

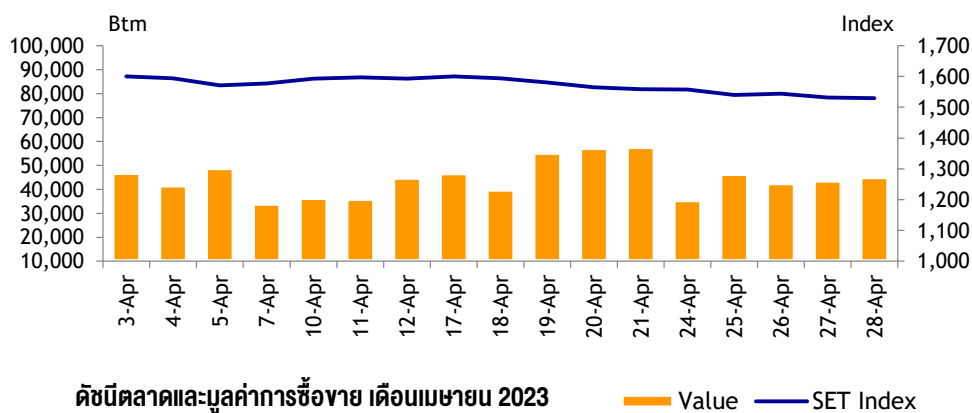
MOMENTUM

Vol.5 May 2023

“การเลือกหุ้นที่ดีจะเป็นกุญแจสำคัญที่ทำให้ชนะตลาด”

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

BA, BDMS, CPALL, ICHI, TOA



มุมมองทางเทคนิค

เดือนพฤษภาคม 2023

ในเดือนเมษายน 2023 ที่ผ่านม
ดัชนีฟื้นตัวขึ้นไม่ผ่านแนวต้าน
1610 จุดและพักตัวกลับมาหลุด
แนวรับหลักที่ 1540 จุดลงมา เป็น
การหลุดสั้นค่าเฉลี่ย 75 เดือน ที่
เป็นตัวชี้วัดทิศทางในภาพหลัก ทำ
ให้ทิศทางหลักของดัชนีในภาพหลัก
ที่เป็นเชิงลบ มงทิศทางของการ
แกว่งตัวในเดือนหน้า เป็นแบบ
Sideway Down โดยมีแนวรับหลัก
ที่บริเวณ 1500-1520 จุด และหาก
ดัชนียังหลุดระดับดังกล่าวลงมา จะ
เป็นการเปิด Downside ในทิศทาง
หลักให้เปิดกว้างและเสี่ยงต่อการพัก
ตัวต่อเนื่องหลุดทดสอบแนวรับถัด
มาที่ 1450 จุด แต่ในกรณีที่ดัชนี
สามารถประคองตัวไม่หลุดแนวรับ
หลักบริเวณ 1500-1520 จุด จะทำ
ให้ดัชนีมีโอกาสฟื้นตัวกลับมาได้
โดยมีแนวต้านที่ 1570-1580 จุด มี
กรอบของการแกว่งตัวช่วง 1450-
1570 จุด

กลยุทธ์การลงทุน

Analyst : Veeravat Virochpoka

Register No. 047077



เราคาดว่าพรรคเพื่อไทยจะเป็นแกนนำจัดตั้งรัฐบาลใหม่ ตลาดน่าจะตอบรับเชิงบวกจากความมั่นใจที่เพิ่มขึ้นซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงในประเด็น 'Sell in May' กำไร 1Q23 จะส่งสัญญาณฟื้นตัวสอดคล้องกับการเติบโตทางเศรษฐกิจของไทย โดยเฉพาะอย่างยิ่งในด้านการบริโภค และการท่องเที่ยว ยังคงเป้าหมายสำหรับ SET ไว้ที่ 1,700 จุด Selective และ Earnings Play ยังเป็นกลยุทธ์สำคัญของเรา โดยหุ้นเด่นในเดือน พ.ค. 23 ประกอบด้วย BA, BDMS, CPALL, ICHI และ TOA

เพื่อไทยมีแนวโน้มได้จัดตั้งรัฐบาลใหม่แต่จะเป็นกับพรรคใด?

จากการสำรวจครั้งล่าสุด พรรคเพื่อไทยมีแนวโน้มที่จะได้ที่นั่งในสภาฯ สูงสุด และเป็นแกนนำในการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ อย่างไรก็ตาม พรรคที่เพื่อไทยจะเชิญมาร่วมรัฐบาลจะขึ้นอยู่กับผลการเลือกตั้งของพรรคอื่น ๆ เราคิดว่าตลาดน่าจะตอบสนองเชิงบวก อย่างไรก็ตาม ตลาดจะบวกมากแค่ไหนจะขึ้นอยู่กับรัฐบาลใหม่ ว่าตลาดมองว่ามีเสถียรภาพมากเพียงใด รวมถึงความสามารถของรัฐบาลในการกระตุ้นเศรษฐกิจไทยตั้งแต่ 2H23-2024 เป็นต้นไป

