

JWD: คาคำไรโตแข็งแกร่งตั้งแต่ 4Q21 ไปทั้งปี 2022



คาคำไรสุทธิ 4Q21 ที่ 159 ล้านบาท (+110%YoY +14%QoQ) และจุดสูงเป็นประวัติการณ์ การเติบโต YoY และ QoQ ได้แรงหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นเป็น 102 ล้านบาท (+245%YoY) สืบเนื่องจากผลงานที่ยอดเยี่ยมใน Transimex (เวียดนาม) และ PPSP (กัมพูชา) บวกกับการรับรู้ส่วนแบ่งกำไร 2 เดือนแรกจาก ESCO ผู้ประกอบการท่าเรือตู้คอนเทนเนอร์

- คาดรายได้แตะจุดสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 1.4 พันล้านบาทใน 4Q21 หนุนจากปัจจัยตามฤดูกาลสำหรับธุรกิจโลจิสติกส์และการรวมงบธุรกิจต่างประเทศ
- ธุรกิจคลังสินค้าและลานพักสินค้ามีภาพรวมแข็งแกร่งในปี 2022
- Upside จากการขยายธุรกิจผ่านกลยุทธ์หลากหลายกับบริษัทร่วมทุน

คงคำแนะนำ “ซื้อ” เพิ่มมูลค่าพื้นฐานเป็น 22.20 บาทจาก 18.60 บาท อิงจาก 37xPE'22E คิดเป็น +1.0 S.D. ต่อค่าเฉลี่ย 3 ปี สะท้อนอัตราคิดลด 20% ต่อกลุ่มขนส่งไทย มูลค่าพื้นฐานใหม่สะท้อนทิศทางการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งในช่วงปี 2020-23 บวกกับประโยชน์ร่วมที่อาจได้จากกลุ่มธุรกิจและพันธมิตรต่าง ๆ

Valuation table

Year end Dec	19A	20A	21E	22E	23E
PE (x)	54.8	68.6	41.5	32.4	29.0
Recurring net profit growth (%)	61.6	(20.1)	65.3	27.9	11.9
Recurring EPS (Bt)	0.36	0.28	0.47	0.60	0.67
Recurring EPS growth (%)	61.6	(20.1)	65.3	27.9	11.9
PBV (x)	6.3	6.4	5.8	5.2	4.8
BVPS (Bt)	3.1	3.1	3.4	3.7	4.1
ROE (%)	11.8	9.3	16.8	16.9	17.2
DPS (Bt)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
Dividend yield (%)	1.3	1.1	1.1	1.4	1.6
Enterprise value (Bt m)	22,625	24,441	24,184	23,836	23,357
EV-to-EBITDA (x)	31.1	21.7	15.0	13.2	12.0

Boonyakorn Amornsank
Registration No. 111124
Boonyakorn.am@countrygroup.co.th
+66 2 205 7000 ext 4403

Nitin Premkumar
Assistant Analyst

บมจ. เจดับเบิลยูดี อินโฟโลจิสติกส์

Recommendation: BUY

Current price: Bt19.50

Target price 2022: Bt22.20

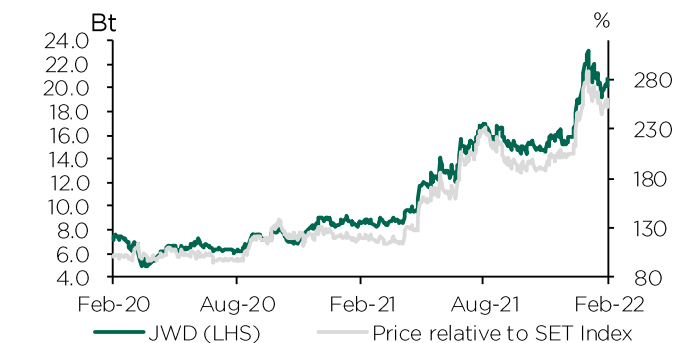
Up/(downside): 14%

IOD: 5 out of 5

CAC: N/A

Stock data

RIC code	JWD.BK
Index	.SETI
SET Index (3 February 2022)	1,669.05
Market cap (Bt m)	21,114
Shares outstanding (million)	1,020
Par (Bt)	0.50



(Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	%QoQ	%YoY
Revenue	1,060	1,050	1,253	1,357	1,400	3.1	32.1
Cost of sales	(808)	(780)	(940)	(1,035)	(1,112)	7.5	37.7
Gross profit	252	270	313	323	288	(10.8)	14.1
SG&A	(170)	(171)	(177)	(189)	(195)	3.2	15.0
Other (exp)/inc	9	14	23	25	20	(19.5)	125.6
EBIT	91	113	159	158	113	(28.9)	23.2
Finance cost	(48)	(47)	(52)	(54)	(54)	0.0	12.9
Other inc/(exp)	7	5	6	6	5	(15.9)	(24.2)
Earnings before taxes	50	71	112	110	64	(42.4)	26.7
Income tax	(4)	(27)	(13)	(13)	(8)	(39.4)	86.0
Earnings after taxes	46	44	99	98	56	(42.8)	21.5
Equity income	30	18	14	41	102	147.9	244.6
Minority interest	0	1	2	0	1	619.4	436.0
Earnings from cont. operations	76	62	116	139	159	14.3	109.6
Forex gain/(loss) & unusual items	0	79	-	-	-	NA	NA
Net profit	76	141	116	139	159	14.3	109.6
EBITDA	312	374	266	395	283	(28.5)	(9.4)
Recurring EPS (Bt)	0.07	0.07	0.11	0.14	0.16	14.3	109.6
Reported EPS (Bt)	0.07	0.14	0.11	0.14	0.16	14.3	109.6
Profits (%)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	chg	chg
Gross margin	23.8	25.7	25.0	23.8	20.5	(3.2)	(3.2)
Operating margin	29.4	35.7	21.2	29.1	20.2	(9.0)	(9.2)
Net margin	7.2	13.4	9.2	10.2	11.4	1.1	4.2

พรีวิวนผลประกอบการ

- คาดกำไรสุทธิ 4Q21 ที่ 159 ล้านบาท (+110%YoY +14%QoQ) แต่จุดสูงเป็นประวัติการณ์
- การเติบโต YoY และ QoQ ได้แรงหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นเป็น 102 ล้านบาท (+245%YoY) สืบเนื่องจากผลงานที่ยอดเยี่ยมใน TMS (เวียดนาม) และ PPSP (กัมพูชา) บวกกับการรับรู้ส่วนแบ่งกำไร 2 เดือนแรกจาก ESCO
- คาดรายได้แต่ละจุดสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 1.4 พันล้านบาทใน 4Q21 หนุนจากปัจจัยตามฤดูกาลสำหรับธุรกิจโลจิสติกส์และการรวมงบธุรกิจต่างประเทศ
- คาดอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ลดลง QoQ จาก 23.8% ใน 3Q21 เป็น 20.5% จากผลงานที่ไม่ดีในธุรกิจอาหาร (26% ของรายได้รวมใน 3Q21) และอีกหลายหน่วยธุรกิจด้านโลจิสติกส์

JWD: Strong core operation to continue from 4Q21 onward to 2022

Story

Sales

P5F

Team

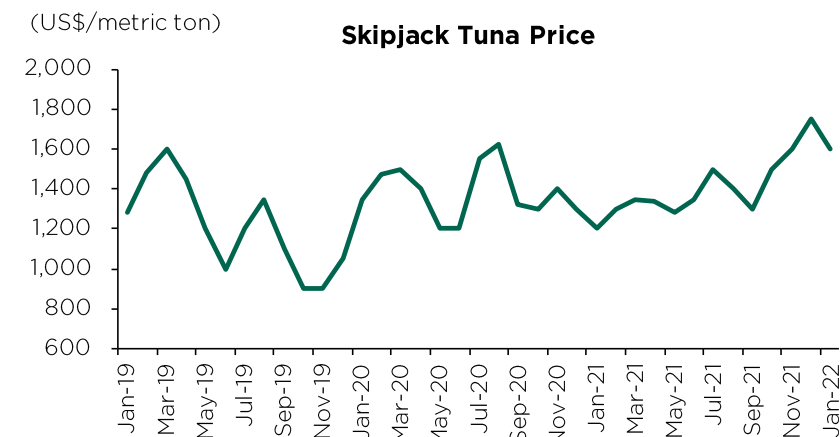
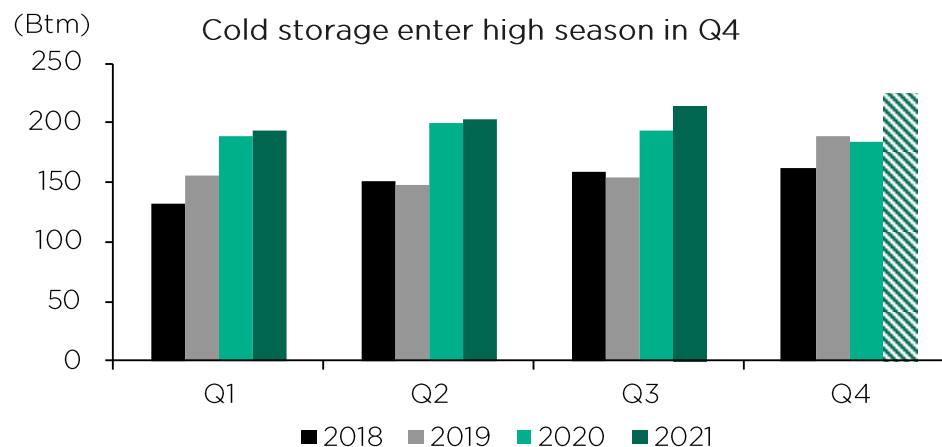
WCB

