilities66.5Total Inabilities113.44Registered capital90.00Paid-up capital90.00Share premium67.35Minority interests66.35Shares' equity38.74Cash flow statement20Net profit10.8Depreciation3.60Chy moving capital11.9Others(45CF from operations29.3Capital expenditure(9.46Others(45CF from investing(9.91Free cash flow19.4Net borrowings(3.61Equity capital raised20Dividends paid10.4Others(40CF from financing(40CF from financing(40	02 18,398	46,173 13,9	991 9,307
Other current assets1.8Total cur. assets87.8Investments6.2Fixed assets40.00Other assets17.9Total assets152,11Short-term loans4.00Accounts payable34,60Current maturities61.2Other current liabilities46.8Long-term debt50.33Other LT liabilities16.2Total LT liabilities16.5Total liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium66,735Minority interests66,735Shares' equity38,74Cash flow statement20Pry: Dec (Bt mn)20Net profit10,88Depreciation3,60Chysics2,88CF from operations29,33Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised20Dividends paid10,44Others(400CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised20Dividends paid20Others(400CF from financing(4,01	13 29,543	34,321 72,2	263 78,791
Total cur. assets87.8Investments6.2Fixed assets40.00Other assets17.9Total assets152,11Short-term loans4,00Accounts payable34,66Current maturities61.00Other current liabilities8,14Total cur. liabilities46,80Long-term debt50,33Other LT liabilities16,22Total LT liabilities16,22Total labilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium66,735Minority interests66,735Shares' equity38,747Cash flow statement20Net profit10,88Depreciation3,60Chy no perations29,33Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid10,40Chers(400CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid0Others(400CF from financing(4,01	56 19,175	24,630 39,4	45,442
Investments6.2Fixed assets40,00Other assets17,9Total assets152,11Short-term loans4,00Accounts payable34,61Current maturities61,62Other current liabilities46,82Long-term debt50,33Other LT liabilities16,22Total LT liabilities16,22Total LT liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium66,55Minority interests66,735Minority interests38,74Cash flow statement20Net profit10,88Depreciation3,60Chy mover sing29,33Capital expenditure(9,46Others4,65CF from operations29,33Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid0Others(400CF from financing(4,01	- , -	20,943 12,7	
Fixed assets40.0Other assets17.9Total assets152,1Short-term loans4,0Accounts payable34,6Current maturities6Other current liabilities8,1Total cur. liabilities46,8Long-term debt50,3Other LT liabilities16,2Total LT liabilities16,2Total LT liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium8Retained earnings16,00Others(67,35Minority interests5Shares' equity38,70Cash flow statement20Perpeciation3,60Chg in working capital11,9Others2,80CF from operations29,33Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raisedDividends paidOthers(400CF from financing(4,01		126,066 138,4	147,422
Other assets17,9Other assets152,1'Short-term loans4,0Accounts payable34,6Current maturities0Other current liabilities8,1-Total cur. liabilities46,8Long-term debt50,3Other LT liabilities16,2-Total up capital90,00-Paid-up capital90,00-Share premium66,7-35-Minority interests66,7-35-Minority interests66,7-35-Minority interests58-Shares' equity38,71-Cash flow statement20-FY: Dec (Bt mn)200-Net profit10,8-Depreciation3,60-Chrom operations29,3-Capital expenditure(9,46-Others(45-CF from investing(9,91-Free cash flow19,4-Net borrowings(3,61-Equity capital raised10-Dividends paid040-Others(40-CF from financing(4,01-		10,773 11,7	
Total assets152,1Short-term loans4,0Accounts payable34,6Current maturities6,8Other current liabilities8,14Total cur. liabilities46,8Long-term debt50,33Other LT liabilities16,22Total LT liabilities66,57Total labilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium8Retained earnings16,00Others(67,355Minority interests8Shares' equity38,74Cash flow statement90,00Pereciation3,60Chy or profit10,88Depreciation3,60Chy or profit2,93Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid10,40Others(400CF from financing(4,01	98 41,996	42,663 60,6	63,556
Short-term loans4,0Accounts payable34,63Current maturities0Other current liabilities8,1Total cur. liabilities46,8Long-term debt50,3Other LT liabilities16,2Total LT liabilities16,2Total LT liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium8Retained earnings16,00Others(67,355Minority interests5Shares' equity38,70Cash flow statement10,80Depreciation3,60Chg in working capital11,90Others2,83CF from operations29,33Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid(4,01Others(40CF from financing(4,01	41 26,853	28,157 27,6	
Accounts payable 34,6 Current maturities 3,1 Total cur. liabilities 46,8 Long-term debt 50,3 Other LT liabilities 16,2 Total LT liabilities 66,5 Total LT liabilities 113,44 Registered capital 90,00 Paid-up capital 90,00 Share premium Retained earnings 16,00 Others (67,35 Minority interests 3 Shares' equity 38,70 Cash flow statement 10,80 Depreciation 3,60 Chg in working capital 11,9 Others 2,80 CF from operations 29,33 Capital expenditure (9,46 Others (45 CF from investing (9,91 Free cash flow 19,44 Net borrowings (3,61 Equity capital raised Dividends paid Others (40 CF from financing (4,01	76 144,980	207,659 238,4	186 253,727
