

Thai Market Compass

ตลาดยังคงผันผวน

อุปสรรคสำคัญ คือ การเมืองไม่นิ่งและการปรับลด EPS

เราปรับลดเป้าหมายดัชนี SET Index สิ้นปีลงเหลือ 1650 จุด จาก 1720 เนื่องจากคาดว่าสัญญาณการฟื้นตัวในระยะสั้นจะส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นและอาจกดดันแนวโน้มเศรษฐกิจ (โดยเฉพาะการลงทุน) จากประมาณการ EPS ของดัชนี SET Index ที่ต่ำกว่า 104 บาท เล็กน้อยในปี 2567 เป้าหมายดัชนีของเราสะท้อน P/E ล่วงหน้า 16 เท่า ซึ่งสอดคล้องกับ P/E เฉลี่ยในช่วง 10 ปีที่ผ่านมา ทั้งนี้ จากความไม่แน่นอนทางการเมือง เราคาดว่าตลาดจะผันผวนมากขึ้นในระยะสั้น ในสถานการณ์เช่นนี้ เราขอปรับกลุ่มธนาคารและพลังงานเนื่องจากมีปัจจัยพื้นฐานแข็งแกร่ง valuation น่าสนใจและความเสี่ยงที่จำกัดจากความไม่แน่นอนทางการเมือง แม้ว่าเรายังคงมีมุมมองบวกต่อการบริโภคและการท่องเที่ยวในระยะกลางถึงยาว แต่ก็มองว่ากลุ่มธุรกิจดังกล่าวน่าจะยังทำผลงานได้ไม่ดีในช่วงนี้ เนื่องจากมีความคาดหวังสูงและอัตราการเติบโตที่ชะลอลง

ประเมินผลกระทบเชิงนโยบายที่อาจเกิดขึ้น

หลังการเลือกตั้ง เราถูกถามหลายครั้งเกี่ยวกับผลกระทบของนโยบายที่อาจเกิดขึ้น โดย 2 นโยบายที่มีผลกระทบต่อมากที่สุดคือ 1) การขึ้นค่าแรงขั้นต่ำ และ 2) การเปลี่ยนแปลงที่อาจเกิดขึ้นกับนโยบายพลังงาน ในประเด็นแรก เราเห็นว่ามีความเป็นไปได้สูงที่รัฐบาลชุดใหม่จะขึ้นค่าแรงขั้นต่ำเชิงรุก ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มอุปโภคบริโภค (ค้าปลีก) ภาคการเงินและโทรคมนาคม ในขณะที่อาจส่งผลกระทบต่อผู้รับเหมา ผู้ผลิต (รถยนต์ อิเล็กทรอนิกส์) และโรงแรม เราได้ประเมินผลกระทบเชิงปริมาณที่อาจเกิดขึ้นต่อกำไรสำหรับหุ้นในกลุ่มเหล่านี้ โดยสมมติว่าการปรับขึ้นค่าแรงอย่างก้าวกระโดดเป็น 450 บาท/วันในปี 2567 สำหรับนโยบายด้านพลังงาน (โดยเฉพาะการใช้ก๊าซในประเทศและการกำหนดราคา) PTTGC และ PTT (ไม่มีคำแนะนำทั้งคู่) อาจได้รับผลกระทบ ทั้งนี้ เราเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงการดำเนินงานของโรงแยกก๊าซอาจมีจำกัด และถ้าจะมีการเปลี่ยนแปลงนโยบาย ก็น่าจะเป็นนโยบายกำหนดราคาอิน ถึงกระนั้นก็ยังไม่ชัดเจนว่ารัฐบาลมีเหตุผลทางกฎหมายใด ในการดำเนินการเปลี่ยนแปลงสัญญาดังกล่าว

ระยะสั้นเน้นกลุ่มธนาคารและพลังงาน

เราเชื่อว่าหุ้นกลุ่มธนาคารและพลังงานน่าสนใจที่สุดในบรรดากลุ่มธุรกิจหลักๆ โดยทั้งสองกลุ่มซื้อขายด้วย P/BV ที่ต่ำมาก (ธนาคารที่ 0.62 เท่า ส่วนพลังงานที่เราวิเคราะห์อยู่ที่ 0.65 เท่า) แถมยังมีแนวโน้มที่แข็งแกร่งไปจนถึงสิ้นปี อีกทั้งยังมีความเสี่ยงทางการเมืองค่อนข้างจำกัด สำหรับธนาคารพาณิชย์ การขยายตัวของ NIM ยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนหลัก ในขณะที่การจ่ายเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นอาจช่วยผลักดันราคาหุ้นต่อไปได้ หุ้นเด่นของเราคือ KTB และ BBL ส่วนหุ้นกลุ่มพลังงาน การเติบโตของอุปสงค์ตามฤดูกาลและความสมดุลของอุปสงค์/อุปทานที่ตึงตัวตามห่วงโซ่คุณค่าจะช่วยผลักดันราคาน้ำมันและค่าการกลั่นให้สูงขึ้น BCP เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่ม ขณะที่ TOP จะเป็นตัวเลือกที่สองของเรา

กลุ่มอุปโภคบริโภคและท่องเที่ยว ช่วงนี้ขอพักก่อน

เราคาดว่ากรบริโภคและการท่องเที่ยวจะเริ่มชะลอลงในอีก 2-3 เดือนข้างหน้า โดยการบริโภคได้รับผลกระทบจากฐานสูงตั้งแต่ไตรมาส 2-3/65 ในขณะที่การท่องเที่ยวน่าจะได้รับผลกระทบจากฤดูกาลเนื่องจากเข้าสู่ช่วงโลว์ซีซั่น ดังนั้นเราจึงคิดว่าหุ้นที่เกี่ยวข้องกับปัจจัยเหล่านี้ ซึ่งบางตัวทำผลงานได้ดี YTD อย่างมีนัยสำคัญ อาจเริ่มได้รับผลกระทบ

Analysts

Chak Reungsinpinya
(66) 2658 5000 ext 1399
chak.reungsinpinya@maybank.com

Fig 1: Valuations for our Top BUYs

Bloomberg code	Mkt cap (USDm)	Rating	Price (THB)	TP (THB)	Upside (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Div yld (%)	
						23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
BBL TB	8,994	BUY	163.00	190.00	16.6	8.9	8.3	0.6	0.6	6.8	6.9	3.7	3.7
KTB TB	7,878	BUY	19.50	22.00	12.8	7.2	6.7	0.7	0.6	9.7	9.7	4.2	4.5
TOP TB	2,970	BUY	46.00	59.00	28.3	7.9	7.9	0.6	0.6	8.2	7.7	3.2	3.2
BCP TB	1,438	BUY	34.50	49.00	42.0	7.8	5.8	0.9	0.8	11.2	14.2	6.4	8.7
SET index						16.4	14.5	1.5	1.5	9.1	10.2	3.1	3.4

1. Politics, EPS downgrades are key headwinds

We cut our year-end SET Index target to 1,650pts as we expect the near-term political vacuum to negatively impact sentiment and potentially weigh on economic outlook (particularly investment). Based on our bottom-up estimate for SET Index EPS of slightly below THB104 for 2024E, our target implies 16x forward P/E, in line with average P/E of the past 10 years. Given political uncertainty, we continue to expect heightened market volatility in the short term. In this environment, we favour banks and energy given strong bottom-up drivers, attractive valuation, and limited exposure to political uncertainty. While we remain positive on consumption and tourism in the medium to long term, we believe these sectors may struggle to perform in the next few months given high expectations and low seasonal demand.

1.1 Political uncertainties negative for sentiment

Political developments remain fluid in Thailand despite the MFP-PT coalition reaffirming their commitment to form the government together. We do not expect the government to be formed until August at the earliest. However, the process can drag on much longer as there are potentially multiple stumbling blocks along the way. In our view, the longer this process takes, the higher uncertainty and the potential negative consequences not just on market sentiment but on the economy as well. Below, we outline the likely time-line for events to unfold as well as highlight potential stumbling blocks. Our base case is unchanged, which is that an MFP-led coalition will eventually be able to form the government with Mr. Pita Limjaroenrat as the prime minister.

Estimated time line

13 July (60 days after the election) is the deadline for the Election Commission (EC) to certify the votes. In the latest development, the EC has ordered vote recounts for 47 polling stations out of 95,000 stations nationwide. We do not expect this will lead to any significant change in the latest election results. At the same time, there are about 20 pending complaints to be investigated by the EC. It is unclear how many of these complaints will be pursued by the EC and less clear still on whether it would lead to any disqualification.

28 July (15 days after vote certification by the EC) is the deadline for the House of Parliament to begin its first session and elect Speaker of the House.

Early August: Thereafter, the Speaker of the House will have to call a vote for the prime minister candidate. The PM candidate will need to receive support from the majority of the combined Lower and Upper Houses. This means a minimum of 376 votes as there are 500-elected Members of the Parliament (MPs) and 250 appointed Senators.

End of August: If the PM candidate receives a sufficient number of votes, he/she will be able to form the Cabinet.

However, the process can take much longer if the PM candidate fails to secure enough votes. One possibility is for the Speaker of the House to keep nominating the same PM candidate for votes. Another possibility is for the coalition to nominate an alternative candidate from, for example, PT. Yet another alternative is for the coalition to break up and a new coalition to be formed. This last scenario is least likely if MFP holds the Speakership but could be possible if PT holds the role. Note that the current constitution

does not set any time limit on the PM voting process. During that time, the current administration, led by General Prayuth, will continue to stay on as the caretaker government.

Potential stumbling blocks to our base case

We believe quick government formation will be key to improving market sentiment. While the market may generally be worried about the MFP-led coalition, the alternatives of political gridlock or unrest are even less desirable, in our view. Our base case remains a successful MFP-led government formation with the support of PT. Still, the path to this outcome remains uncertain. We see a number of potential stumbling blocks.

Firstly, there is an outstanding complaint against Mr. Pita Limjaroenrat (MFP's party leader and sole PM candidate) for his ownership of a media company. The EC is now pursuing an investigation of Mr. Pita, alleging that he applied to become an MP candidate even though he knowingly owned shares in a media company, which is against the rules. It is unclear how long the EC will take before any charge is filed, and subsequently it is also unclear how long the court will take to rule on this case. If Khun Pita is ultimately found guilty, he may face jail time and potentially be barred from politics for up to 20 years. This would lead to complications for MFP as Khun Pita was its sole PM candidate and there is no backup. On the other hand, PT has nominated 3 PM candidates. It is unclear what would happen if Khun Pita is found guilty. One possibility is that MFP will have to accept one of PT's candidates as an alternative PM. Another possibility is MFP may refuse to support the government coalition and choose instead to become an opposition party.

Secondly, MFP and PT will have to agree on who will become the Speaker of the House. This is an important role as he/she will be the one who nominates a PM candidate to the Parliament. It is one of the key conflicting points between the two parties. MFP argues that traditionally, the party with the most MP seats will get to elect the Speaker of the House. On the other hand, PT argues that because MFP already gets to nominate its PM candidate, PT should at least hold the Speaker of the House role. The two parties have at least agreed to take their discussion private following public rows a few weeks prior.

Lastly, MFP-led coalition will still have to secure enough support from the Senators to pass the 376 minimum votes in the combined Lower and Upper House. So far, only a dozen or so Senators have come out and said they would support the PM candidate from the leading party. At the opposite end, a few Senators have said they would abstain from voting, essentially preventing the nominated PM candidate from securing votes. The majority of Senators have not made any comment publicly. However, we believe the MFP-led coalition will eventually be able to secure enough Senate support.

