

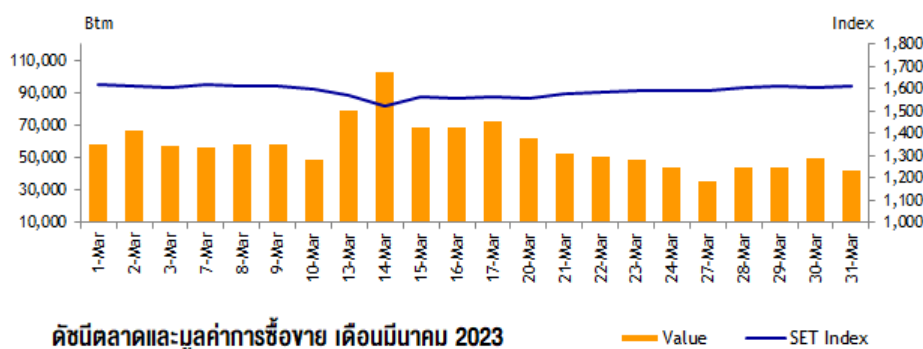
MOMENTUM

Vol. 4 April 2023

“Resilience among fragility”

ความปั่นป่วนในภาคธนาคารครั้งล่าสุดเพิ่มความ
เสี่ยงต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ในขณะที่
เงินเฟ้อในภูมิภาคตะวันตกยังอยู่ในระดับสูง เรา
คาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะไม่เกิดขึ้นใน
ระยะเวลาอันใกล้ ทำให้สินทรัพย์เสี่ยงยังมีแรง
กดดัน อย่างไรก็ตามเศรษฐกิจไทยยังแข็งแกร่ง
โดยเฉพาะภาคการบริโภคและการท่องเที่ยวที่ฟื้น
ตัว รวมถึงผลบวกจากการเลือกตั้งที่กำลังจะมาถึง
เราปรับลด SET Target ลงเหลือ 1,700 จุด ยังคง
แนะนำให้นักลงทุนสะสมหุ้นเมื่ออ่อนตัว
เดือนเมษายนนี้ เราแนะนำ ...

AOT, BA, BGRIM, CPN, MAKRO



มุมมองทางเทคนิค

เดือนเมษายน 2023

ในเดือนที่ผ่านมาดัชนีพักตัวลง
ต่อเนื่องหลุดแนวรับหลักที่ 1600
จุดลงมาในลักษณะที่เป็น Panic
Sell จากประเด็นความเสี่ยงของ
กลุ่มธนาคารในสหรัฐฯและยุโรป ทำ
ให้ดัชนีพักตัวลงแรงลงไปแนวรับ
หลักที่บริเวณ 1500-1520 จุด
ก่อนที่จะฟื้นตัวกลับขึ้นมาได้แบบ V-
Shaped Technical Rebound
โดยมองการฟื้นตัวขึ้นครั้งนี้มีแนว
ต้านที่บริเวณ 1610 จุด และ 1625-
1630 จุด มองการฟื้นตัวของดัชนีมี
โอกาสที่จำกัดที่บริเวณดังกล่าว
และมีโอกาสที่จะพักตัวลงสะสม
กำลังที่แนวรับแรกที่ 1570-1580
จุด และแนวรับหลักที่ 1540-1555
จุด ฉะนั้นมองทิศทางของการแกว่ง
ตัวของ SET Index ในเดือน
เมษายน 2023 เป็น Sideway โดย
มีกรอบของการแกว่งตัวช่วง 1540-
1630 จุด

กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

Register No. 047077



ความปั่นป่วนในภาคธนาคารครั้งล่าสุดเพิ่มความเสี่ยงต่อการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ในขณะที่เงินเฟ้อในภูมิภาคตะวันตกยังอยู่ในระดับสูง เราคาดว่า การปรับลดอัตราดอกเบี้ยจะไม่เกิดขึ้นในระยะเวลายาวใกล้ ทำให้สินทรัพย์เสี่ยงยังมีแรงกดดัน อย่างไรก็ตาม เศรษฐกิจไทยยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะภาคการบริโภคและการท่องเที่ยวที่ฟื้นตัว รวมถึงผลบวกจากการเลือกตั้งที่กำลังจะมาถึง เราปรับลด SET Target ลงเหลือ 1,700 จุด ยังคงแนะนำให้ นักลงทุนสะสมหุ้นเมื่ออ่อนตัว โดยหุ้นเด่นในเดือน เม.ย. 23 ประกอบด้วย AOT, BA, BGRIM, CPN และ MAKRO

FED มีนโยบายเข้มงวดกว่าที่ตลาดคาด

การประชุม FED ครั้งล่าสุดสะท้อนว่าการขึ้นอัตราดอกเบี้ยของ FED อาจสิ้นสุดลงในเร็ววันนี้โดยน่าจะขึ้นดอกเบี้ยอีก 25 bps เป็น 5-5.25% ใน 2Q23 อย่างไรก็ดี dot plot ในเดือน มิ.ค. 2023 ชี้ให้เห็นว่าคณะกรรมการฯ คาดว่าจะไม่มีการลดอัตราดอกเบี้ยในปีนี้ซึ่งเป็นนโยบายที่เข้มงวดกว่าที่ตลาดคาดว่าจะปรับลดอัตราดอกเบี้ย 75-100 bps ในช่วง 2H23 เราเห็นว่าปัจจัยสำคัญที่อาจบังคับให้ FED ปรับลดอัตราดอกเบี้ยก็คือการลดลงของเงินเฟ้ออย่างมีนัยสำคัญในระยะกลางซึ่งหมายความว่าเศรษฐกิจสหรัฐฯ อาจชะลอตัวอย่างรุนแรงหรือถดถอย ด้วยเหตุดังกล่าวเราจึงคาดว่าตลาดหุ้นโลกจะยังอยู่ภายใต้แรงกดดันเนื่องจากกระแสเงินน่าจะไหลเข้าสินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำและสินทรัพย์ที่มีความปลอดภัยสูง