'Sell in May' อาจไม่เกิดขึ้นในปี

จากสถิติในอดีต SET ปรับตัวขึ้น 2.7% โดยเฉลี่ยในช่วง 2 อาทิตย์ก่อนการเลือกตั้งและ 3.1% ในช่วง 2 อาทิตย์หลังจากนั้น นอกจากนี้ถ้า SET ให้ผลตอบแทนเป็นลบในเดือน เม.ย. ตลาดก็มีโอกาสมากขึ้นที่จะพลิกเป็นบวกในเดือน พ.ค. เราคิดว่าเศรษฐกิจไทยใน 1Q23 น่าจะส่งสัญญาณปรับตัวดีขึ้น เพราะฉะนั้นเราจึงคาดว่ากระแสเงินทุนไหลออกจะชะลอตัวหรือพลิกเป็นไหลเข้าซึ่งจะช่วยลดโอกาสของการขายหุ้นในเดือน พ.ค. ในปีนี้ หลังจากนั้นโอกาสที่ตลาดจะปรับตัวลงก็น่าจะเลื่อนไปในเดือน มิ.ย. หรือ ก.ค. เมื่อรัฐบาลใหม่เริ่มจัดตั้งรัฐบาลผสม เราคิดว่าในตอนนั้นตลาดน่าจะเปลี่ยนไปให้ความสำคัญกับปัจจัยภายนอกในขณะที่เศรษฐกิจโลกเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวหรือสภาวะถดถอยในช่วง 2H23

ความสนใจของตลาดอยู่ที่การประกาศกำไร 1Q23

เราคาดว่ากำไรสุทธิรวมใน 1Q23 จะปรับขึ้น 37% q-q และ 9% y-y กำไรของกลุ่มพลังงานน่าจะกระโดดเพิ่ม q-q ส่วนมากมาจากผลขาดทุนสินค้าคงคลังที่ลดลง กลุ่มขนส่ง และท่องเที่ยว น่าจะโตดีจากการกลับมาของนักท่องเที่ยวต่างชาติ ในขณะที่ผลประกอบการของกลุ่มพาณิชย์คาดผสมผสาน เราคาดว่ารายได้จะโตต่อเนื่องสอดคล้องกับการบริโภคที่เพิ่มขึ้น แต่การฟื้นตัวของอัตรากำไรน่าจะได้รับแรงกดดันจากต้นทุนค่าไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น ในขณะเดียวกันกลุ่มสำคัญที่เราคาดว่าจะรายงานกำไรโตต่ำจะประกอบด้วย อาหาร เกษตร ปิโตรเคมี และยานยนต์ส่วนมากจากการส่งออกที่ชะลอตัว

เลือกหุ้นในประเทศและหุ้นที่มีกำไร

เราคงเป้าหมายสำหรับ SET ในปี 2023 ไว้ที่ 1,700 จุด (โดยมีสมมติฐานจากกำไรต่อหุ้นที่ 101 บาท และ PER เป้าหมายที่ 16.9x เท่ากับค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลัง) ปัจจุบัน SET มีการซื้อขายที่ 15.2x ของค่า 2023 PER คิดเป็น Upside ที่ประมาณ 10% ซึ่งน่าสนใจสำหรับการลงทุนระยะยาว เราคาดว่าหุ้นจะรายงานกำไรสุทธิ 1Q23 ในเกณฑ์ดีและคิดว่าแนวโน้มในช่วง 2Q23-2H23 จะสดใสต่อเนื่อง เรายังคงเน้นหุ้นในประเทศมากกว่าต่างประเทศ ด้วยเหตุดังกล่าวหุ้นเด่นของเราในเดือน พ.ค. จึงประกอบด้วย BA, BDMS, CPALL, ICHI, และ TOA

TOP5 : MAY

บมจ. การบินกรุงเทพ

BA TB

BUY, TARGET: 18.00, +48.8%

THAI CAC : N/A

CG2022 : 4

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

FSSIA



คาดการณ์กำไรปกติ 1Q23 จะปรับขึ้นสู่ระดับใน 1Q19

เราคาดว่าปริมาณผู้โดยสารจะโต 15-20% q-q เป็น 1.1 ล้านใน 1Q23 คิดเป็น 65% ของระดับก่อนโควิด ค่าบัตรโดยสารน่าจะโต 3% q-q เป็นประมาณ 3,600 บาท สูงกว่าระดับก่อนโควิดอยู่ 5% เราคาดว่า Passenger yield ใน 1Q23 จะยังสูงกว่าระดับก่อนโควิดที่ 5.5 บาท/ผู้โดยสาร-กิโลเมตร (เทียบกับ 4.7 บาทใน 1Q19) จาก Load factor ที่สูงถึง 84% (เทียบกับ 79% ใน 4Q22 และ 75% ใน 1Q19) เพราะฉะนั้นรายได้จากผู้โดยสารน่าจะโต 22% q-q ใน 1Q23 และแตะ 68% ของระดับก่อนโควิด นอกจากนี้การดำเนินงานของสนามบินยังน่าจะปรับตัวดีขึ้น q-q จากปริมาณผู้โดยสารที่สนามบินสมุยที่เพิ่มขึ้นโดยน่าจะฟื้นตัวเป็นประมาณ 80% ของระดับก่อนโควิด ในภาพรวมเราคาดว่ากำไรปกติจะพลิกเป็นบวกได้ที่ 0.5 พัน ลบ. ก่อนข้างใกล้เคียงกับกำไรปกติใน 1Q19

คาดการณ์กำไรปกติในทุกไตรมาสในปี 2023

แม้ว่า BA จะอยู่นอกฤดูกาลขายสำหรับสมุยใน 2Q23 เรายังคาดว่า BA จะรายงานกำไรเนื่องจาก 1) ปริมาณผู้โดยสารและค่าบัตรโดยสารน่าจะทรงตัวในช่วงสงกรานต์ในเดือน เม.ย.; และ 2) BA จะได้รับเงินปันผลประมาณ 0.3 พัน ลบ. จาก Bangkok Dusit Medical Services (BDMS TB, BUY) ใน 2Q23 หลังจากนั้นเราคาดว่ากำไร 3Q23 จะอยู่ในเกณฑ์ดีจากไฮซีซั่นของสมุยและความต้องการที่อื่นอยู่จากนักท่องเที่ยวในช่วงวันหยุดฤดูร้อน (ก.ค. และ ส.ค.)

ตลาดอาจปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2023

ถ้าผลประกอบการ 1Q23 ออกมาตามคาด ประมาณการกำไรปกติปี 2023 น่าจะมี Upside เราคิดว่ากำไรในธุรกิจหลัก (สายการบินและธุรกิจที่เกี่ยวข้อง) ใน 1Q23 และ 3Q23 น่าจะใกล้เคียงกันที่ 0.5 พัน ลบ. ต่อไตรมาส ในขณะที่น่าจะมีกำไรเล็กน้อยใน 2Q23 และ 4Q23 และ BA มีแนวโน้มได้รับรายได้เงินปันผลประมาณ 0.5 พัน ลบ. ใน 2023 จาก BDMS เราจึงคิดว่ากำไรปกติปี 2023 อาจสูงเกิน 1 พัน ลบ. ซึ่งสูงกว่าประมาณการของตลาดที่คาดว่าบริษัทฯ จะขาดทุนปกติ 0.2 พัน ลบ. อยู่มาก

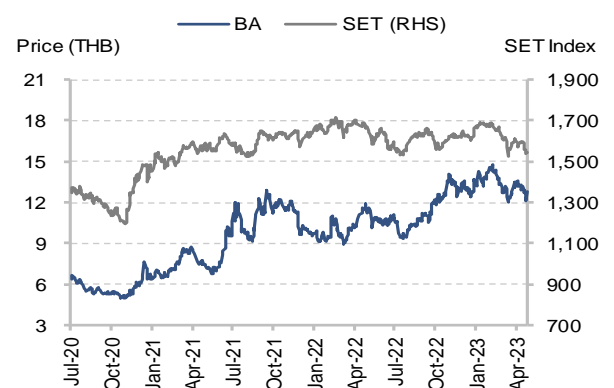
ทางเลือกการลงทุนที่ถูกกว่าในกลุ่มหุ้นท่องเที่ยวไทย

BA เป็นหนึ่งในหุ้นเด่นของเราในกลุ่มท่องเที่ยวไทยจากสัดส่วนความเสี่ยงต่อผลตอบแทนที่น่าสนใจและการประเมินมูลค่าที่อยู่ในระดับต่ำที่ 16x ของค่า 2024E P/E ซึ่งต่ำกว่า Asia Aviation (AAV TB, BUY) (20x), Airports of Thailand (AOT TB, BUY) (31x) และค่าเฉลี่ยของกลุ่มโรงแรม (31x) การพลิกฟื้นเป็นกำไรใน 1Q23 น่าจะทำให้ตลาดหันมาให้ความสนใจ BA ในขณะที่ความชัดเจนของกำไรที่ดีขึ้น อาจทำให้กำไรกลับมาเข้าสู่จุดสูงสุดที่ 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 | 0.6 |
| 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 | - | - | - |
| EPS growth (%) | nm | nm | 71.4 | 8.4 |
| Core P/E (x) | (12.9) | 27.7 | 16.2 | 14.9 |
| Dividend yield (%) | - | 2.2 | 3.7 | 4.0 |
| EV/EBITDA (x) | 453.6 | 20.7 | 17.6 | 16.1 |
| Price/book (x) | 1.5 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| 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 คำตอบแทนและบรรษัทภิบาล ของ FINANSIA SYRUS เป็น กรรมการ ของ BA

BDMS TB

BUY, TARGET: 34.50, +15.0%

THAI CAC : N/A

CG2022 : 5

Analyst : Teerapol Udomvej, CFA

FSSIA



คาดการณ์รายได้จะทำสถิติสูงสุดใหม่

เราคาดว่ารายได้ 1Q23 จะโต 6% y-y และ 3% q-q รายได้ผู้ป่วยชาวต่างชาติน่าจะโต 40-50% y-y และ 15-20% q-q และสูงเกินระดับก่อนโควิดอยู่ 8% จากผู้ป่วยในกลุ่มประเทศ CLMV และผู้ป่วยชาวต่างชาติที่อาศัยอยู่ในประเทศ รายได้ผู้ป่วยชาวไทยน่าจะลดลง 7% y-y จากฐานรายได้ที่เกี่ยวข้องกับโควิดที่อยู่ในระดับสูงซึ่งคิดเป็น 17% ของรายได้ใน 1Q22 แต่จะยังสูงกว่าระดับก่อนโควิดประมาณ 20% EBITDA margin น่าจะปรับตัวขึ้นเป็น 25% (เทียบกับ 24% ใน 4Q22) ในภาพรวมกำไรปกติน่าจะโต 7% q-q เป็น 3.3พัน ลบ.

คาดการณ์ผู้ป่วยจะฟื้นตัว Revenue Intensity น่าจะดีขึ้น

เราคาดว่ารายได้จะโต 8% ในปี 2023 ซึ่งค่อนข้างใกล้เคียงกับข้อมูลของผู้บริหารโดยมี key growth จาก Revenue Intensity โดยณ. สิ้น 4Q22 ซึ่งเป็นไตรมาสที่มีการดำเนินงานปกติหลังโควิด รายได้ต่อหัวของแผนกผู้ป่วยนอก (OPD) และผู้ป่วยใน (IPD) สูงกว่าระดับก่อนโควิดอยู่ 9% และ 12% ตามลำดับ เราคาดว่าแนวโน้มดังกล่าวจะเกิดต่อเนื่องในปี 2023 จากผู้ป่วยชาวต่างชาติ ในขณะที่ปริมาณผู้ป่วย IPD ต่ำกว่าระดับก่อนโควิดอยู่ 4% เนื่องจากปริมาณผู้ป่วยจากตะวันออกกลางยังต่ำกว่าระดับก่อนโควิด เราคาดว่า การฟื้นตัวจะเร่งขึ้นในปี

กำไรปี 2023 น่าจะมี Upside จาก EBITDA margin

เราคาดว่ากำไรปกติจะโต 7% y-y ในปี 2023 เราเชื่อว่ากำไรจะมี Upside จาก EBITDA margin ซึ่งเราคาดไว้ที่ 24.3% ในปี 2023 (เทียบกับ 24.7% ใน 2H23) จาก Revenue Intensity ที่สูงขึ้น เราคาดว่ารายได้จากผู้ป่วยชาวต่างชาติจะโต 30% y-y ในขณะที่รายได้จากผู้ป่วยชาวไทยยังคงทรงตัว y-y จากอัตราค่าครองชีพของผู้ป่วยชาวต่างชาติที่ปกติจะสูงกว่าผู้ป่วยชาวไทย เราคาดว่า EBITDA margin ที่เพิ่มทุก ๆ 1% จะทำให้ประมาณการกำไรปี 2023 เพิ่ม 6%

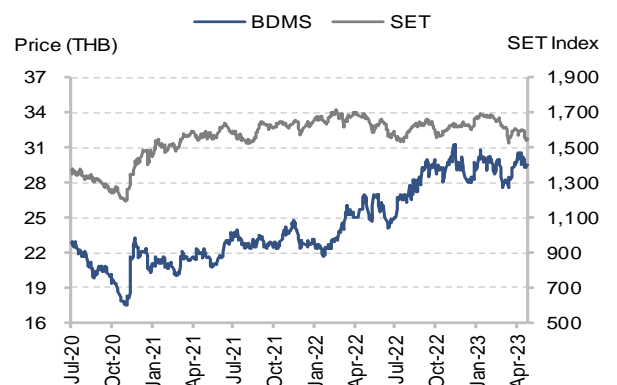
ตัวเลขผู้ป่วยชาวจีนและซาอุดี เป็นปัจจัยหนุนสำคัญสำหรับราคาหุ้น

เราประมาณการและราคาเป้าหมายที่ 34.5 บาท (DCF) BDMS มีการซื้อขายที่ 35x ของค่า 2023E P/E ค่อนข้างใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 34x เราเห็นว่าปัจจัยบวกสำคัญอยู่ที่ศักยภาพในการจัดการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์จากจีนและซาอุดีอาระเบียที่สูงขึ้น BDMS ซึ่งเป็นพันธมิตรกับ Ping An group วางแผนนำเสนอแผนแพคเกจเกี่ยวกับโควิดให้แก่นักท่องเที่ยวจีน นอกจากนี้บริษัทฯ ยังได้เปิด BDMS Saudi Arabia Collaboration Center เพื่ออำนวยความสะดวกให้แก่ผู้ป่วยชาวซาอุดี อีกด้วย

Consolidated earnings

| YE Dec (THB m) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------------|--------|---------|---------|---------|
| Revenue | 92,968 | 100,315 | 108,779 | 116,421 |
| Net profit | 12,606 | 13,469 | 15,295 | 16,843 |
| EPS (THB) | 0.79 | 0.85 | 0.96 | 1.06 |
| vs Consensus (%) | - | 3.0 | 7.3 | 8.4 |
| EBITDA | 22,933 | 24,415 | 26,856 | 29,091 |
| Core net profit | 12,606 | 13,469 | 15,295 | 16,843 |
| Core EPS (THB) | 0.79 | 0.85 | 0.96 | 1.06 |
| Chg. In EPS est. (%) | - | - | - | - |
| EPS growth (%) | 63.0 | 6.8 | 13.6 | 10.1 |
| Core P/E (x) | 37.8 | 35.4 | 31.2 | 28.3 |
| Dividend yield (%) | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.9 |
| EV/EBITDA (x) | 21.3 | 19.8 | 17.7 | 16.0 |
| Price/book (x) | 5.3 | 5.0 | 4.6 | 4.3 |
| Net debt/Equity (%) | 9.2 | 1.3 | (7.0) | (14.4) |
| ROE (%) | 14.5 | 14.5 | 15.4 | 15.8 |