ESG

Value

Risks

Business	Revenue	Q4'21	1H22	Outlook	New project
ห้องเย็น (อัตรากำไรสูง)	17%			ราคาพุน้ำจากดต้นอุปสงค์ใน 1Q22 แต่รายได้ยังยืนระดับสูงจากอุปสงค์ของภาพรวมที่แข็งแกร่ง	เริ่มให้บริการ 2 หน่วยใหม่ในปี 2022 ช่วยเพิ่มกำลังรองรับขึ้น 23%
สินค้าทั่วไป / จัดการเอกสาร	8% / 3%			อุปสงค์แข็งแกร่งจากการเติบโตของกลุ่ม e-commerce	จัดตั้งหน่วยจัดการคลังสินค้าสำหรับสินค้าควบคุมอุณหภูมิ
การร่วมทุนและบริษัทร่วม	25-30% to net profit			- ผลงานที่ดีเยี่ยมจาก Transimex (เวียดนาม) - รายได้ฟื้นตัวหลังคลายล็อกดาวน์	-



JWD: Strong core operation to continue from 4Q21 onward to 2022

Story

Sales

P5F

Team

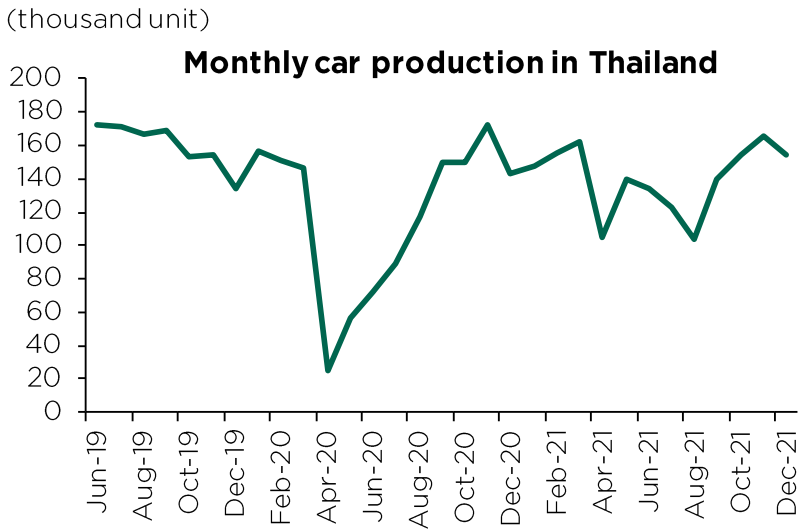
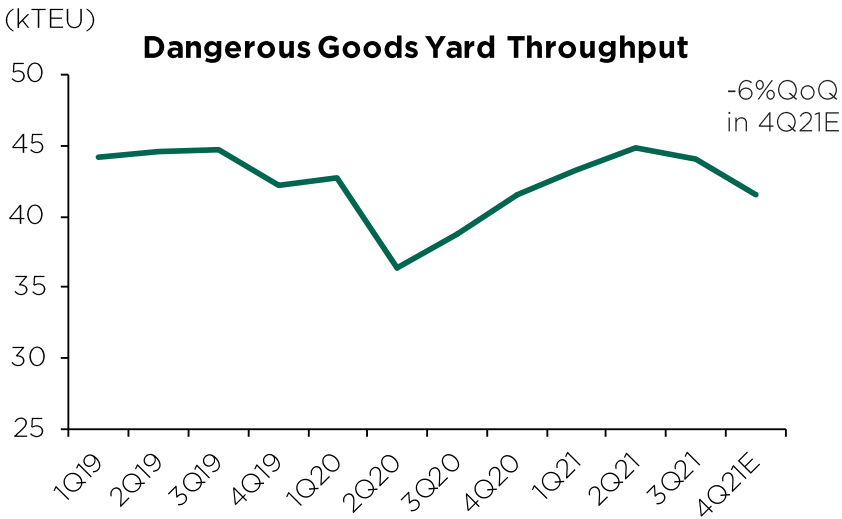
WCB

ESG

Value

Risks

Business	Revenue	Q4'21	1H22	Outlook	New project
สินค้าอันตราย* (อัตรากำไรสูง)	12%			สภาพขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ทำให้ระยะเวลาเก็บสินค้ายาวนานขึ้น ทำให้ปริมาณตู้สินค้าอันตรายปรับสูงขึ้น แต่คาดว่าจะอุปสงค์การจับเก็บสินค้าอันตรายจะชะลอตัวลงจากฐานที่สูงใน 9M21	-
บริหารสินค้าประเภทรถยนต์	9%			คาดการณ์นี้จะค่อย ๆ ฟื้นตัวในช่วง 4Q21-1Q22 หนุนจากการกลับมาผลิตรถยนต์หลังจากแต่ละจุดต่ำไปใน 3Q21	-



JWD: Business expansion via multi-model strategy

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

ธุรกิจท่าเรือตู้
คอนเทนเนอร์
ESCO

- รับรู้ส่วนแบ่งกำไรใน 4Q21
- จะมีส่วนแบ่งกำไร 90 ล้านบาทต่อปี (+20% ต่อกำไรปกติของ JWD ในปี 2021)
- ประโยชน์ร่วมต่อห่วงโซ่มูลค่าของบริษัท โดยมีเป้าหมายเพิ่มการถือครองเป็น 20% จาก 14%