Current maturities     Other current liabilities   8,1     Total cur. liabilities   46,8     Long-term debt   50,3     Other LT liabilities   16,2     Total liabilities   113,4     Registered capital   90,00     Paid-up capital   90,00     Share premium   8     Retained earnings   16,00     Others   (67,35     Minority interests   8     Shares' equity   38,70     Cash flow statement     FY: Dec (Bt mn)   20     Net profit   10,8     Depreciation   3,60     Chig in working capital   11,9     Others   2,8     CF from operations   29,3     Capital expenditure   (9,46     Others   (45     CF from investing   (9,91     Free cash flow   19,4     Net borrowings   (3,61 <td>76 9,169</td> <td>4,868 9,6</td> <td>646 8,560</td>	76 9,169	4,868 9,6	646 8,560
Other current liabilities8,1Total cur. liabilities46,8Long-term debt50,3Other LT liabilities16,2Total LT liabilities66,57Total LT liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium8Retained earnings16,00Others(67,355Minority interests8Shares' equity38,70FY: Dec (Bt mn)20Net profit10,88Depreciation3,66Chg in working capital11,99Others2,933Capital expenditure(9,46Others(45)CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid(40)Others(40)CF from financing(40)	57 23,373	37,275 60,1	68,163
Total cur. liabilities46,8Long-term debt50,3Other LT liabilities16,2Total LT liabilities66,57Total LT liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium90,00Retained earnings16,00Others(67,355Minority interests8Shares' equity38,70Cash flow statement90,00PY: Dec (Bt mn)20Net profit10,88Depreciation3,61Chg in working capital11,99Others2,93Capital expenditure(9,46Others(45CF from operations29,31Capital expenditure19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid0Others(440CF from financing(4,01	0 0	0	0 0
Long-term debt50,3Other LT liabilities16,2Total LT liabilities66,5Total LT liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium8Retained earnings16,00Others(67,35Minority interests88,70Shares' equity38,70Cash flow statement10,80Pereciation3,60Chg in working capital11,90Others2,93Capital expenditure(9,46Others(45)CF from operations29,33Capital expenditure(9,94)Free cash flow19,44Net borrowings(3,61)Equity capital raised10Dividends paid(4,01)Others(40)CF from financing(4,01)	44 7,928	9,587 7,2	238 7,871
Other LT liabilities16,2:Total LT liabilities66,5:Total liabilities113,4!Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium8Retained earnings16,0:Others(67,35:Minority interests8Shares' equity38,70:Cash flow statement90,00FY: Dec (Bt mn)20Net profit10,8:Depreciation3,6:Chg in working capital11,9:Others2,9,3:Capital expenditure(9,46:Others(45:CF from operations29,3:Capital expenditure(9,46:Others(45:CF from investing(9,91:Free cash flow19,4:Net borrowings(3,61:Equity capital raisedDividends paidOthers(40:CF from financing(4,01:	77 40,469	51,730 77,0	35 84,595
Total LT liabilities66.5Total liabilities113.44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premiumRetained earnings16,00Others(67,35Minority interests5Shares' equity38,70Cash flow statement10,88Depreciation3,60Chy in working capital11,99Others2,88CF from operations29,33Capital expenditure(9,466Others(455CF from investing(9,911Free cash flow19,44Net borrowings(3,611Equity capital raisedDividends paidOthers(4001	35 41,634	29,502 25,6	651 22,956
Total liabilities113,44Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium90,00Retained earnings16,00Others(67,35Minority interests88,70Shares' equity38,70Cash flow statement90,00FY: Dec (Bt mn)20Net profit10,88Depreciation3,60Chg in working capital11,9Others2,88CF from operations29,33Capital expenditure(9,46Others(45)CF from investing(9,91)Free cash flow19,44Net borrowings(3,61)Equity capital raised10Dividends paid00Others(40)CF from financing(4,01)	57 24,961	26,555 29,0	31,570
Registered capital90,00Paid-up capital90,00Share premium90,00Retained earnings16,00Others(67,35Minority interests38,70Shares' equity38,70Cash flow statement90,00FY: Dec (Bt mn)20Net profit10,80Depreciation3,61Chers2,83CF from operations29,33Capital expenditure(9,46Others445CF from investing(9,91Free cash flow19,44Net borrowings(3,61Equity capital raised10Dividends paid0Others(40)	92 66,595	56,057 54,6	54,525
Paid-up capital90,0Share premiumRetained earnings16,0Others(67,35Minority interestsShares' equityShares' equity38,70Cash flow statementFY: Dec (Bt mn)20Net profit10,81Depreciation3,61Chg in working capital11,91Others2,83CF from operations29,33Capital expenditure(9,466Others(455CF from investing(9,911Free cash flow19,44Net borrowings(3,611Equity capital raisedDividends paidOthers(4001Others(4001)CF from financing(4,011)	68 107,063	107,787 131,7	717 139,120