Alternative scenarios abound

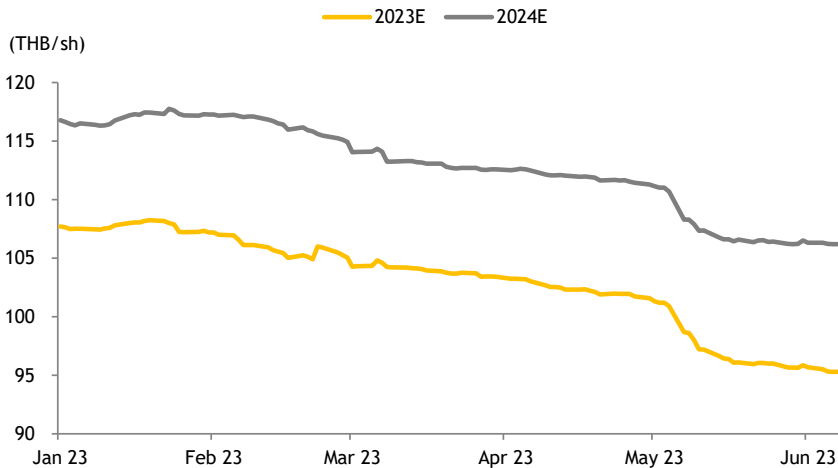
There are many potential alternative outcomes, many of which point to a PT-led coalition government. However, we note that such scenarios are likely to be negative for the market and the economy short term. Our main concern is on political unrest if MFP supporters feel their party has been unfairly treated. We leave these discussions for when there is more evidence our base case will not pan out.

1.2 Earnings downgrades to weigh

Political uncertainty and the associated negative sentiment aside, the SET Index is also being weighed down by significant earnings downgrades YTD

for both 2023-24E EPS. For 2023E, the downgrades were relatively gradual and in line with past trends until early May. Then, post 1Q23 results, the downgrades accelerated quite sharply. From 1 January to 1 May, total EPS downgrades were 6.3%. However, in just over a month since, we have seen an additional downgrade of 6.1%, bringing full-year downgrade so far to over 12%.

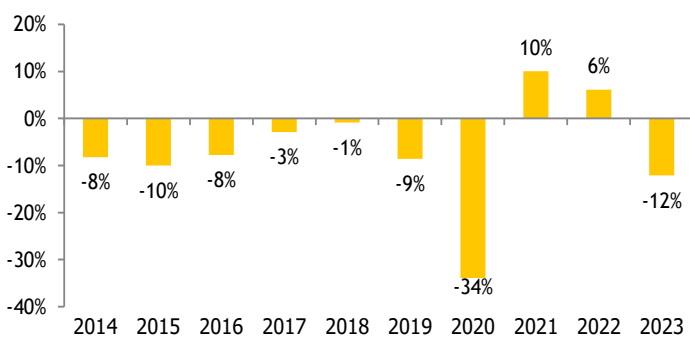
Fig 2: SET Index EPS downgrades have been steep for both 2023E and 2024E



Source: Bloomberg, MST

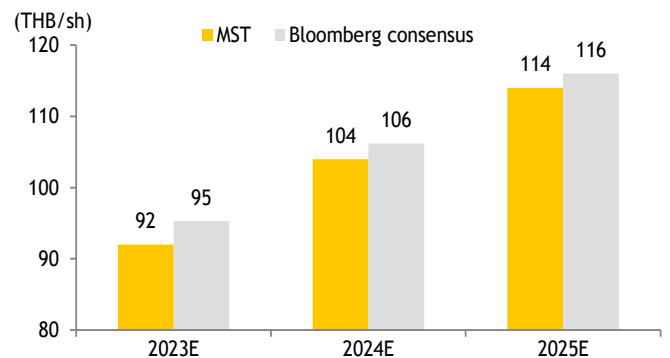
To put this into context, the downgrade in 2023YTD has been the steepest over the past 10 years except for 2020. The average downgrades for 1 Jan - 7 Jun in the previous 9 years was only 6%; excluding 2020, the average would work out to only around 3%. Still, we believe more downgrades could be forthcoming this year. Our SET 2023E EPS estimate based on our bottom-up forecasts only works out to around THB92/sh compared to the Bloomberg consensus estimate of THB95/sh now. This implies we could see another 3-4% downgrade in the coming months. For 2024E, our bottom-up SET Index EPS estimate is THB104/sh, also below the Bloomberg consensus estimate of THB106/sh.

Fig 3: 2023YTD downgrade steepest in 10 years exc. 2020



Source: Bloomberg, MST

Fig 4: More SET EPS downgrades could be coming

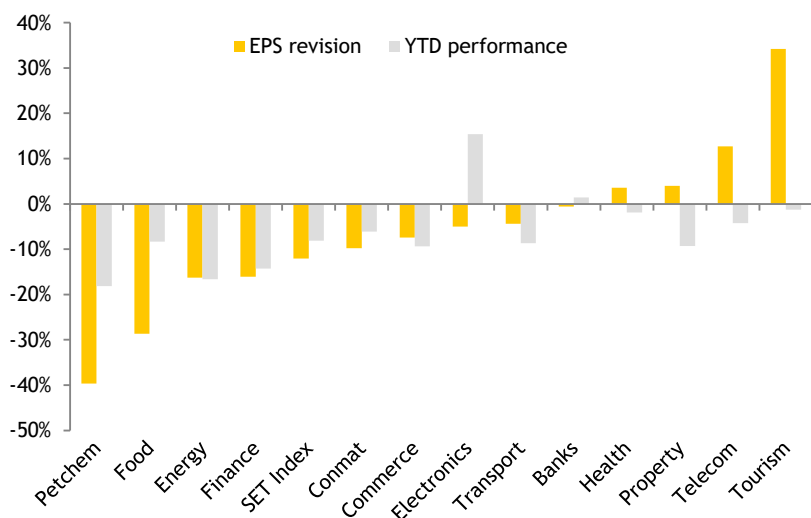


Source: Bloomberg, MST

Sector-wise, petrochemical, food, energy, and finance have contributed the most to negative earnings revisions YTD. Most other sectors have also seen downgrades, albeit to a lesser extent. Only the tourism (hotels) and

telecom sectors have seen meaningful upgrades whereas the healthcare and property sectors have seen small upward revisions.

Fig 5: EPS revisions and YTD sector performance

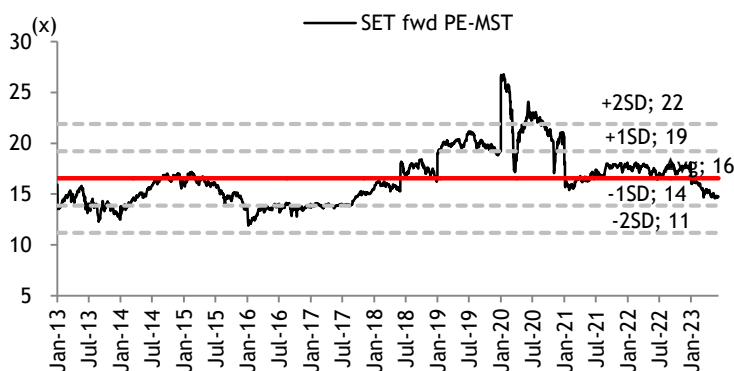


Source: Bloomberg, MST

1.3 Current valuations may help cap downside risks

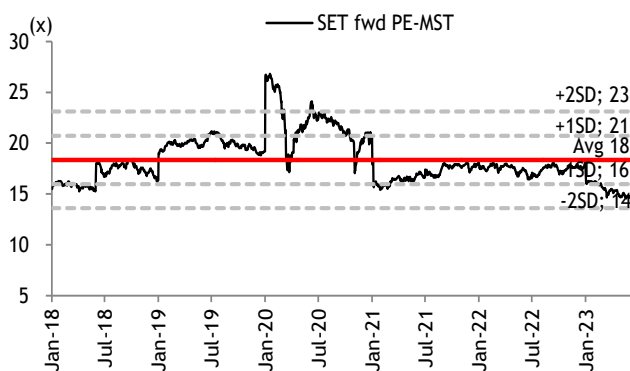
Barring political unrest, we think the downside risk for the SET Index is limited at the moment. While we see risks of further EPS downgrades, we think already low valuations could help cushion the downside. The SET index is trading at around 14.9x 2024E P/E, which is almost 1SD below its 10-year average of 16x. If we reference the 5-year trading range, then the valuation looks even less demanding as it is already more than 1SD below the 5-year average P/E of 18x.

Fig 6: SET Index 10-year P/E



Source: Bloomberg, MST

Fig 7: SET Index 5-year P/E



Source: Bloomberg, MST

2. Quantifying potential policy impacts

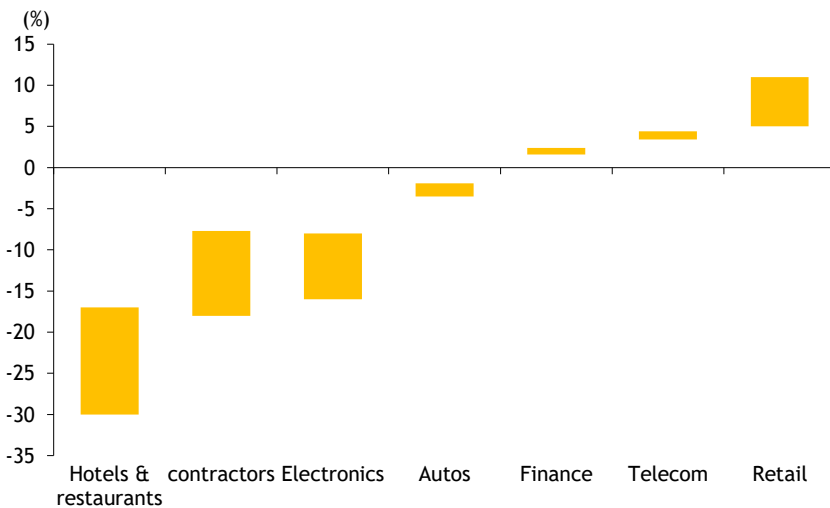
Post-election, we have been asked multiple times about the potential policy implications. The two policies most often discussed were: 1) minimum wage hike; and 2) potential change to energy policies. On the first point, we see a high likelihood that an aggressive minimum wage hike will be pursued by the new government. This would benefit consumer (retail), finance, and telecom sectors while it might hurt contractors, manufacturers (autos, electronics), and hotels/restaurants. We have quantified potential earnings impacts for stocks in these sectors assuming a full jump to THB450/day in wage in 2024E. This is done on a best-effort basis as we do not have clear historical example on what to expect.

As for energy policy (specifically domestic gas utilization and pricing), we see a potential negative impact on PTTGC and PTT (both not-rated). We believe changes to gas-separation plants operation may be limited and any policy move is likely to be on transfer pricing. Still, it is unclear whether the government has any legal ground to pursue such contract changes.

2.1 Minimum wage hike

This policy will in all likelihood be implemented once the new government (whether it's MFP-led or PT-led) takes office. Our assumption is for a one-time hike to THB450 per day from about THB350 currently. This policy will have broad-based implications across multiple sectors. Sectors that will likely benefit are: consumer (retail), finance, and telecom. Sectors that could be hurt by this policy include contractors and manufacturers (autos, electronics).

