

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 40.00

(From: Bt 46.00)

12 JULY 2023

Upside : 13.5%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)**อัตรากำลังยังฟื้นตัวต่อ**

เราปรับประมาณการ EPS ของ BGRIM ลง 27-41% ในปี 2023-25F เพื่อสะท้อน 1) สมมติฐานที่ระดับราคามากขึ้นของเราต่ออัตรากำลังของ SPP 2) ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้น และ 3) ดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้น แต่เรายังคงมุมมองการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งเช่นเดิม จึงคงคำแนะนำ “ซื้อ”

ปรับลดประมาณการกำไร

เราปรับประมาณการ EPS ของ BGRIM ลง 38/27/41% ในปี 2023-25F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2023F) ลงเหลือ 40 บาท (จาก 46 บาท) เนื่องจาก 1) เราปรับลดสมมติฐานส่วนต่างกำไรของราคาขายไฟฟ้าบนค่าเชื้อเพลิงต่อหน่วย (spark margin) ลง (Exhibit 1) เนื่องจากแม้ราคาก๊าซธรรมชาติ (pool gas) มีแนวโน้มปรับตัวลงอย่างชัดเจน แต่ราคาค่าไฟฟ้าน่าจะถูกปรับลงในอัตราที่เร็วกว่าคาด หลังรัฐบาลยืดเวลาการชำระคืนหนี้ของ EGAT ที่เกิดจากการอุดหนุนค่าไฟฟ้าในปี 2021-22 ออกไปยาวกว่าคาด 2) ค่าใช้จ่ายโดยรวมของ BGRIM เพิ่มขึ้นจากระดับที่ต่ำกว่าปกติในช่วงโควิด หลังกลับมาดำเนินกิจกรรมทางธุรกิจเพื่อหาโอกาสการลงทุนอย่างเต็มที่อีกครั้ง 3) การออกหุ้นกู้ด้วยสิทธิลดหย่อนภาษีทำให้ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น โดยดอกเบี้ยจะไม่สะท้อนในกำไรสุทธิ แต่มีผลกระทบต่อ EPS

ปรับลดอัตรากำลังแต่ยังคงอยู่ในระดับสูง

เราปรับลดสมมติฐาน spark margin โรงไฟฟ้า SPP เป็น 1.36/1.29/1.24 บาท/kWh (จาก 1.41/1.49/1.39 บาท) ในปี 2023-25F ซึ่งยังคงอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับช่วงก่อนวิกฤตราคาลงงานที่ 1.2 บาท/kWh (ปี 2017-21) เราคาดว่าอัตรากำลังของ SPP จะลดลงสู่ระดับปกติในปี 2026F หลังจากภาระทางการเงินของ EGAT จากการอุดหนุนค่าไฟฟ้าถูกชำระคืนครบถ้วน หลังขึ้นไปแตะระดับสูงสุดถึง 1.5 แสนลบ. เมื่อ 4Q22 และทยอยลดลงเหลือ 1.38 แสนลบ. ใน 1Q23 และ 1.17 แสนลบ. ใน 2Q23

กำลังการผลิตเติบโตต่อเนื่อง

เรายังคงเห็นแนวโน้มกำลังการผลิตของ BGRIM เติบโตต่อเนื่อง โดยหากพิจารณาเฉพาะโครงการที่มีอยู่ในมือ กำลังการผลิตของ BGRIM (ตามสัดส่วนการถือหุ้น) จะเพิ่มขึ้น 53% เป็น 3.7GW ในปี 2028F จาก 2.4GW ในปัจจุบัน ซึ่งโครงการหลักที่จะหนุนการเติบโตกำลังการผลิต ได้แก่ 1) โรงไฟฟ้า SPP 2 หน่วย (BGPAT 2-3) ซึ่งมีกำลังการผลิตรวม 196MW กำหนดจะ COD ใน 4Q23F 2) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่งรวม 560MW ในเกาหลีใต้ ซึ่งจะเริ่มดำเนินการในช่วงปี 2025-27F และ 3) โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมรวม 161MW ในไทยจากการประมูลล่าสุด ซึ่งจะทยอย COD ในช่วงปี 2026-30F

กำไรยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่อง

แม้เราจะปรับลดประมาณการกำไรลง แต่เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BGRIM เนื่องจากเรายังคงชอบแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งจาก spark margin ของโรงไฟฟ้า SPP ที่จะฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ หลังถูกกระทบอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้จากนโยบายอุดหนุนค่าไฟฟ้าของรัฐบาลในปี 2021-22 นอกจากการฟื้นตัวในปีที่แล้ว เรายังคาดว่ากำไรของ BGRIM จะเติบโตต่อเนื่องจากการขยายกำลังการผลิต โดยเราคาดการณ์การเติบโต EPS เฉลี่ย 3 ปี และ 5 ปีอยู่ที่ 27% และ 26% ตามลำดับ ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับ PE ที่สูงที่ 47/38 เท่า ในปี 2023-24F



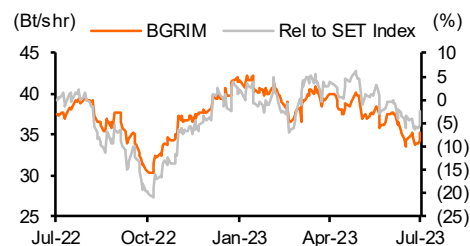
NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	62,395	59,451	58,028	60,607
Net profit	(1,244)	2,594	3,313	3,490
Consensus NP	—	2,385	3,151	3,845
Diff frm cons (%)	—	8.8	5.1	(9.3)
Norm profit	159	2,594	3,313	3,490
Prev. Norm profit	—	2,981	4,049	4,175
Chg frm prev (%)	—	(13.0)	(18.2)	(16.4)
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.8	0.9	1.0
Norm EPS grw (%)	na	na	24.9	8.5
Norm PE (x)	na	46.8	37.5	34.5
EV/EBITDA (x)	18.3	12.3	11.6	11.6
P/BV (x)	3.1	2.4	2.3	2.2
Div yield (%)	0.2	1.1	1.3	1.4
ROE (%)	0.5	7.6	8.4	8.6
Net D/E (%)	202.9	148.9	140.3	134.4

PRICE PERFORMANCE**COMPANY INFORMATION**

Price as of 12-Jul-23 (Bt)	35.25
Market Cap (US\$ m)	2,631.5
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	31.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.6
12M Price H/L (Bt)	42.25/30.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 18.39%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

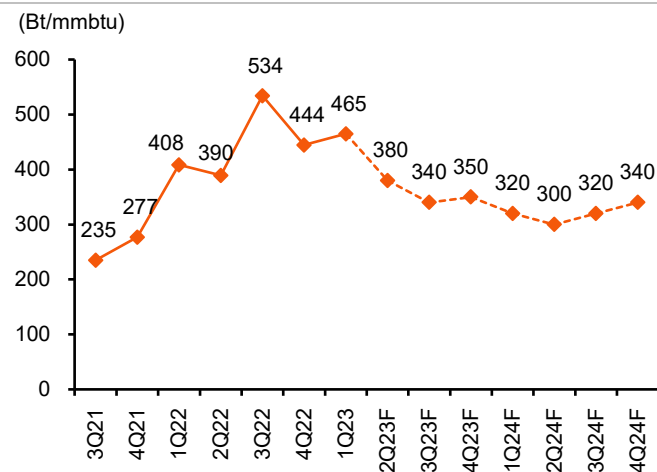
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

