

11 October 2024

Sector: Construction Materials

# Siam Cement

## 2H24E มีแนวโน้มอ่อนแอ; คาดการณ์ฟื้นตัวที่ชัดเจนขึ้นในปี 2025E

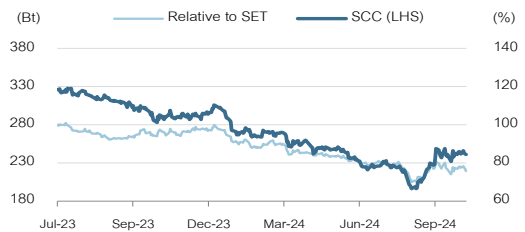
Bloomberg ticker	SCC TB
Recommendation	HOLD (maintained)
Current price	Bt240.00
Target price	Bt230.00 (previously Bt250.00)
Upside/Downside	0%
EPS revision	2024E: -49%, 2025E: -34%

Bloomberg target price	Bt267.91
Bloomberg consensus	Buy 13 / Hold 12 / Sell 2

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt307.00 / Bt195.50
Market cap. (Bt mn)	324,884
Shares outstanding (mn)	1,200
Avg. daily turnover (Bt mn)	489
Free float	66%
CG rating	Excellent
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue	569,609	499,646	486,938	530,178
EBITDA	61,912	54,413	48,864	58,654
Net profit	21,382	25,915	8,526	13,276
EPS (Bt)	17.82	21.60	7.10	11.06
Growth	-54.7%	21.2%	-67.1%	55.7%
Core EPS (Bt)	17.30	11.09	7.12	11.06
Growth	-57.6%	-35.9%	-35.8%	55.3%
DPS (Bt)	8.00	6.00	3.00	4.50
Div. yield	3.3%	2.5%	1.3%	1.9%
PER (x)	13.5	11.1	33.8	21.7
Core PER (x)	13.9	21.6	33.7	21.7
EV/EBITDA (x)	9.4	10.4	11.5	9.8
PBV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7

Bloomberg consensus				
Net profit	21,382	25,915	15,590	22,907
EPS (Bt)	17.82	21.60	12.99	19.09



Source: Aspen

Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	-0.8%	3.9%	-7.7%	-20.3%
Relative to SET	-3.7%	-7.1%	-12.0%	-22.6%

Major shareholders		Holding
1. His Majesty King Maha Vajiralongkorn		33.64%
2. Thai NVDR Co., Ltd.		8.65%
3. Social Security Office		5.06%

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

เราคงคำแนะนำ "ถือ" ที่ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2025E ที่ 230.00 บาท (เดิม 250.00 บาท) จึงวิธี SOTP เราประเมินว่าบริษัทจะรายงานกำไรสุทธิ 3Q24E ที่อ่อนแอที่ 995 ล้านบาท (-59% YoY, -73% QoQ) โดยกำไรอ่อนตัวในทุกธุรกิจหลัก โดยเฉพาะธุรกิจปิโตรเคมีที่เห็นส่วนต่างราคาคาผลิตภัณฑ์โอเลฟินส์ (olefins spread) ที่อ่อนแอต่ำกว่าระดับค้ำของของบริษัท สำหรับภาพรวม 4Q24E เราเชื่อว่าโครงการ LSP Petrochemical Complex (LSP) จะสามารถดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) ได้ตามแผนล่าสุดของบริษัท อย่างไรก็ตาม ในช่วงแรกเราคาดว่า SCC จะพยายามควบคุมอัตราการใช้กำลังการผลิต (utilization rate) ของ LSP และจะทำการผลิตเท่าที่จำเป็นเท่านั้นเนื่องจาก olefins spread ที่ต่ำกว่าปกติ โดยเรามองด้วยว่ากำไรของบริษัทจะฟื้นตัวได้ชัดเจนมากขึ้นในปี 2025E