Fig 8: Potential 2024E EPS impact assuming min wage hike to THB450/day



Source: MST

Retail sector - net positive

The impact of a minimum wage hike on retailers is a bit more complex to ascertain. The consideration essentially comes down to potential uplift to SSSG against the negative impact of increased labour costs.

For consumer staples names such as CPALL (CP THB63.25, BUY, TP THB79.00) and BJC (CP THB36.25, BUY, TP THB44.25) we expect significant exposure to minimum wage hikes given their relatively thin margins. We estimate that a neutral SSSG (that is, SSSG needed to balance the impact of rising costs) above base-case for CPALL needs to be 10% to cover the sharp increase in labour costs compared to our current FY24E SSSG assumption for CPALL of 3%. If SSSG goes to 15%, then we estimate earnings uplift would be around 11% of our 2024E forecasts. On the other hand, if SSSG is only 5%, then we believe the net overall impact will be a negative one. In this case, we estimate 8% *downside* risks to our numbers.

For BJC, we also estimate the neutral SSSG to be 10% as well. However, we see lower sensitivity for each percentage point increase in SSSG on the bottom line. This is because BJC has earnings contribution from manufacturing activities as well as retail (where most of the labour cost is). At 15% SSSG, we estimate earnings uplift of around 5%. At the opposite end, a 5% SSSG would see earnings negatively impacted at -3% of our base case.

Because of higher profit margin, the neutral SSSG needed to offset impact of higher labour costs for consumer discretionary names is lower than those of consumer staples. For HMPRO (CP THB13.80, BUY, TP THB18.00), we estimate the neutral SSSG to be 5%. If SSSG is 10%, then HMPRO would see earnings uplift of 5% whereas a 15% SSSG would see earnings uplift of 10%. Our current SSSG assumption for HMPRO is 3% for FY24E

For GLOBAL (CP THB17.40, HOLD, TP THB20.16) the neutral SSSG is 3% compared to our current assumption of 1%. A 5% SSSG will lead to earnings uplift of +2% whereas an 8% SSSG would lift earnings by 5%.

Telecom sector - positive

We believe a minimum wage hike could boost ADVANC's earnings (CP THB219.00, BUY, TP THB240.00) while it could help narrow losses for TRUE (CP THB7.05, BUY, TP THB7.60). Higher minimum wage could lead to an increase in prepaid top-ups. For ADVANC, assuming this raises FY24E prepaid ARPU by 3.0%, FY24E core profit will be raised by 3.4%. For TRUE, if we raise FY24E prepaid ARPU by 3.0%, we will have to change FY24E core net loss from THB2.1b to THB1.5b.

Finance sector - positive

We believe a minimum wage hike will be positive for the finance sector. Still, it is difficult to estimate the actual impact. Our assumption is that it may help boost sector earnings by +1.6 to +2.4% due to lower credit costs.

We believe MTC (CP THB41.25, HOLD, TP THB36.00) should be the biggest beneficiary as the company focuses on individual customers with limited exposure on SMEs. MTC's average loan ticket size is relatively smaller than TIDLOR (CP THB27.00, HOLD, TP THB26.50) (25% of total loans are HP and truck title loans, which we estimate half of them are loans for SME business) and SAWAD (CP THB55.00, SELL, TP THB45.00) (29% of loans are land title loans which we estimate half of them are loans for SME business). We would expect sector NPL ratio to gradually decline 10-15bps in 4Q23 and 2024 from

the new government policies and economic recovery. Our sensitivity analysis shows that every 5bps decrease in credit cost will increase earnings by 0.5-1.0%. Hence, the new government policies could positively impact sector earnings by 1.6-2.4%.

Contractors - negative

For STEC (CP THB9.30, BUY, TP THB15.50), labour makes up 10% of cost. Again, assuming 30% of labour cost is tied to minimum wage, our 2024E profit could be impacted by -18.1%. Labour cost makes up 10-12% of CK's (CP THB19.70, BUY, TP THB28.00) COGS. Even though the company already pays above minimum wage, we still expect some impact. Assuming 30% of labour cost is linked to minimum wage, then our 2024E profit could be impacted by -7.7%. Note that CK is less impacted than STEC because CK has larger recurring income from subsidiaries (such as BEM (CP THB8.40, Not Rated), CKP [CP THB3.44, BUY, TP THB5.50], TTW [CP THB8.65, Not Rated]).

Auto sector - negative

We believe auto sector will be negatively impacted by the potential minimum wage hike. For AH (CP THB34.50, BUY, TP THB44.00), labour makes up about 5% of costs and a full minimum wage hike to THB450/day could negatively impact our 2024E profit forecast by about -3.5%. For SAT (CP THB19.50, BUY, TP THB24.00), labour is also about 5% of cost and assuming a similar exposure to minimum wage as AH, we estimate 2024E net profit could be impacted by about -2.1%. For STANLY (CP THB214.00, BUY, TP THB240.00), our estimate is a -1.9% impact to 2024E earnings forecast.

Electronics sector - negative

Electronics sector will also be negatively impacted by the minimum wage hike. While most firms are already paying above minimum wages, we still expect negative knock-on impact on their labour costs.

Of the three major electronics names (KCE, HANA, DELTA, all not-rated), we think HANA will be the most impacted. Labour cost makes up 19% of HANA's COGS and assuming about 40% exposure to minimum wage increases, potential earnings impact could be around -16% of 2024E after-tax profit (based on Bloomberg consensus earnings forecasts).

For KCE, labour cost makes up about 16% of COGS. Assuming a similar exposure at 40% to minimum wage hike, we estimate its earnings could be impacted by -10% in 2024E relative to consensus profit forecast. DELTA's labour cost makes up about 14% of its cost structure. And because it has higher margins than HANA and KCE, a minimum wage hike to THB450 is likely to impact its earnings by about -8% in 2024E, based on the consensus forecast.

Hotels and restaurants - negative

MK Restaurant (M TB, CP THB50.25, Not Rated) has one of the highest exposure to labour cost at 39% of its cost structure. We also think much of this is for low-wage workers. As such, assuming 60% exposure to the minimum wage hike, we estimate earnings impact could be -30% in 2024E. In other words, a minimum wage hike to THB450 could drive M to increase prices significantly.

Central Plaza Hotel's (CENTEL TB, coverage suspended) labour cost is about 33% of its total operating cost. Due to its higher-end services, we think its exposure to minimum wage is less than M but could remain relatively high. Assuming 40% sensitivity to minimum wage hike, we estimate earnings impact to be -17% in 2024E.

The Erawan Group (ERW TB, coverage suspended) is likely to be least exposed to the minimum wage hike of the three names above. Employee costs make up 30% of total costs and assuming a similar 40% exposure to CENTEL, we estimate earnings impact to be about -27% (ERW has a lower margin than CENTEL and is therefore more sensitive).

2.2 Energy policy impact

Much has been discussed about MFP's potential energy policy change, specifically concerning the use and pricing of gas from the Gulf of Thailand. The argument by MFP is that domestic gas is sold to PTT Global Chemical (PTTGC TB, CP THB38.50, Not Rated) at unfairly low prices instead of being used as fuel for electricity generation. We see two potential moves by MFP. One is to reduce gas available for gas separation plant (GSP), which would effectively reduce gas supply for petrochemical and increase gas supply for power generation. Another, more plausible move, is to change the transfer pricing between PTT (CP THB31.75, Not Rated) and PTTGC while making that extra payment available as subsidy for electricity price.

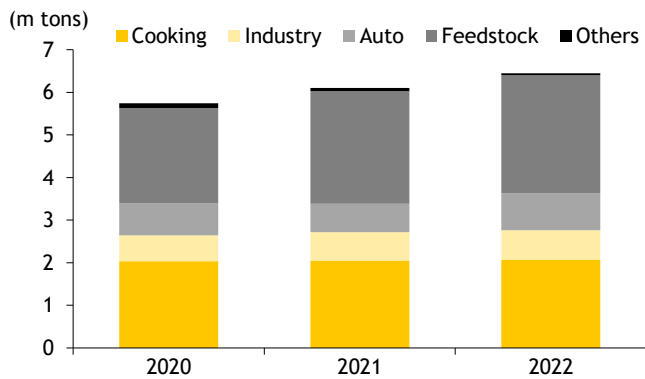
On the first point, we do not think the government can totally by-pass the GSP and use all the gas as fuel for power plants. There are two reasons for this: one is the need to produce subsidized LPG for the domestic market and the other is the operational issue. Based on these considerations, we think the practical lower bound for GSP utilization rate is 50-55% compared to about 70% currently.

Cooking gas vs electricity price subsidy

We believe the first issue to consider is trade-off between electricity price and cooking gas (LPG) price. We estimate GSP needs to run at 50% utilization rate at a minimum to ensure cheap, subsidized supply of LPG for cooking locally. Currently, much of the LPG produced in Thailand comes from GSP. PTT is selling that LPG at cost, which is well below the prevailing market price on import-parity basis. For example, in 1Q23, PTT sold LPG ex-GSP at USD469/ton, well below global benchmark Saudi Aramco CP, which averaged USD700/tonne. Including shipping, the import cost to Thailand based on CP price would likely be USD750/tonne or more.

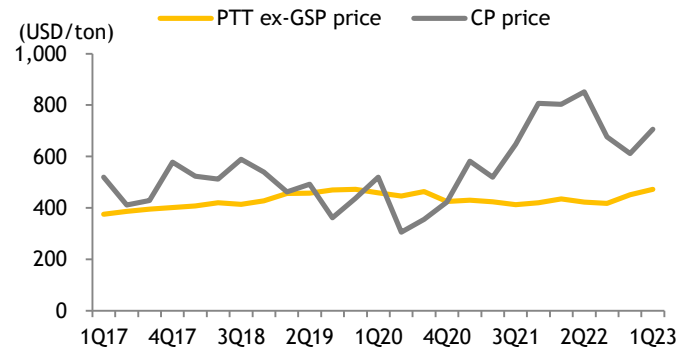
If the gas from the Gulf of Thailand bypasses GSP, LPG will be left blended in the gas pool, and it will eventually get burned for power generation. If that's the case, Thailand may need to import more LPG to meet local demand. This would mean the government will have to either raise cooking gas prices or provide additional funds for the cooking gas price subsidy.

Fig 9: Thailand LPG consumption by sector



Source: EPPO, MST

Fig 10: PTT LPG price vs imported (Saudi Aramco CP) price

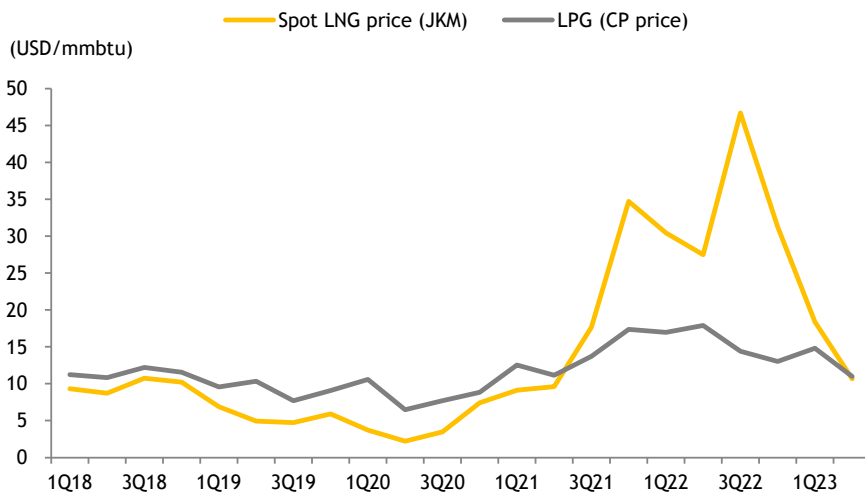


Source: PTT, Bloomberg, MST

Currently Thailand consumes about 6.4m tonnes of LPG per year. 2.1m tonnes of that is cooking gas, which is the most price-sensitive. To make sure GSP produces at least this amount of LPG, we estimate GSP u-rate needs to be at least about 50% (interpolated from the 2022 data above when PTT sold 3.3m tonnes of LPG from GSP on 76% u-rate). Utilization rates below this level could mean insufficient LPG production for cooking gas market.

