

28 March 2025

Sector: Packaging

StarFlex

ปี 2025E ดีต่อเนื่อง ตามคำสั่งซื้อเพิ่มขึ้น และ JV เด็บโตดี

Bloomberg ticker	SFLEX TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt2.84
Target price	Bt4.80 (maintained)
Upside/Downside	+69%
EPS revision	No change
Bloomberg target price	Bt4.32
Bloomberg consensus	Buy 4 / Hold 0 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt4.06 / Bt2.28
Market cap. (Bt mn)	2,205
Shares outstanding (mn)	820
Avg. daily turnover (Bt mn)	16
Free float	55%
CG rating	Very Good
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2023A	2024A	2025E	2026E
Revenue	1,795	1,869	2,019	2,180
EBITDA	291	386	420	475
Net profit	184	281	306	339
EPS (Bt)	0.22	0.34	0.37	0.41
Growth	234.6%	52.4%	9.0%	10.8%
Core EPS (Bt)	0.22	0.34	0.37	0.41
Growth	231.2%	53.2%	10.2%	10.8%
DPS (Bt)	0.09	0.13	0.15	0.17
Div. yield	3.2%	4.7%	5.3%	6.0%
PER (x)	12.6	8.3	7.6	6.9
Core PER (x)	12.8	8.4	7.6	6.9
EV/EBITDA (x)	10.0	7.6	7.6	6.6
PBV (x)	2.3	2.0	1.8	1.5

Bloomberg consensus				
Net profit	184	281	306	326
EPS (Bt)	0.22	0.34	0.37	0.40



Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	1.4%	-2.1%	-10.7%	-11.8%
Relative to SET	3.7%	13.2%	7.4%	2.2%

Major shareholders		Holding
1. Mr. Prinrthorn Apithanasriwong		19.74%
2. Mr. Ek Pichamchitra		8.41%
3. BTS Group Holding PCL		5.12%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 4.80 บาท ถึง 2025E PER ที่ 13 เท่า (-0.75SD below 5-yr avg. PER) จากการ update กับบริษัทเรายังคงมองเป็นบวกจาก 1) ตั้งเป้าปี 2025E รายได้โต +10% YoY (เราประเมิน +8% YoY) จากการเติบโตลูกค้าเดิม 7% ซึ่งลูกค้าบางรายมีการขยายตลาดไปต่างประเทศ และมีคำสั่งซื้อของที่มีฝาเทริน เปิด-ปิด ได้ (spout) เพิ่มขึ้น ทำให้รายได้ต่อของเพิ่มขึ้น และจากลูกค้าใหม่อีก 3%, 2) GPM จะดีขึ้นจากปี 2024 ที่ 24.7% (เราประเมิน GPM ปี 2025E ที่ 25.1%) จากแนวโน้มต้นทุนวัตถุดิบที่ทรงตัวต่ำ, 3) SPV ที่เวียดนามจะเติบโตดีขึ้นราว 20% จากการขยายฐานลูกค้าเดิมและใหม่, 4) Star Union (ร่วมทุนกับ TU) จะเริ่มเดินเครื่องผลิตภายใน 2Q-3Q25E

เรายังคงประมาณการกำไรปี 2025E เด็บโตทำสถิติสูงสุดใหม่เป็น 306 ล้านบาท +9% YoY จากรายได้ที่จะเติบโตตามการขยายกำลังการผลิตของลูกค้าเดิม, การขยายฐานลูกค้าและผลิตภัณฑ์ใหม่ๆ รวมถึงยังคงได้อานิสงส์ต่อเนื่องจากการขยายกำลังการผลิตเครื่องจักร spout ส่วน GPM จะดีขึ้นจาก u-rate ที่สูงขึ้นและต้นทุนวัตถุดิบที่ยังทรงตัวต่ำ และจะมีการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรเพิ่มจาก SPV ที่เวียดนาม รวมถึง Star Union ที่จะเริ่มมีกำไรได้ตั้งแต่ 3Q25E