Share premiumRetained earnings16,0Others(67,35Minority interestsShares' equityShares' equity38,70Cash flow statement10,80FY: Dec (Bt mn)20Net profit10,81Depreciation3,61Chg in working capital11,99Others2,83CF from operations29,33Capital expenditure(9,466Others(455CF from investing(9,911Free cash flow19,44Net borrowings(3,611Equity capital raised10Dividends paid0Others(4001)CF from financing(4,011)	90,000	120,000 120,0	120,000
Retained earnings16,0Others(67,35Minority interests5Shares' equity38,70Cash flow statementFY: Dec (Bt mn)20Net profit10,81Depreciation3,61Chg in working capital11,91Others2,83CF from operations29,33Capital expenditure(9,466Others(455CF from investing(9,911Free cash flow19,44Net borrowings(3,611Equity capital raised10Dividends paid0Others(4001)CF from financing(4,011)	90,000	120,000 120,0	120,000
Others(67,35Minority interestsShares' equityShares' equity38,70Cash flow statementTFY: Dec (Bt mn)20Net profit10,81Depreciation3,61Chg in working capital11,9Others2,83CF from operations29,33Capital expenditure(9,466Others(455CF from investing(9,911Free cash flow19,44Net borrowings(3,611Equity capital raisedDividends paidOthers(4001CF from financing(4,011)	0 0	23,497 23,4	197 23,497
Minority interests     Shares' equity   38,70     Cash flow statement   7     FY: Dec (Bt mn)   20     Net profit   10,81     Depreciation   3,61     Chg in working capital   11,9     Others   2,83     CF from operations   29,33     Capital expenditure   (9,46     Others   (45     CF from investing   (9,91     Free cash flow   19,44     Net borrowings   (3,61     Equity capital raised   0     Dividends paid   (40     Others   (40     CF from financing   (4,01	58 15,279	22,407 29,0	36,912
Shares' equity38,70Cash flow statementFY: Dec (Bt mn)20Net profit10,8Depreciation3,6Chg in working capital11,9Others2,8CF from operations29,3Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,4Net borrowings(3,61Equity capital raised0Dividends paid(40CF from financing(4,01	1) (67,548)	(66,141) (65,9	14) (65,914)
Cash flow statement     FY: Dec (Bt mn)   20     Net profit   10,8'     Depreciation   3,6i     Chg in working capital   11,9     Others   2,8'     CF from operations   29,3'     Capital expenditure   (9,46'     Others   (45')     CF from investing   (9,91')     Free cash flow   19,4'     Net borrowings   (3,61')     Equity capital raised   Dividends paid     Others   (40')     CF from financing   (4,01')	0 93	54	56 56
FY: Dec (Bt mn)20Net profit10,8°Depreciation3,6°Chg in working capital11,9°Others2,8°CF from operations29,3°Capital expenditure(9,46°Others(45°CF from investing(9,91°Free cash flow19,4°Net borrowings(3,61°Equity capital raised0Dividends paid0Others(40°CF from financing(4,01°	08 37,823	99,818 106,7	713 114,551
FY: Dec (Bt mn)20Net profit10,8'Depreciation3,6'Chg in working capital11,9'Others2,8'CF from operations29,3'Capital expenditure(9,46'Others(45')CF from investing(9,91')Free cash flow19,4'Net borrowings(3,61')Equity capital raisedDividends paidOthers(40')CF from financing(4,01')			
Net profit10,8Depreciation3,6Chg in working capital11,9Others2,8CF from operations29,3Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,4Net borrowings(3,61Equity capital raisedDividends paidOthers(40CF from financing(4,01	10 2020	2021 202	20225
Depreciation3,6Chg in working capital11,9Others2,8CF from operations29,3Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,4Net borrowings(3,61Equity capital raised0Dividends paid(40CF from financing(4,01		2021 202	
Chg in working capital11,9Others2,8CF from operations29,3Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,4Net borrowings(3,61Equity capital raised0Dividends paid0Others(40CF from financing(4,01		11,474 10,6	
Others2,8CF from operations29,3Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,4Net borrowings(3,61Equity capital raisedDividends paidOthers(40CF from financing(4,01			518 7,762
CF from operations 29,3   Capital expenditure (9,46   Others (45   CF from investing (9,91   Free cash flow 19,4   Net borrowings (3,61   Equity capital raised 0   Dividends paid 0   Others (40		(14,135) (24,0	
Capital expenditure(9,46Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,4:Net borrowings(3,61Equity capital raised0Dividends paid0Others(40)CF from financing(4,01)		291 2,9 3,704 (3,8	
Others(45CF from investing(9,91Free cash flow19,4Net borrowings(3,61Equity capital raised0Dividends paid0Others(40CF from financing(4,01			
CF from investing (9,91 Free cash flow 19,4 Net borrowings (3,61 Equity capital raised Dividends paid Others (40 CF from financing (4,01			
Free cash flow 19,4:   Net borrowings (3,61   Equity capital raised 0   Dividends paid 0   Others (40)   CF from financing (4,01)		(3,236) (93 (7,070) (25,44	<ul><li>(939)</li><li>(11,589)</li></ul>
Net borrowings (3,61   Equity capital raised    Dividends paid    Others (40   CF from financing (4,01		(3,367) (29,3-	
Equity capital raised Dividends paid Others (40 CF from financing (4,01			(3,781)
Dividends paid Others (40 CF from financing (4,01	0 (3,608)	53,497	0 0
Others (40 CF from financing (4,01	0 (9,450)	(4,440) (4,0	
CF from financing (4,01			230 (4,220)
•		33,955 (2,8	
		30,588 (32,1	
	- (4,009)	JU, JUU (JZ, I	(4,004)