By our estimates, and in the current market environment, it is still worthwhile for Thailand to produce LPG from GSP and instead import LNG. Saudi Aramco CP came down to USD550/tonne in May, equivalent to about USD11/mmbtu. This is still more expensive than the spot LNG price of around USD9-10/mmbtu. In the past, LPG price was usually more expensive than LNG price.

Fig 11: Long-term LPG price (Saudi Aramco CP) vs LNG price (JKM spot)



Source: Bloomberg, MST

Heating value issue

Another reason that could limit how much gas can bypass GSP is the heating-value issue. Generally speaking, heating value of the piped gas must be kept below a certain level to avoid operational issues at the users (power plants, industries). If we assume the common value of 1,100 BTU/scf (corresponding to Wobbe Index of about 1480) to be the upper limit of this heating value for piped gas, we estimate that the minimum utilization rate for GSP is around 55%. This is because natural gas liquids (NGL) such as ethane, propane, and butane must be separated out to maintain the heating value of the gas stream in the pipeline at an acceptable level. In turn, this is important because gas turbines and certain machinery is usually designed to operate within a certain range of heating value.

Fig 12: Composition of GSP's feed gas and its heating value

Component	Heating value (BTU / scf)	Volume (k tonnes)	% of feed gas
Pentane	3,981	49	0.37%
NGL	2,516	504	3.85%
Propane	2,516	1,139	3.02%
Ethane	1,783	1,752	6.54%
LPG	1,258	3,302	7.56%
Total		6,746	21.3%

Source: EPPO, EIA, PTT, MST

Normally, methane (C1) is the component that gets burned for power and heat. It has the lowest heating value at around 1,000 BTU/scf. When other NGL components get blended in, it raises the heating value. Based on the latest data from PTT in 2022, NGL components that get separated out amount to 21% of total feed gas volume. We estimate that without separating out these components, the feed gas would have heating value of around 1,300 BTU/scf, which is likely too high for existing gas turbine fleet and other gas-powered machineries in Thailand to use. This means a certain amount of NGLs must be separated out to bring heating value back to acceptable level, assuming we can blend in all the gas from other sources (Myanmar, LNG).

At 70% GSP utilization rate as of 1Q23, a significant volume of Gulf gas is already directly blended into the pipeline. We estimate this may have raised heating value to about 1068 BTU/scf. If we were to reduce the GSP utilization rate further to 50% and let more Gulf gas get directly blended into the pipeline, the total heating value is likely to be raised to around 1,100 BTU/scf. We see this as the upper practical limit.

Fig 13: Pipeline gas heat value with 70% GSP u-rate

Components	Heating value (btu / cu.ft)	Volume (mmcf)
Gas that bypasses GSP	1,300	798
C1 from GSP	1,000	1,431
All other sources	1,000	1,271
Blended gas for power, industry, NGV	1,068	3,500

Source: PTT, EPPO, MST

Fig 14: Pipeline gas heat value with 55% GSP u-rate

Components	Heating value (btu / cu.ft)	Volume (mmcf)
Gas that bypasses GSP	1,300	1,197
C1 from GSP	1,000	1,032
All other sources	1,000	1,271
Blended gas for power, industry, NGV	1,103	3,500

Source: WOO, MST

2.3 Alternative pricing considerations

We believe any government intervention to change contract prices between PTTGC and PTT is unlikely. This is a contract between two private parties which does not directly impact the public. Still, if the new government wants to interfere with the pricing mechanism, we see two potential options. The first is to price ethane on par with naphtha, which is an alternative fuel. The other option is to price ethane on par with the imported LNG price to reflect the potential heating value lost to petrochemical. We analyze these two options below.

Naphtha-based pricing

We think the risk on this option is easier to quantify. We assume feedstock transfer pricing between PTT and PTTGC is a profit sharing mechanism based on HDPE price. That is, if the HDPE price is high, the ethane price will be higher but also the profit margin, and vice versa. Our assumption is for ethane price to be $(\text{HDPE price} / 3) + \text{USD}100/\text{tonne}$.

Based on this, we estimate PTTGC's HDPE-ethane spread for a wide range of naphtha and HDPE-naphtha spread combinations. In the table below, the red figures highlighted cases where changing from profit-sharing pricing scheme to naphtha-parity scheme would negatively hurt PTTGC's margins. The green figures are cases where the change is beneficial to PTTGC.

Fig 15: Our estimate of PTTGC's HDPE-ethane margin as a function of naphtha price and HDPE-naphtha spread

Oil price (USD/bbl)	Naphtha price (USD/ton)	HDPE-naphtha spread (USD/ton)										
		300	350	400	450	500	550	600	650	700	750	800
30	225	250	283	317	350	383	417	450	483	517	550	583
35	270	280	313	347	380	413	447	480	513	547	580	613
40	315	310	343	377	410	443	477	510	543	577	610	643
45	360	340	373	407	440	473	507	540	573	607	640	673
50	405	370	403	437	470	503	537	570	603	637	670	703
55	450	400	433	467	500	533	567	600	633	667	700	733
60	495	430	463	497	530	563	597	630	663	697	730	763
65	540	460	493	527	560	593	627	660	693	727	760	793
70	585	490	523	557	590	623	657	690	723	757	790	823
75	630	520	553	587	620	653	687	720	753	787	820	853
80	675	550	583	617	650	683	717	750	783	817	850	883
85	720	580	613	647	680	713	747	780	813	847	880	913
90	765	610	643	677	710	743	777	810	843	877	910	943
95	810	640	673	707	740	773	807	840	873	907	940	973
100	855	670	703	737	770	803	837	870	903	937	970	1003

Source: Company, MST

Note: we assume naphtha price differential to oil price to be USD -5 on a per-bbl basis

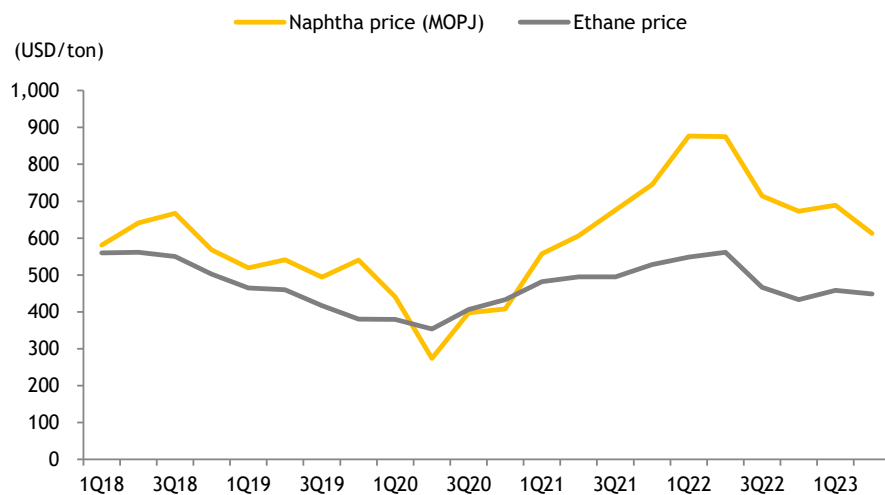
Our observation is that:

In a very low oil price environment (ie, sub-USD45/bbl), using naphtha as a reference price for ethane could actually be advantageous to PTTGC regardless of the HDPE-naphtha spread as it could potentially offer higher margins.

In a medium-high oil price environment (over USD45/bbl), using naphtha as reference price would likely lead to lower margins. How much of a disadvantage depends on whether the high oil price is accompanied by a low or high HDPE-naphtha spread. If the HDPE-naphtha spread is low, then the potential margin lost from pricing change could be very large. On the other hand, if HDPE-naphtha spread is high, the difference could be minimal.

Assuming a mid-cycle spread of USD550/tonne and long-term oil price of USD75/bbl, then we estimate that the margin PTTGC would make under the current ethane pricing scheme would be around USD687/tonne. On the other hand, if the contract gets switched to naphtha-based pricing, then the margin would come down to USD550/ton. The difference of USD137/tonne is the average annual profit reduction from the change. Historically, the data seem to support our view with the naphtha price almost always trading at a higher value than our estimate of PTTGC's ethane gas cost. Since 1Q18, the actual average naphtha premium over the ethane estimated price has been USD123/tonne.

Fig 16: Spot naphtha price vs estimated ethane price for PTTGC



Source: PTTGC, MST

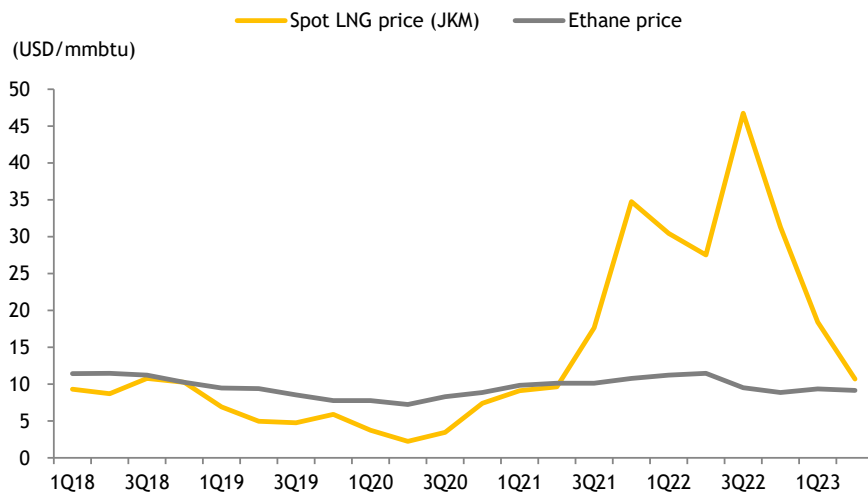
Heating value-based pricing

An alternative pricing scheme is to price ethane on par with imported LNG price. The argument here is that the Gulf gas could instead be used for power generation to save LNG import bills. This would mean pricing ethane for its heating value rather than as feedstock value.