แอลฟา อินดัสเทรียล
โซลูชัน (ร่วม
ทุน 50%)

- คลังสินค้าแห่งแรกขนาด 20,000 ตร.ม. จะแล้วเสร็จภายในกลางปี 2022
- ตั้งเป้าขยายพื้นที่ 200,000 ตร.ม. ต่อปีในช่วง 5 ปีข้างหน้า

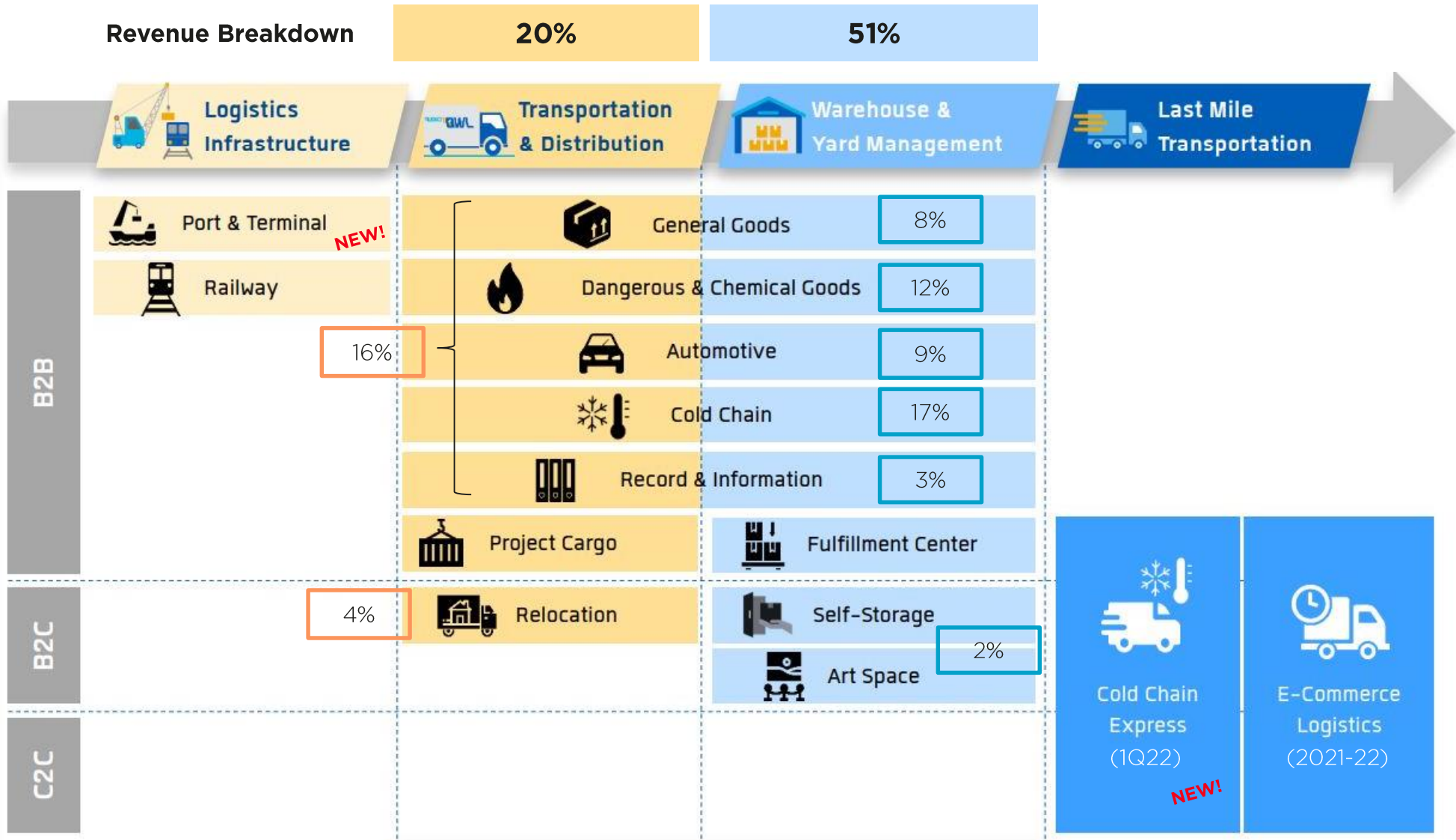


ธุรกิจ B2C

- ธุรกิจบริการส่งสินค้าด่วนแบบควบคุมความเย็น (2022) ภายใต้การร่วมทุนกับ "Fuze Post"
- เป้าหมายรายได้ปี 2022 ที่ 100 ล้านบาท
- ธุรกิจห้องเย็นมีโอกาสเติบโตอีกมาก