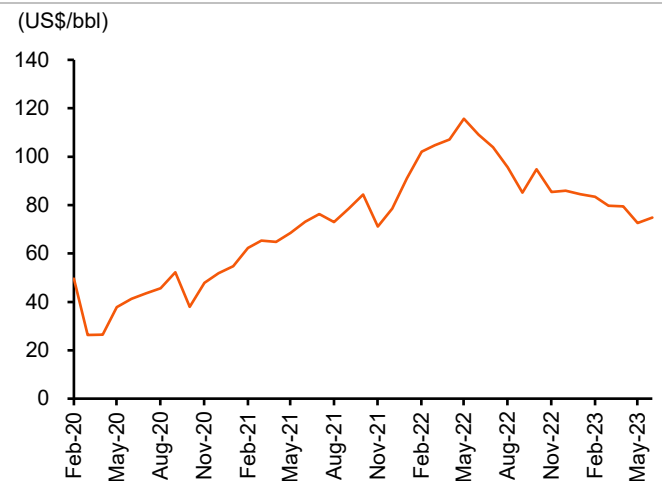
Ex 1: Key Assumption Changes

	2023F	2024F	2025F
Normalized profit (Bt m)			
New	2,594	3,313	3,490
Old	2,981	4,049	4,175
Change (%)	(13.0)	(18.2)	(16.4)
National electricity tariff (Bt/kWh)			
New	4.83	4.07	4.33
Old	5.00	4.67	4.22
Change (%)	(3.4)	(12.8)	2.6
Gas pool price (Bt/mmbtu)			
New	392	320	337
Old	402	343	304
Change (%)	(2.4)	(6.7)	10.9
SPP's spark margin on IU sales (Bt/kWh)			
New	1.36	1.29	1.24
Old	1.41	1.49	1.39
Change (%)	(3.6)	(13.4)	(11.0)

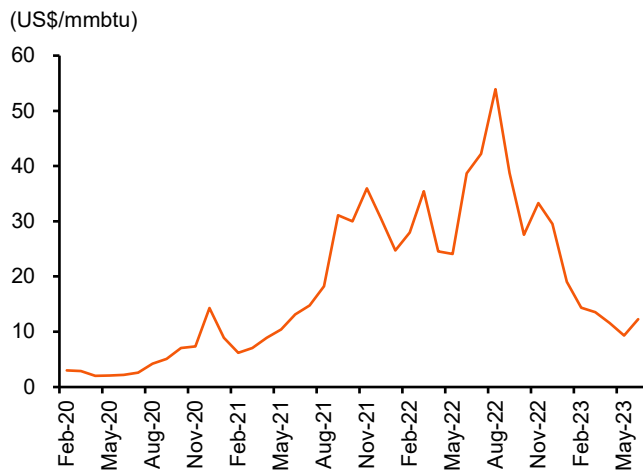
Sources: Thanachart estimates

Ex 2: Domestic Gas Pool Price Has Already Fallen

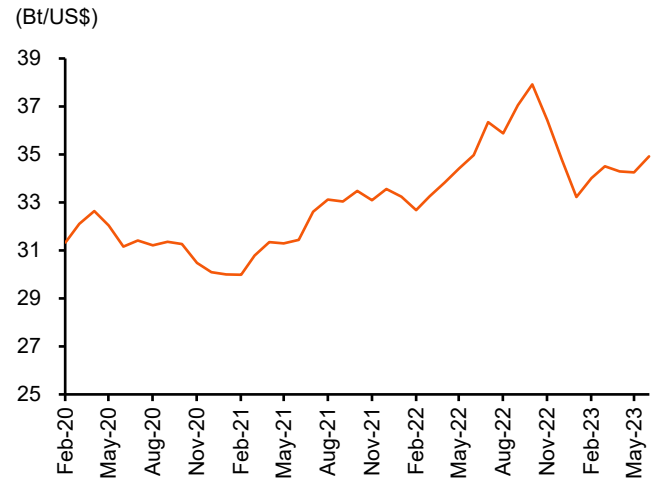
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

Ex 3: Oil Price Leads Pool Price Change By 6 Months

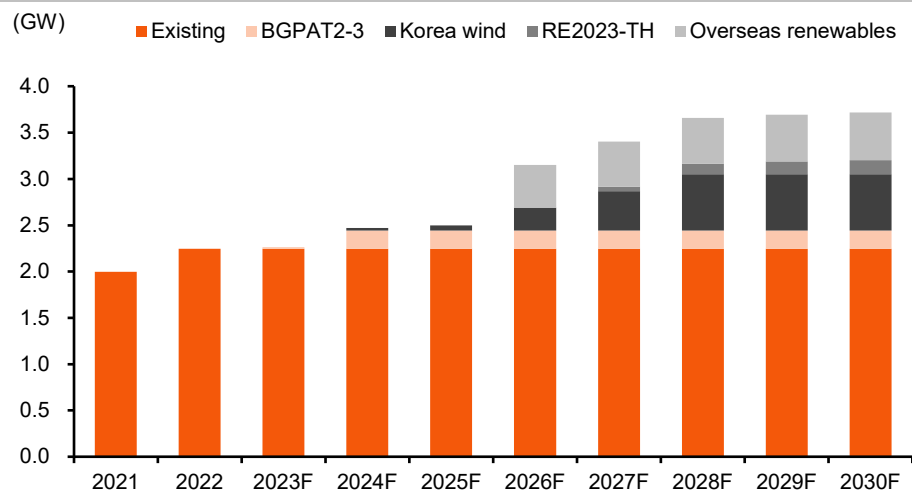
Source: Bloomberg

Ex 4: LNG Price Leads Pool Price Change Only 1 Month

Source: Bloomberg

Ex 5: Weakening Baht Is A Minor Headwind

Source: Bank of Thailand (BoT)