เศรษฐกิจและกลุ่มธนาคารไทยมีความแข็งแกร่งมากกว่า

ความปั่นป่วนในธุรกิจธนาคารในสหรัฐฯ และยุโรปที่เกิดขึ้นในช่วงที่ผ่านมาทำให้ระบบการเงินมีความเสี่ยงมากยิ่งขึ้น ปัจจัยดังกล่าวอาจกระทบความเชื่อมั่นทางธุรกิจและของผู้บริโภคในระยะสั้นถึงกลาง อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าเศรษฐกิจไทยจะยังแข็งแกร่ง มีเพียงแค่ภาคการส่งออกที่ได้รับผลกระทบ ในขณะที่การบริโภคในประเทศและการท่องเที่ยวยังอยู่ในทิศทางขาขึ้น ด้านฐานทุนของธนาคารไทยยังอยู่ในเกณฑ์ดีด้วย Tier 1 และ CAR ratio ที่สูงกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำอยู่มาก นอกจากนี้เงินลงทุนของธนาคารไทยส่วนมากอยู่ในพันธบัตรในประเทศซึ่งไม่ได้รับผลกระทบอย่างรุนแรงจากการขึ้นอัตราดอกเบี้ย

ไทยกำลังเข้าสู่ช่วงเลือกตั้ง

ประเทศไทยจะมีการเลือกตั้งทั่วไปในวันที่ 14 พ.ค. 2023 จากการศึกษางานของเราโดยมาก SET จะปรับขึ้นโดยเฉลี่ย 1.7% ในช่วง 2 เดือนก่อนการเลือกตั้ง เราคาดว่ารูปแบบดังกล่าวอาจเกิดขึ้นอีกครั้งในปีนี้อาจจากการใช้จ่ายเพื่อการเลือกตั้งที่คาดว่าจะอยู่ในระดับที่สูงมาก นอกจากนี้ถ้าการเลือกตั้งมีผู้ชนะอย่างชัดเจนจนสามารถจัดตั้งรัฐบาลที่มีเสถียรภาพสูง เราคิดว่าตลาดน่าจะตอบสนองในเชิงบวก ปัจจัยดังกล่าวอาจช่วยเพิ่มความมั่นใจในเศรษฐกิจในระยะยาวและ ‘Sell in May’ อาจไม่เกิดขึ้นในปี

ปรับลด SET Target ลงเหลือ 1,700 ยังเลือกหุ้นในประเทศ

เราปรับลดเป้าหมายสำหรับ SET ในปี 2023 ลงจาก 1,750 เหลือ 1,700 โดยคิดจาก PER ที่ 16.9x เราปรับลดประมาณการกำไรต่อหุ้นปี 2023 ลงจาก 111 เป็น 101 บาท ยังเติบโตสูง +20% y-y เรายังคาดว่า การปรับตัวลดลงของ SET มาอยู่ในช่วง 1,500-1,550 เป็นโอกาสในการสะสมหุ้นในพื้นฐานโดยอิงสมมติว่าไม่เกิดวิกฤตการเงิน เรายังชอบหุ้นในประเทศและหุ้นที่เกี่ยวข้องกับประเด็นการเปิดประเทศ หุ้นเด่นของเราใน 2Q23 ประกอบด้วย AOT, BA, BGRIM, CPN, และ MAKRO

AOT TB

BUY, TARGET: 85.00, +16.4%

THAI CAC : N/A

CG2022 : 5

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

FSSIA



ตัวเลขผู้โดยสารต่างชาติใน 1QFY23 เพิ่มขึ้น 54% ของระดับก่อนโควิด

AOT รายงานกำไรปกติ 0.4 พัน ลบ. ใน 1QFY23 (เทียบกับที่เคยขาดทุนปกติ 1.1 พัน ลบ. ใน 4QFY22) กำไรดังกล่าวสูงกว่าที่เราคาดไว้ที่ 0.2 พัน ลบ. ส่วนมากมาจากรายได้สัมปทานที่สูงเกินคาด รายได้โต 35% q-q เนื่องจากปริมาณผู้โดยสารในประเทศและต่างประเทศปรับตัวขึ้นเป็น 79% และ 54% ของระดับก่อนโควิดตามลำดับ (เทียบกับ 74% และ 36% ใน 4QFY22) ค่าใช้จ่าย (ไม่รวมค่าเสื่อม) เพิ่ม 3% q-q ในขณะที่ค่าเสื่อมลดลง 2% q-q อัตรากำไรจากการดำเนินงานพลิกเป็นบวกที่ 15% จาก -14% ใน 4QFY22

ปริมาณผู้โดยสารในปัจจุบันสูงกว่าประมาณการของ AOT ไปแล้วถึง 9%

เราเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ของ AOT ในวันนี้ เราเชื่อว่าโมเมนตัมน่าจะต่อเนื่องไปใน 2QFY23 เนื่องจากตัวเลขผู้โดยสารในประเทศได้ปรับตัวเป็น 81% และ 57% ของระดับก่อนโควิดตามลำดับในเดือน ม.ค. นอกจากนี้ AOT ยังกล่าวอีกว่าปริมาณผู้โดยสาร FY23 YTD ได้สูงเกินกว่าสมมติฐานในปัจจุบันไปแล้วถึง 9% ซึ่งหมายความว่า AOT อาจปรับเพิ่มประมาณการปริมาณผู้โดยสารกับบริษัทฯ เห็นความต้องการในระดับสูงในช่วงฤดูร้อน (ม.ย. - ก.ย. 2023) หมายเหตุสมมติฐานปริมาณผู้โดยสารของเราสูงกว่าของบริษัทฯ อยู่ 15%

ต้นทุนที่ปรับขึ้น แต่ยังคงคล้อยกับรายได้ที่โตในระดับสูง

นอกจากนี้ AOT ยังได้อธิบายเพิ่มเติมเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายใน 1QFY23 ที่เพิ่ม 3% q-q และ 38% y-y โดยสวัสดิการพนักงานเพิ่ม 33% y-y จากโบนัสค้างจ่ายที่สูงขึ้น ค่าสาธารณูปโภคเพิ่ม 38% y-y ส่วนมากมาจากราคาค่าไฟฟ้าที่สูงขึ้นและอาคารผู้โดยสาร SAT-1 AOT คงเป้าหมายในการเปิด SAT-1 ในเดือน ก.ย. 23 และคาดว่าต้นทุนบุคลากรจะเพิ่มประมาณ 150 ลบ. ต่อปีในขณะที่ค่าเสื่อมจะเพิ่มประมาณ 1.2 พัน ลบ. ต่อปี ทั้งสองรายการดังกล่าวจะทำให้ค่าใช้จ่ายเพิ่มประมาณ 5% จากระดับปัจจุบัน เราไม่ได้กังวลเกี่ยวกับค่าใช้จ่ายที่กำลังปรับขึ้นเนื่องจากเราคาดว่ารายได้จะโตดีจากตัวเลขผู้โดยสารที่ฟื้นตัวและรายได้สัมปทานที่สูงขึ้นเมื่อ AOT เริ่มเก็บเงินประกันรายได้ขึ้นตั้งแต่เดือน เม.ย. 23 เป็นต้นไป