- Story
- Sales
- P5F
- Team
- WCB
- ESG
- Value
- Risks



Story

Sales

P5F

Team

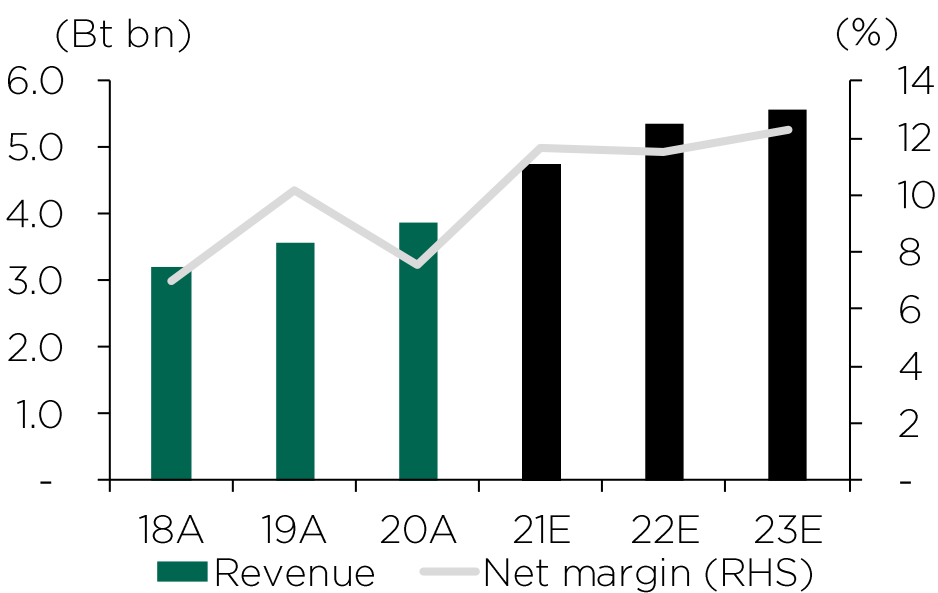
WCB

ESG

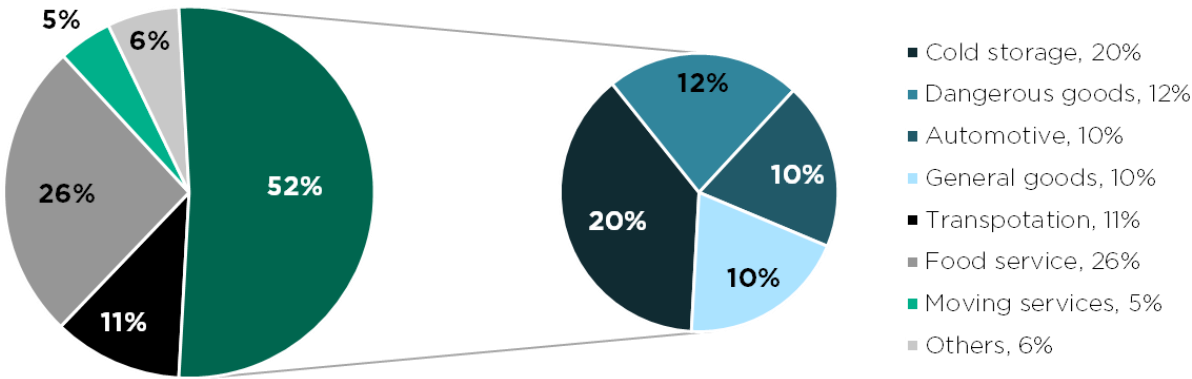
Value

Risks

- รายได้หลักของ JWD มาจาก บริการจัดการคลังสินค้า คิดเป็น 52% ของรายได้ทั้งหมด สามารถแบ่งออกเป็นธุรกิจห้องเย็น 20% ลานพักสินค้าอันตราย 12% และการบริหารสินค้าประเภทรถยนต์ 10% และสินค้าทั่วไป 10%
- ทั้งยังให้บริการขนส่งกับลูกค้า ครอบคลุมทั้งพื้นที่ในประเทศและข้ามพรมแดนไปยังลาว กัมพูชา และเมียนมา โดยกลุ่มนี้จะรวมถึงหน่วยธุรกิจใหม่ เช่น การบริหารท่าเทียบเรือสินค้าชายฝั่งและสินค้าทางราง (barge & rail) ศูนย์บริหารจัดการคลังสินค้า (fulfillment center) และบริการส่งสินค้าด่วนแบบควบคุมความเย็น (cold chain express) โดยหน่วยธุรกิจขนส่งนี้คิดเป็น 11% ของรายได้ทั้งหมด
- ยิ่งกว่านั้นบริษัทก็ประกอบธุรกิจบริการอาหารที่รวมถึงการจัดหาวัตถุดิบและบริการโลจิสติกส์ ซึ่งคิดเป็น 26% ของรายได้ทั้งหมด
- บริการขนย้ายสิ่งของคิดเป็น 5% ของยอดขายทั้งหมด ซึ่งจะครอบคลุมงานขนย้ายสิ่งของในครัวเรือน เครื่องใช้สำนักงาน เครื่องจักรอุตสาหกรรม และสินค้ามูลค่าสูง
- ส่วนธุรกิจอื่น ๆ (6% ของยอดขายทั้งหมด) จะรวมถึงการจัดเก็บเอกสาร สำนักงานและคลังสินค้าให้เช่า และบริการด้าน IT ในส่วนงานจัดการห่วงโซ่อุปทาน



Revenue by group of income, 2020



Equity income	Holding percentage
Transimex (TMS VN)	23.7%
ESCO	14.0%
Phnom Penh SEZ (PPSP KH)	14.6%
CJ JWD Logistics	49.0%
Bok Seng PPSEZ Dry port	40.0%
Adib Cold Logistic (ACL)	32.8%

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks



Chairman

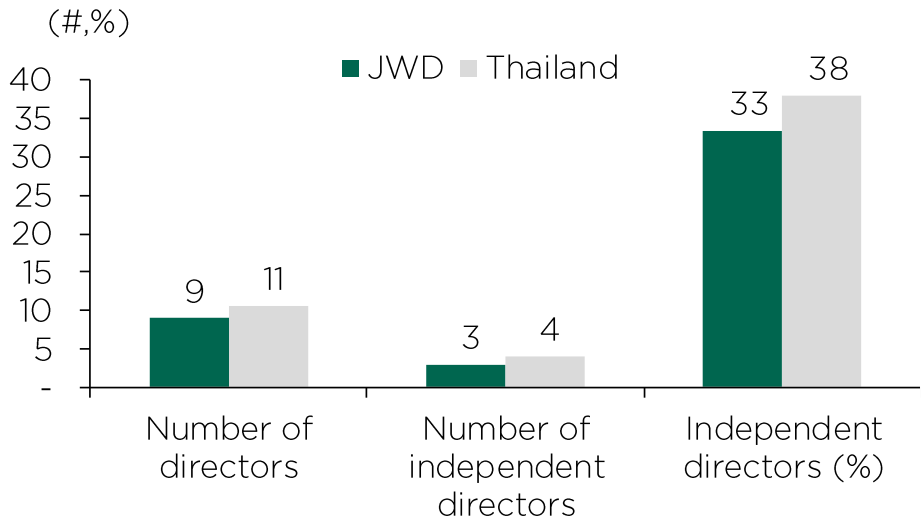
Mr. Mangkorn Dhanasarnsilp



CEO

Mr. Charvanin Bunditkitsada

Board composition



Leadership

Board of Directors	Position*	Board of Directors	Position*
Dr. Mangkon Dhanasarnsilp	Chairman	Mrs. Achara Nimitpanya	Director
Mr. Vichate Tantiwanich	Director, I	Mr. Tanate Piriyothinkul	Director
Mr. Vichaya Chatikavanij	Director, I	Key Management	
Mr. Somboon Prasitjutrakul	Director	Mr. Charvanin Bunditkitsada	Chief Executive Officer
Mr. Charvanin Bunditkitsada	Director	Mr. Jitchai Nimitpanya	Deputy Chief Executive Officer
Miss Amrapharn Bunditkitsada	Director	Dr. Eakapong Tungsriranguan	Chief Financial Officer
Mr. Jitchai Nimitpanya	Director		

Ownership

Shareholder	% of O/S	Note
Bunditkitsada Family	42.68	
Nimitpanya	16.43	
HSBC Corporation LTD	4.32	
Ms. Orawan Woranij	3.54	
Miss Saowanee Apiwanopas	3.48	
Top 5 shareholders	70.45	
Institutional & Management		Note
Total institutional ownership	4.32	HSBC Corporation LTD
Total management ownership	42.44	
Foreign ownership	4.32	Foreign ownership limit is 49%

Sources: CGS Research, company data

Notes: * I = Independent, E = Executive, A = Audit committee, CEO = Chief Executive Officer, MD = Managing Director

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	87%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	80%

Environmental	Yes/No?
บริษัทมีนโยบายลดการใช้ทรัพยากรหรือไม่?	Yes
บริษัทติดตั้งแผงพลังงานแสงอาทิตย์ที่คลังสินค้าของตัวเองซึ่งช่วยลดการใช้ไฟฟ้าลงได้ ทั้งยังมีแคมเปญลดการใช้เชื้อเพลิงในกิจกรรมขนส่งด้วยรถบรรทุก	
บริษัทเคยเผชิญข้อพิพาทด้านสิ่งแวดล้อมหรือไม่?	No
ไม่เคย	
บริษัทมีนโยบายการบริหารจัดการด้านมลพิษและของเสียหรือไม่?	Yes
บริษัทติดตามผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมที่เกิดจากกิจการของบริษัทอย่างใกล้ชิด โดยมีการกำหนดเกณฑ์วัดเพื่อประเมินคุณภาพด้านสิ่งแวดล้อมเป็นรายปี ทั้งยังมีระบบบำบัดน้ำที่ช่วยลดการปล่อยน้ำเสียลงได้	
บริษัททราบจำนวนการปล่อยของเสียหรือไม่?	Yes
บริษัทรายงานปริมาณของเสียไว้ในรายงานประจำปี	
บริษัทมีผลิตภัณฑ์สีเขียวหรือไม่?	No
ยังไม่มี	