Ex 6: Secured Capacity Growth Projections

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Developing Offshore Wind Farms In South Korea

Project	Installed capacity (MW)	BGRIM's stake	Remarks
Jodo wind power	517	70%	Granted power plant license, waiting for approval for construction
Shinan-Eoui wind power	99	15%	Waiting for approval for grid connection and construction Construction scheduled for 1Q24 to COD in 3Q25
Choensa-Eoui wind power	99	15%	Waiting for approval for grid connection and construction Construction scheduled for 1Q24 to COD in 3Q25
Gunhung offshore wind power	240	70%	Granted power plant license, waiting for approval for construction Construction scheduled for 3Q24 to COD in 1Q27

Source: Company data

Ex 8: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP)-Based 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM share (Bt)
Operating gas-fired SPP plants (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, ATP, UVBGP)	DCF	5.2 - 6.4%	9.9
SPP replacement projects (ABP1, ABP2, BPLC1, BPAM1, BPAM2)	DCF	5.5%	8.4
Projects under development (BGPR, U-Tapao airport, other IPS projects)	DCF	5.5 - 6.5%	3.3
Renewable projects			14.4
Solar – Thailand	DCF	6.0%	1.2
Solar – Vietnam	DCF	6.7%	0.9
Solar – Cambodia	DCF	7.1%	0.0
Solar – Malaysia	DCF	6.4%	1.9
Wind – Thailand	DCF	5.1%	0.5
Hydro – Laos	DCF	6.7%	1.1
S Korea offshore wind farms	DCF	5.4%	5.9
Other developing renewable projects	DCF	6.0 - 7.2%	2.8
Others & cash on hand			0.8
Potential projects			3.2
- Vietnam wind farms	DCF	10.0%	0.2
- Vietnam LNG-to-Power	DCF	10.0%	3.0
Grand total			40.0

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Huadian Power	1071 HK	Hong Kong	65.8	22.6	7.4	6.0	0.8	0.7	12.3	11.3	6.1	7.2
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	(9.4)	6.1	11.8	11.2	0.8	0.8	38.2	36.8	6.4	6.5
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	57.5	38.5	10.3	7.4	0.8	0.8	8.8	7.0	4.4	5.9
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	40.1	19.0	7.5	6.3	0.9	0.9	6.3	5.3	5.4	6.5
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	76.5	10.5	14.1	12.8	1.4	1.3	9.4	8.9	5.3	5.4
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	(6.8)	4.6	13.6	13.0	1.0	1.0	64.4	63.4	7.1	7.1
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	137.7	20.7	8.7	7.2	0.7	0.7	10.2	9.2	5.1	6.6
Tata Power	TPWR IN	India	81.0	(4.9)	20.2	21.3	2.8	2.4	14.6	12.7	0.9	1.1
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	2.7	5.0	11.2	10.7	0.9	0.8	6.6	6.7	4.7	4.8
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	7.9	14.6	13.5	0.9	0.9	9.6	9.4	4.1	5.9
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	na	(2.5)	8.0	8.2	0.7	0.7	8.1	8.1	3.7	4.3
Manila Electric	MER PM	Philippines	16.3	2.1	12.2	11.9	3.1	2.8	8.6	8.3	5.4	5.6
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(6.8)	6.3	13.6	12.8	0.9	0.8	10.1	11.3	3.6	3.6
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	na	24.9	46.8	37.5	2.4	2.3	12.3	11.6	1.1	1.3
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	80.1	15.7	11.2	9.7	0.9	0.9	32.5	36.2	4.9	5.7
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	(30.4)	11.7	15.9	14.2	1.0	1.0	11.2	10.8	2.6	2.6
EA Pcl*	EA TB	Thailand	60.0	3.2	21.8	21.1	4.3	3.8	16.4	15.2	1.4	1.4
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	(7.2)	(4.8)	5.9	6.2	0.5	0.5	15.4	15.0	5.3	5.3
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	2,756.5	17.1	24.0	20.5	1.4	1.3	14.1	12.8	2.3	2.9
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	40.0	30.5	34.3	26.3	4.7	4.4	28.8	23.7	1.7	2.3
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	47.8	9.2	14.6	13.4	1.8	1.6	14.7	13.0	2.7	3.0
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	46.9	5.1	6.9	6.5	0.7	0.7	16.8	18.7	5.5	6.1
Average			36.8	10.8	15.6	13.9	1.5	1.4	17.0	16.4	4.0	4.5