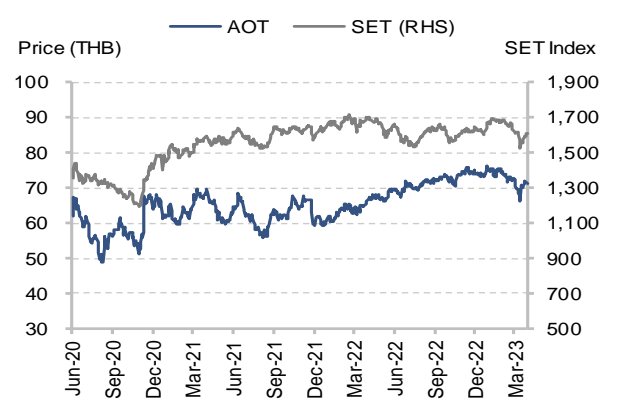
หุ้นมีการซื้อขายในระดับต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต

AOT มีการซื้อขายในระดับการประเมินมูลค่าที่น่าสนใจที่ 31x ของค่า FY24E P/E (ปีปกติ) (แรก) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 46x หุ้นอาจมี Upside จากสนามบินใหม่ 3 แห่ง (อุตราธานี บุรีรัมย์และกระบี่) ซึ่งน่าจะโอนจากกรมท่าอากาศยานให้แก่ AOT ภายใน 1H23 โดยอยู่ระหว่างรอการอนุมัติของ ครม.

Consolidated earnings

YE Sep (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	16,560	49,506	76,181	87,611
Net profit	(11,088)	13,188	33,252	39,519
EPS (THB)	(0.78)	0.92	2.33	2.77
vs Consensus (%)	-	nm	207.8	35.3
EBITDA	(1,400)	27,758	52,389	62,390
Core net profit	(10,173)	13,188	33,252	39,519
Core EPS (THB)	(0.71)	0.92	2.33	2.77
EPS growth (%)	nm	nm	152.1	18.8
Core P/E (x)	(102.5)	79.1	31.4	26.4
Dividend yield (%)	-	0.5	1.5	1.8
EV/EBITDA (x)	(787.2)	39.1	20.6	17.1
Price/book (x)	10.3	9.1	7.3	6.3
Net debt/Equity (%)	56.3	35.4	23.7	13.9
ROE (%)	(9.5)	12.2	25.9	25.7

Sources: Company data, FSSIA estimates



BA TB

BUY, TARGET: 18.00, +37.4%

THAI CAC : N/A

CG2022 : 4

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

FSSIA



การปรับรูปแบบการทำธุรกิจให้ดีขึ้นทำให้ปัจจัยพื้นฐานปรับตัวดีขึ้น

เราเชื่อว่าการปรับรูปแบบการทำธุรกิจของ BA เริ่มเห็นผลแล้วเนื่องจากผลประกอบการปกติเกือบถึงจุดคุ้มทุนใน 4Q22 ด้วยปริมาณผู้โดยสารที่ฟื้นตัวเป็นเพียง 65% ของระดับก่อนโควิด (เทียบกับผลขาดทุนปกติก่อนภาษีที่ 1.2 พัน ลบ. ใน 4Q19) เราเห็นว่าปัจจัยที่ดีขึ้นอยู่ที่ต้นทุนธุรกิจสายการบินที่ลดลง ผลตอบแทนจากผู้โดยสารที่สูงขึ้นจากการมุ่งเน้นไปในเส้นทางสมุยและโครงสร้างของ BAREIT ที่เอื้อประโยชน์ให้มากยิ่งขึ้น.

การใช้ฝูงบินให้เป็นประโยชน์มากที่สุดในปี 2023

ส่วนสุดท้ายของแผนการปรับรูปแบบการทำธุรกิจของ BA จะอยู่ที่การใช้ฝูงบินให้เป็นประโยชน์มากที่สุดเพื่อปรับปรุงความสามารถในการทำกำไรจะลดจำนวนเครื่องบินจาก 35 ลำในปี 2022 เป็น 26-28 ลำในปี 2023 การลดดังกล่าวจะทำให้เกิดค่าใช้จ่ายพิเศษไม่เกิน USD20 ล้าน (ประมาณ 0.7 พัน ลบ.) จากต้นทุนในการส่งคืนเครื่องบินในปี 2023 หลังจากนั้นความสามารถในการทำกำไรของ BA น่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญซึ่งจะช่วยให้นักลงทุนได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของท่าอากาศยานไทย จากฝูงบินที่เล็กลงราคาต่อหน่วยที่นิ่งต่อไตรมาส (ASK) จะฟื้นตัวเป็น 60-80% ในปี 2023-24 อย่างไรก็ตามปริมาณผู้โดยสารน่าจะฟื้นตัวเป็น 75-90% จาก Load factor ที่สูงขึ้นเป็น 74-76% ในช่วงเดียวกัน (เทียบกับ 68% ในปี 2019)

ค่าบัตร์โดยสารที่สูงขึ้นจะเป็น Upside สำหรับกำไรในปี 2023

เราคาดว่า BA จะพลิกมามีกำไรใน 1Q23 จากฤดูกาลท่องเที่ยว เราคาดว่าทั้งปริมาณผู้โดยสารและค่าบัตร์โดยสารจะปรับตัวดีขึ้น q-q ในปี 2023 เราคาดว่ากำไรปกติที่ 0.9 พัน ลบ. ประกอบด้วยเงินปันผล 0.6 พัน ลบ. จาก BDMS และส่วนแบ่งรายได้ 0.4 พัน ลบ. จากธุรกิจขนส่งสินค้า (Cargo) เราตั้งสมมติฐานธุรกิจสายการบินและธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสนามบินไว้ต่ำโดยคาดไว้แค่เท่าทุน ค่าบัตร์โดยสารที่สูงกว่าคาดน่าจะให้ Upside แก่ประมาณการของเรา ทั้งนี้เราคาดว่าค่าบัตร์โดยสารเฉลี่ยที่ประมาณ 3,400 บาทในปี 2023 (+7% เมื่อเทียบกับ 3,200 บาทในปี 2019) ในขณะที่ค่าบัตร์โดยสารเฉลี่ยใน 4Q22 สูงกว่าระดับก่อนโควิดอยู่ 16%