This scenario could actually be beneficial for PTTGC in the longer term. Ethane price for PTTGC is based on profit sharing scheme between PTT and PTTGC which we assume to be $\frac{[HDPE\ price]}{3} + 100\ USD/ton$. Under this assumption, ethane price for PTTGC has mostly been more expensive on heating value terms than equivalent spot price of imported LNG. Only since 3Q21 and for much of 2022 did LNG prices spike to levels far beyond the transfer pricing of ethane. This was due to 2 drivers. The first is the war in

Ukraine that disrupted global gas supply, forcing Europe to import LNG en-masse. The second factor is the sharp down-cycle for petrochemicals, meaning HDPE prices fell to unusually low levels. This, in turn, pushed down the price of ethane for PTTGC. However, spot LNG prices have already started to come down whereas the petrochemical down-cycle is unlikely to last much beyond 2025E. As such, if PTTGC has to switch to paying for its ethane at heating value, we believe this would be beneficial for the company longer term.

Fig 17: Spot LNG price vs estimated ethane price for PTTGC



Source: EPPO, EIA, PTT, MST

3. Go for banks and energy short-term

Given political uncertainties and low seasons for consumption and tourism in the next few months, we favour banks and energy as top BUY ideas. Both sectors have strong bottom-up earnings drivers. In the case of banks, NII expansion will help drive profit growth whereas for energy, we expect rising GRM to help drive share prices. Valuations also remains attractive for both sectors, which would help cushion against potential downside risk. Lastly, we believe both banks and energy are least exposed to political developments.

3.1 Banks - NIM expansion the key driver

We retain our POSITIVE view of Thailand's banking sector and project banking sector earnings to grow 18% YoY in FY23E, thanks to strong NII growth.

Rising interest rate will support NII growth and NIM

We expect NII and NIM to grow further QoQ from the repricing of loan yields and investment in liquid assets (interbank and money market) in 2-3Q23. WE expect big banks to benefit from the interest rate hike after the Bank of Thailand raised the policy rate to 2.0% in May-23.

Improving asset quality with room to reduce credit cost

Given the economic recovery, we expect credit cost to stay relatively flat YoY in 2023 and gradually decline in 2024-25. We expect lower NPL inflows in FY24-25 as most customers in relief programmes have already exited.

Fig 18: Banks valuation

Stock	Bloomberg code	Mkt cap (USDm)	Rating	Price (THB)	TP (THB)	Upside (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Div yld (%)	
							23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
SCB X	SCB TB	10,463	BUY	107.50	130.00	20.9	8.7	8.0	0.8	0.7	8.8	9.2	5.6	6.0
Kasikornbank	KBANK TB	9,075	BUY	132.50	160.00	20.8	7.5	6.7	0.6	0.6	8.1	8.4	3.8	4.2
Bangkok Bank	BBL TB	8,994	BUY	163.00	190.00	16.6	8.9	8.3	0.6	0.6	6.8	6.9	3.7	3.7
Krung Thai Bank	KTB TB	7,878	BUY	19.50	22.00	12.8	7.2	6.7	0.7	0.6	9.7	9.7	4.2	4.5
TMBThanachart Bank	TTB TB	4,644	BUY	1.66	1.70	2.4	9.2	8.2	0.7	0.7	7.8	8.3	5.5	6.7
TISCO Financial	TISCO TB	2,239	HOLD	96.75	108.00	11.6	10.3	9.9	1.8	1.7	17.4	17.5	8.3	8.5
Kiatnakin Phatra Bank	KKP TB	1,518	BUY	62.00	90.00	45.2	6.3	5.8	0.8	0.8	13.8	14.1	7.3	8.1

Source: Company, MST

KTB is our Top Pick in the banking sector

We expect loan yields to increase QoQ in 2Q23 on the interest rate uptrend and KTB's change in loan mix towards retail loans from low-yield government loans. At the same time, we are not concerned with KTB's asset quality as 40% of total loans are low-risk government loans and loans to state employees. Loan portfolio is looking well shielded with only 12% exposure in the SME segment. Lastly, we expect KTB to set up a joint venture asset management company to clean up balance sheet in 2H23. See our recent report on KTB for more details. (click [here](#) for report)

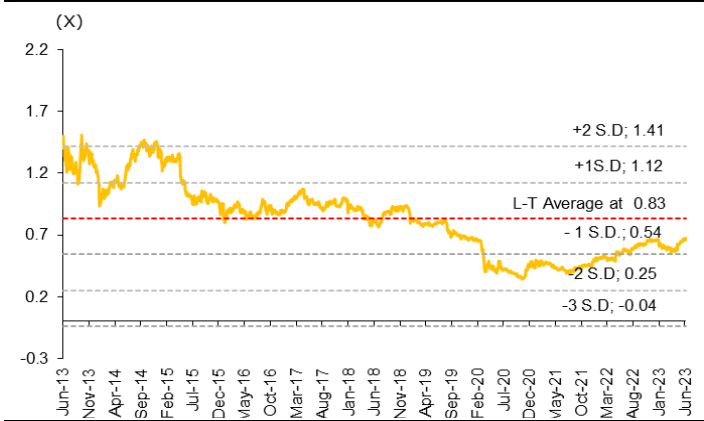
BBL is our second pick

We are upbeat on BBL as we expect strong growth in corporate and international loans, higher NIM and lower credit cost in FY23E. Among big banks, we see BBL as best placed to report positive earnings surprises (if it achieves lower credit cost as it guides 1.0% for FY23E). Credit cost was 1.27% as the bank has the ability to add more following strong PPop growth in 1Q23. We are also comfortable with its asset quality given high NPL coverage of 265% in 1Q23. (click [here](#) for report)

Recent KBANK upgrade as a tactical BUY

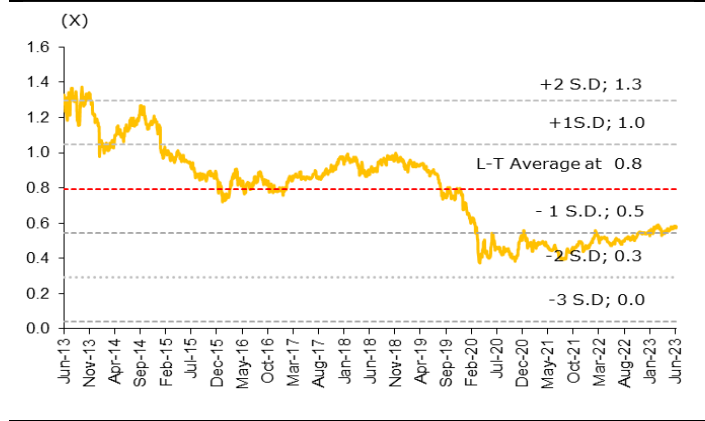
We recently upgraded KBANK to BUY as we believe investor concerns about potential bad debts from STARK (not rated) are priced in and see a buying opportunity as the stock has underperformed the SET by 4% and banking sector by 12% YTD. We assume credit cost of 2.0% this year. If credit cost reaches the upper target of 2.1%, it would represent at most 4.6% downside risk to our FY23 profit forecast. We expect FY23/24E net profit to grow 18%/11% YoY. Near-term catalysts are higher NIM and recovery in net insurance income. (click [here](#) for report)

Fig 19: KTB P/BV



Source: Bloomberg, MST

Fig 20: BBL P/BV



Source: Bloomberg, MST

3.2 Energy - disconnect between strong outlook and depressed valuations

We have a positive outlook for energy. We recently re-initiated coverage of 4 refining stocks (BCP, TOP, SPRC, and IRPC) all with BUY recommendations. We see a disconnect between favourable industry outlook and depressed share price valuation. (click [here](#) for report)

Strong outlook for GRM

We have a strong outlook for refining margins. On our estimates, we see a 1.4mbd cumulative refined product deficit over 2023-25E. This would help tighten the market and lead to improved crack spreads. Our assumption is for Singapore GRM to average USD7/bbl in 2023-25E, in line with GRM during past up-cycle.

In the near-term, we also see several positive drivers for GRM. The first one is strong seasonal demand growth where we estimate a 2mbd demand jump MoM in June due to the driving season. We also expect seasonal demand pattern in 2H23E to be stronger than usual given resumption of air travel especially in Asia, which would lead to a sharp increase in jet fuel demand. The second near-term driver is reduced China exports of oil products. We have seen this trend since March and it has continued in April. We believe China's oil product exports will remain low in the coming months as the government has reduced the 2nd batch of export quota to just 9m tonnes compared to 19m tonnes in the first batch. Lastly, we believe low inventories of oil products globally (especially diesel) provide a strong backdrop for GRM rallies.

Fig 11: Energy valuation

Stock	Bloomberg code	Mkt cap (USDm)	Rating	Price (THB)	TP (THB)	Upside (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Div yld (%)	
							23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
Thai Oil	TOP TB	2,970	BUY	46.00	59.00	28.3	7.9	7.9	0.6	0.6	8.2	7.7	3.2	3.2
IRPC	IRPC TB	1,406	BUY	2.38	2.90	21.8	11.2	8.9	0.6	0.6	5.4	6.7	6.3	7.9
Bangchak	BCP TB	1,438	BUY	34.50	49.00	42.0	7.8	5.8	0.9	0.8	11.2	14.2	6.4	8.7
Star Petroleum	SPRC TB	1,141	BUY	9.10	12.40	36.3	10.9	7.9	1.0	1.0	9.3	12.4	5.7	5.7

Source: Company, MST

Depressed share price valuations

Thai refiners are trading at well below their book value with some trading barely above their Covid-low P/BV multiples. We think this helps limit any potential downside risk. We also expect relatively high dividend yield from the sector.

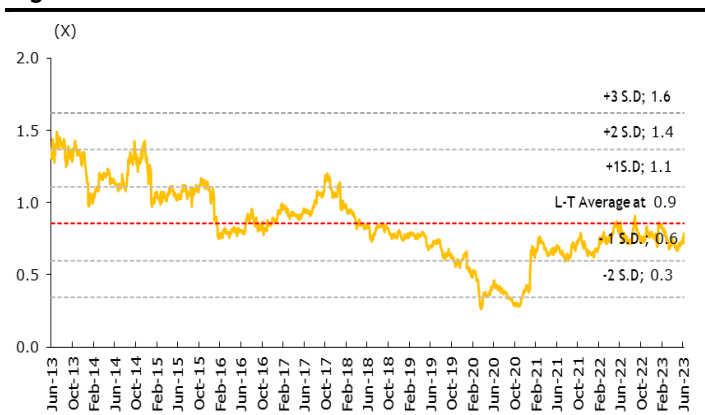
BCP is our top energy pick

We see strong growth for BCP in 2024E, driven by high GRM and its acquisition of Esso (Thailand) (ESSO TB, Not Rated). The stock is also the cheapest in the sector on P/E terms while offering the highest dividend yield. In the near-term, we see potential asset revaluation post its acquisition of ESSO as a potential catalyst. Any synergy benefit to be realized after the merger would also represent upside risk to our numbers. On management guidance, the potential synergy may add up to THB3b p.a. which (net of tax) would be equivalent to almost 30% of our 2024-25E profit forecasts. (click [here](#) for report)