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 12 July 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นหนึ่งในบริษัทย่อยของกลุ่ม B.Grimm ซึ่งดำเนินธุรกิจในประเทศไทยมากกว่า 140 ปี BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) โดยจัดหาและผลิตไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับเพื่อขายให้โครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และลูกค้าอุตสาหกรรมกว่า 200 รายในหลายนิคมอุตสาหกรรม และกำลังมีแผนขยายธุรกิจไฟฟ้าไปในเวียดนามและลาว บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะขยายกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดเป็น 10GW ภายในปี 2030 จาก 3.3GW ในปี 2022 ซึ่งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนเป็นปัจจัยใหม่ที่บริษัทฯ ให้ความสนใจ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

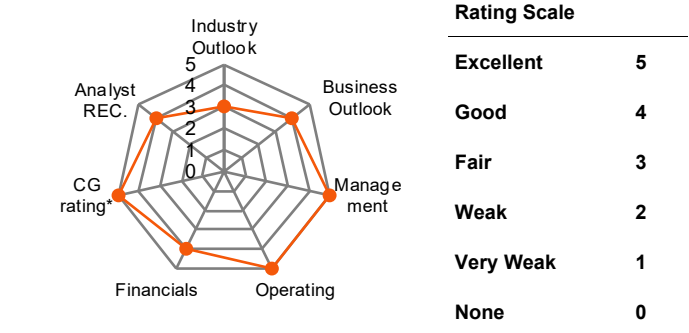
S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไฟฟ้าในประเทศเพื่อนบ้านและเอเชีย
- การเปิดเสรีของอุตสาหกรรมไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเปิดโอกาสสำหรับธุรกิจใหม่ เช่น สมาร์ทกริด และการซื้อขายแบบ peer-to-peer

COMPANY RATING



W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนอยู่ในระดับค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในกลุ่มฯ แต่ยังคงต่ำกว่าเกณฑ์ที่กำหนด

T — Threat

- ฟังชันนโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบต่อเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	45.66	40.00	-12%
Net profit 23F (Bt m)	2,385	2,594	9%
Net profit 24F (Bt m)	3,151	3,313	5%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 1	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023-24F ของเราสูงกว่าของ Bloomberg consensus 9% และ 5% ซึ่งเราคาดเป็นเพราะเราให้สมมติฐาน spark margins ของโรง SPPs ที่สูงขึ้น
- อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 12% เนื่องจากเรารวมผลของ dilution จากการออกหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน ขณะที่ให้มูลค่าการเข้าซื้อกิจการที่มีศักยภาพของ BGRIM ในโครงการพลังงานทดแทนในต่างประเทศลดลง

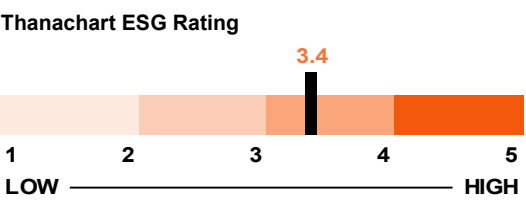
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาก๊าซในประเทศที่ลดลงช้ากว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- การปรับราคาค่าไฟฟ้าให้เร็วขึ้นเพื่อให้สอดคล้องกับการราคาเชื้อเพลิงที่ทยอยปรับตัวกลับลงมาสู่ระดับปกติ จะทำให้กำไรของโรงไฟฟ้า SPP ต่ำกว่าคาด และเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของกำลังการผลิตที่ต่ำช้ากว่าคาด ทั้งจากการทำ M&A หรือการลงทุนในโครงการใหม่ เป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเราเช่นกัน

Source: Thanachart

BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติรายใหญ่ของประเทศไทย จากกำลังการผลิต 2.2GW, 67% เป็นโรงไฟฟ้าก๊าซในประเทศไทย และอีก 33% เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในอาเซียน เราให้คะแนน ESG ที่ 3.4 จากนโยบายที่แข็งแกร่งในการเพิ่มพลังงานสีเขียว การริเริ่มกิจกรรมทางสังคมต่าง ๆ และทีมงานขนาดใหญ่ที่อุทิศตนเพื่อปรับปรุงด้าน ESG ของบริษัท