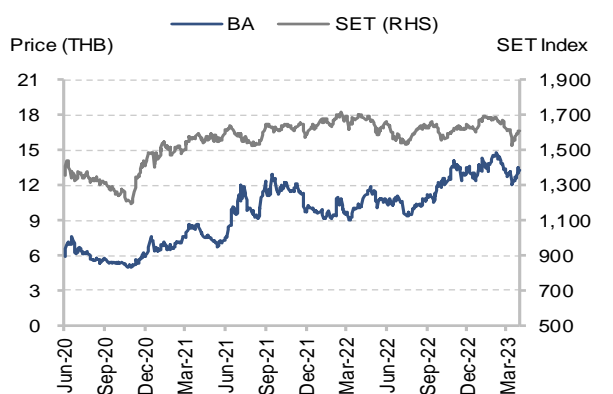
ทางเลือกการลงทุนที่ถูกต้องในกลุ่มหุ้นท่องเที่ยวไทย

เราคงประมาณการกำไรปกติและราคาเป้าหมายที่ 18 บาท (SoTP) BA เป็นหนึ่งในหุ้นเด่นของเรากลุ่มหุ้นท่องเที่ยวไทยจากความเสี่ยงต่อผลตอบแทน (risk/reward) ที่อยู่ในเกณฑ์ดีโดยมีระดับการประเมินมูลค่าที่ต่ำที่สุดเพียง 18x ของค่า 2024E P/E ซึ่งต่ำกว่า AAV (22x), AOT (31x) และค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงแรม (32x) การพลิกฟื้นของกำไรใน 1Q23 น่าจะทำให้ตลาดหันมาให้ความสนใจ BA ทั้งนี้หากมีความชัดเจนของการทำ IPO อาจจะทำให้มีโอกาสดีกทำกำไรในปีหน้ากลับไปแตะระดับสูงสุดที่ 2.1 พัน ลบ. ในปี 2016 ซึ่งราคาหุ้นมีการซื้อขายอยู่ในช่วง 20.3-27.5 บาท

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	11,305	19,771	24,267	25,537
Net profit	(2,112)	918	1,573	1,705
EPS (THB)	(1.01)	0.44	0.75	0.81
vs Consensus (%)	-	nm	132.9	1.3
EBITDA	115	2,243	2,419	2,502
Core net profit	(1,974)	918	1,573	1,705
Core EPS (THB)	(0.94)	0.44	0.75	0.81
Chg. In EPS est. (%)	nm	0.0	0.0	nm
EPS growth (%)	nm	nm	71.4	8.4
Core P/E (x)	(13.9)	30.0	17.5	16.1
Dividend yield (%)	-	2.0	3.4	3.7
EV/EBITDA (x)	471.9	21.7	18.4	16.9
Price/book (x)	1.6	1.6	1.5	1.4
Net debt/Equity (%)	158.6	119.5	90.7	75.4
ROE (%)	(13.2)	5.3	8.6	8.9

Sources: Company data, FSSIA estimates



กรรมการอิสระ/ ประธานกรรมการตรวจสอบ/ ประธานคณะกรรมการสรรหา ค่าตอบแทนและบรรษัทภิบาล ของ FINANSIA SYRUS เป็น กรรมการ ของ BA



TOP5 : APRIL

บมจ. บี.กริม เพาเวอร์

BGRIM TB

BUY, TARGET: 47.00, +19.7%

THAI CAC : Certified

CG2022 : 5

Analyst : Siriluck Pinthusoonthorn

FSSIA

อัตราค่าไฟที่สูงขึ้นจากการขึ้นค่า Ft และต้นทุนก๊าซที่ลดลง

เราคาดว่ากำไรของ BGRIM จะมีแนวโน้มเติบโตดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปี 2023 จาก 1) อัตราค่าไฟที่ขึ้นต้นที่สูงขึ้นของโรงไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) จากการขึ้นค่า Ft ซึ่งน่าจะเร็วกว่าต้นทุนก๊าซที่ปรับขึ้น; 2) ต้นทุนก๊าซที่ประหยัดได้ 6-10% จาก SPP ใหม่ 7 แห่งที่มีกำหนดทยอยเปลี่ยนมาใช้ไอใน ช่วง 2H22-2023; 3) ปริมาณไฟฟ้าและไอน้ำที่ขายให้แก่ผู้ใช้อุตสาหกรรม (IU) ที่สูงขึ้นส่วนมากจากความต้องการที่สูงขึ้นและ SPP ใหม่ 7 แห่ง; และ 4) ต้นทุนก๊าซที่ลดลง y-y ในปี 2023 ในขณะที่ก๊าซจากแหล่งเอราวัณช่วยทดแทน LNG จากสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น

คาดต้นทุนก๊าซจะลดลงเนื่องจากการผลิตในแหล่งเอราวัณฟื้นกลับ

เราเชื่อว่ากำไรปกติน่าจะติดลบอย่างเห็นได้ชัดใน 1Q23 เนื่องจากการขึ้นค่า Ft ในระหว่างไตรมาส น่าจะช่วยชดเชยราคาไฟฟ้าของ SPP ของบริษัทฯ ที่เพิ่มขึ้นเป็น 520 บาท/mmbtu อย่างไรก็ดี เราคาดว่าราคาไฟฟ้าของ SPP จะลดลงเป็นจำนวนมากเหลือ 380 บาท/mmbtu ใน 4Q23 จากการผลิตที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นจากแหล่งเอราวัณ จากข้อมูลของ PTT Exploration and Production (PTTEP TB, NR) การผลิตก๊าซในแหล่งเอราวัณน่าจะทยอยเพิ่มจาก 220mmscfd ในปัจจุบันเป็น 400mmscfd ภายในกลางปี 2023 และเป็น 600mmscfd ภายในสิ้นปี 2023 ก่อนถึงปริมาณที่ระบุในสัญญาที่ 800mmscfd ภายในกลางปี 2024