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2024E/2025E ลง 49%/34% เป็น 8.5/13.3 พันล้านบาท เทียบกับ 2.59 หมื่นล้านบาทในปี 2023 หลักๆ เพื่อสะท้อนสมมติฐานที่เปลี่ยนแปลงไป คือ 1) ปริมาณยอดขายปิโตรเคมีรวม (PE, PP, PVC) ที่ลดลง 10%-13% เพื่อสะท้อนการเร่งการผลิตของโครงการ LSP ที่ล่าช้า 2) Olefins spread ที่อ่อนตัวลง โดยเราคาดว่า HDPE spread จะอยู่ในช่วง USD335/t-USD360/t จากเดิมที่ USD387/t-USD400/t) EBITDA margin ที่ลดลงของธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ก่อสร้าง (CBM) และ 4) รายได้จากธุรกิจแพคเกจจิ้ง (SCGP) ที่อ่อนตัว

ราคาน้ำมันปรับตัวลง 8% และ underperform SET -12% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมาสะท้อนแนวโน้ม olefins spread ที่อ่อนตัวลง ราคาปัจจุบันสะท้อน 2025E PBV ที่ 0.73x (ประมาณ -2.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) หากกำไร 3Q24E เป็นไปตามที่เราคาดว่า กำไร 9M24E จะคิดเป็น 84% ของประมาณการกำไรใหม่ของเรา ทั้งนี้ เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นกำไรที่ฟื้นตัว QoQ ได้หลักๆ จากรายได้ปันผลตามฤดูกาล

### Event: 3Q24E earnings preview

□ **คาด 3Q24E จะเป็นจุดต่ำสุดของปี** เราประเมินว่าบริษัทจะรายงานกำไรสุทธิ 3Q24E ที่อ่อนแอที่ 995 ล้านบาท (-59% YoY, -73% QoQ) โดยมีสมมติฐานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ธุรกิจปิโตรเคมี (SCGC) จะมีปริมาณยอดขายผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีรวม (PE, PP, PVC) ที่ 556 พันตัน (kt) (-14% YoY, -1% QoQ) โดยลดลงอย่างมาก YoY ตามภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ในขณะที่ HDPE และ PP spread อยู่ที่ USD323/ton (-16% YoY, -11% QoQ) และ USD346/ton (+8% YoY, -6% QoQ) ตามลำดับ นอกจากนี้ เราประเมินว่าบริษัทจะเห็นขาดทุนจากสต็อกที่ประมาณ 0.5 พันล้านบาท เทียบกับ กำไร 698 ล้านบาทใน 3Q23 และขาดทุน 363 ล้านบาทใน 2Q24 2) ธุรกิจ CBM จะรายงานรายได้รวมที่ 4.22 หมื่นล้านบาท (-7% YoY, -1% QoQ) โดยลดลง YoY หลักๆ เนื่องจากผลกระทบของน้ำท่วมในหลายจังหวัดและการเบิกจ่ายของภาครัฐที่ล่าช้า ในขณะที่เดียวกัน เราเชื่อว่า EBITDA margin ของ CBM จะอยู่ที่ 9.7% เทียบกับ 9.0% ใน 3Q23 และ 8.7% ใน 2Q24 ตามต้นทุนที่ต่ำลง และ 3) SCGP จะมีรายได้รวมที่ 3.18 หมื่นล้านบาท (+3% YoY, -4% QoQ) โดยสูงขึ้น YoY ตาม utilisation rate ที่ดีขึ้นของธุรกิจกระดาษบรรจุภัณฑ์ (packaging paper) ในขณะที่ ลดลง QoQ ตามปริมาณขายที่ลดลงและผลกระทบของเงินบาทแข็งค่า ทั้งนี้ เราประเมินว่า EBITDA margin ของ SCGP จะอยู่ที่ 12.2% เทียบกับ 13.8% ใน 3Q23 และ 14.0% ใน 2Q24

□ **LSP น่าจะ COD ได้ใน 4Q24E แต่การดำเนินการผลิตอาจจะค่อยเป็นค่อยไป** เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถ COD โครงการ LSP ได้สำเร็จตามแผนล่าสุด (เริ่ม ต.ค.2024) ใน 4Q24E อย่างไรก็ตาม เนื่องด้วยระดับ olefins spread ที่ต่ำในปัจจุบัน เราเชื่อว่าบริษัทจะมีผลขาดทุนจากโครงการ LSP หากมีการเร่งการผลิต ในช่วงแรกเราจึงเชื่อว่าบริษัทจะดำเนินการผลิตเท่าที่จำเป็นเท่านั้นและอาจเห็นเพียงค่าใช้จ่ายส่วนเพิ่ม (เช่น ค่าเสื่อมราคาและต้นทุนทางการเงิน) เป็นส่วนใหญ่