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BGRIM	YES	YES	-	BBB	47.82	64.57	84.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- BGRIM จัดเตรียมชุดข้อมูลโดยละเอียดเกี่ยวกับการรายงานด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัท รวมถึงการใช้พลังงาน การปล่อยมลพิษ และการจัดการของเสีย - BGRIM ตั้งเป้าหมายการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 โดยเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนในกำลังการผลิตรวมเป็นมากกว่า 50% ในปี 2030 จาก 25% ในปี 2022 นอกจากนี้ BGRIM ยังวางแผนลงทุนในหน่วยดักจับคาร์บอนเพื่อลดคาร์บอนฟุตพริ้นท์ลงไปอีก - BGRIM ปล่อย CO2 0.38 ตันเทียบเท่าต่อการผลิตไฟฟ้า MWh ในปี 2022 บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายที่จะลดความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนให้ต่ำกว่า 0.28 ตันต่อ MWh ในปี 2030F ซึ่งหมายถึงอัตราการลดการปล่อยมลพิษที่ 4% ต่อปี เทียบกับ 7% ต่อปีระหว่างปี 2018-22 - BGRIM เป็นหนึ่งในบริษัทไทยไม่กี่แห่งที่มีนโยบายด้านความหลากหลายทางชีวภาพ เราขอความคิดเห็นที่ช่วยรักษาสิ่งแวดล้อมโลกนอกเหนือจากปัญหาโลกร้อน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- BGRIM กำหนดนโยบายสิทธิมนุษยชนให้สอดคล้องกับหลักการที่แนะนำสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจและสิทธิมนุษยชน (UNGPs) เพื่อปกป้อง เคารพ และเยียวยาพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด บริษัทฯ ไม่มีรายงานการละเมิดสิทธิมนุษยชนหรือพนักงานในช่วงห้าปีที่ผ่านมา - BGRIM พัฒนาแพลตฟอร์มให้พนักงานพัฒนาความสามารถของตนเองได้ภายใต้ชื่อ 'B.GRIMM Academy' หลักสูตรนี้จัดทำขึ้นตามวัฒนธรรมหลักของ BGRIM ด้านทัศนคติที่ดี ความร่วมมือ ความคิดริเริ่ม สร้างสรรค์ และความเป็นมืออาชีพ - บริษัทฯ ยังให้การสนับสนุนความรู้ทางวิชาการเพื่อช่วยพัฒนารัพยากรมนุษย์สำหรับคนไทยผ่านโรงเรียน 232 แห่งและมีนักเรียนกว่า 100 คนภายใต้การดูแล - เนื่องจากธุรกิจหลักของโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงฟอสซิลก่อให้เกิดความเสี่ยงที่จะเกิดอุบัติเหตุและปัญหาสุขภาพต่อชุมชนโดยรอบ BGRIM จึงยึดมั่นในมาตรฐานและระเบียบปฏิบัติระดับสูงเพื่อป้องกันการรั่วไหลของสารเคมีที่เป็นมลภาวะโดยไม่คาดคิด และเพื่อให้แน่ใจว่าสามารถแก้ไขต่อเหตุฉุกเฉินอย่างรวดเร็ว
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการของ BGRIM ประกอบด้วยสมาชิก 10 คน โดย 6 คนเป็นกรรมการอิสระ ในขณะที่ครึ่งหนึ่งของกลุ่มเป็นผู้หญิง - เรามองว่า BGRIM เป็นหนึ่งในบริษัทชั้นนำที่ให้ข้อมูลที่ชัดเจนและมีรายละเอียดทั้งในด้านการดำเนินงานและ (ล่าสุด) ด้าน ESG บริษัทฯ ได้พัฒนาทีมงานเฉพาะเพื่อให้มั่นใจถึงมาตรฐาน ESG ระดับสูง รวมถึงความโปร่งใสทางธุรกิจต่อสาธารณชน - BGRIM มีความยั่งยืนทางธุรกิจสูง ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากสัญญาระยะยาวของโรงไฟฟ้าทุกแห่ง ขณะที่บริษัทฯ มุ่งหาการลงทุนเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่องเพื่อผลักดันให้ธุรกิจเติบโต - BGRIM ยังขาดแผนธุรกิจเชิงนวัตกรรมในมุมมองของเรา บริษัทฯ อาจต้องเร่งสำรวจเทคโนโลยีใหม่เพื่อเสริมธุรกิจไฟฟ้าแบบดั้งเดิม โดยเฉพาะแนวโน้มการดักจับคาร์บอน อัตราการดำเนินงาน และการจัดเก็บ (CCUS) เพื่อลดความเสี่ยงทางธุรกิจจากการใช้กฎระเบียบการปล่อยมลพิษทั่วโลก

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	46,628	62,395	59,451	58,028	60,607
Cost of sales	37,935	56,067	49,291	47,430	49,832
Gross profit	8,694	6,329	10,160	10,598	10,775
% gross margin	18.6%	10.1%	17.1%	18.3%	17.8%
Selling & administration expenses	1,673	1,857	1,813	1,813	1,874
Operating profit	7,021	4,472	8,347	8,785	8,901
% operating margin	15.1%	7.2%	14.0%	15.1%	14.7%
Depreciation & amortization	5,308	5,221	5,578	5,822	5,775
EBITDA	12,329	9,693	13,925	14,607	14,676
% EBITDA margin	26.4%	15.5%	23.4%	25.2%	24.2%
Non-operating income	188	291	277	271	283
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,394)	(4,056)	(4,414)	(4,247)	(4,253)
Pre-tax profit	3,814	707	4,210	4,809	4,930
Income tax	298	(156)	211	385	493
After-tax profit	3,516	863	4,000	4,424	4,437
% net margin	7.5%	1.4%	6.7%	7.6%	7.3%
Shares in affiliates' Earnings	44	(32)	53	529	732
Minority interests	(1,479)	(672)	(1,458)	(1,640)	(1,680)
Extraordinary items	195	(1,403)	0	0	0
NET PROFIT	2,276	(1,244)	2,594	3,313	3,490
Normalized profit	2,081	159	2,594	3,313	3,490
EPS (Bt)	0.7	(0.6)	0.8	0.9	1.0
Normalized EPS (Bt)	0.6	(0.1)	0.8	0.9	1.0

We expect a fast earnings recovery amid an inflated SPP margin in 2023-24F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	41,058	48,803	42,083	39,740	38,350
Cash & cash equivalent	25,707	28,907	22,000	20,000	18,000
Account receivables	8,983	9,254	9,773	9,539	9,963
Inventories	971	833	675	650	683
Others	5,397	9,810	9,635	9,551	9,704
Investments & loans	3,124	4,492	5,239	7,795	10,938
Net fixed assets	84,804	94,071	96,706	95,334	94,660
Other assets	20,211	23,284	23,738	24,184	24,575
Total assets	149,198	170,651	167,766	167,053	168,523
LIABILITIES:					
Current liabilities:	12,724	19,624	20,027	19,388	19,627
Account payables	5,691	8,005	8,103	7,797	8,192
Bank overdraft & ST loans	750	414	5,036	4,892	4,806
Current LT debt	5,745	10,616	6,220	6,041	5,936
Others current liabilities	538	589	668	659	693
Total LT debt	89,241	103,424	89,473	86,898	85,381
Others LT liabilities	6,418	5,436	5,388	5,273	5,381
Total liabilities	108,382	128,483	114,888	111,559	110,388
Minority interest	11,344	12,440	13,898	15,538	17,217
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Share premium	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6,842	9,497	17,497	17,497	17,497
Retained earnings	7,771	5,373	6,624	7,601	8,563
Shareholders' equity	29,471	29,728	38,979	39,956	40,918
Liabilities & equity	149,198	170,651	167,766	167,053	168,523

