

# Siam Senses

## ประชานิยมเฟื่องฟู



PIMPAKA NICHGAROON, CFA

Head of Research

662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พรรคการเมืองส่วนใหญ่ใช้แต่นโยบายประชานิยมในการหาเสียง หลายนโยบายเรามองว่าสุดโต่งเกินไป และจะส่งผลกระทบต่อเศรษฐกิจโตเชิงโครงสร้างของประเทศ ซึ่งอ่อนแออยู่แล้วให้อ่อนแอยิ่งขึ้น และเราเชื่อว่าหลายนโยบายไม่สามารถนำไปปฏิบัติจริงได้

### ประชานิยมดึงคะแนนเสียง

ในอีกไม่ถึงเดือนข้างหน้าก็จะถึงวันเลือกตั้งในวันที่ 14 พ.ค. พรรคการเมืองส่วนใหญ่ได้เปิดเผยนโยบายหาเสียงการเลือกตั้งแล้ว และพรรคการเมืองหลักทุกพรรคใช้นโยบายประชานิยมเป็นหลักในการแข่งขันหาเสียง ซึ่งรวมทั้งฝ่ายค้านรุ่นใหม่อย่างพรรคก้าวไกล เราไม่เห็นนโยบายที่จะช่วยยกระดับการเติบโตเชิงโครงสร้างของประเทศได้ เช่นนโยบายโครงสร้างพื้นฐานและการลงทุนอื่นๆ และไม่เห็นนโยบายการปฏิรูปโครงสร้างเศรษฐกิจใดๆ ที่แข่งขันเป็นหลักในหลายๆ พรรคคือ การเพิ่มสิทธิประโยชน์ผ่านบัตรสวัสดิการ และเบี้ยยังชีพผู้สูงอายุที่สูงขึ้น ส่วนนโยบายประชานิยมที่ สุดโต่งที่สุดที่ดูในมุมมองเรามาจากพรรคเพื่อไทย ซึ่งเรามองว่างบประมาณรวมอยู่ในระดับอันตราย Exhibit 1 แสดงนโยบายที่ใช้หาเสียงของพรรคการเมืองหลักๆ

### นโยบายเพื่อไทยใช้เงินสูงสุด

พรรคเพื่อไทยมักจะนำเสนอนโยบายประชานิยมในเชิงรุกมากที่สุดในการเลือกตั้งทุกครั้ง และครั้งนี้พรรคมีนโยบายแจกเงิน 10,000 บาท แก่คนไทยทุกคนที่มีอายุตั้งแต่ 16 ปีขึ้นไป และจะไม่ลดหรือตัดเงินสวัสดิการในปัจจุบัน นโยบายนี้ต้องใช้งบประมาณ 5.5 แสนล. (2.8% ของ GDP) นโยบายที่เป็นที่ถกเถียงกันอีกนโยบายหนึ่ง คือการเติมรายได้ให้ทุกคนครบถ้วนมีรายได้ไม่น้อยกว่า 20,000 บาท ต่อเดือน ซึ่งเราประเมินคร่าวๆ เองว่า จะต้องใช้งบประมาณราวปีละ 4.25 แสนล. (2.1% ของ GDP) นอกจากนี้ยังเสนอนโยบายเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำเป็น 600 บาท/วัน (จาก 350 บาท ในปัจจุบัน) และเงินเดือนระดับปริญญาตรีขั้นต่ำที่ 25,000 บาท ภายในปี 2027 ซึ่งนโยบายนี้ถูกมองว่าเป็นความเสี่ยงต่อการลงทุนโดยตรงจากต่างประเทศ (FDI) ที่ปัจจุบันอยู่ในช่วงขาขึ้น นอกจากความตั้งใจที่จะดึงคะแนนนิยมแล้ว เรามองว่านโยบายแจกเงิน 10,000 บาท เป็นทางลัดให้เพื่อไทยเปลี่ยนแพลตฟอร์มการจ่ายเงินผ่านบัตรสวัสดิการของรัฐบาลปัจจุบัน แอปพลิเคชันเป๋าตัง เป็นแพลตฟอร์มแบรนต์ใหม่ของเพื่อไทย