TOP is the second choice

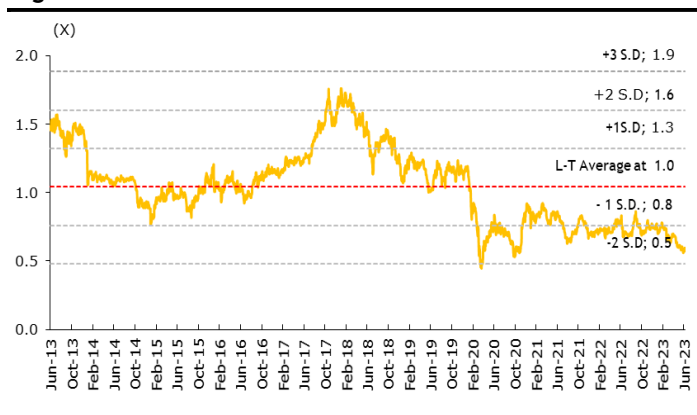
As an alternative to BCP, we view TOP as the second most attractive refining stock. TOP’s key attractions are its long-term growth prospects with CFP upgrade on the horizon and what we regard as rock-bottom valuations. This upgrade will help expand TOP’s nameplate capacity by over 45% as well as enable the company to produce higher-quality fuels (more diesel, less fuel oil) and utilize heavier crude oil as feedstock. Still, we expect the start-up process (due in 2024E) to take up to a year and as such we do not expect meaningful earnings uplift until 2025E. In the meantime, TOP is trading at a very depressed valuation of just 0.6x P/BV, barely above its Covid-low. We think this leaves significant room for the stock to re-rate. (click [here](#) for report)

Fig 22: BCP P/BV



Source: Bloomberg, MST

Fig 23: TOP P/BV



Source: Bloomberg, MST

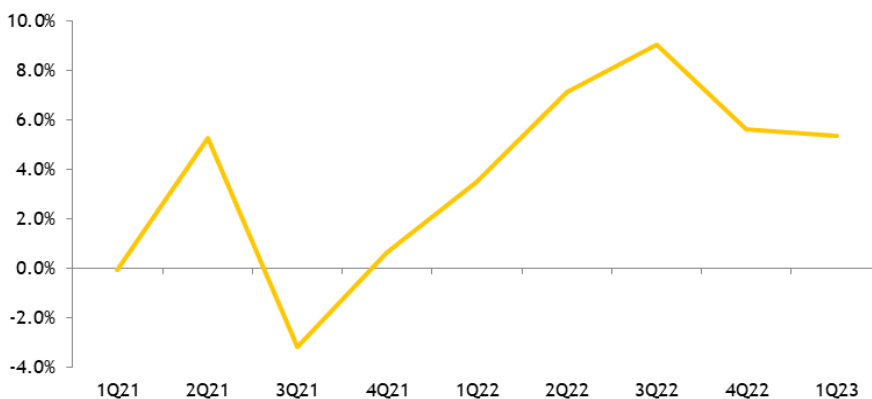
4. Muted period for consumption, tourism

We expect slower growth for consumption and tourism over the next few months. This is due to high-base impacts (particularly for consumption) as well as seasonality, which is starting to impact tourist arrivals. As such, stocks in these sectors that may have outperformed the market YTD may see pullbacks.

4.1 Consumption growth could decelerate in 2Q-3Q23E

We expect consumption growth to decelerate in 2Q-3Q23E. In 2-3Q22A, we saw exceptionally strong consumption growth of 7% and 9%, respectively. We believe these high growth rates were driven by pent-up demand as Thailand was still in an early stage of reopening. While growth decelerated to about 5% in 4Q22-1Q23A, this period was still helped in part by the low base in 4Q21 and 1Q22, respectively. However, given the high base of 2Q-3Q22, we think consumption growth will see a slowdown in 2Q-3Q23E. On a QoQ basis, we also expect growth to slow in 3Q23E due to normal seasonality.

Fig 24: High base of consumption growth in 2Q-3Q22A



Source: NESDB, MST

For the retailers that we track, some have already begun to see April-May SSSG slowing from the 1Q23 growth rates (MAKRO (CP THB28.25, BUY, TP THB44.80), CRC (CP THB40.75, Not Rated)) while others continue to see negative SSSG (GLOBAL, DOHOME (CP THB13.10, Not Rated)). CPALL and LOTUS both saw SSSG decelerating and growth rates have now flattened out vs 1Q23. Only Big C and HMPRO continue to see improving SSSG trends. As we head into 3Q23E, we think the slowdown in SSSG will become more apparent. This is because of the exceptionally high base of 3Q22. We also think the political vacuum and the low season for tourism may negatively impact consumption as well.

Fig 25: Retailers' SSSG

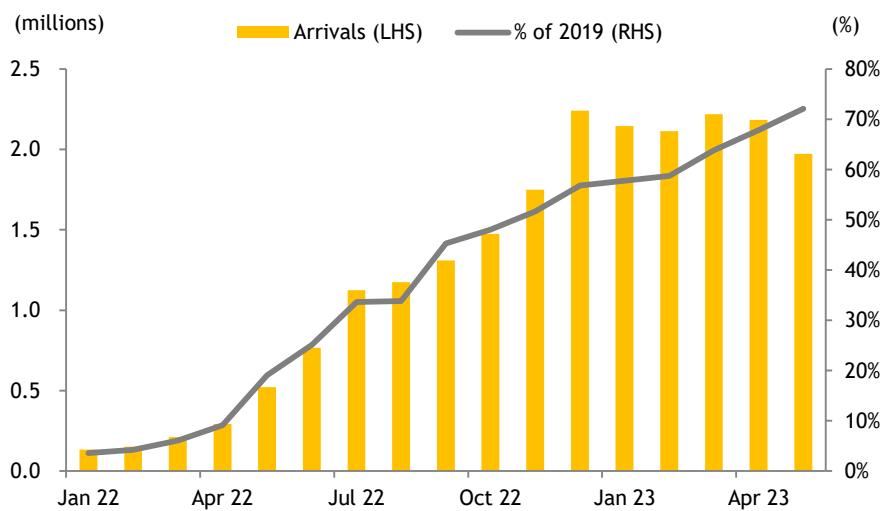
SSSG	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23*
7-Eleven	-17.1%	2.1%	-9.2%	1.3%	13.0%	14.2%	22.1%	15.0%	8.0%	8.0%
Makro	-1.2%	6.1%	1.3%	4.1%	1.0%	7.4%	8.9%	9.6%	10.9%	10.0%
Lotus's				-6.1%	0.5%	-2.1%	0.0%	2.4%	0.8%	1.0%
Big C	-21.6%	-14.3%	-6.6%	-0.1%	2.9%	5.2%	-2.4%	2.3%	1.6%	4.0%
HomePro	0.6%	13.7%	-11.0%	11.0%	3.1%	-1.1%	17.8%	2.9%	5.8%	6.5%
Global	13.7%	35.0%	12.6%	15.0%	7.4%	1.5%	4.3%	-2.2%	-8.7%	-7.0%
Dohome	22.5%	23.6%	14.9%	40.6%	25.1%	10.8%	6.6%	-9.8%	-9.0%	-5.0%
CRC	-16.0%	10.0%	-23.0%	9.0%	11.0%	24.0%	43.0%	9.0%	13.0%	8.0%

Source: Company, MST

4.2 Seasonality to start impacting tourist arrivals

We expect seasonal factors to start impacting Thailand's tourism recovery. We have already seen the number of tourists declining in May as the seasonal slowdown kicks in. Tourist arrivals in May were equivalent to 72% of the arrival figure in May 2019, marking a continued recovery from April (68%) and March (64%). However, in absolute terms, the number of tourists fell by 10% MoM, the sharpest MoM decline since Covid (March/April 2020).

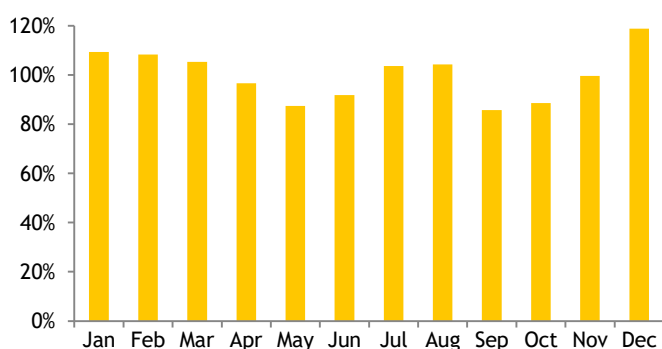
Fig 26: Seasonality starting to impact tourist arrivals number



Source: MOTS, MST

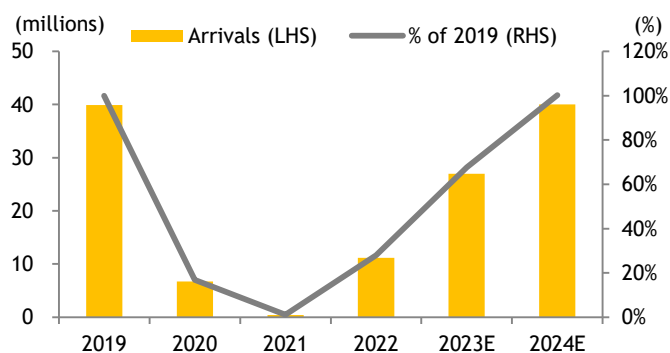
We note that the pace of recovery in April and May has already reached our full-year expectation (ie, about 68% of pre-Covid levels), and as such we expect the seasonal pattern to become more prominent. Based on historical arrival patterns, we expect tourist arrivals to remain subdued in June and potentially July and August as well. Historically, May/June and September/October are the slowest months in terms of the tourism season in Thailand while July and August were seen as “mini” high seasons. However, given limited flight capacity, we think the seasonal bump in July and August may be less pronounced this year. On the other hand, we expect the usual dip in September and October to be less steep than in previous years as well. Still, what this implies is that we could have 2-3 more months of slow tourist arrival growth. This, in turn, may put a damper on tourism-related sectors (transport, hotels, healthcare).

Fig 27: Thailand tourist arrivals seasonality 2015-19



Source: MOTS, MST
Note: monthly arrivals as % of full-year average

Fig 28: Our full-year tourist arrival forecasts



Source: MOTS, MST

Fig 39: Valuations for our Top BUYs

Stock	Bloomberg code	Mkt cap (USDm)	Rating	Price (THB)	TP (THB)	Upside (%)	P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)		Div yld (%)	
							23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
Bangkok Bank	BBL TB	8,994	BUY	163.00	190.00	16.6	8.9	8.3	0.6	0.6	6.8	6.9	3.7	3.7
Krung Thai Bank	KTB TB	7,878	BUY	19.50	22.00	12.8	7.2	6.7	0.7	0.6	9.7	9.7	4.2	4.5
Thai Oil	TOP TB	2,970	BUY	46.00	59.00	28.3	7.9	7.9	0.6	0.6	8.2	7.7	3.2	3.2
Bangchak	BCP TB	1,438	BUY	34.50	49.00	42.0	7.8	5.8	0.9	0.8	11.2	14.2	6.4	8.7
SET index							16.4	14.5	1.5	1.5	9.1	10.2	3.1	3.4

Source: Company, MST

Fig 30: BBL’s financial summary

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Operating income	134,332	138,705	147,663	155,410	163,235
Pre-provision profit	67,066	69,687	74,504	79,324	84,106
Core net profit	26,507	29,306	35,023	37,634	40,156
Core EPS (THB)	13.9	15.4	18.3	19.7	21.0
Core EPS growth (%)	54.3	10.6	19.5	7.5	6.7
Net DPS (THB)	3.5	5.0	6.0	6.0	6.0
Core P/E (x)	8.7	9.6	8.9	8.3	7.7
P/BV (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
Net dividend yield (%)	2.9	3.4	3.7	3.7	3.7
Book value (THB)	258.13	264.74	278.09	291.80	306.84
ROAE (%)	5.6	5.9	6.8	6.9	7.0
ROAA (%)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
Consensus net profit	-	-	38,031	41,525	44,266
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(7.9)	(9.4)	(9.3)