Perpetual bond issuance eases the tightness of its balance sheet

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	3,814	707	4,210	4,809	4,930
Tax paid	(298)	156	(211)	(385)	(493)
Depreciation & amortization	5,308	5,221	5,578	5,822	5,775
Chg In working capital	(2,054)	2,182	(263)	(47)	(62)
Chg In other CA & CL / minorities	(3,934)	(710)	306	604	613
Cash flow from operations	2,836	7,557	9,620	10,803	10,764
Capex	(9,643)	(14,254)	(7,956)	(4,177)	(4,815)
Right of use	(309)	(702)	(200)	(200)	(150)
ST loans & investments	(1,413)	(3,894)	0	0	0
LT loans & investments	(2,038)	(1,368)	(747)	(2,556)	(3,143)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,188)	(4,436)	(559)	(635)	(420)
Cash flow from investments	(14,591)	(24,655)	(9,461)	(7,568)	(8,528)
Debt financing	17,346	18,798	(13,724)	(2,899)	(1,709)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,573)	(1,182)	(1,343)	(2,337)	(2,527)
Warrants & other surplus	1,298	2,683	8,000	0	0
Cash flow from financing	17,072	20,299	(7,066)	(5,235)	(4,236)
Free cash flow	(6,806)	(6,697)	1,665	6,626	5,949

Continuing capex
spending to propel
growth

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	54.7	na	46.8	37.5	34.5
Normalized PE - at target price (x)	62.0	na	53.1	42.5	39.2
PE (x)	49.0	na	46.8	37.5	34.5
PE - at target price (x)	55.6	na	53.1	42.5	39.2
EV/EBITDA (x)	13.1	18.3	12.3	11.6	11.6
EV/EBITDA - at target price (x)	14.1	19.6	13.1	12.5	12.4
P/BV (x)	3.1	3.1	2.4	2.3	2.2
P/BV - at target price (x)	3.5	3.5	2.7	2.6	2.5
P/CFO (x)	32.4	12.2	9.6	8.5	8.5
Price/sales (x)	2.0	1.5	1.5	1.6	1.5
Dividend yield (%)	1.2	0.2	1.1	1.3	1.4
FCF Yield (%)	(7.4)	(7.3)	1.8	7.2	6.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	(0.1)	0.8	0.9	1.0
EPS	0.7	(0.6)	0.8	0.9	1.0
DPS	0.4	0.1	0.4	0.5	0.5
BV/share	11.3	11.4	15.0	15.3	15.7
CFO/share	1.1	2.9	3.7	4.1	4.1
FCF/share	(2.6)	(2.6)	0.6	2.5	2.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

High multiples look justified
to us given its strong
earnings turnaround

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	5.8	33.8	(4.7)	(2.4)	4.4
Net profit (%)	4.6	na	na	27.7	5.3
EPS (%)	5.8	na	na	24.9	8.5
Normalized profit (%)	(22.1)	(92.4)	1,531.8	27.7	5.3
Normalized EPS (%)	(25.9)	na	na	24.9	8.5
Dividend payout ratio (%)	58.4	(10.3)	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	18.6	10.1	17.1	18.3	17.8
Operating margin (%)	15.1	7.2	14.0	15.1	14.7
EBITDA margin (%)	26.4	15.5	23.4	25.2	24.2
Net margin (%)	7.5	1.4	6.7	7.6	7.3
D/E (incl. minor) (x)	2.3	2.7	1.9	1.8	1.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.7	2.0	1.5	1.4	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	1.1	1.9	2.1	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	3.6	2.4	3.2	3.4	3.5
ROA - using norm profit (%)	1.5	0.1	1.5	2.0	2.1
ROE - using norm profit (%)	7.3	0.5	7.6	8.4	8.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.3	2.9	11.6	11.2	11.0
- asset turnover (x)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.4
- operating margin (%)	15.5	7.6	14.5	15.6	15.2
- leverage (x)	4.9	5.4	4.9	4.2	4.1
- interest burden (%)	52.9	14.8	48.8	53.1	53.7
- tax burden (%)	92.2	122.1	95.0	92.0	90.0
WACC (%)	5.1	5.1	5.1	5.1	5.1
ROIC (%)	7.5	5.5	6.9	6.9	6.8
NOPAT (Bt m)	6,472	5,460	7,930	8,083	8,011
invested capital (Bt m)	99,500	115,274	117,709	117,787	119,040

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 20 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2307A, CPALL16C2310A, CPALL16C2307A, DELTA16C2309A, EA16C2309A, GULF16C2309A, HANA16C2309A, HANA16C2308A, HANA16C2307A, JMART16C2310A, JMART16C2308A, KBANK16C2310A, KBANK16C2307A, KBANK16C2307B, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2309A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A (underlying securities are (ADVANC, CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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 ราชธานีลิซซิง 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 ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล 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 มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทรู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ผกา นิการุณ, 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, เติบเรอ 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, หินผา, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา 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 นริพรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ 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