แนวโน้มโตต่อเนื่อง

เมื่อวันที่ 11 พ.ย. 22 BGRIM ซื้อหุ้น 49% ในโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ขนาด 20MW ในญี่ปุ่น โดยมีต้นทุนในการลงทุนรวม 358.2 ลบ. จากข้อมูลของผู้บริหาร BGRIM คาดว่าจะได้กำลังการผลิตไฟฟ้าจากลมไม่เกิน 1,000MW ในเกาหลีใต้ในช่วงปี 2023-25 นอกจากนี้โรงไฟฟ้าพลังลมและแสงอาทิตย์ของ BGRIM ยังมีแนวโน้มที่จะรายงานกำลังการผลิตโตเพิ่มจากการประมูลโครงการพลังงานหมุนเวียนขนาด 5.2GW ที่กำลังจะมีขึ้นในไทยพร้อมกับโรงไฟฟ้าพลังลมและโครงการผลิตไฟฟ้าจาก LNG ภายใต้แผนพัฒนา กำลังการผลิตไฟฟ้าฉบับที่ 8 ฉบับใหม่ของเวียดนาม ข้อมูลดังกล่าวสอดคล้องกับเป้าหมายกำลังการผลิตรวมระยะยาวที่ 10GW ในปี 2030 ซึ่งมากกว่า 50% จะมาจากพลังงานหมุนเวียน

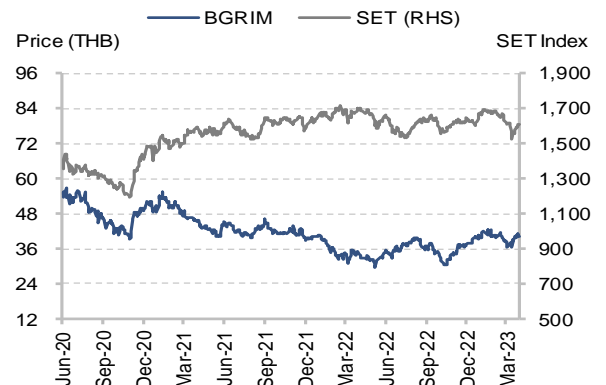
คงแนะนำซื้อหลังปรับราคาเป้าหมายเพิ่มเป็น 47 บาท

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรต่อหุ้นปี 2023 ขึ้น 8.6% สอดคล้องกับสมมติฐานค่าไฟฟ้าเฉลี่ยที่สูงขึ้น 0.8-2.3% ในปี 2023-24 พร้อมราคาไฟฟ้าที่ลดลง 6.8-11% ในขณะที่สมมติฐานอัตราการใช้กำลังการผลิตเฉลี่ยลดลงจากความต้องการที่คาดว่าจะลดลง ราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่ 47 บาท (SoTP) สะท้อนประมาณการกำไรต่อหุ้นปี 2023 ที่สูงขึ้น

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	62,395	106,289	101,086	98,781
Net profit	(1,244)	2,719	3,286	3,196
EPS (THB)	(0.48)	1.04	1.26	1.23
vs Consensus (%)	-	13.7	7.4	(17.4)
EBITDA	9,542	18,729	20,423	20,419
Core net profit	375	2,719	3,286	3,196
Core EPS (THB)	0.14	1.04	1.26	1.23
Chg. In EPS est. (%)	nm	8.6	(0.2)	nm
EPS growth (%)	(84.6)	624.5	20.8	(2.7)
Core P/E (x)	272.6	37.6	31.1	32.0
Dividend yield (%)	0.2	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	20.8	11.1	10.7	11.2
Price/book (x)	3.4	3.2	3.0	2.8
Net debt/Equity (%)	197.8	183.8	168.6	157.1
ROE (%)	1.3	8.8	9.9	9.0

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : APRIL

บมจ. เซ็นทรัลพัฒนา

CPN TB

BUY, TARGET: 82.00, +15.9%

THAI CAC : Certified

CG2022 : 5

Analyst : Jitra Amornthum

FSSIA



กำไรใกล้เคียงคาด

CPN รายงานกำไรสุทธิ 4Q22 อยู่ที่ 2.8 พัน ลบ. ใกล้เคียงกับที่เราและตลาดคาด ตัวเลขปรับตัวลดลงเล็กน้อยที่ 2% q-q แต่กระโดดเพิ่ม 55% y-y จากฐานที่ต่ำใน 4Q21 กำไรที่ลดลงเล็กน้อย q-q เกิดจากค่าใช้จ่ายการขายและบริหารที่สูงขึ้นตามฤดูกาลและค่าการตลาดที่สูงขึ้น เพื่อช่วยเหลือผู้เช่า ซึ่งทำให้ได้กำไรปี 2022 ออกมาที่ 10.8 พัน ลบ. (+51% y-y) ต่ำกว่าระดับก่อนโรคระบาดเพียง 8%

รายได้ปรับตัวดีขึ้นในทุกธุรกิจ

ในระหว่างไตรมาส CPN เปิดตัว GO! Hotel (โรงแรมราคาประหยัดคุณภาพสูงแห่งใหม่) แห่งแรกในบ่อวิน ชลบุรี นอกจากนี้บริษัทฯ ยังเพิ่มโครงการที่อยู่อาศัยอีก 5 โครงการและจัดกิจกรรมทางการตลาดครั้งใหญ่กล่าวคือ Bangkok Countdown Celebration เพื่อกระตุ้นตัวเลขลูกค้าเข้าห้างและยอดขายของผู้เช่า ใน 4Q22 รายได้เพิ่ม 13% q-q และ 33% y-y โดยปรับตัวดีขึ้นในทุกธุรกิจ รายได้ค่าเช่าและบริการซึ่งคิดเป็น 84% ของรายได้รวมเพิ่ม 7% q-q และ 31% y-y โดยมีส่วนลดค่าเช่าเฉลี่ย 7% สำหรับศูนย์การค้าและไม่มีส่วนลดสำหรับศูนย์การค้าชุมชน ซึ่งทำให้อัตรากำไรขั้นต้นจากรธุรกิจให้เช่าและบริการเพิ่มเป็น 52.0% ใกล้เคียงกับระดับก่อนโควิด

รายได้และอัตรากำไรฟื้นตัวสู่ระดับก่อนโควิดในปี 2019

ในปี 2022 การดำเนินงานรวมฟื้นตัวเต็มที่สู่ระดับก่อนโควิดในปี 2019 รายได้จากการค้าดำเนินงานกระโดดเพิ่ม 43% y-y เป็น 35.6 พัน ลบ. เท่ากับรายได้เฉลี่ยในช่วงปี 2018-19 พร้อมอัตรากำไรขั้นต้นรวมอยู่ที่ 49.3% ใกล้เคียงกับระดับในปี 2019 นอกจากนี้บริษัทฯ ยังพยายามควบคุมต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพซึ่งช่วยให้สัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายลดลงมาอยู่ที่ 18.2% ในปี 2022 จาก 21.8% ในปีก่อนหน้า

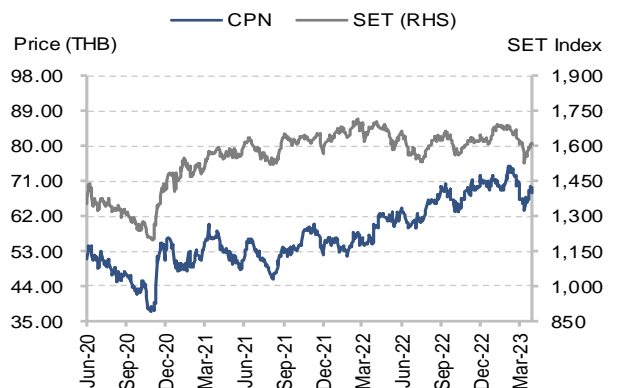
คงแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมายเดิม

เราคงประมาณการและราคาเป้าหมายที่ 82 บาท (DCF, WACC 7.0%) เราเชื่อว่า CPN มีความน่าสนใจจากการเป็นหุ้นในภาคที่ได้ประโยชน์จากการกลับมาเปิดประเทศของไทย การกลับมาของอุตสาหกรรมท่องเที่ยว และการเป็นบริษัทพัฒนาอสังหาริมทรัพย์ Mixed-use เราคงแนะนำซื้อ CPN

Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	35,575	41,462	44,890	47,661
Net profit	10,760	12,898	14,064	14,927
EPS (THB)	2.40	2.87	3.13	3.33
vs Consensus (%)	-	22.5	14.3	8.8
EBITDA	19,608	23,096	25,387	27,208
Core net profit	10,945	12,898	14,064	14,927
Core EPS (THB)	2.44	2.87	3.13	3.33
Chg. In EPS est. (%)	nm	0.0	1.2	nm
EPS growth (%)	114.6	17.8	9.0	6.1
Core P/E (x)	29.0	24.6	22.6	21.3
Dividend yield (%)	1.3	1.5	1.7	1.7
EV/EBITDA (x)	22.7	18.4	17.1	16.3
Price/book (x)	3.9	3.5	3.2	3.0
Net debt/Equity (%)	133.7	100.4	101.4	100.1
ROE (%)	14.2	15.1	15.0	14.5

Sources: Company data, FSSIA estimates



MAKRO TB

BUY, TARGET: 46.00, +22.7%

THAI CAC : Certified

CG2022 : 5

Analyst : Jitra Amornthum

Assistant Analyst : Thada Jirachoenying

FSSIA

แนวโน้มปี 2023 เป็นบวก

เราคาดว่ารายได้รวมของ MAKRO ในปี 2023 จะแตะ 508 พัน ลบ. (+9% y-y) เนื่องจากเราคาด SSSG เป็นเลขหลักเดียวในระดับสูง โดยน่าจะได้ปัจจัยหนุนจาก 1) การฟื้นตัวของทางท่องเที่ยวและการบริโภคในประเทศ; 2) การขยายสาขาและพื้นที่ศูนย์การค้าอย่างต่อเนื่อง (12 สาขาสำหรับ Makro Thailand และอีก 6 ในต่างประเทศ, 160 สาขาสำหรับ Lotus's ในประเทศไทยและอีก 14 ในมาเลเซีย); และ 3) กลยุทธ์ Online-to-offline (O2O) ผ่าน Makro PRO และแอป Lotus's อัตรากำไรขั้นต้นน่าจะปรับตัวดีขึ้นเป็น 16.8% ในปี 2023 (เทียบกับ 16.4% ในปี 2022) จากการเพิ่มสัดส่วนสินค้าที่มีอัตรากำไรสูง เช่น อาหารสดและสินค้า Private Label ซึ่งเป็นจุดแข็งของ MAKRO และ Lotus's เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2023 วัที่ 11 พัน ลบ. (+45% y-y) จากการเติบโตของยอดขายรวมและอัตรากำไรขั้นต้นที่ดีขึ้น ในขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายน่าจะทรงตัวที่ ~13.5% จากต้นทุนค่าสาธารณูปโภค บุคลากรและค่าใช้จ่ายในด้าน IT

ประโยชน์จากการควบรวมของ MAKRO และ Lotus's

เราเห็นว่าการควบรวมของ MAKRO และ Lotus's มีประโยชน์ดังนี้: 1) การยกระดับสินค้าอาหารสดโดยการปรับพื้นที่ภายในร้านค้าปลีกไปมุ่งเน้นในด้านอาหารสดและแช่แข็ง; 2) การใช้พื้นที่ร่วมกันในร้านค้าปลีกประเภท Mixed-use เพื่อให้ได้ประโยชน์สูงสุดจากพื้นที่ค้าปลีกส่วนเกินในการเพิ่มตัวเลงลูกค้าและรายได้จากการเช่า; 3) แพลตฟอร์มจัดหาผู้จัดส่งร่วมสำหรับสินค้า Private label; และ 4) ระบบหลังบ้านร่วมและการแบ่งปันต้นทุน จากมูลค่าประโยชน์ที่ได้จากการควบรวมกิจการจำนวน 2.7 พัน ลบ. 1.5 พัน ลบ. อยู่ในปี 2022 และเราคาดว่าอีก 1.2 พัน ลบ. จะอยู่ในปี 2023

การปรับโครงสร้างหนี้จะช่วยลดความเสี่ยงในด้านอัตราดอกเบี้ย

ผู้บริหารวางแผนแปลงเงินกู้ในรูปเงินเหรียญสหรัฐฯ เป็นเงินบาทจากอัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงในสหรัฐฯ และอัตราดอกเบี้ยเป้าหมายที่ต่ำกว่า 4% ภายในปี 2023 ในเดือน ม.ค. 23 MAKRO มีสัดส่วนเงินกู้ 17% เป็นเงินเหรียญสหรัฐฯ, 18% เป็นเงินริงกิตและอีก 65% เป็นเงินบาท (เทียบกับ 38% เป็นเงินเหรียญสหรัฐฯ, 16% เป็นเงินริงกิตและอีก 46% เป็นเงินบาทในเดือน ธ.ค.22) เราคาดว่าต้นทุนการเงินจะลดลงเหลือ 6.6 พัน ลบ. (-7% y-y) และหนี้มีดอกเบี้ยจะลดลงเหลือ 0.37x ในปี 2023 (เทียบกับ 0.38x ในปี 2022) และอาจจะแตะ 0.36x ในปี 2025

เริ่มใหม่ด้วยคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมาย 46 บาท

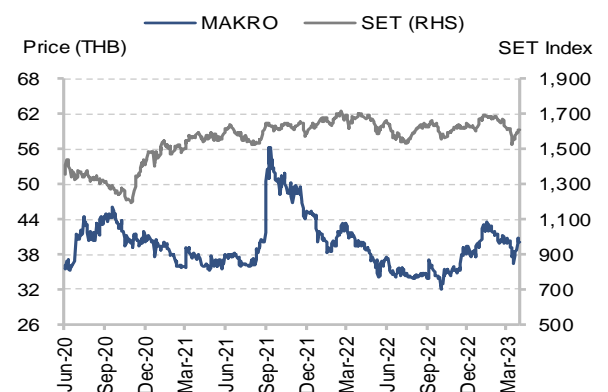
ราคาเป้าหมายของเราที่ 46 บาทมาจากการประเมินด้วยวิธี DCF โดยมีค่า WACC ที่ 7.1% และ Terminal growth ที่ 2% ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น 43.5x ของค่า 2023E P/E (+0.3SD ของค่า P/E 5 ปีย้อนหลัง) เราคาดว่ากำไรสุทธิในช่วงปี 2023-25 จะโต 27.8% CAGR ไปแตะ 16 พัน ลบ. ในปี 2025 คิดเป็นค่า PEG ที่ 1.57 MAKRO มีการซื้อขายที่ 37x ของค่า 2023E P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 39.8x P/E



Consolidated earnings

YE Dec (THB m)	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	466,082	508,344	545,268	589,262
Net profit	7,697	11,187	13,670	16,055
EPS (THB)	0.73	1.06	1.29	1.52
vs Consensus (%)	-	44.2	15.7	9.3
EBITDA	34,252	37,148	41,116	44,662
Core net profit	7,697	11,187	13,670	16,055
Core EPS (THB)	0.73	1.06	1.29	1.52
Chg. In EPS est. (%)	nm	(13.2)	(9.5)	nm
EPS growth (%)	10.4	45.3	22.2	17.4
Core P/E (x)	51.5	35.5	29.0	24.7
Dividend yield (%)	1.4	2.0	2.4	2.8
EV/EBITDA (x)	13.8	12.4	11.3	10.4
Price/book (x)	1.4	1.4	1.3	1.3
Net debt/Equity (%)	25.7	21.1	22.6	21.6
ROE (%)	2.7	3.8	4.6	5.3

Sources: Company data, FSSIA estimates



บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่

999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท
เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-658-9000, 02-658-9500

สำนักงานอัลมาลิ่งค์

25 อาคารอัลมาลิ่งค์ ชั้น 9,14,15
ช.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-646-9600, 02-646-9999

สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1

7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
02-878-5999

สาขา บางกระบือ

3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร
02-378-4545

สาขา ประชาชื่น

105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร
02-580-9130

สาขา บางนา

589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105
(เดิม 1093/105)
ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา
เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร
02-740-7100

สาขา มินท์ ทาวเวอร์

ชั้น 6 (ห้องเลขที่ 601), 7, 8 และ 9
อาคาร มินท์ ทาวเวอร์
เลขที่ 719 ถนนบรรทัดทอง
แขวงวังใหม่ เขตปทุมวัน
จ.กรุงเทพมหานคร
02-680-0700

สาขา สีนธร 1

130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
02-690-4100

สาขา สาทร

เลขที่ 48/32 ชั้น 16
อาคารทีเอสโกทาวเวอร์ ถนนสาทรเหนือ
แขวงสีลม เขตบางรัก
จ.กรุงเทพมหานคร
02-036-4859

สาขา รังสิต

1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ซอยพหลโยธิน 60 ถนนพหลโยธิน
ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี
02-993-8180

สาขา รัตนาธิเบศร์

576 ถ.รัตนาธิเบศร์
ต.บางกระสอบ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี
02-831-8300

สาขา แจ้งวัฒนะ

99, 99/9
เซ็นทรัลแจ้งวัฒนะ ออฟฟิศ ทาวเวอร์
ยูนิตเลขที่ 1904 ชั้น 19
หมู่ 2 ถ.แจ้งวัฒนะ, บางตลาด
ปากเกร็ด, จ.นนทบุรี
02-005-4193

สาขา ขอนแก่น

311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่งแก่นนคร)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น
043-058-925

สาขา อุตรดิตถ์

197/29, 213/3
ถ.อุตรดิตถ์ ต.หมากแข้ง
อ.เมืองอุตรดิตถ์ จ.อุตรดิตถ์
042-245-589

สาขา เชียงใหม่

310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่
053-235-889, 053-204-711

สาขา เชียงราย

758 ถ.พหลโยธิน ต.เวียง
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย
053-750-120

สาขา สมุทรสาคร

เลขที่ 813/30 ถนนรสิงห์ ตำบลมหาชัย
อำเภอเมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร
034-428-045

สาขา แม่สาย

119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย
053-640-599

สาขา นครราชสีมา

198/1 ต.อรุณสมอราย
ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
044-288-700, 044-014-322,
044-014-323

สาขา ออนไลน์ภูเก็ต

22/18
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต
076-210-499

สาขา หาดใหญ่

106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
074-243-777

สาขา สุราษฎร์ธานี

173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี
จ.สุราษฎร์ธานี
077-222-595

สาขา ตรัง

59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง
075-211-219

สาขา บัตตานี

300/69-70 หมู่ 4 ต.รัฐสมิแล
อ.เมือง จ.บัตตานี
073-350-140-4

Public disclosures related to sustainable development evaluation of Thai listed companies

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) **“CG Score”** by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD); 2) **“AGM Checklist”** by the Thai Investors Association (TIA), a **“CAC certified member”** of the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC); and 3) **Sustainability Investment List (THSI)** by the Stock Exchange of Thailand. The ratings are updated on an annual basis. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

CG Score by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)¹

The **CG Score** indicates corporate governance (CG) strength in the sustainable development of Thai listed companies. Annually, the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET), surveys and assesses the CG practices of companies and publishes the results on the [Thai IOD website](#) in a bid to promote and enhance the CG of Thai listed companies in order to promote compliance with international standards for better investment decisions. The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations, as of the date appearing in the report, and may be changed after that date.

The **five underlying categories and weighting** used for the CG scoring in 2022 include the rights of shareholders and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined), the role of stakeholders (25%), disclosure and transparency (15%), and board responsibilities (35%).

The CGR report rates CG in six categories: 5 for Excellent (score range 90-100), 4 for Very Good (score range 80-89), 3 for Good (Score range 70-79), 2 for Fair (score range 60-69), 1 for Pass (score range 50-59), and not rated (score below 50).

AGM Checklist by the Thai Investors Association (TIA)²

The **“AGM Checklist”** quantifies the extent to which shareholders’ rights and equitable treatment are incorporated into business operations and the extent to which information is sufficiently disclosed and the level of its transparency. All the considered factors form important elements of two out of five the CG components. Annually, the TIA, with support from the SEC, leads the project to evaluate the quality of Annual General Meetings of Shareholders (AGMs) and to rate quality of the meetings.

The **Checklist** contains the minimum requirements under law that companies must comply with, or best practices according to international CG guidance. Representatives of the TIA will attend the meetings and perform the evaluation. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating of how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.

The results are classified into four categories: 5 for Excellent (score 100), 4 for Very Good (score 90-99), 3 for Fair (score 80-89), and not rated (score below 79).

CAC certified member by the Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)³

A **CAC certified member** is a listed company whose Checklist satisfies the CAC Certification’s criteria and is approved by the CAC Council. The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. Note that the CAC does not certify the behaviour of the employees nor whether the companies have engaged in bribery, and Certification is good for three years.

Companies deciding to become a CAC certified member **start with** by submitting a Declaration of Intent signed by the Chairman of the Board to kick off the 18-month deadline for companies to submit the CAC Checklist for Certification. The 18-month provision is for risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.

The checklist document will be reviewed by the CAC Certification Committee for adequate information and evidence. It is worth noting that the committee consists of nine professionals in business law, corporate governance, internal audit, financial audit and experienced representatives from certified members.

A passed Checklist will move on to the **CAC Council** for granting certification approvals. The CAC Council consists of twelve prominent individuals who are highly respected in professionalism and ethical achievements. Among them are former ministers, a former central bank governor, the former head of the Thai Listed Companies Association, Chairman of Anti-Corruption Organizations (Thailand), Chairman of Thai Institute of Directors, and reputable academic scholars.

Sustainability Investment (THSI)⁴ by the Stock Exchange of Thailand (SET)

Thailand Sustainability Investment (**THSI**) quantifies responsibility in **Environmental**, and **Social** issues, by managing business with transparency in **Governance**. The THSI serves as another choice for investors who desire to adopt a responsible investment approach, according to the SET.

Annually, the SET will announce the voluntary participation of the company candidates which pass the preemptive criteria, and whose two key crucial conditions are met, i.e. no irregular trading of the board members and executives and a free float of >15% by the number of shareholders, and combined holding must >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include a CG score of below 70%; independent directors and free float violation; executives’ wrongdoing related to CG, social and environmental impacts, equity in negative territory, and earnings in the red for more than three years in the last five years. To become eligible for THSI, the candidate must pass three indicators in data declaration: **Economic** (CG, risk management, customer relation management, supply chain management, and innovation); **Environmental** (environmental management, eco-efficiency, and climate risk); **Social** (human rights, talent attraction, operational health & safety, community development, and stakeholder engagement); and the incorporation of ESG in business operations.

To be approved for THSI inclusion, verified data must be scored at a 50% minimum for each indicator, unless the company is a part of the Dow Jones Sustainability Indices⁵ (DJSI) during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality.

Note that, from the **THSI list**, the SET further developed a sustainability **SETTHSI Index** in June 2018 from selected THSI companies whose 1) market capitalisation > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.

Sources: [SEC](#); [Thai IOD](#); [Thai CAC](#); [SET](#); FSSIA’s compilation

Disclaimer:

¹ Thai Institute of Directors Association ([Thai IOD](#)) was established in December 1999 and is a membership organisation that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

² Thai Investors Association ([TIA](#)) was established in 1983 with a mission to promote investment knowledge and to protect the investment rights of Thai investors. In 2002, the association was appointed by the Securities and Exchange Commission (SEC) to represent individual shareholders. To obtain information for evaluation, the association recruits volunteer investors to join AGMs and score the meetings. Weightings for each meeting are at a 45:45:10 ratio. They have been applied since 2017 and subject to change.

³ Thai Private Sector Collective Action against Corruption ([CAC](#)) was founded in 2010 and is 100% privately funded. It is an initiative by the Thai private sector to take part in tackling corruption problems via collective action. The CAC promotes the implementation of effective anti-corruption policies in order to create a transparent business ecosystem by developing a unique certification program for large/medium/small companies to apply for and to control corruption risk systematically and efficiently. The CAC’s operations are sponsored by the US-based Center for Private Enterprise (CIPE) and the UK Prosperity Fund.

⁴ Sustainability Investment List ([THSI](#)), created by the Stock Exchange of Thailand in 2015, comprises the listed companies that conduct sustainable business operations.

⁵ Dow Jones Sustainability Indices – [Wikipedia](#) – Launched in 1999, DJSI evaluates the sustainability performance of companies based on corporate economic, environmental, and social performance.

DISCLAIMERS AND DISCLOSURES

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เราเชื่อหรือควรเชื่อว่าจะมีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตาม บริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

ความเห็นต่างๆ ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นมุมมองส่วนตัวของนักวิเคราะห์ที่มีต่อหลักทรัพย์นั้นๆ นักวิเคราะห์มิได้มีผลประโยชน์และผลตอบแทนที่เกี่ยวข้องกับการให้คำแนะนำใดๆ ไม่ว่าทางตรงหรือทางอ้อม

ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อให้ข้อมูลเท่านั้น บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชักชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ต่างๆ รวมถึง SET50 Future โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในหลักทรัพย์

BUY	"ซื้อ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย"	เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น"	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุนในอุตสาหกรรม

OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด"	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด"	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด"	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด ในระยะ 12 เดือนข้างหน้า

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น