Income statement					
FY: Dec (Bt mn)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Sales	577,134	428,804	511,799	795,358	864,920
Cost of sales	(543,067)	(395,682)	(475,592)	(757,080)	(829,322)
Gross profit	34,067	33,122	36,207	38,278	35,598
SG&A	(26,481)	(25,261)	(25,087)	(27,473)	(24,825)
EBITDA	11,188	13,064	17,195	21,558	26,296
Depre. & amortization	3,602	5,203	6,075	6,518	7,762
Equity income	744	535	372	504	585
Other income	6,075	4,045	3,480	3,655	4,325
EBIT	7,586	7,861	11,120	10,805	10,773
Finance costs	(1,560)	(1,447)	(1,250)	(1,055)	(969)
Income taxes	(2,132)	(1,776)	(2,719)	(3,165)	(2,826)
Net profit before MI	10,896	8,791	11,470	10,668	12,058
Minority interest	0	0	4	(2)	0
Core profit	10,712	9,218	11,009	10,742	11,888
Extraordinary items	184	(427)	465	(75)	171
Net profit	10,896	8,791	11,474	10,667	12,058
Kana watta a					
Key ratios	0010	0000	0001	00005	00005
FY: Dec (Bt mn) Growth YoY	2019	2020	2021	2022E	2023E
	0.00/	05 70/	10 10/	FF 40/	0.70/
Revenue	-2.9%	-25.7%	19.4%	55.4%	8.7%
EBITDA	n.m.	3.6%	15.4%	6.0%	22.0%
Net profit Core profit	n.m. n.m.	-19.3% -13.9%	30.5% 19.4%	-7.0% -2.4%	13.0% 10.7%
Profitability ratio	n.m.	-13.9%	19.4%	-2.4%	10.7%
Gross profit margin	5.9%	7.7%	7.1%	4.8%	4.1%
EBITDA margin	1.9%	4.1%	4.0%	4.0% 2.7%	3.0%
, i i i i i i i i i i i i i i i i i i i					
Core profit margin	1.9%	2.1%	2.2%	1.4%	1.4%
Net profit margin	1.9%	2.1%	2.2%	1.3%	1.4%
ROA	7.2%	6.1%	5.5%	4.5%	4.8%
ROE Stability	28.1%	23.2%	11.5%	10.0%	10.5%
•	2.93	2.83	1.08	1.23	1.21
D/E (x) Net D/E (x)	2.93	2.83	0.10	0.38	0.39
	4.86	5.43	8.89	10.25	11.12
Interest coverage ratio Current ratio (x)	4.00	5.43 1.69	2.44	10.25	1.74
Quick ratio (x)	1.87	1.09	2.44	1.00	1.74
Per share (Bt)	1.57	1.10	1.50	1.12	1.04
Reported EPS	1.21	0.98	0.96	0.89	1.00
Core EPS	1.21	1.02	0.90	0.09	0.99
Book value	4.30	4.20	8.32	8.89	9.55
Dividend	4.30	4.20 0.10	0.32	0.33	9.35 0.35
Valuation (x)	0.00	0.10	0.40	0.00	0.00
PER	18.50	22.93	23.43	25.20	22.29
Core PER	18.82	22.93	23.43	25.02	22.29
P/BV	5.21	5.33	24.42	2.52	2.35
EV/EBITDA	19.00	18.14	2.09 14.91	14.11	11.42
Dividend yield	0.0%	0.4%	2.1%	14.11	1.6%
	0.070	0.470	2.170	1.070	1.070

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. DAOLSEC 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 DAOLSEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

 $(\mathbf{C})$ 

Corporate governance report of Thai listed companies 2022				
CG rating by the Thai Institute of Di	rectors Association (Thai IOD)			
Score	Symbol	Description	ความหมาย	
90-100		Excellent	ดีเลิศ	
80-89		Very Good	ดีมาก	
70-79		Good	ดิ	
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้	
50-59		Pass	ผ่าน	
< 50	No logo given	n.a.	n.a.	

### สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

้ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาด หลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถ เข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการ ประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้ ้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และ ตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

### DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

"ซื้อ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าต	ามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผ	งลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเ	เงินปั้นผล)
"ถือ"	เนื่องจากราคาปัจจบัน ต่ำกว่า มลค่าต	ามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผ	งลตคบแทนระหว่าง 0% - 10%	(ไม่รวมเงินาโนผ

- เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล) "ขาย"

หมายเหต : 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 nonpublic 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	C's stock rating definition
BUY	The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and
	attractive valuations.
HOLD	The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good
	fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
SELL	The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as
	negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.
The stock's	expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes
dividend yie	elds.

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. DAOLSEC 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 DAOLSEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions

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

COMPAN

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความ รับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความใส่ใจกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยังยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อม อย่างขัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเรา ใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไหร่

การจัดการด้านสังคม (Social) การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนา พนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความ เกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้อง กับบบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

ปรรษัทภิบาล (Governance) การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

- 1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
- 2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
- 3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
- 4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
- 5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

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

- Environment. Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- Social. Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- Governance. Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

### DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

- 1. Excellent scores at 5
- 2. Very Good scores at 4
- 3. Good scores at 3
- 4. Satisfactory scores at 2
- 5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำ ขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมิได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้นำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อ ความเสียหายใดๆ 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. DAOLSEC 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 DAOLSEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **6**