ราคาหุ้น outperform SET +4%/+13% ในช่วง 1 และ 3 เดือน จากกำไร 4Q24 และปี 2024 ที่ทำสถิติสูงสุดใหม่ต่อเนื่องทั้งรายไตรมาสและรายปี ทั้งนี้ เรายังแนะนำ "ซื้อ" จากกำไรปี 2025E ที่จะยังสดใส ทำสถิติสูงสุดใหม่ และแนวโน้มกำไรรายไตรมาสจะยังคงเติบโต YoY ได้ต่อเนื่องทุกไตรมาส หลังจาก 4Q24 ที่เติบโต YoY เป็นไตรมาสที่ 9 ติดต่อกัน ด้าน valuation น่าสนใจเทรด 2025E PER ที่ 7.6 เท่า คิดเป็น -1.25SD below 5-yr avg. PER และต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่ม Packaging ที่ 16.0 เท่า นอกจากนั้น ตั้งแต่ 1 เม.ย.25 จะเริ่มโครงการซื้อหุ้นคืน ถึงวันที่ 30 ก.ย.25 โดยมีวงเงินซื้อหุ้นคืนไม่เกิน 50 ล้านบาท จำนวน 20 ล้านหุ้น คิดเป็น 2.4% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด (คิดเป็นราคาซื้อหุ้นคืนเฉลี่ย 2.50 บาท)

Event: Company update

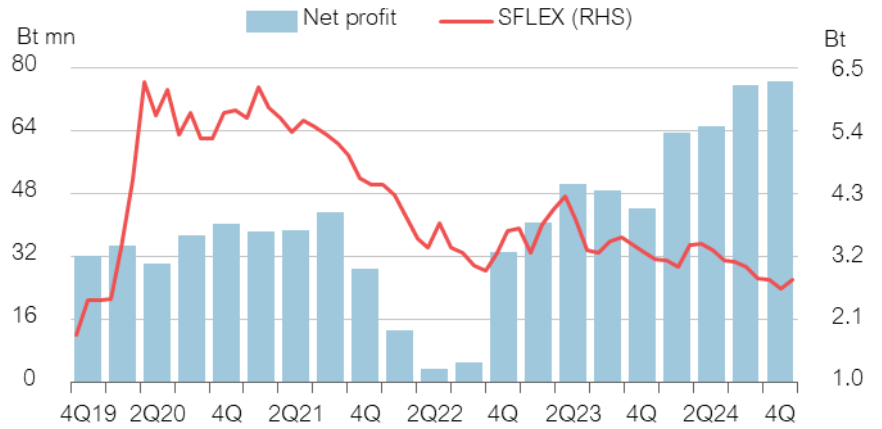
□ **ตั้งเป้าหมายธุรกิจปี 2025E สถิติสดต่อเนื่อง** จากการ update กับบริษัท เรามีมุมมองเป็นบวกตามเดิม จาก 1) SFLEX ตั้งเป้าหมายรายได้ปี 2025E เด็บโต +10% YoY (เราประเมินรายได้โต +8% YoY) โดยจะเป็นการเติบโตจากคำสั่งซื้อของลูกค้าเดิมราว 5%, ลูกค้าเดิมมีการเปลี่ยนจากของเดิมเป็นของที่มีฝาเทริน เปิด-ปิด ได้ (spout) ราว 2% และจะมาจากลูกค้าใหม่ราว 3% ขณะที่หากรวมรายได้จาก Star Union ที่จะเริ่มมีรายได้ใน 3Q25E จะทำให้รายได้ปี 2025E จะเติบโตดีขึ้นเป็น +15% YoY, 2) GPM จะยังดีขึ้นจากปี 2024 ที่ 24.7% (เราประเมิน GPM ปี 2025E ที่ 25.1%) จากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น และแนวโน้มต้นทุนวัตถุดิบที่ยังทรงตัวต่ำ, 3) SPV (JV) (ดำเนินธุรกิจผลิตงานพิมพ์และบรรจุภัณฑ์กระดาษคุณภาพสูงที่เวียดนาม) จะเติบโตดีขึ้น ได้ราว 20% จากการขยายฐานลูกค้าเดิมและใหม่ รวมถึงยังมีแผนที่จะขยายทำ flexible packaging ในอนาคต, 4) Star Union (ปัจจุบันเป็น JV แต่อาจเปลี่ยนเป็นบริษัทย่อยในอนาคต) ที่ร่วมทุนกับ TU ปัจจุบันติดตั้งเครื่องจักรแล้ว คาดว่าจะเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ภายใน 2Q-3Q25E โดยตั้งเป้าจะมีรายได้ปี 2025E ที่ 100 ล้านบาท และปี 2026E จะผลิตได้เต็มปีและมีรายได้เพิ่มเป็น 240 ล้านบาท

□ **ยังคงประเมินกำไรปี 2025E เด็บโตดี ทำสถิติสูงสุดใหม่ต่อเนื่อง และกำไรจะโต YoY ได้ทุกไตรมาส** เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2025E ที่ 306 ล้านบาท +9% YoY ยังคงเติบโตได้ดีจากฐานสูงในปีก่อน จาก 1) เราประเมินรายได้ที่ 2.0 พันล้านบาท +8% YoY ซึ่งจะดีขึ้นทั้งจากธุรกิจเดิม โดยจะรับรู้รายได้เต็มที่จากการขยายเครื่องจักรทำฝาเทริน เปิด-ปิด ได้ (spout) ในปี 2024 จำนวน 5 เครื่อง ซึ่งปัจจุบันมีทั้งหมด 17 เครื่อง และจะได้านิสงส์จากลูกค้ามีการขยายกำลังการผลิต ทำให้มีคำสั่งซื้อของบรรจุภัณฑ์เพิ่มขึ้น, 2) GPM จะยังดีขึ้นเป็น 25.1% จากปี 2024 ที่ 24.7%, 3) ประเมินส่วนแบ่งกำไร SPV ที่เวียดนาม จะเพิ่มเป็น 30 ล้านบาท +26% YoY ส่วน Star Union จะยังมีกำไรน้อย เนื่องจากเป็นช่วงเริ่มผลิตรายได้จะยังไม่มาก แต่จะเริ่มมีค่าใช้จ่าย ทั้งนี้ เรายังประเมินกำไรปี 2025E จะยังคงเติบโต YoY ได้ทุกไตรมาส หลังจาก 4Q24 กำไรเติบโต YoY ต่อเนื่องเป็นไตรมาสที่ 9 แล้ว

Valuation/Catalyst/Risk

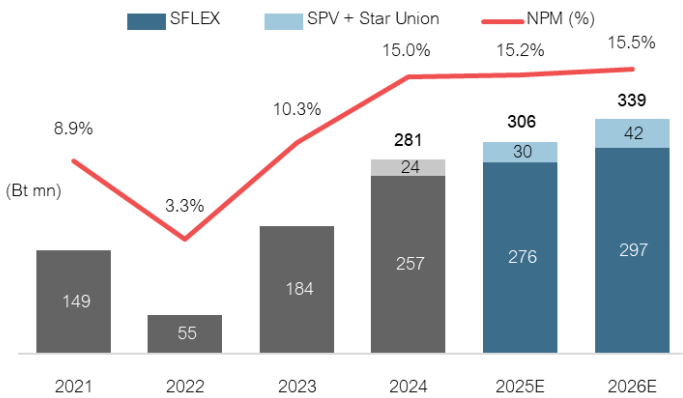
เรายังคงราคาเป้าหมายที่ 4.80 บาท ถึง 2025E PER ที่ 13 เท่า (-0.75SD below 5-yr avg. PER) โดยไม่รวมปี 2022 ที่กำไรต่ำกว่าปกติ) โดยมี catalyst จากกำไรปี 2025E-26E ที่ดีต่อเนื่อง ขณะที่ต้นทุนวัตถุดิบฟิล์มยังมีแนวโน้มทรงตัวต่ำตามสินค้าเคมีภัณฑ์

Fig 2: SFLEX share prices vs profit



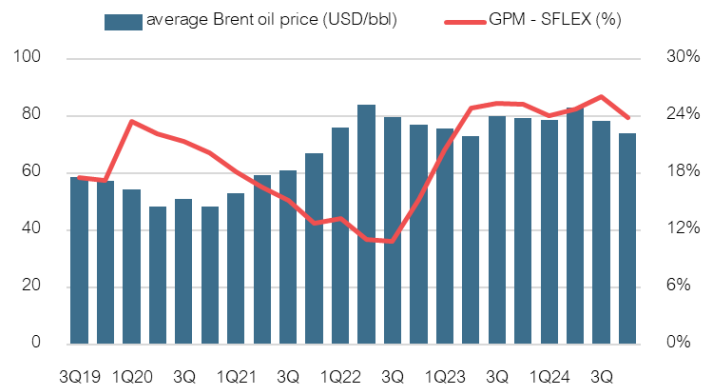
Source: SFLEX, Bloomberg, DAOL

Fig 3: กำไร 2024-26E เติบโตดีจากทั้ง SFLEX + SPV + Star Union



Source: SFLEX, DAOL

Fig 4: SFLEX GPM vs. Brent Crude Oil Price



Source: SFLEX, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Sales	439	485	452	476	455
Cost of sales	(328)	(368)	(341)	(352)	(347)
Gross profit	111	117	112	124	109
SG&A	(63)	(55)	(47)	(55)	(39)
EBITDA	70	87	92	102	104
Finance costs	(6)	(8)	(10)	(8)	(8)
Core profit	42	63	65	76	74
Net profit	44	64	65	75	77
EPS	0.05	0.08	0.08	0.09	0.09
Gross margin	25.3%	24.0%	24.7%	26.1%	23.9%
EBITDA margin	15.9%	18.0%	20.4%	21.4%	22.9%
Net profit margin	10.1%	13.1%	14.4%	15.8%	16.8%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Cash & deposits	129	81	62	63	78
Accounts receivable	263	322	316	362	379
Inventories	333	326	398	429	466
Other current assets	22	27	40	28	31
Total cur. assets	747	756	817	882	954
Investments	44	421	504	790	840
Fixed assets	739	770	831	887	906
Other assets	71	89	34	101	122
Total assets	1,602	2,036	2,187	2,660	2,823
Short-term loans	29	383	238	450	450
Accounts payable	276	325	306	332	339
Current maturities	85	97	94	120	90
Other current liabilities	8	16	0	11	14
Total cur. liabilities	398	821	638	913	892
Long-term debt	157	150	341	350	320
Other LT liabilities	61	65	67	72	78
Total LT liabilities	218	215	409	422	398
Total liabilities	616	1,036	1,046	1,335	1,290
Registered capital	502	502	502	502	502
Paid-up capital	410	410	410	410	410
Share premium	303	303	303	303	303
Retained earnings	272	297	446	630	838
Others	0	(10)	(18)	(18)	(18)
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	985	1,001	1,140	1,325	1,533

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Net profit	55	184	281	306	339
Depreciation	(57)	(58)	(66)	(63)	(71)
Chg in working capital	(69)	0	115	27	47
Others	245	116	(114)	(266)	29
CF from operations	175	242	216	4	344
Capital expenditure	(205)	(431)	(99)	(100)	(100)
Others	61	(28)	(29)	0	0
CF from investing	(144)	(460)	(129)	(100)	(100)
Free cash flow	31	(217)	87	(96)	244
Net borrowings	66	346	32	256	(58)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(37)	(59)	(82)	(117)	(131)
Others	(6)	(106)	(56)	(42)	(40)
CF from financing	23	181	(107)	97	(229)
Net change in cash	54	(48)	(19)	1	15

Source: SFLEX, DAOL

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales	1,669	1,795	1,869	2,019	2,180
Cost of sales	(1,458)	(1,365)	(1,408)	(1,512)	(1,633)
Gross profit	211	430	461	507	547
SG&A	(170)	(223)	(195)	(214)	(227)
EBITDA	124	291	386	420	475
Depre. & amortization	(57)	(58)	(66)	(63)	(71)
Equity income	0	(0)	24	30	42
Other income	27	23	27	35	42
EBIT	67	230	317	357	404
Finance costs	(3)	(10)	(35)	(42)	(40)
Income taxes	(10)	(39)	(4)	(9)	(26)
Net profit before MI	55	181	278	306	339
Minority interest	0	0	0	0	0
Core profit	55	181	278	306	339
Extraordinary items	0	3	3	0	0
Net profit	55	184	281	306	339

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Growth YoY					
Revenue	-0.5%	7.5%	4.1%	8.0%	8.0%
EBITDA	-42.9%	134.5%	32.6%	9.0%	12.9%
Net profit	-63.1%	234.6%	52.4%	9.0%	10.8%
Core profit	-63.4%	231.2%	53.2%	10.2%	10.8%
Profitability ratio					
Gross profit margin	12.6%	24.0%	24.7%	25.1%	25.1%
EBITDA margin	7.4%	16.2%	20.6%	20.8%	21.8%
Core profit margin	3.3%	10.1%	14.9%	15.2%	15.5%
Net profit margin	3.3%	10.3%	15.0%	15.2%	15.5%
ROA	3.4%	8.9%	12.7%	11.5%	12.0%
ROE	5.6%	18.1%	24.4%	23.1%	22.1%
Stability					
D/E (x)	0.63	1.04	0.92	1.01	0.84
Net D/E (x)	0.28	0.63	0.59	0.69	0.56
Interest coverage ratio	22.96	23.66	9.04	8.45	10.18
Current ratio (x)	1.88	0.92	1.28	0.97	1.07
Quick ratio (x)	1.04	0.52	0.66	0.50	0.55
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.07	0.22	0.34	0.37	0.41
Core EPS	0.07	0.22	0.34	0.37	0.41
Book value	1.20	1.22	1.39	1.62	1.87
Dividend	0.03	0.09	0.13	0.15	0.17
Valuation (x)					
PER	42.29	12.64	8.29	7.61	6.87
Core PER	42.55	12.85	8.39	7.61	6.87
P/BV	2.36	2.33	2.04	1.76	1.52
EV/EBITDA	20.05	9.95	7.65	7.62	6.60
Dividend yield	1.1%	3.2%	4.7%	5.3%	6.0%

Corporate governance report of Thai listed companies 2024

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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 รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติตามต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส 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. 5