Source: Company, MST

Fig 31: Share price performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	0	3	21
Relative to index (%)	1	6	28

Source: FactSet

Fig 32: KTB's financial summary

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Operating income	114,739	124,296	141,625	147,162	152,569
Pre-provision profit	62,009	69,525	82,473	85,644	88,589
Core net profit	21,588	33,698	38,019	40,558	42,922
Core EPS (THB)	1.5	2.4	2.7	2.9	3.1
Core EPS growth (%)	29.0	56.1	12.8	6.7	5.8
Net DPS (THB)	0.4	0.7	0.8	0.9	0.9
Core P/E (x)	8.5	7.3	7.2	6.7	6.4
P/BV (x)	0.5	0.7	0.7	0.6	0.6
Net dividend yield (%)	3.2	3.9	4.2	4.5	4.7
Book value (THB)	25.75	26.91	28.95	31.04	33.24
ROAE (%)	6.1	9.2	9.7	9.7	9.6
ROAA (%)	0.6	0.9	1.0	1.1	1.1
Consensus net profit	-	-	37,802	38,794	40,070
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	0.6	4.5	7.1

Source: Company, MST

Fig 34: TOP's financial summary

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	345,496	529,589	444,543	452,850	520,452
EBITDA	15,777	49,264	26,182	32,382	42,400
Core net profit	4,579	45,125	13,045	12,935	17,236
Core EPS (THB)	2.24	21.61	5.84	5.79	7.72
Core EPS growth (%)	nm	862.6	(73.0)	(0.8)	33.3
Net DPS (THB)	2.60	3.70	1.48	1.47	1.95
Core P/E (x)	22.1	2.6	7.9	7.9	6.0
P/BV (x)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
Net dividend yield (%)	5.3	6.6	3.2	3.2	4.2
ROAE (%)	10.6	23.6	8.2	7.7	9.6
ROAA (%)	1.4	11.2	3.0	3.0	3.9
EV/EBITDA (x)	18.5	6.1	11.3	9.4	7.2
Net gearing (%) (incl perps)	139.7	97.1	96.1	91.1	81.0
Consensus net profit	-	-	13,475	13,399	19,068
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(3.2)	(3.5)	(9.6)

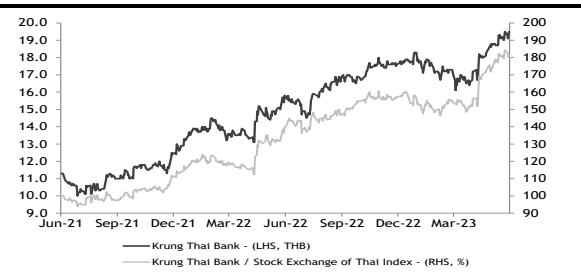
Source: Company, MST

Fig 36: BCP's financial summary

FYE Dec (THB m)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
Revenue	199,417	312,202	263,135	421,886	413,752
EBITDA	19,175	47,214	25,212	31,625	32,230
Core net profit	3,119	17,993	6,068	8,228	8,958
Core EPS (THB)	2.27	13.07	4.41	5.98	6.51
Core EPS growth (%)	nm	476.9	(66.3)	35.6	8.9
Net DPS (THB)	2.00	2.25	2.20	2.99	3.25
Core P/E (x)	11.1	2.4	7.8	5.8	5.3
P/BV (x)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
Net dividend yield (%)	7.9	7.1	6.4	8.7	9.4
ROAE (%)	19.1	26.1	11.2	14.2	14.3
ROAA (%)	1.8	8.1	2.5	3.1	3.2
EV/EBITDA (x)	6.8	2.9	7.3	5.9	5.5
Net gearing (%) (incl perps)	79.4	53.3	94.1	85.6	65.6
Consensus net profit	-	-	7,075	7,567	8,958
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(14.2)	8.7	0.0

Source: Company, MST

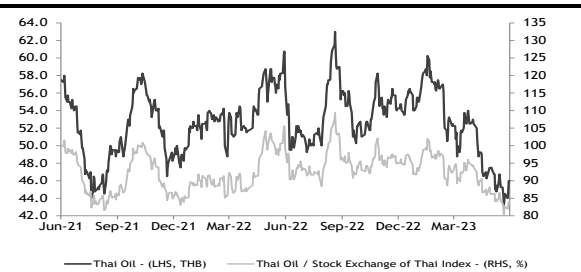
Fig 33: Share price performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	4	13	23
Relative to index (%)	5	18	30

Source: FactSet

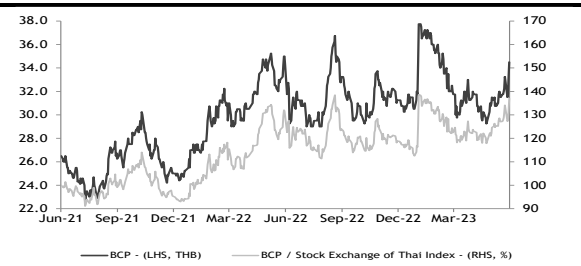
Fig 35: Share price performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(3)	(12)	(24)
Relative to index (%)	(3)	(9)	(20)

Source: FactSet

Fig 37: Share price performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	11	8	(1)
Relative to index (%)	12	12	4

Source: FactSet

APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นั้น นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงเกี่ยวกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้เปิดเผย โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชยกรรม, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 11 มิถุนายน 2566, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องหรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 11 มิถุนายน 2566, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการเข้าถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ที่ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

- BUY** Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
- HOLD** Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
- SELL** Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023

▲▲▲▲▲						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BGRIM	EA	INTUCH	MOONG	PTT	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ADVANC	BIZ	EASTW	IP	MSC	PTTEP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AF	BKI	ECF	IRC	MST	PTTGC	70-79	▲▲▲	Good
AH	BOL	ECL	IRPC	MTC	PYLON	60-69	▲▲	Satisfactory
AIRA	BPP	EE	ITEL	MVP	Q-CON	50-59	▲	Pass
AJ	BRR	EGCO	NVL	NCL	QH	Lower than 50	No logo given	N/A
AKP	BTS	EPG	JTS	NEP	QTC			
AKR	BTW	ETC	JWD	NER	RATCH			
ALLA	BWG	ETE	K	NKI	RBF			
ALT	CENDEL	FN	KBANK	NOBLE	RS	SIS	TFMAMA	TSTH
AMA	CFRESH	FNS	KCE	NSI	S	SITHAI	THANA	TTA
AMARIN	CGH	FPI	KEX	NVD	S&J	SMPC	THANI	TTB
AMATA	CHEWA	FPT	KGI	NYT	SAAM	SNC	THCOM	TTCL
AMATAV	CHO	FSMART	KKP	OISHI	SABINA	SONIC	THG	TTW
ANAN	CIMBT	FVC	KSL	OR	SAMART	SORKON	THIP	TU
AOT	CK	GC	KTB	ORI	SAMTEL	SPALI	THRE	TVDH
AP	CKP	GEL	KTC	OSP	SAT	SPI	THREL	TVI
APURE	CM	GFPT	LALIN	OTO	SC	SPRC	TIPCO	TVO
ARIP	CNT	GGC	LANNA	PAP	SCB	SPVI	TISCO	TWPC
ASP	COLOR	GLAND	LHFG	PCSGH	SCC	SSC	TK	U
ASW	COM7	GLOBAL	LIT	PDG	SCCC	SSSC	TKN	UAC
AUCT	COMAN	GPI	LOXLEY	PDJ	SCG	SST	TKS	UBIS
AWC	COTTO	GPSC	LPN	PG	SCGP	STA	TKT	UPOIC
AYUD	CPALL	GRAMMY	LRH	PHOL	SCM	STEC	TMILL	UV
BAFS	CPF	GULF	LST	PLANB	SCN	STGT	TMT	VCOM
BAM	CPI	GUNKUL	MACO	PLANET	SDC	STI	TNDT	VGI
BANPU	CPN	HANA	MAJOR	PLAT	SEAFCO	SUN	TNITY	VIH
BAY	CRC	HARN	MAKRO	PORT	SEAOL	SUSCO	TOA	WACOAL
BRK	CSS	HENG	MALEE	PPS	SE-ED	SUTHA	TOP	WAVE
BBL	DDD	HMPRO	MBK	PR9	SELIC	SVI	TPBI	WHA
BCP	DELTA	ICC	MC	PREB	SENA	SYMC	TQM	WHAUP
BCPG	DEMCO	ICHI	MCOT	PRG	SENAJ	SYNTEC	TRC	WICE
BDMS	DOHOME	III	METCO	PRM	SGF	TACC	TRUE	WINNER
BEM	DRT	ILINK	MFEC	PSH	SHR	TASCO	TSC	XPG
BEYOND	DTAC	ILM	MINT	PSL	SICT	TCAP	TSR	ZEN
BGC	DUSIT	IND	MONO	PTG	SIRI	TEAMG	TSTE	
▲▲▲▲▲								
2S	BCH	DCC	INGRS	MFC	PL	SAPPE	STC	TPS
7UP	BE8	DHOUSE	INSET	MGT	PLE	SAWAD	STPI	TQR
ABICO	BEC	DITTO	INSURE	MICRO	PM	SCI	SUC	TRITN
ABM	BH	DMT	IRCP	MILL	PMTA	SCAP	SVOA	TRT
ACE	BIG	DOD	IT	MITSIB	PPP	SCP	SVT	TRU
ACG	BJC	DPAINT	ITD	MK	PPPM	SE	SWC	TRV
ADB	BJCHI	DV8	J	MODERN	PRAPAT	SECURE	SYNEX	TSE
ADD	BLA	EASON	JAS	MTI	PRECHA	SFLEX	TAE	TVT
AEONTS	BR	EFORL	JCK	NBC	PRIME	SFP	TAKUNI	TWP
AGE	BRI	ERW	JCKH	NCAP	PRIN	SFT	TCC	UBE
AHC	BROOK	ESSO	JMT	NCH	PRINC	SGP	TCMC	UEC
AIE	BSM	ESTAR	JR	NETBAY	PROEN	SIAM	TFG	UKEM
AIT	BYD	FE	KBS	NEX	PROS	SINGER	TFI	UMI
ALUCON	CBG	FLOYD	KCAR	NINE	PROUD	SKE	TFM	UOBKH
AMANAH	CEN	FORTH	KIAT	NATION	PSG	SKN	TGH	UP
AMR	CHARAN	FSS	KISS	NDR	PSTC	SKR	TIDLOR	UPF
APCO	CHAYO	FTE	KK	NNCL	PT	SKY	TIGER	UTP
APCS	CHG	GBX	KOOL	NOVA	PTC	SLP	TIPH	VIBHA
AQUA	CHOTI	GCAP	KTIS	NPK	QLT	SMART	TITLE	VL
ARIN	CHOW	GENCO	KUMWEL	NRF	RCL	SMD	TM	VPO
ARROW	CI	GJS	KUN	NTV	RICHY	SMIT	TMC	VRANDA
AS	CIG	GTB	KWC	NUSA	RJH	SMT	TMD	WGE
ASAP	CITY	GYT	KWM	NWR	ROJNA	SNNP	TMI	WIJK
ASEFA	CIVIL	HEMP	L&E	OCC	RPC	SNP	TNL	WIN
ASIA	CMC	HPT	LDC	OGC	RT	SO	TNP	WINMED
ASIAN	CPL	HTC	LEO	ONEE	RWI	SPA	TNR	WORK
ASIMAR	CPW	HUMAN	LH	PACO	S11	SPC	TOG	WP
ASK	CRANE	HYDRO	LHK	PATO	SA	SPCG	TPA	XO
ASN	CRD	ICN	M	PB	SABUY	SR	TPAC	YUASA
ATP30	CSC	IFS	MATCH	PICO	SAK	SRICHA	TPCS	ZIGA
B	CSP	IIG	MBAX	PIMO	SALEE	SSF	TIPLI	
BA	CV	IMH	MEGA	PIN	SAMCO	SSP	TPIPP	
BC	CWT	INET	META	PJW	SANKO	STANLY	TPLAS	
▲▲▲▲▲								
A	BSBM	EMC	JMART	MORE	RAM	SVH	TTI	
A5	BTNC	EP	JSP	MPIC	ROCK	PTECH	TYCN	
AI	CAZ	EVER	JUBILE	MUD	RP	TC	UMS	
ALL	CCP	F&D	KASET	NC	RPH	TCCC	UNIQ	
ALPHAX	CGD	FMT	KCM	NEWS	RSP	TCJ	UPA	
AMC	CMAN	GIFT	KWI	NFC	SIMAT	TEAM	UREKA	
APP	CMO	GLOCON	KYE	NSL	SISB	THE	VARO	
AQ	CMR	GLORY	LEE	NV	SK	THMUI	W	
AU	CPANEL	GREEN	LPH	PAF	SOLAR	TKC	WFX	
B52	CPT	GSC	MATI	PEACE	SPACK	TNH	WPH	
BEAUTY	CSR	HL	M-CHAI	PF	SPG	TNPC	YGG	
BGT	CTW	HTECH	MCS	PK	SQ	TOPP		
BLAND	D	IHL	MDX	PPM	STARK	TPCH		
BM	DCON	INOX	MENA	PRAKIT	STECH	TPOLY		
BROCK	EKH	JAK	MJD	PTL	SUPER	TRUBB		