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : MAY

บมจ. ซีพี ออลล์

CPALL TB

BUY, TARGET: 72.00, +12.9%



THAI CAC : Certified

CG2022 : 5

Analyst : Jitra Amornthum

Assistant Analyst : Thada Jirachoenying

FSSIA

การผสมผสานอย่างลงตัวของธุรกิจร้านสะดวกซื้อ (CVS) คำสั่งและค้าปลีก

CPALL มี 3 กลุ่มธุรกิจหลักประกอบด้วย 1) CVS ซึ่งสร้างยอดขาย 42%; 2) คำสั่งและค้าปลีกจาก Siam Makro (MAKRO TB, BUY, TP THB46) ซึ่งสร้างยอดขาย 52%; และ 3) ธุรกิจอื่น อาทิเช่น CPRAM จุดรับชำระเงิน (Counter Service) และ CP Retailink ซึ่งสร้างรายได้ 6% ยอดขายรายวันเฉลี่ยต่อสาขาได้ปรับตัวขึ้นสู่ 93% ของระดับก่อนโควิดและเราคาดว่ากำไรของ CPALL จะฟื้นตัวเต็มที่ภายในปี 2024

แนวโน้มเชิงบวกและปัจจัยบวกสำคัญในปี 2023

เราคาดว่ากำไรปกติปี 2023 ที่ 17.2 พัน ลบ. (+30% y-y) โดยน่าจะได้ปัจจัยหนุนจากการฟื้นตัวของการบริโภคในภาคเอกชนและการท่องเที่ยวซึ่งน่าจะผลักดันการเติบโตของยอดขายสาขาเดิม (SSSG) ของ CPALL MAKRO และ Lotus's จากการวิเคราะห์ SSSG ในธุรกิจ CVS ของ CPALL เราพบว่าถ้าการบริโภคในภาคเอกชนเพิ่มขึ้น 1% จะทำให้ SSSG ในธุรกิจ CVS ของ CPALL เพิ่ม 1.9% ในขณะที่ปัจจัยอื่นคงที่ นอกจากนี้เรายังคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะเพิ่มเป็น 21.7% ในปี 2023 (+20 bps y-y) จากสัดส่วนที่เพิ่มขึ้นของยอดขายสินค้าอัตรากำไรสูง ในขณะที่สัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายน่าจะทรงตัวและค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยน่าจะลดลงตามการปรับโครงสร้างหนี้ของ Lotus's ในปี 2023 เราเห็นว่า CPALL มีปัจจัยผลักดันสำคัญประกอบด้วย 1) การฟื้นตัวของการบริโภคในภาคเอกชนและการท่องเที่ยว; 2) ต้นทุนค่าไฟฟ้าที่ลดลงตั้งแต่เดือน พ.ค. ถึง ส.ค.; 3) สภาพอากาศที่ร้อนขึ้นจาก El Niño ซึ่งอาจช่วยดึงลูกค้าเข้าร้าน 7-Eleven; 4) การเลือกตั้งที่กำลังจะมาถึง; และ 5) การปรับโครงสร้างหนี้ของ Lotus's ที่เสร็จสิ้นไปใน 2Q23

คาดการณ์กำไรปกติ 1Q23 จะโตทั้ง q-q และ y-y

ใน 1Q23 เราคาดว่ากำไรปกติที่ 3.6 พัน ลบ. (+24% q-q, 3% y-y) โดยจะได้ปัจจัยหนุนจาก SSSG ที่อยู่ในเกณฑ์ดีที่ 8% ในธุรกิจ CVS และ 12% ของ MAKRO ในขณะที่การบริโภคและการท่องเที่ยวฟื้นตัว กำไรขั้นต้นของธุรกิจ CVS น่าจะทรงตัว q-q ในขณะที่ MAKRO และ Lotus's น่าจะรายงานกำไรขั้นต้นเพิ่มขึ้นจากสัดส่วนที่สูงขึ้นของผลิตภัณฑ์อาหารสดและการจับจ่ายใช้สอยที่เพิ่มขึ้นของกลุ่มลูกค้า HoReCa สัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายน่าจะลดลงเล็กน้อย q-q แต่ยังคงปรับขึ้น y-y เป็น 20.2% (-8bps q-q, +51bps y-y) ในขณะที่ค่าใช้จ่ายด้านพนักงานน่าจะต่ำกว่าใน 4Q22 ต้นทุนไฟฟ้าที่สูงขึ้นอาจสร้างแรงกดดันให้บางส่วน

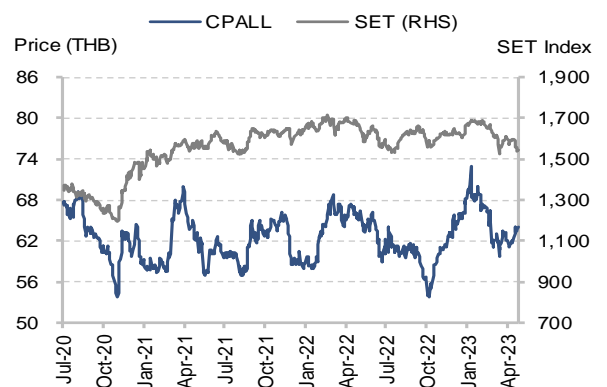
เริ่มด้วยคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมาย 72 บาท

เราเริ่ม CPALL ด้วยคำแนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมาย 72 บาท (DCF, WACC 6.9%, TG 2%) เราคาดว่ากำไรปกติปี 2023-25 จะโตในอัตรา 21.4% CAGR คิดเป็น PEG ที่ 1.5x ปัจจุบัน CPALL มีการซื้อขายที่ 33x ของค่า 2023E P/E ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ 38.2x

Consolidated earnings

| YE Dec (THB m) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|---------|---------|---------|-----------|
| Revenue | 829,099 | 912,204 | 989,875 | 1,078,122 |
| Net profit | 13,272 | 17,238 | 20,257 | 23,764 |
| EPS (THB) | 1.48 | 1.92 | 2.25 | 2.65 |
| vs Consensus (%) | - | (4.6) | (9.0) | (7.5) |
| EBITDA | 49,129 | 53,170 | 59,442 | 65,544 |
| Core net profit | 13,281 | 17,238 | 20,257 | 23,764 |
| Core EPS (THB) | 1.48 | 1.92 | 2.25 | 2.65 |
| EPS growth (%) | 13.5 | 29.8 | 17.5 | 17.3 |
| Core P/E (x) | 43.1 | 33.2 | 28.3 | 24.1 |
| Dividend yield (%) | 1.2 | 1.5 | 1.7 | 2.0 |
| EV/EBITDA (x) | 23.3 | 21.9 | 19.5 | 17.5 |
| Price/book (x) | 6.3 | 5.7 | 5.2 | 4.7 |
| Net debt/Equity (%) | 129.2 | 127.9 | 117.8 | 106.5 |
| ROE (%) | 13.0 | 16.4 | 17.7 | 18.9 |

Sources: Company data, FSSIA estimates





TOP5 : MAY

บมจ. อินชิตัน กรุ๊ป

ICHI TB

BUY, TARGET: 14.00, +10.2%

THAI CAC : Certified

CG2022 : 5

Analyst : Sureporn Teewasuwet

FSSIA

ผู้บริหารตั้งเป้าเชิงรุกในปี 2023

ผู้บริหารตั้งเป้าการเติบโตสำหรับปี 2023 ประกอบด้วย 1) การเติบโตของรายได้รวมที่ 15% เป็น 7.3 พัน ลบ.; 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่สูงกว่า 20% (เทียบกับ 18.7% ในปี 2022); และ 3) คงสัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายที่ 7-8% (เทียบกับ 7.3% ในปี 2022) การเติบโตของรายได้ในปี 2023 น่าจะได้ปัจจัยหนุนสำคัญจาก 1) การเติบโตของรายได้ชาเขียวพร้อมดื่มที่ 7-10% y-y; 2) การเติบโตของรายได้จากผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่ชาที่ 20%; 3) เป้ารายได้ของ Tansansu 500 ลบ. เพิ่มจาก 55 ลบ. ใน 4Q22; 4) การเติบโตของรายได้ส่งออกที่ 6% y-y; และ 5) รายได้จากลูกค้าจ้างผลิต (OEM) จำนวน 100 ลบ. เพิ่มขึ้นจาก 27 ลบ. ในปี 2022

การพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่และ OEM น่าจะช่วยหนุนอัตราการใช้กำลังการผลิตในปี 2023

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของ ICHI ในปี 2023 จะฟื้นตัวเป็น 20% โดยได้ปัจจัยหนุนจากต้นทุนวัตถุดิบและบรรจุภัณฑ์ที่ลดลงและอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นเป็น 68% (เทียบกับ 60% ในปี 2022) นอกจากนี้ ICHI ยังสามารถลดสัดส่วนน้ำตาลโดยใช้สูตรเครื่องดื่มเพื่อหลีกเลี่ยงผลกระทบต่อสุขภาพจากภาวการณ์ขาดแคลนน้ำตาลซึ่งจะปรับขึ้นตั้งแต่เดือน เม.ย. 2023 เป็นต้นไป คาดสัดส่วนค่าใช้จ่ายการขายและบริหารต่อยอดขายจะเพิ่มเป็น 8.5% ในปี 2023 จาก 7.3% ในปี 2022 ใกล้เคียงกับระดับก่อนโควิด บริษัทฯ ได้ว่าจ้างศิลปินชาวเกาหลีชื่อ Mark Tuan ซึ่งเป็นหนึ่งในสมาชิกวง GOT7 มาเป็น Presenter ของ Tansansu สัญญาดังกล่าวจะมีอายุประมาณ 6 เดือนจากเดือน มี.ค. ถึง ก.ย. 2023 เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2023 ที่ 732 ลบ. (+14% y-y) ซึ่งเป็นระดับสูงสุดในรอบ 8 ปี

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q23 จะทำสถิติสูงสุดใหม่

เราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q23 ที่ 205 ลบ. (+15% q-q, +97% y-y) จากฤดูกาลขายซึ่งน่าจะช่วยหนุนอัตราการใช้กำลังการผลิตให้สูงขึ้นและต้นทุนบรรจุภัณฑ์ที่เริ่มลดลง โดยเฉพาะอย่างยิ่ง บริษัทฯ ได้ขยายการจัดจำหน่าย Tansansu สุรฉันทภัณฑ์อื่นๆ คาดช่วยผลักดันรายได้รวมให้สูงขึ้น q-q และ y-y นอกจากนี้คาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นใน 1Q23 จะปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 21% จาก 14.7% ใน 1Q22 (เทียบกับ 21.2% ใน 4Q22) ด้วยเหตุดังกล่าวเราคาดว่ากำไรสุทธิ 1Q23 จะทำสถิติสูงสุดใหม่

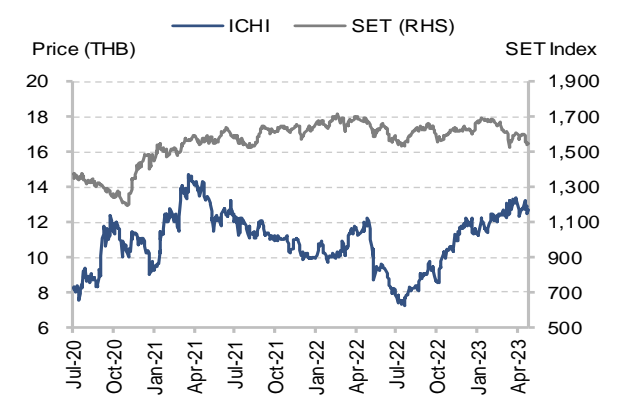
แนะนำซื้อจากการเติบโตที่คาดว่าจะอยู่ในเกณฑ์ดีในช่วง 1H23

เราแนะนำซื้อ ICHI ที่ราคาเป้าหมาย 14 บาท อิง PE 25x ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มเครื่องดื่ม เราชอบสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ ด้วยสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น (D/E) และสัดส่วนหนี้มีดอกเบี้ยต่อส่วนผู้ถือหุ้น (IBD/E) ที่ต่ำเพียง 0.2x และ 0.01x ตามลำดับ ICHI ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการปี 2022 ที่ 0.6 บาทต่อหุ้น (อัตราการจ่ายเงินปันผล 121%) คิดเป็นผลตอบแทนในรูปเงินปันผลที่สูงถึง 4.7%

Consolidated earnings

| YE Dec (THB m) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|-------|-------|--------|
| Revenue | 6,340 | 6,914 | 7,464 | 7,991 |
| Net profit | 642 | 732 | 802 | 872 |
| EPS (THB) | 0.49 | 0.56 | 0.62 | 0.67 |
| vs Consensus (%) | - | (4.1) | (2.8) | (1.5) |
| EBITDA | 1,319 | 1,422 | 1,512 | 1,601 |
| Core net profit | 651 | 732 | 802 | 872 |
| Core EPS (THB) | 0.50 | 0.56 | 0.62 | 0.67 |
| EPS growth (%) | 19.0 | 12.5 | 9.6 | 8.8 |
| Core P/E (x) | 25.4 | 22.6 | 20.6 | 18.9 |
| Dividend yield (%) | 4.7 | 4.4 | 4.9 | 2.6 |
| EV/EBITDA (x) | 12.0 | 11.4 | 10.7 | 8.3 |
| Price/book (x) | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.5 |
| Net debt/Equity (%) | (10.6) | (4.4) | (5.8) | (49.0) |
| ROE (%) | 10.5 | 11.9 | 13.0 | 13.6 |

Sources: Company data, FSSIA estimates



TOP5 : MAY

บมจ. ทีโอเอ เพ้นท์ (ประเทศไทย)

TOA TB

BUY, TARGET: 40.00, +21.2%

THAI CAC : N/A

CG2022 : 5

Analyst : Thanyatorn Songwutti

FSSIA



ผู้นำในอุตสาหกรรมสีและผลิตภัณฑ์เคลือบผิว

TOA ตั้งเป้าเป็นผู้ผลิตและจัดจำหน่ายสีและผลิตภัณฑ์เคลือบผิวชั้นนำของไทยด้วยประสบการณ์กว่า 58 ปี นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีการผลิตและจัดจำหน่ายอย่างกว้างขวางตลอดประชาคมเศรษฐกิจอาเซียน (AEC) TOA มีจุดแข็งเหนือคู่แข่งจากแบรนด์ที่แข็งแกร่ง การกระจายตัวของพอร์ตสินค้า รวมถึงเครือข่ายการจัดจำหน่ายที่ทั่วถึงผ่านผู้ค้าปลีกและ Modern trade ทั้งนี้ ในปี 2022 บริษัทฯ มีรายได้หลักมาจากผลิตภัณฑ์สีทาอาคาร (decorative) 60% รองลงมาเป็นผลิตภัณฑ์สีและสารเคลือบผิว (non-decorative) ที่ 36% และผลิตภัณฑ์อื่น 4%

มุมมองเชิงบวกจากยอดขายและอัตรากำไรที่ปรับตัวดีขึ้น

เรามีมุมมองเป็นบวกจากที่ประชุมนักวิเคราะห์ว่าปีนี้ TOA ตั้งเป้ายอดขายปี 2023 โตอย่างน้อย 15% y-y มีปัจจัยหนุนจากทั้งการเติบโตของผลิตภัณฑ์ decorative และ non-decorative ท่ามกลางการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ อุตสาหกรรมที่เกี่ยวข้อง และอสังหาริมทรัพย์ นอกจากนี้ TOA ยังคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะแตะ 31% ในช่วง 1H23 หลังราคาวัตถุดิบที่ค่อยๆ ปรกติลงโดยเฉพาะอย่างยิ่งวัตถุดิบที่อ้างอิงจากราคาน้ำมัน (15% ของต้นทุน) ตามราคาพลังงานที่ทรงตัว สำหรับ TiO2 (20% ของต้นทุน) บริษัทฯ ปรับสูตรมานำใช้จากจีนบางส่วนเนื่องจากมีราคาถูกกว่าของสหรัฐฯ (เดิมใช้ TiO2 จากสหรัฐฯ ทั้งหมด) โดยเริ่มนำเข้าจากจีนเฉลี่ย 3-4% ของการใช้ TiO2 ทั้งหมดใน 4Q22 และจะทยอยปรับสัดส่วนเพิ่มขึ้น 20% ในสิ้น 1Q23

แนวโน้มผลประกอบการปี 2023 สดใสขึ้น

แม้ว่ากำไรปกติปี 2022 จะลดลง 9% y-y แต่เราประเมินกำไรปกติปี 2023 จะก้าวกระโดด 33% y-y เป็น 2.2 พันลบ. (สูงกว่าระดับก่อนโควิดที่ 2.1 พันลบ. ในปี 2019) จากยอดขายที่คาดว่าจะโตต่อเนื่องที่ 10% มาอยู่ที่ 22.8 พันลบ. โดยจะได้แรงหนุนหลักจากยอดขายในประเทศที่รับผลบวกจากปริมาณการขายและราคาขายเฉลี่ยที่สูงขึ้น นอกจากนี้ อัตรากำไรขั้นต้นคาดว่าจะขยับขึ้นเป็น 31% จาก 29.1% ในปี 2022 จากราคาวัตถุดิบเริ่มทรงตัวและต้นทุน TiO2 ที่ลดลงหลังนำเข้าบางส่วนจากจีน เนื่องต้นเรคาดว่าการใช้ 1Q23 จะเร่งตัวขึ้นเป็น 500-600 ลบ. (เทียบกับ 399 ลบ. ใน 4Q22 และ 447 ลบ. ใน 1Q22) ตามปัจจัยฤดูกาลที่เป็น High Season และอัตรากำไรขั้นต้นที่ปรับตัวสูงขึ้น

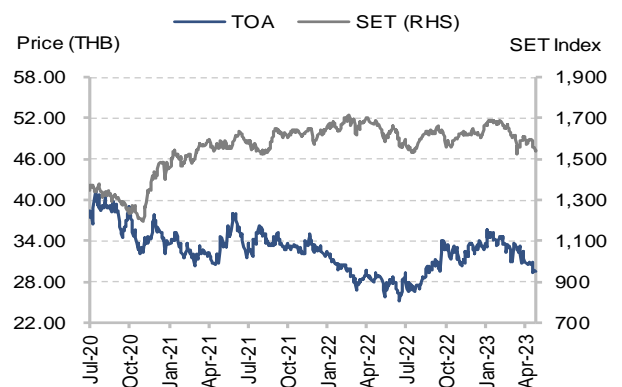
แนะนำซื้อที่ราคาเป้าหมาย 40 บาท

ราคาเป้าหมายปี 2023 ของเราที่ 40 บาท อิง P/E ที่ 36x ซึ่งใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีต เราแนะนำซื้อ TOA โดยมองว่าหุ้นมีปัจจัยบวกจากกำไร 1Q23 ที่โดดเด่นและแนวโน้มต้นทุนการผลิตที่ชะลอลงในปี 2023 its robust 1Q23E earnings and the improving cost reduction trend in 2023. This report represents a continuation of FSSIA's coverage of TOA, which was previously published under FSS Research.

Consolidated earnings

| YE Dec (THB m) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue | 20,649 | 22,761 | 23,759 | 24,496 |
| Net profit | 1,418 | 2,229 | 2,419 | 2,493 |
| EPS (THB) | 0.70 | 1.10 | 1.19 | 1.23 |
| vs Consensus (%) | - | 30.3 | 9.5 | 3.2 |
| EBITDA | 2,849 | 3,613 | 3,909 | 4,060 |
| Core net profit | 1,672 | 2,229 | 2,419 | 2,493 |
| Core EPS (THB) | 0.82 | 1.10 | 1.19 | 1.23 |
| EPS growth (%) | (8.9) | 33.3 | 8.6 | 3.1 |
| Core P/E (x) | 40.0 | 30.0 | 27.7 | 26.9 |
| Dividend yield (%) | 1.5 | 1.7 | 1.8 | 1.9 |
| EV/EBITDA (x) | 23.4 | 18.4 | 16.9 | 16.1 |
| Price/book (x) | 5.2 | 4.8 | 4.4 | 4.1 |
| Net debt/Equity (%) | (7.2) | (7.5) | (10.7) | (13.8) |
| ROE (%) | 13.3 | 16.7 | 16.7 | 15.8 |

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 สินธร 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 อุตรธานี

197/29, 213/3
ถ.อุตรคชภูฏี ต.หมากแข้ง
อ.เมืองอุตรธานี จ.อุตรธานี
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 ปัตตานี

300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.ปัตตานี
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 60-69), 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