### ประชานิยมลดการเติบโตเชิงโครงสร้าง

แม้ว่านโยบายประชานิยมจะสามารถผลักดันการบริโภคในระยะสั้น แต่จะไปลดจำนวนเงินที่รัฐบาลนำไปใช้กับรายจ่ายลงทุนที่มีมูลค่าเพิ่มมากกว่าในระยะยาว เรามองว่างบการลงทุน 6.91 แสนล. ในปี 2024 จะโดนตัดเพื่อไปใช้ในทำนโยบายประชานิยมแทน ซึ่งจะยังไม่พอและจะต้องมีการเพิ่มการขาดดุลงบประมาณและหนี้สิน จริงอยู่ที่การใช้จ่ายประชานิยมจะส่งผลทวีคูณต่อเศรษฐกิจ (multiplier effect) แต่ผลทวีคูณจากประชานิยมมักไม่ยั่งยืน และน้อยกว่าผลจากการใช้จ่ายด้านการลงทุนอยู่มาก ดังนั้น เราเชื่อว่าประชานิยมในทางทฤษฎีอาจเป็นผลลบสุทธิต่อการเติบโตของ GDP ในระยะยาว

### ประชานิยมช่วยการบริโภคมากที่สุด

เนื่องจากนโยบายหาเสียงการเลือกตั้งส่วนใหญ่เป็นการแจกเงินเพิ่มเติม ผู้ที่ได้รับผลประโยชน์อย่างชัดเจนคือภาคการบริโภค แต่อย่างไรก็ตาม นโยบายส่วนใหญ่จับกลุ่มเป้าหมายคนจนและผู้สูงอายุ ซึ่งน่าจะเห็นการใช้จ่ายกระจายไปตามหมวดสินค้าและช่องทางการค้าแบบกระจาย รวมถึงธุรกิจค้าปลีกดั้งเดิมซึ่งไม่ใช่บริษัทในตลาดหลักทรัพย์ และเราไม่เห็นว่าการเพิ่มการผลิตหรือบริษัทค้าปลีกจะได้ประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญ สำหรับนโยบายแจกเงินของพรรคเพื่อไทยนั้น มีแนวโน้มที่จะกระตุ้นเศรษฐกิจได้มากในระยะสั้นเพราะใช้เงินจำนวนมาก แต่จะไม่ส่งผลดีต่อการพัฒนาเศรษฐกิจในระยะยาว และเราไม่เชื่อว่านโยบายจะทำได้เต็มที่ในรูปแบบที่ประกาศไว้

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

### Top Picks

|        | -EPS growth- |         | — PE —  |         | Yield |
|--------|--------------|---------|---------|---------|-------|
|        | 23F (%)      | 24F (%) | 23F (x) | 24F (x) |       |
| AMATA  | 30.1         | 19.7    | 13.5    | 11.3    | 2.3   |
| AOT    | na           | 232.8   | 112.9   | 33.9    | 0.0   |
| CENTEL | 325.1        | 44.7    | 43.9    | 30.3    | 0.5   |
| CPALL  | 59.9         | 38.9    | 29.2    | 21.0    | 1.7   |
| CPN    | 10.9         | 22.8    | 27.9    | 22.7    | 1.6   |
| CRC    | 31.8         | 31.6    | 28.7    | 21.8    | 1.4   |
| KCE    | (5.8)        | 64.5    | 23.5    | 14.3    | 2.2   |
| LH     | 20.9         | 11.1    | 12.0    | 10.8    | 7.2   |
| SCC    | 27.7         | 56.9    | 13.4    | 8.5     | 3.7   |
| TOA    | 35.7         | 17.0    | 26.4    | 22.5    | 2.1   |

Source: Thanachart estimates.

Based on 20 April 2023 closing prices

### Most Aggressive Election Promises

|   | Estimated Budget (Bt bn) | % 2024 GDP |
|---|--------------------------|------------|
| Bt10,000 handout to Thais aged 16 and above     | 550                      | 2.8        |
| Fill household income to Bt20,000/mth           | 425                      | 2.1        |
| Increase elderly allowance to Bt3,000-5,000/mth | 400                      | 2.0        |
| Increase minimum wage by 27% in 2024 to Bt450   | n.a.                     | n.a.       |
| Increase minimum wage by 70% by 2027 to Bt600   | n.a.                     | n.a.       |

Source: Thanachart estimates

### Impossible To Implement In Our View

|                             | 2024 draft budget | With 3 most aggressive policies |
|-----------------------------|-------------------|---------------------------------|
| Investment spending (Bt bn) | 691               | 2,066                           |
| Budget deficit (Bt bn)      | 593               | 1,968                           |
| Budget deficit to GDP (%)   | 3.0               | 9.8                             |
| Public debt to GDP (%)      | 61.4              | 68.3                            |

Sources: Finance Ministry; Thanachart estimates

Note: Excluding multiplier effect

### Ex 1: Key Election Promises By Key Political Parties

| Parties                         | Estimated budget (Bt) | Policies   |
|---------------------------------|-----------------------|--|
| <b>Pheu Thai (PT)</b>           | Bt550bn one-time      | <ul style="list-style-type: none"> <li>A one-time Bt10,000 handout to all Thais aged 16 and above (about 55m people) via a digital wallet.</li> </ul>  |
|                                 | 425bn / year          | <ul style="list-style-type: none"> <li>Plugging the household income gap to bring it to Bt20,000 a month for all households. We roughly estimate a Bt9,000 monthly giveaway to 22% of 18m households.</li> </ul>   |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Raising the minimum wage from Bt353 to Bt600 by 2027, or by around 14.2% p.a. This would be a burden on both the state budget and the private sector.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Raising the minimum undergraduate salary to Bt25,000 from the current level of Bt15,000. This would also be a burden on both the state budget and the private sector.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>A flat mass-transit rate of Bt20 per day.</li> </ul>  |
| <b>Bhumjaithai (BJT)</b>        | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Setting up a new fund to provide a 100,000-baht life insurance policy for people aged 60-plus.</li> </ul>   |
|                                 | State banks' burden   | <ul style="list-style-type: none"> <li>Offering a Bt20,000 loan to elderly people without requiring a guarantor.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Cancer radiotherapy equipment in every province and dialysis centers in every district.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Suspending debt repayments for three years. It is still unclear what the debt categories and the targeted groups of people are.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Free solar cell roofs.</li> </ul>   |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Cheap monthly installments for electric motorcycles</li> </ul>  |
| <b>Palang Pracharath (PPRP)</b> | Bt76bn / year         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Increasing welfare card benefits to Bt700 (from Bt200-300) per month for around 14m poor people.</li> </ul>   |
|                                 | Bt400bn / year        | <ul style="list-style-type: none"> <li>Increasing the elderly monthly allowance to Bt3,000/4,000/5,000 for people aged 60+/70+/80+. The current rates are Bt600/700/800 and Bt1,000 for people aged 90 and above.</li> </ul>   |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Cutting the electricity tariff to Bt2.5-2.7 per unit (from around Bt4.7) for one year and lowering the cooking gas or LPG price for households. The party claims that the financing will come from changes to the energy price structure that involves modifying energy production contracts. We do not think this is a possibility.</li> </ul> |
| <b>United Thai Nation (UTN)</b> | Bt126bn / year        | <ul style="list-style-type: none"> <li>Increasing welfare card benefits to Bt1,000 (from Bt200-300) per month for around 14m poor people.</li> </ul>   |
|                                 | Bt43bn / year         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Increasing the monthly elderly allowance to a Bt1,000 flat rate for people aged 60 and above from Bt600/700/800/1,000.</li> </ul>   |
|                                 | n.a.                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>Subsidizing rice planting costs at Bt2,000 per rai. No details of the conditions involved have been provided, but the government used to have a similar ad hoc policy in the past.</li> </ul>   |
|                                 | Bt9bn one-time        | <ul style="list-style-type: none"> <li>Having a new phase of the "We Travel Together" subsidized scheme. The old scheme had a Bt9bn budget.</li> </ul>   |
|                                 | No budget requirement | <ul style="list-style-type: none"> <li>Allowing members of the Social Security Scheme (SSS) to withdraw or borrow against 30% of their contributions before retirement.</li> </ul>   |

Source: Thanachart estimates

### Ex 1: Key Election Promises By Key Political Parties (Con't)

| Parties                         | Estimated budget (Bt)        | Policies   |
|---------------------------------|------------------------------|--|
| <b>The Democrat Party (DEM)</b> | Bt5.6bn one-time             | <ul style="list-style-type: none"> <li>Allocating Bt2m to 2,800 yet-to-be-established community banks nationwide. We believe this is a lending scheme rather than a giveaway.</li> </ul>   |
|                                 | No budget requirement        | <ul style="list-style-type: none"> <li>Allowing members of the Social Security Scheme (SSS) and Government Pension Fund (GPF) to withdraw 30% of their contributions before retirement age.</li> </ul>   |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Offering a cash crop price guarantee, which would be a continuation of various current schemes.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Free tuition until bachelor degree level.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Reducing oil refinery costs, bringing down the fuel-adjustment tariff (Ft) and cutting freight transport rates.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Free health checks.</li> </ul>  |
| <b>Move Forward Party (MFP)</b> | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Raising the daily minimum wage from Bt353 to Bt450 (+27%) in 2024. This would be a burden on both the state budget and the private sector.</li> </ul>   |
|                                 | Bt330bn / year               | <ul style="list-style-type: none"> <li>Increasing the monthly elderly allowance to a Bt3,000 flat rate for people aged 60 and above by 2027 (from the Bt600/700/800/1,000 current rates).</li> </ul>   |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Cutting the electricity tariff by a minimum Bt0.70/unit, or around Bt150 per household, by renegotiating energy production and power plant contracts.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Bt4bn in additional education funding, Bt500 in monthly school lunch support, Bt200-300 monthly transport support.</li> </ul>   |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Free coupons worth Bt1,000-2,000 per year per student for extra education programs for students aged 7-18.</li> </ul>   |
|                                 | Bt90bn for 30-year mortgages | <ul style="list-style-type: none"> <li>A mortgage payment subsidy of Bt2,500 per month for 30 years for 100,000 first-home buyers of homes priced below Bt1.5m. It is uncertain if it is one-off or annually for 100,000 homes.</li> </ul>   |
|                                 | Bt3bn / year                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>A rent subsidy of Bt1,000 per month for 250,000 rooms where the cost does not exceed the Bt4,000 monthly rental rate.</li> </ul>  |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>1GB of free monthly internet. It is unclear who the targeted recipients are.</li> </ul>   |
|                                 | Reduction of tax revenue     | <ul style="list-style-type: none"> <li>Cutting corporate income tax for SMEs to 0-15% (from 20%) and increasing the corporate tax to 23% (from 20%) for companies that make more than Bt300m in profit.</li> </ul>   |
|                                 | n.a.                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>Restructuring the Social Security Scheme (SSS) to provide a bigger state contribution. This is to increase benefits to members, such as a medical leave allowance of Bt200/day, transport for doctor's visits of Bt100/day, maternity leave of Bt5,000/month for six months, Bt200/day allowance for extra government holidays, Bt10,000 payment upon death.</li> </ul> |

Source: Thanachart compilation and estimates

**Ex 2: Government's 2024 Draft Budget**

| Parameters<br>(Bt bn)          | 2024 Draft Budget | Note  |
|--------------------------------|-------------------|---|
| Revenue                        | 2,757             |   |
| Expenditure                    | 3,350             |   |
| Fixed                          | 2,508             |   |
| <b>Investment</b>              | <b>691</b>        | This is a flexible budget for infrastructure, populist projects, emergencies, etc.                      |
| Principal repayment and others | 151               |   |
| <b>Budget deficit</b>          | <b>593</b>        | This is financed by debt and can increase if there is extra spending or a revenue shortfall.            |
| Budget deficit to GDP          | 3.0%              |   |
| Public debt to GDP             | 61.4%             | Populist policies can raise the budget deficit and thus debt to GDP if GDP isn't pushed up sustainably. |

Source: Finance Ministry, Thanachart estimates

**Ex 3: Simulation Of 2024 Budget If Two PT Policies Are Implemented**

|                             | 2024 draft budget | With 2 PT policies |
|-----------------------------|-------------------|--------------------|
| Investment spending (Bt bn) | 691               | 1,666              |
| Budget deficit (Bt bn)      | 593               | 1,568              |
| Budget deficit to GDP (%)   | 3.0               | 7.8                |
| Public debt to GDP (%)      | 61.4              | 66.3               |

Sources: Finance Ministry, Thanachart estimates

Note: Excluding minimum wage increase, salary increase and multiplier effect.

**Ex 4: Scenario 1 - The Next Coalition Government (Lower Probability)**

|                          | Coalition  |                      | Opposition |  |
|--------------------------|------------|----------------------|------------|--|
| Palang Pracharath (PPRP) | 40         | Pheu Thai (PT)       | 195        |  |
| United Thai Nation (UTN) | 45         | Move Forward (MFP)   | 40         |  |
| Bhumjaithai (BJT)        | 100        | Thai Sang Thai (TST) | 10         |  |
| Democrat (DEM)           | 45         | Seri Ruam Thai       | 3          |  |
| Chartthaipattana (CTP)   | 12         |                      |            |  |
| Chart Pattana Kla (CPK)  | 10         |                      |            |  |
|                          | <b>252</b> |                      | <b>248</b> |  |

Source: Thanachart estimates

**Ex 5: Scenario 2 - The Next Coalition Government (Higher Probability)**

|                          | Coalition  |                          | Opposition |  |
|--------------------------|------------|--------------------------|------------|--|
| Pheu Thai (PT)           | 220        | Move Forward (MFP)       | 55         |  |
| Palang Pracharath (PPRP) | 30         | United Thai Nation (UTN) | 35         |  |
| Bhumjaithai (BJT)        | 90         | Democrat (DEM)           | 35         |  |
| Chartthaipattana (CTP)   | 12         |                          |            |  |
| Thai Sang Thai (TST)     | 10         |                          |            |  |
| Chart Pattana Kla (CPK)  | 10         |                          |            |  |
| Seri Ruam Thai Party     | 3          |                          |            |  |
|                          | <b>375</b> |                          | <b>125</b> |  |

Source: Thanachart estimates

## Ex 6: Thanachart's Top Picks

| Ticker    | Rating | Current price | Target price | Upside | Market cap | Norm EPS growth |       | — Norm PE — |       | EV/EBITDA |       | — Yield — |       |       |
|-----------|--------|---------------|--------------|--------|------------|-----------------|-------|-------------|-------|-----------|-------|-----------|-------|-------|
|           |        | (Bt/shr)      | (Bt/shr)     | (%)    |            | (US\$ m)        | 2023F | 2024F       | 2023F | 2024F     | 2023F | 2024F     | 2023F | 2024F |
|           |        |               |              |        |            |                 | (%)   | (%)         | (x)   | (x)       | (x)   | (x)       | (%)   | (%)   |
| AMATA TB  | BUY    | 23.30         | 27.00        | 15.9   | 779        | 30.1            | 19.7  | 13.5        | 11.3  | 11.5      | 9.3   | 2.3       | 2.7   |       |
| AOT TB    | BUY    | 72.25         | 85.00        | 17.6   | 30,017     | na              | 232.8 | 112.9       | 33.9  | 45.5      | 20.4  | 0.0       | 1.8   |       |
| CENTEL TB | BUY    | 55.00         | 64.00        | 16.4   | 2,159      | 325.1           | 44.7  | 43.9        | 30.3  | 18.2      | 15.5  | 0.5       | 1.0   |       |
| CPALL TB  | BUY    | 63.75         | 75.00        | 17.6   | 16,655     | 59.9            | 38.9  | 29.2        | 21.0  | 11.0      | 9.3   | 1.7       | 2.4   |       |
| CPN TB    | BUY    | 69.00         | 77.00        | 11.6   | 9,006      | 10.9            | 22.8  | 27.9        | 22.7  | 17.2      | 14.5  | 1.6       | 1.9   |       |
| CRC TB    | BUY    | 43.50         | 55.00        | 26.4   | 7,630      | 31.8            | 31.6  | 28.7        | 21.8  | 9.8       | 8.8   | 1.4       | 1.8   |       |
| KCE TB    | BUY    | 42.75         | 58.00        | 35.7   | 1,470      | (5.8)           | 64.5  | 23.5        | 14.3  | 15.2      | 10.1  | 2.2       | 3.6   |       |
| LH TB     | BUY    | 9.80          | 11.00        | 12.2   | 3,406      | 20.9            | 11.1  | 12.0        | 10.8  | 16.9      | 15.7  | 7.2       | 7.7   |       |
| SCC TB    | BUY    | 305.00        | 410.00       | 34.4   | 10,644     | 27.7            | 56.9  | 13.4        | 8.5   | 10.3      | 7.5   | 3.7       | 5.9   |       |
| TOA TB    | BUY    | 29.50         | 38.00        | 28.8   | 1,741      | 35.7            | 17.0  | 26.4        | 22.5  | 15.2      | 12.8  | 2.1       | 2.7   |       |

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on 20 April 2023 closing prices

## APPENDIX 1: Top picks' financials

### Ex 1: Amata Corporation Pcl (AMATA TB)

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022  | 2023F | 2024F  | 2025F  |
|------------------|-------|-------|--------|--------|
| Sales            | 6,502 | 9,192 | 10,756 | 10,987 |
| Net profit       | 2,341 | 2,063 | 2,374  | 2,569  |
| Norm profit      | 1,525 | 1,983 | 2,374  | 2,569  |
| Norm EPS (Bt)    | 1.3   | 1.7   | 2.1    | 2.2    |
| Norm EPS grw (%) | 104.4 | 30.1  | 19.7   | 8.2    |
| Norm PE (x)      | 17.6  | 13.5  | 11.3   | 10.4   |
| EV/EBITDA (x)    | 15.5  | 11.5  | 9.3    | 8.6    |
| P/BV (x)         | 1.4   | 1.3   | 1.2    | 1.1    |
| Div yield (%)    | 2.6   | 2.3   | 2.7    | 2.9    |
| ROE (%)          | 8.2   | 9.8   | 10.9   | 10.9   |
| Net D/E (%)      | 49.5  | 41.6  | 32.1   | 23.4   |

Sources: Company data; Thanachart estimates

### Ex 2: Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

| Y/E Sep (Bt m)   | 2022     | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|------------------|----------|--------|--------|--------|
| Sales            | 16,560   | 45,801 | 76,876 | 87,500 |
| Net profit       | (11,088) | 9,145  | 30,438 | 36,858 |
| Norm profit      | (11,288) | 9,145  | 30,438 | 36,858 |
| Norm EPS (Bt)    | (0.8)    | 0.6    | 2.1    | 2.6    |
| Norm EPS grw (%) | na       | na     | 232.8  | 21.1   |
| Norm PE (x)      | na       | 112.9  | 33.9   | 28.0   |
| EV/EBITDA (x)    | na       | 45.5   | 20.4   | 17.1   |
| P/BV (x)         | 10.2     | 9.3    | 7.8    | 7.0    |
| Div yield (%)    | 0.0      | 0.0    | 1.8    | 2.1    |
| ROE (%)          | na       | 8.6    | 25.1   | 26.3   |
| Net D/E (%)      | 3.0      | 5.6    | (8.0)  | (16.5) |

Sources: Company data; Thanachart estimates

### Ex 3: Central Plaza Hotel Pcl (CENTEL TB)

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022   | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales            | 17,502 | 22,555 | 25,070 | 28,151 |
| Net profit       | 398    | 1,692  | 2,449  | 2,784  |
| Norm profit      | 398    | 1,692  | 2,449  | 2,784  |
| Norm EPS (Bt)    | 0.3    | 1.3    | 1.8    | 2.1    |
| Norm EPS grw (%) | na     | 325.1  | 44.7   | 13.7   |
| Norm PE (x)      | 186.5  | 43.9   | 30.3   | 26.7   |
| EV/EBITDA (x)    | 22.9   | 18.2   | 15.5   | 12.9   |
| P/BV (x)         | 4.0    | 3.7    | 3.4    | 3.1    |
| Div yield (%)    | 0.0    | 0.5    | 1.0    | 1.5    |
| ROE (%)          | 2.2    | 8.8    | 11.7   | 12.2   |
| Net D/E (%)      | 61.4   | 68.1   | 71.0   | 60.8   |

Sources: Company data; Thanachart estimates

### Ex 4: CP All Pcl (CPALL TB)

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022    | 2023F   | 2024F     | 2025F     |
|------------------|---------|---------|-----------|-----------|
| Sales            | 852,322 | 936,026 | 1,036,686 | 1,123,616 |
| Net profit       | 13,272  | 20,143  | 27,793    | 34,413    |
| Norm profit      | 13,281  | 20,143  | 27,793    | 34,413    |
| Norm EPS (Bt)    | 1.4     | 2.2     | 3.0       | 3.8       |
| Norm EPS grw (%) | 59.4    | 59.9    | 38.9      | 24.3      |
| Norm PE (x)      | 46.6    | 29.2    | 21.0      | 16.9      |
| EV/EBITDA (x)    | 12.4    | 11.0    | 9.3       | 8.2       |
| P/BV (x)         | 5.7     | 4.7     | 4.1       | 3.6       |
| Div yield (%)    | 1.2     | 1.7     | 2.4       | 3.0       |
| ROE (%)          | 13.0    | 18.0    | 21.2      | 23.2      |
| Net D/E (%)      | 96.4    | 91.7    | 80.2      | 68.4      |

Sources: Company data; Thanachart estimates

### Ex 5: Central Pattana Pcl (CPN TB)

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022   | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales            | 36,343 | 37,829 | 43,363 | 44,794 |
| Net profit       | 10,760 | 12,507 | 15,022 | 15,245 |
| Norm profit      | 10,030 | 11,118 | 13,655 | 14,687 |
| Norm EPS (Bt)    | 2.2    | 2.5    | 3.0    | 3.3    |
| Norm EPS grw (%) | 196.8  | 10.9   | 22.8   | 7.6    |
| Norm PE (x)      | 30.9   | 27.9   | 22.7   | 21.1   |
| EV/EBITDA (x)    | 18.9   | 17.2   | 14.5   | 13.5   |
| P/BV (x)         | 3.8    | 3.5    | 3.2    | 2.9    |
| Div yield (%)    | 1.7    | 1.6    | 1.9    | 2.0    |
| ROE (%)          | 13.0   | 13.1   | 14.7   | 14.4   |
| Net D/E (%)      | 83.1   | 74.4   | 64.5   | 61.6   |

Sources: Company data; Thanachart estimates

### Ex 6: Central Retail Corp. Pcl (CRC TB)

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022    | 2023F   | 2024F   | 2025F   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| Sales            | 219,898 | 253,181 | 286,272 | 317,444 |
| Net profit       | 7,175   | 9,135   | 12,017  | 14,215  |
| Norm profit      | 6,930   | 9,135   | 12,017  | 14,215  |
| Norm EPS (Bt)    | 1.1     | 1.5     | 2.0     | 2.4     |
| Norm EPS grw (%) | na      | 31.8    | 31.6    | 18.3    |
| Norm PE (x)      | 37.9    | 28.7    | 21.8    | 18.5    |
| EV/EBITDA (x)    | 11.4    | 9.8     | 8.8     | 8.0     |
| P/BV (x)         | 4.2     | 3.9     | 3.5     | 3.1     |
| Div yield (%)    | 1.1     | 1.4     | 1.8     | 2.2     |
| ROE (%)          | 11.7    | 14.0    | 16.7    | 17.7    |
| Net D/E (%)      | 101.2   | 89.8    | 80.1    | 64.7    |

Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 7: KCE Electronics Pcl (KCE TB)**

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022   | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales            | 18,456 | 18,538 | 19,564 | 20,221 |
| Net profit       | 2,317  | 2,149  | 3,535  | 3,988  |
| Norm profit      | 2,281  | 2,149  | 3,535  | 3,988  |
| Norm EPS (Bt)    | 1.9    | 1.8    | 3.0    | 3.4    |
| Norm EPS grw (%) | 2.0    | (5.8)  | 64.5   | 12.8   |
| Norm PE (x)      | 22.1   | 23.5   | 14.3   | 12.6   |
| EV/EBITDA (x)    | 16.1   | 15.2   | 10.1   | 8.7    |
| P/BV (x)         | 3.8    | 3.5    | 3.1    | 2.7    |
| Div yield (%)    | 2.3    | 2.2    | 3.6    | 4.0    |
| ROE (%)          | 17.0   | 15.5   | 22.9   | 22.8   |
| Net D/E (%)      | 19.8   | 12.6   | 0.9    | (13.6) |

Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 8: Land And Houses Pcl (LH TB)**

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022   | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales            | 35,597 | 40,267 | 43,075 | 45,180 |
| Net profit       | 8,313  | 9,739  | 10,824 | 11,618 |
| Norm profit      | 8,058  | 9,739  | 10,824 | 11,618 |
| Norm EPS (Bt)    | 0.7    | 0.8    | 0.9    | 1.0    |
| Norm EPS grw (%) | 17.1   | 20.9   | 11.1   | 7.3    |
| Norm PE (x)      | 14.5   | 12.0   | 10.8   | 10.1   |
| EV/EBITDA (x)    | 19.6   | 16.9   | 15.7   | 15.1   |
| P/BV (x)         | 2.3    | 2.1    | 2.0    | 1.9    |
| Div yield (%)    | 6.1    | 7.2    | 7.7    | 8.1    |
| ROE (%)          | 15.9   | 18.2   | 19.1   | 19.6   |
| Net D/E (%)      | 95.3   | 82.9   | 83.5   | 80.6   |

Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 9: The Siam Cement Pcl (SCC TB)**

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022    | 2023F   | 2024F   | 2025F   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|
| Sales            | 569,609 | 602,121 | 702,703 | 728,452 |
| Net profit       | 21,382  | 27,313  | 42,858  | 56,677  |
| Norm profit      | 21,382  | 27,313  | 42,858  | 56,677  |
| Norm EPS (Bt)    | 17.8    | 22.8    | 35.7    | 47.2    |
| Norm EPS grw (%) | (54.5)  | 27.7    | 56.9    | 32.2    |
| Norm PE (x)      | 17.1    | 13.4    | 8.5     | 6.5     |
| EV/EBITDA (x)    | 16.5    | 10.3    | 7.5     | 5.8     |
| P/BV (x)         | 1.0     | 0.9     | 0.9     | 0.8     |
| Div yield (%)    | 2.6     | 3.7     | 5.9     | 7.7     |
| ROE (%)          | 5.8     | 7.1     | 10.6    | 13.1    |
| Net D/E (%)      | 57.6    | 58.4    | 55.7    | 46.5    |

Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 10: TOA Paint (Thailand) Pcl (TOA TB)**

| Y/E Dec (Bt m)   | 2022   | 2023F  | 2024F  | 2025F  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales            | 20,649 | 22,146 | 23,451 | 24,816 |
| Net profit       | 1,418  | 2,269  | 2,655  | 3,025  |
| Norm profit      | 1,672  | 2,269  | 2,655  | 3,025  |
| Norm EPS (Bt)    | 0.8    | 1.1    | 1.3    | 1.5    |
| Norm EPS grw (%) | (8.9)  | 35.7   | 17.0   | 13.9   |
| Norm PE (x)      | 35.8   | 26.4   | 22.5   | 19.8   |
| EV/EBITDA (x)    | 20.1   | 15.2   | 12.8   | 11.1   |
| P/BV (x)         | 4.7    | 4.2    | 3.9    | 3.7    |
| Div yield (%)    | 1.7    | 2.1    | 2.7    | 3.3    |
| ROE (%)          | 13.3   | 16.9   | 18.1   | 19.3   |
| Net D/E (%)      | (45.7) | (61.6) | (66.0) | (68.6) |

Sources: Company data; Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 35 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2307A, AOT16C2305A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BH16C2304A, BYD16C2306A, CBG16C2305A, COM716C2305A, CPALL16C2306A, CPALL16C2307A, DELTA16C2305A, EA16C2305A, EA16C2306A, GULF16C2306A, HANA16C2307A, JMART16C2308A, JMT16C2305A, JMT16C2306A, JMT16C2306B, KBANK16C2304A, KBANK16C2306A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2305A, KCE16C2306A, MTC16C2306A, NEX16C2306A, SAWAD16C2305A, SET5016C2306A, SET5016C2306B, SET5016C2306C, SET5016C2306D, SET5016P2306A, SET5016P2306B (underlying securities are (ADVANC, AOT, BBL, BCP, BEC, BH, BH, BYD, CBG, COM7, CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, MTC, NEX, SAWAD, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้บริษัท ทีพีไอ โพลีน จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"



## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA  
Tel: 662-779-9120  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
Tel: 662-779-9105  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
Tel: 662-483-8296  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
Tel: 662-779-9109  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, นิตมข, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ  
Tel: 662-483-8297  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
Tel: 662-779-9106  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
Tel: 662-779-9112  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย  
Tel: 662-779-9113  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิโตร์เคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
Tel: 662-779-9110  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล  
Tel: 662-483-8304  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
Tel: 662-483-8303  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์  
Tel: 662-779-9107  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108  
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118  
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114  
varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117  
sunset.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116  
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198  
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

---