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	87%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	80%
Social		Yes/No?	
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสุขภาพและความปลอดภัยหรือไม่?		Yes	
บริษัทได้กำหนดนโยบายคุณภาพ ความมั่นคง ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม เพื่อแสดงถึงความมุ่งมั่นขององค์กรและเป็นกรอบในการบริหารจัดการด้านความปลอดภัย (QSHE) ให้ผู้บริหารและพนักงานในองค์กรนำไปปฏิบัติ			
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสิทธิมนุษยชนหรือไม่?		Yes	
บริษัทให้ความสำคัญในการปฏิบัติต่อพนักงานทุกคนด้วยความเป็นธรรม ทั้งในเรื่องการให้โอกาส ผลตอบแทน สวัสดิการ การแต่งตั้ง โยกย้าย และการพัฒนาศักยภาพโดยอิงพื้นฐานจากความรู้ความสามารถของแต่ละคน บริษัทมอบสิทธิในการสมัครกองทุนสำรองเลี้ยงชีพ อำนาจสถานที่ทำงานที่ปลอดภัย จัดทำช่องทางรับเรื่องร้องเรียนเกี่ยวกับการปฏิบัติที่ไม่ยุติธรรม และให้ความเคารพปัจเจกบุคคลและศักดิ์ศรีความเป็นมนุษย์			
บริษัทดำเนินการตามนโยบายการแข่งขันที่เป็นธรรมหรือไม่? เช่น การต่อต้านการทุจริต ต่อต้านการให้สินบน และดำเนินการตามจริยธรรมทางธุรกิจ		Yes	
บริษัทให้ความสำคัญกับหลักธรรมาภิบาลที่ดี ด้วยการปฏิบัติตามแนวคิดเรื่องความซื่อสัตย์และความโปร่งใส โดยมีการเผยแพร่แนวทางการต่อต้านการทุจริตให้กับพนักงานทุกคนเพื่อป้องกันการทุจริตทุกรูปแบบ ทั้งยังจัดทำช่องทางรับเรื่องร้องเรียนเกี่ยวกับพฤติกรรมไม่พึงประสงค์ทั้งปวง			
บริษัทมีระบบบริหารจัดการควบคุมคุณภาพหรือไม่?		Yes	
บริษัทลงทุนในระบบ IT ไปจำนวนมากเพื่อยกระดับประสิทธิภาพในการบริหารจัดการด้านการจัดเก็บข้อมูลและสินค้า เพื่อให้กระบวนการทำงานตอบสนองกับความต้องการของลูกค้าได้อย่างรวดเร็วและเพื่อช่วยลดเหตุขัดข้องในการดำเนินงานลง ซึ่งเป็นปัจจัยสำคัญต่อธุรกิจโลจิสติกส์			
บริษัทได้รับรายได้จากการค้าอาวุธ เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ การพนัน ยาสูบ หรือสื่อลามกหรือไม่?		No	
บริษัทไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ดังกล่าว			

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks



Governance	Yes/No?
สัดส่วนของกรรมการอิสระสูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศไทยที่ 38% หรือไม่?	No
กรรมการของบริษัทเป็นกรรมการอิสระ 33% ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของไทย	
ประธานกรรมการดำรงตำแหน่ง CEO (หรือเทียบเท่า) ควบคู่กันหรือไม่?	No
คุณมังกร วนสารศิลป์ดำรงตำแหน่งประธานกรรมการ ขณะที่คุณชวรินทร์ บัณฑิตกฤษดาดำรงตำแหน่งประธานเจ้าหน้าที่ฝ่ายบริหาร (CEO)	
บริษัทมีนโยบายด้านสิทธิผู้ถือหุ้นหรือไม่?	Yes
นโยบายด้านนี้ของบริษัทได้ระบุไว้ในรายงานประจำปีภายใต้หัวข้อบรรษัทภิบาล	
บริษัทมีข้อพิพาทด้านการใช้ข้อมูลภายในหรืออื่น ๆ เกี่ยวกับมาตรฐานทางบัญชีหรือไม่?	No
ไม่มี	
บริษัทมีความยั่งยืนด้าน CSR หรือรายงานเรื่อง ESG หรือไม่?	No
บริษัทไม่ได้รายงานเรื่องความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR)	

JWD: Summary financials

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Profit & loss (Bt m)	19A	20A	21E	22E	23E	Sep '20	Dec '20	Mar '21	Jun '21	Sep '21
Revenue	3,566	3,858	4,736	5,342	5,574	981	1,060	1,050	1,253	1,357
Cost of goods sold	(2,568)	(2,898)	(3,424)	(3,911)	(4,080)	(747)	(808)	(780)	(940)	(1,035)
Gross profit	998	960	1,311	1,431	1,493	235	252	270	313	323
SG&A	(700)	(644)	(758)	(855)	(892)	(160)	(170)	(171)	(177)	(189)
Other (exp)/inc	38	32	34	36	37	4	9	14	23	25
Operating profit	337	348	588	612	639	79	91	113	159	158
Finance cost	(108)	(191)	(199)	(194)	(198)	(43)	(48)	(47)	(52)	(54)
Other inc/(exp)	56	33	24	21	42	8	7	5	6	6
Earnings before taxes	284	190	413	439	483	43	50	71	112	110
Income tax	(47)	(25)	(90)	(79)	(87)	(4)	(4)	(27)	(13)	(13)
After-tax profit	238	165	323	360	396	40	46	44	99	98
Equity income	115	117	119	230	264	31	30	18	14	41
Minorities	10	8	21	24	26	2	0	1	2	0
Earnings from cont. operations	363	290	463	613	686	73	76	62	116	139
Forex gain/(loss) & unusual items	0	0	89	-	-	-	0	79	-	-
Net income	363	290	552	613	686	73	76	141	116	139
EBITDA	728	1,128	1,612	1,811	1,940	263	312	374	266	395
Recurring EPS (Bt)	0.36	0.28	0.47	0.60	0.67	0.07	0.07	0.07	0.11	0.14
Weighted average shares (m)	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020
Balance sheet (Bt m)	19A	20A	21E	22E	23E	Sep '20	Dec '20	Mar '21	Jun '21	Sep '21
Assets	7,819	9,474	9,441	10,153	10,545	9,244	9,474	10,417	10,689	11,001
Liabilities	4,549	6,222	5,874	6,272	6,313	6,033	6,222	6,977	7,204	7,299
Equity	3,150	3,118	3,455	3,792	4,170	3,096	3,118	3,253	3,256	3,471
Invested capital	3,767	5,807	5,646	5,282	4,791	5,803	5,807	6,003	6,327	6,333
Growth (YoY, %)	19A	20A	21E	22E	23E	Sep '20	Dec '20	Mar '21	Jun '21	Sep '21
Revenue	11.2	8.2	22.8	12.8	4.3	11.0	9.3	11.3	43.5	38.3
Recurring EPS	61.6	(20.1)	65.3	27.9	11.9	(3.3)	(36.1)	(18.4)	140.0	91.7
Assets	23.5	21.2	(0.3)	7.5	3.9	29.6	21.2	14.5	17.5	19.0
Liabilities	42.6	36.8	(5.6)	6.8	0.7	53.5	36.8	20.2	20.5	21.0
Equity	4.4	(1.0)	10.8	9.8	10.0	0.3	(1.0)	2.3	8.2	12.1
Profits (%)	19A	20A	21E	22E	23E	Sep '20	Dec '20	Mar '21	Jun '21	Sep '21
Gross margin	28.0	24.9	27.7	26.8	26.8	23.9	23.8	25.7	25.0	23.8
EBITDA margin	20.4	29.3	34.0	33.9	34.8	26.8	29.4	35.7	21.2	29.1
Net margin	10.2	7.5	11.7	11.5	12.3	7.4	7.2	13.4	9.2	10.2
ROE	11.8	9.3	16.8	16.9	17.2	9.5	9.8	17.7	14.2	16.5
ROIC	7.8	6.3	8.0	9.2	10.4	4.8	5.8	4.7	9.1	8.9

Disclaimer

Investment ratings

BUY:	Expected return excluding dividends of more than 10% within the next 12 months.
HOLD:	Expected return excluding dividends between -10% and 10% within the next 12 months.
SELL:	Expected return excluding dividends of less than -10% within the next 12 months.
NR:	Not Rated- Stock is not in our research coverage.

Analyst certification

The analyst(s) named in this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst(s) with regard to any of all of the subject securities and companies mentioned in this report and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation or views expressed by that analyst herein.

General disclaimer

This document is prepared by Country Group Securities Public Company Limited (CGS). This research is aimed to provide information and analysis based on data received from public sources and interviews with company executives. The information is carefully examined but their completeness and accuracy are not guaranteed. The analysis, conclusions and recommendations in this research are mainly based on the fundamental analysis without the intention to influence or lead the users of this report. The recommendations in this research belong solely to the analyst(s). CGS may not agree with the opinions in this research. Investors and users of this research should rely on their personal judgment.

Disclaimer on CG Scoring and THAI-CAC

CG Scoring: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (“IOD”) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the office of the Securities and Exchange Commission. The survey of IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Country Group Securities Public Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result. The IOD assigns numbers of logos to each company based on their scoring as follows: 90-100 = Excellent (5), 80-89 = Very Good (4), 70-79 = Good (3), 60-69 = Satisfactory (2), 50-59 = Pass (1), <50 = N/A (No logo given).

Anti-corruption Progress Indicator: The assessment on progress level of Thai listed companies with respect to anticorruption called “anti-corruption progress indicator” conducted by Thaipat Institute. This is an initiative under the SEC’s Sustainability Development Roadmap for Listed Companies emphasizing on running business operation with good corporate governance, corporate social responsibility and firm commitment against corruption; which will pave the way for them to become role models for others in the Thai business sector. The indicator comprises level 1 to 5 as follows: Level 1: Committed, Level 2: Declared, Level 3: Established, Level 4: Certified, Level 5: Extend.