### Implication

**ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2024E/2025E ลง 49%/34% เป็น 8.5/13.3 พันล้านบาท** เทียบกับ 2.59 หมื่นล้านบาทในปี 2023 หลักๆ เพื่อสะท้อนสมมติฐานที่เปลี่ยนแปลงไป คือ 1) ปริมาณยอดขายปิโตรเคมีรวม (PE, PP, PVC) ที่ลดลง 10%-13% เพื่อสะท้อนการเร่งการผลิตของโครงการ LSP ที่ล่าช้า 2) Olefins spread ที่อ่อนตัวลง โดยเราคาดว่า HDPE spread จะอยู่ในช่วง USD335/t-

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.

USD360/t จากเดิมที่ USD387/t-USD400/t 3) EBITDA margin ที่ลดลงของธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ CBM และ 4) รายได้จาก SCGP ที่อ่อนตัว

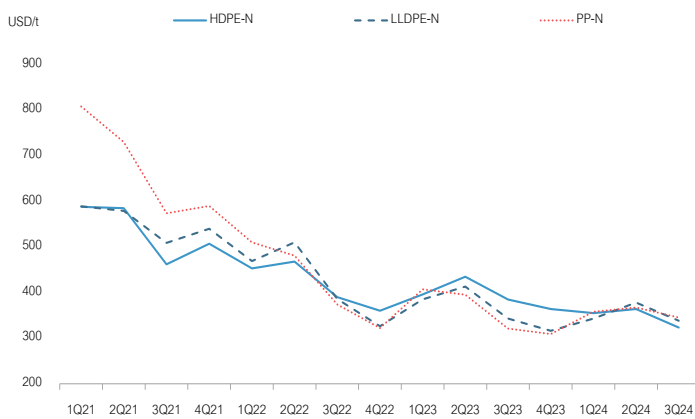
**Valuation/Catalyst/Risk**

เมื่อรวมผลกระทบจากการปรับประมาณการกำไรและการเปลี่ยนปีฐาน เราจึงได้ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2025E ที่ 230.00 บาท (ลดลงจาก 250.00 บาท) อิง SOTP ทั้งนี้ เราได้เปลี่ยนวิธีการประเมินมูลค่าของ ธุรกิจปิโตรเคมีไปใช้ 2025E P/BV ที่ 0.61x (ประมาณ -1.75SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของ PTTGC) จากเดิมใช้ 2024E EV/EBITDA ที่ 10.3x (ประมาณ -0.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของ SCC) โดยเราเชื่อว่า P/BV จะสะท้อนมูลค่าของธุรกิจปิโตรเคมีในช่วงระยะตกต่ำ (trough) ได้ดีกว่า ทั้งนี้ ราคาปัจจุบันสะท้อน 2025E PBV ที่ 0.73x (ประมาณ -2.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) หากกำไร 3Q24E เป็นไปตามที่เราคาด กำไร 9M24E จะคิดเป็น 84% ของประมาณการกำไรใหม่ของเรา ทั้งนี้ เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นกำไรที่ฟื้นตัว QoQ ได้หลักๆจากรายเงินได้ปันผลตามฤดูกาล

Fig 1: 3Q24E earnings preview

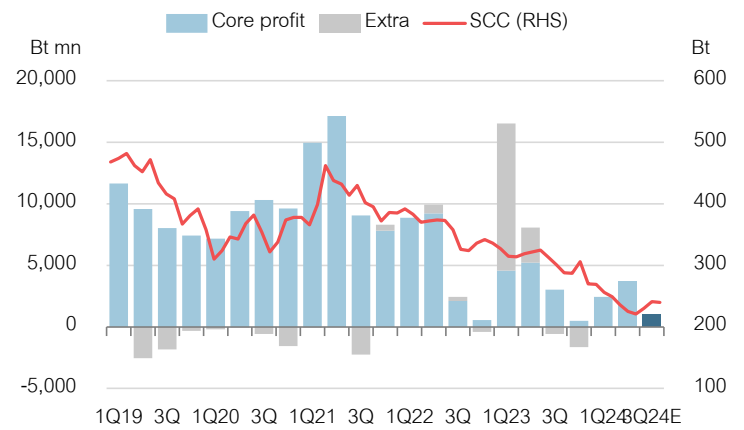
FY: Dec (Bt mn)	3Q24E	3Q23	YoY	2Q24	QoQ	9M24E	9M23	YoY
Revenue	117,340	125,649	-6.6%	128,195	-8.5%	369,801	379,028	-2.4%
COGS	(103,207)	(106,530)	3.1%	(109,215)	5.5%	(318,073)	(320,897)	0.9%
Gross profit	14,133	19,118	-26.1%	18,980	-25.5%	51,729	58,131	-11.0%
SG&A	(15,724)	(16,123)	2.5%	(17,182)	8.5%	(49,153)	(48,839)	-0.6%
EBITDA	8,074	11,096	-27.2%	16,266	-50.4%	36,963	43,219	-14.5%
Other inc./exps	821	1,331	-38.3%	3,090	-73.4%	6,438	6,744	-4.5%
Interest expenses	(2,906)	(2,637)	-10.2%	(2,884)	-0.7%	(8,401)	(7,255)	-15.8%
Income tax	2,182	(1,412)	n.m.	(1,190)	n.m.	(508)	(3,800)	86.6%
Core profit	995	3,019	-67.0%	3,708	-73.2%	7,148	12,805	-44.2%
Net profit	995	2,441	-59.2%	3,708	-73.2%	7,128	27,049	-73.6%
EPS (Bt)	0.83	2.03	-59.2%	3.09	-73.2%	5.94	22.54	-73.6%
Gross margin	12.0%	15.2%		14.8%		14.0%	15.3%	
EBITDA margin	6.9%	8.8%		12.7%		10.0%	11.4%	
Net margin	0.8%	1.9%		2.9%		1.9%	7.1%	

Fig 2: Quarterly olefins spread trend



Source: PTTGC, DAOL

Fig 3: SCC share prices vs profits



Source: Aspen, DAOL

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. 2

Fig 4: SoTP valuation

Business	BV	EV	Equity market cap	TP	Remark
Chemicals	157,868			80	P/BV@0.61x, -1.75SD below 5-year average of PTTGC's
CBM		140,088		64	EV/EBITDA@7.72x, industry average
Packaging			102,172	85	PER@24.1x, -1.0SD below SCGP's long-term average
			2025E TP	230	

Source: DAOL

Fig 5: Earnings revision

	2024E			2025E		
	New	Old	Change	New	Old	Change
Revenue (Bt mn)	486,938	511,676	-4.8%	530,178	537,353	-1.3%
Operating EBITDA	48,864	65,475	-25.4%	58,654	65,145	-10.0%
Recurring profit	8,546	16,665	-48.7%	13,276	20,054	-33.8%
Net profit	8,526	16,645	-48.8%	13,276	20,054	-33.8%
<b>Key assumptions</b>						
<b>Chemicals</b>						
Polyolefins sales volume (kta)	1,585	1,942	-18.4%	2,155	2,494	-13.6%
PVC sales volume	698	675	3.5%	709	700	1.3%
Total chemical sales volume	2,283	2,616	-12.7%	2,864	3,193	-10.3%
HDPE (USD/ton)	1,013	1,054	-3.8%	998	1,038	-3.9%
PP	1,023	1,061	-3.5%	1,198	1,028	16.5%
PVC	823	847	-2.9%	738	758	-2.6%
HDPE-naphtha	335	387	-13.3%	360	400	-10.0%
PP-naphtha	345	394	-12.4%	380	420	-9.5%
<b>CBM</b>						
Total CBM sales revenue (Bt mn)	209,956	170,667	23.0%	192,258	176,292	9.1%
EBITDA margin (%)	9.0%	9.4%		9.4%	10.0%	
<b>Packaging</b>						
Total packaging sales revenue	129,875	133,621	-2.8%	132,685	140,085	-5.3%
EBITDA margin (%)	13.8%	14.5%		14.8%	14.8%	
Equity income (Bt mn)	7,632	6,725	13.5%	8,569	7,120	20.4%

Source: DAOL

## Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Sales	124,631	125,649	120,618	124,266	128,195
Cost of sales	(105,508)	(106,530)	(105,302)	(105,650)	(109,215)
Gross profit	19,122	19,118	15,316	18,615	18,980
SG&A	(15,905)	(16,123)	(16,351)	(16,247)	(17,182)
EBITDA	19,953	11,096	10,924	12,623	16,266
Finance costs	(2,378)	(2,637)	(3,042)	(2,611)	(2,884)
Core profit	5,216	3,019	502	2,445	3,708
Net profit	8,082	2,441	(1,134)	2,425	3,708
EPS	6.74	2.03	(0.95)	2.02	3.09
Gross margin	15.3%	15.2%	12.7%	15.0%	14.8%
EBITDA margin	16.0%	8.8%	9.1%	10.2%	12.7%
Net profit margin	6.5%	1.9%	-0.9%	2.0%	2.9%

## Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & deposits	35,993	57,530	43,602	38,893	15,129
Accounts receivable	31,617	32,329	20,272	18,260	19,882
Inventories	83,121	83,162	80,631	79,778	86,874
Other current assets	80,911	76,993	72,693	70,225	76,461
<b>Total cur. assets</b>	<b>233,016</b>	<b>250,049</b>	<b>217,214</b>	<b>207,171</b>	<b>198,363</b>
Investments	142,004	146,568	168,795	172,376	187,683
Fixed assets	410,708	425,052	424,344	436,096	445,212
Other assets	75,373	84,821	83,248	84,768	86,108
<b>Total assets</b>	<b>861,101</b>	<b>906,490</b>	<b>893,600</b>	<b>900,411</b>	<b>917,366</b>
Short-term loans	83,812	65,675	112,790	132,110	127,261
Accounts payable	75,026	59,783	59,691	59,059	64,313
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	9,549	6,858	29,764	29,923	32,580
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>168,386</b>	<b>132,316</b>	<b>202,245</b>	<b>221,092</b>	<b>224,154</b>
Long-term debt	76,164	94,607	60,899	54,584	50,480
Other LT liabilities	166,543	227,142	188,861	166,713	165,682
<b>Total LT liabilities</b>	<b>242,706</b>	<b>321,749</b>	<b>249,759</b>	<b>221,297</b>	<b>216,162</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>411,093</b>	<b>454,065</b>	<b>452,004</b>	<b>442,390</b>	<b>440,316</b>
Registered capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	0	0	0	0	0
Retained earnings	359,234	363,496	384,271	389,195	397,068
Others	8,724	12,738	(19,805)	(6,330)	(1,893)
Minority interests	84,318	78,169	77,635	75,660	82,379
<b>Shares' equity</b>	<b>365,691</b>	<b>374,255</b>	<b>363,962</b>	<b>382,361</b>	<b>394,670</b>

## Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Net profit	47,174	21,382	25,915	8,526	13,276
Depreciation	28,835	29,461	29,740	31,369	31,684
Chg in working capital	(43,033)	(12,757)	29,632	2,720	(5,423)
Others	(17,217)	(8,775)	3,738	(1,305)	2,164
<b>CF from operations</b>	<b>15,759</b>	<b>29,312</b>	<b>89,026</b>	<b>41,310</b>	<b>41,701</b>
Capital expenditure	(76,118)	(43,805)	(29,032)	(43,121)	(40,800)
Others	(16,214)	(5,237)	(10,139)	(1,439)	(16,928)
<b>CF from investing</b>	<b>(92,332)</b>	<b>(49,042)</b>	<b>(39,171)</b>	<b>(44,560)</b>	<b>(57,728)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(76,573)</b>	<b>(19,730)</b>	<b>49,855</b>	<b>(3,250)</b>	<b>(16,027)</b>
Net borrowings	41,458	60,233	(27,040)	(9,358)	(13,488)
Equity capital raised	(785)	(288)	(1,475)	0	0
Dividends paid	(20,398)	(19,199)	(5,400)	(3,602)	(5,403)
Others	27,206	(1,558)	(30,129)	11,501	11,156
<b>CF from financing</b>	<b>47,481</b>	<b>39,188</b>	<b>(64,042)</b>	<b>(1,459)</b>	<b>(7,736)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>(29,092)</b>	<b>19,458</b>	<b>(14,188)</b>	<b>(4,709)</b>	<b>(23,763)</b>

## Forward PBV band



## Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Sales	530,112	569,609	499,646	486,938	530,178
Cost of sales	(421,000)	(491,339)	(426,199)	(421,689)	(459,198)
<b>Gross profit</b>	<b>109,112</b>	<b>78,269</b>	<b>73,447</b>	<b>65,249</b>	<b>70,980</b>
SG&A	(62,797)	(69,773)	(65,190)	(65,083)	(66,272)
<b>EBITDA</b>	<b>91,867</b>	<b>61,912</b>	<b>54,143</b>	<b>48,864</b>	<b>58,654</b>
Depre. & amortization	(28,835)	(29,461)	(29,740)	(31,369)	(31,684)
Equity income	17,543	10,703	8,419	7,632	8,569
Other income	9,208	11,706	11,064	10,720	11,664
<b>EBIT</b>	<b>46,315</b>	<b>8,497</b>	<b>8,257</b>	<b>166</b>	<b>4,707</b>
Finance costs	(6,757)	(7,523)	(10,297)	(11,423)	(11,156)
Income taxes	(8,900)	(4,650)	(5,045)	924	(1,039)
<b>Net profit before MI</b>	<b>47,174</b>	<b>21,382</b>	<b>25,915</b>	<b>8,526</b>	<b>13,276</b>
Minority interest	(7,562)	3,658	1,805	1,764	1,591
<b>Core profit</b>	<b>48,979</b>	<b>20,763</b>	<b>13,307</b>	<b>8,546</b>	<b>13,276</b>
Extraordinary items	(1,805)	619	12,608	(20)	0
<b>Net profit</b>	<b>47,174</b>	<b>21,382</b>	<b>25,915</b>	<b>8,526</b>	<b>13,276</b>

## Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	32.5%	7.5%	-12.3%	-2.5%	8.9%
EBITDA	23.1%	-32.6%	-12.5%	-10.2%	20.0%
Net profit	38.2%	-54.7%	21.2%	-67.1%	55.7%
Core profit	34.1%	-57.6%	-35.9%	-35.8%	55.3%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	20.6%	13.7%	14.7%	13.4%	13.4%
EBITDA margin	17.3%	10.9%	10.8%	10.0%	11.1%
Core profit margin	9.2%	3.6%	2.7%	1.8%	2.5%
Net profit margin	8.9%	3.8%	5.2%	1.8%	2.5%
ROA	5.5%	2.4%	2.9%	0.9%	1.4%
ROE	12.9%	5.7%	7.1%	2.2%	3.4%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	1.12	1.21	1.24	1.16	1.12
Net D/E (x)	0.57	0.71	0.57	0.48	0.51
Interest coverage ratio	6.85	1.13	0.80	0.01	0.42
Current ratio (x)	1.38	1.89	1.07	0.94	0.88
Quick ratio (x)	0.40	0.68	0.32	0.26	0.16
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	39.31	17.82	21.60	7.10	11.06
Core EPS	40.82	17.30	11.09	7.12	11.06
Book value	304.74	311.88	303.30	318.63	328.89
Dividend	18.50	8.00	6.50	3.00	4.50
<b>Valuation (x)</b>					
PER	6.11	13.47	11.11	33.78	21.69
Core PER	5.88	13.87	21.64	33.70	21.69
P/BV	0.79	0.77	0.79	0.75	0.73
EV/EBITDA	5.90	9.38	10.43	11.52	9.77
Dividend yield	7.7%	3.3%	2.5%	1.3%	1.9%

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.

Corporate governance report of Thai listed companies 2023

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน 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'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 yields.

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 รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างไร้ข้อสงสัย มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน 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 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. 6