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2565 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC									
AH	CI	ECF	ILM	KEX	NRF	SAK	TKN	VARO	
ALT	CPR	EKH	INOX	KUMWEL	NUSA	SIS	TMD	VCOM	
APCO	CPW	ETC	J	LDC	OR	SSS	TMI	VIBHA	
ASW	DDD	EVER	JMART	MEGA	PIMO	STECH	TQM	W	
B52	DHOUSE	FLOYD	JMT	NCAP	PLE	SUPER	TRT	WIN	
CHG	DOHOME	GLOBAL	JTS	NOVA	RS	SVT	TSI		
ได้รับการรับรอง CAC									
2S	BGC	DIMET	HENG	LHK	PAP	QH	SORKON	TIPCO	UOBKH
7UP	BGRIM	DRT	HMPRO	LPN	PATO	QLT	SPACK	TISCO	UPF
ADVANC	BKI	DUSIT	HTC	LRH	PB	QTC	SPALI	TKS	UV
AF	BLA	EA	ICC	M	PCSGH	RATCH	SPC	TKT	VGI
AI	BPP	EASTW	ICHI	MAJOR	PDG	RML	SPI	TMILL	VIH
AIE	BROOK	EGCO	IFS	MAKRO	PDJ	RWI	SPRC	TMT	WACOAL
AIRA	BRR	EP	III	MALEE	PG	S&J	SRICHA	TNITY	WHA
AJ	BSBM	EPG	ILINK	MATCH	PHOL	SAAM	SSF	TNL	WHAUP
AKP	BTS	ERW	INET	MBAX	PK	SABINA	SSP	TNP	WICE
AMA	BWG	ESTAR	INSURE	MBK	PL	SAPPE	SSSC	TNR	WIJK
AMANAH	CEN	ETE	INTUCH	MC	PLANB	SAT	SST	TOG	XO
AMATA	CENTEL	FE	IRC	MCOT	PLANET	SC	STA	TOP	YUASA
AMATAV	CFRESH	FNS	IRPC	META	PLAT	SCB	STGT	TOPP	ZEN
AP	CGH	FPI	ITEL	MFC	PM	SCC	STOWER	TPA	ZIGA
APCS	CHEWA	FPT	IVL	MFEC	PPP	SCCC	SUSCO	TPCS	
AS	CHOTI	FSMART	JKN	MILL	PPPM	SCG	SVI	TPP	
ASIAN	CHOW	FSS	JR	MINT	PPS	SCGP	SYMC	TRU	
ASK	CIG	FTE	K	MONO	PR9	SCM	SYNTEC	TSC	
ASP	CIMBT	GBX	KASET	MOONG	PREB	SCN	TAE	TSTE	
AWC	CM	GC	KBANK	MSC	PRG	SEAOIL	TAKUNI	TSTH	
AYUD	CMC	GCAP	KBS	MST	PRINC	SE-ED	TASCO	TTA	
B	COM7	GEL	KCAR	MTC	PRM	SELIC	TCAP	TTB	
BAFS	COTTO	GFPT	KCE	MTI	PROS	SENA	TCMC	TTCL	
BAM	CPALL	GGC	KGI	NBC	PSH	SGP	TFG	TU	
BANPU	CPF	GJS	KKP	NEP	PSL	SINGER	TFI	TVDH	
BAY	CPI	GPI	KSL	NINE	PSTC	SIRI	TFMAMA	TVI	
BBL	CPL	GPSC	KTB	NKI	PT	SITHAI	TGH	TVO	
BCH	CPN	GSTEEL	KTC	NOBLE	PTG	SKR	THANI	TWPC	
BCP	CRC	GULF	KWI	NOK	PTT	SMIT	THCOM	U	
BCPG	CSC	GUNKUL	L&E	NWR	PTTEP	SMK	THIP	UBE	
BE8	DCC	HANA	LANNA	OCC	PTTGC	SMPC	THRE	UBIS	
BEC	DELTA	HARN	LH	OGC	PYLON	SNC	THREL	UEC	
BEYOND	DEMCO	HEMP	LHFG	ORI	Q-CON	SNP	TIDLOR	UKEM	
N/A									
3K-BAT	BH	CSP	HPF	M-CHAI	MACO	ONEE	SABUY	STGT	TPRIME
A	BIG	CSR	HTECH	MCS	MAJOR	OR	SAFARI	STHAI	TQM
AAI	BIOTEC	CSS	HUMAN	MDX	MANRIN	OSP	SAK	STI	TR
AAV	BIZ	CTARAF	HYDROGEN	MEGA	MATI	PACE	SAM	STPI	TRC
ACC	BJC	CTW	IFEC	MENA	MAX	PAF	SAMART	SUC	TRITN
ACE	BJCHI	CV	IHL	METCO	M-CHAI	PCC	SAMCO	SUN	TRUBB
ACG	BKD	CWT	III	MGT	MCS	PEACE	SAMTEL	SUPER	TSE
AEONTS	BKKCP	DCON	ILM	MICRO	MDX	PERM	SAUCE	SUPEREIF	TSI
AFC	BLAND	DDD	IMPACT	MIDA	MEGA	PF	SAWAD	SUTHA	TSR
AGE	BLISS	DIF	INETREIT	MITSIB	MENA	PIN	SAWANG	SVOA	TTI
AH	BOFFICE	DMT	INGRS	MJD	METCO	PLE	SCAP	SVT	TTLPF
AHC	BR	DOHOME	INOX	MK	MICRO	PLUS	SCI	SYNEX	TTT
AIMCG	BRI	DREIT	INSET	ML	MIDA	PMTA	SCP	TC	TTW
AIMIRT	BROCK	DTCENT	IT	MODERN	M-II	POLAR	SDC	TCC	TU-PF
AIT	BRRGIF	DTCI	ITC	MORE	MIPF	POLY	SEAFCO	TCCC	TWP
AJA	BTG	EASON	ITD	MPIC	MIT	POMPUI	SFLEX	TCJ	TWZ
AKR	BTNC	EE	J	MUD	MJD	POPF	SFP	TCOAT	TYCN
ALLA	BTSGIF	EGATIF	JAS	MVP	MJLF	PORT	SGC	TEAM	UAC
ALLY	BU	EKH	JASIF	NC	MK	POST	SHANG	TEAMG	UMI
ALT	B-WORK	EMC	JCK	NCAP	ML	PPF	SHR	TEGH	UNIQ
ALUCON	BYD	ERWPF	JCT	NCH	MNIT	PRAKIT	SHREIT	TEKA	UP
AMARIN	CBG	ESSO	JDF	NDR	MNIT2	PRECHA	SIAM	TFIF	UPOIC
AMATAR	CCET	ETC	JMART	NER	MNRF	PRIME	SIRIP	TFM	URBNPF
AMC	CCP	EVER	NETBAY	MODERN	PRIN	SIS	SIRIP	TGE	UTP
AMR	CGD	F&D	JTS	NEW	MOSHI	PRO	SISB	TGPRO	UVAN
ANAN	CH	FANCY	JWD	NEWS	M-PAT	PROSPECT	SKE	TH	VARO
AOT	CHARAN	FMT	KAMART	NEX	MPIC	PTL	SKN	THAI	VIBHA
APCO	CHAYO	FN	KBSPIF	NFC	M-STOR	QHHR	SKY	THE	VNG
APEX	CHG	FORTH	KC	NPK	NC	QHOP	SLP	THG	VPO
APURE	CI	FTI	KDH	NSL	NCAP	QHPF	SM	THL	VRANDA
AQ	CITY	FTREIT	KEX	KKC	NCH	RAM	SMT	TIF1	W
ASAP	CIVIL	FUTUREPF	KIAT	KPNPF	NER	RBF	SNNP	TIPH	WAVE
ASEFA	CK	GAHREIT	KISS	KTBSTMR	NEW	RCL	SO	TK	WFX
ASIA	CKP	GENCO	KWM	KTIS	NEX	RICHY	SOLAR	TKC	WGE
ASIMAR	CMAN	GIFT	KYE	KWC	NFC	RJH	SPCG	TKN	WHABT
ASW	CMR	GL	LALIN	KYE	NNCL	ROCK	SPG	TLHPF	WHAIR
AURA	CNT	GLAND	LEE	LALIN	NOVA	ROH	SPRIME	TLI	WHART
B52	CPH	GLOBAL	LEO	LEE	NRF	ROJNA	SQ	TMD	WIN
BA	CPL	GLOCON	LIT	LHHOTEL	NSL	RPC	SRIPANWA	TNPC	WORK
BAREIT	CPNCG	GRAMMY	LOXLEY	LHPF	NTV	RPH	SSC	TNPF	WORLD
BBGI	CPNREIT	GRAND	LPH	LHSC	NUSA	RS	SSPF	TOA	WP
BCT	CPT	GREEN	LST	LOXLEY	NV	RSP	SSTRT	TPAC	WPH
BDMS	CPTGF	GROREIT	MACO	LPF	NVD	RT	STANLY	TPBI	XPG
BEAUTY	CPW	GVREIT	MANRIN	LPH	NYT	S	STARK	TPIPL	
BEC	CRANE	GYT	MATI	LST	OHTL	S11	STEC	TPIPP	
BEM	CRC	HFT	MAX	LUXF	OISHI	SA	STECH	TPOLY	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 24 ตุลาคม 2565 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC