

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 7.00

(From: Bt 6.50)

12 SEPTEMBER 2023

Downside : 15.2%

Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

ปัญหาด้านโครงสร้างยังไม่ได้รับการแก้ไข

เรายังคงแนะนำ “ขาย” BANPU แต่ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 7.0 บาท จาก 6.5 บาท เนื่องจากเรารวมการซื้อกิจการ Temple II ในประมาณการ BANPU ยังคงให้ผลตอบแทนต่ำในสภาพแวดล้อมราคาถ่านหินอยู่ในระดับสูง เนื่องจากยังคงมีโครงสร้างต้นทุนที่สูง



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ลดคำแนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 12 กันยายน 2023 เรายังคงแนะนำ “ขาย” BANPU เนื่องจาก 1) แม้ว่ากำลังจะเข้าสู่ฤดูหนาวซึ่งหนุนราคาก๊าซและถ่านหินใน 4Q23 แต่เรายังคงมองว่าราคาถ่านหินจะลดลงในช่วง 3 ปีข้างหน้าเช่นเดิม 2) เราคาดว่าต้นทุนการผลิตของ BANPU จะยังคงสูง เนื่องจากฐานต้นทุนที่สูงของเหมืองถ่านหินใต้ดินในออสเตรเลีย ในระยะสั้นราคาน้ำมันที่ปรับตัวสูงขึ้นจะทำให้ต้นทุนของเหมืองถ่านหินในอินโดนีเซียเพิ่มขึ้นเช่นกัน และ 3) เนื่องจากแนวโน้มราคาและฐานต้นทุนไม่เอื้ออำนวยต่อ BANPU เราจึงคาดว่ากำไรจะหดตัวที่ 87/17/30% ในปี 2023-25F ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับกำไร -2/6/6% ในปี 2023-25F และปรับเป้าหมายเป็น 7.0 บาท จาก 6.5 บาท เพื่อสะท้อนการซื้อกิจการ Temple II และการปรับมาใช้ฐาน 2024F

ปัจจัยหนุนราคาถ่านหินและก๊าซในระยะสั้น

แม้เราจะปรับเพิ่มสมมติฐานราคาถ่านหิน NEX ของเราเล็กน้อยในปี 2023-25F ราว US\$5-10/tonne เป็น US\$180/145/105/tonne แต่เรายังคงคาดว่าแนวโน้มราคาจะลดลงในช่วงสามปีข้างหน้า ความต้องการถ่านหินซึ่งถือเป็นเชื้อเพลิงที่ไม่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมีแนวโน้มลดลงในเชิงโครงสร้าง ในส่วนของราคาก๊าซ การเพิ่มขึ้นในปัจจุบันเกิดจากการที่คนงานนัดหยุดงานในโรง LNG บางแห่งในออสเตรเลียที่ดำเนินการโดยเชฟรอน โรงงานเหล่านี้คิดเป็นราว 7% ของอุปทาน LNG ทั่วโลกในปีที่แล้ว นี่เป็นปัจจัยหนุนระยะสั้นโดยธรรมชาติ

มีโครงสร้างต้นทุนที่สูง

BANPU ขาดทุนเหนือขาดใน 2Q23 แม้ว่าราคาถ่านหิน NEX จะสูงถึง US\$163/tonne ก็ตาม นั่นเป็นเพราะต้นทุนการผลิตถ่านหินที่สูงอย่างต่อเนื่องของเหมืองทั้งในออสเตรเลียและอินโดนีเซีย ถ่านหินคิดเป็น 72% ของ EBITDA ใน 2Q23 เนื่องจากปัญหาทางภูมิศาสตร์ ต้นทุนเหมืองถ่านหินในออสเตรเลียจึงเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2017 เราประเมินราคาคู่มือ NEX สำหรับเหมืองที่ US\$170/tonne เทียบกับเพียง US\$70/tonne ในปี 2017 เราปรับเพิ่มต้นทุนต่อหน่วยของเหมืองขึ้น A\$10-15/tonne เป็น A\$165/135/125 ในปี 2023-25F สำหรับเหมืองถ่านหินในอินโดนีเซีย ต้นทุนที่สูงนั้นเกิดจากราคาน้ำมันที่สูง เราปรับต้นทุนต่อหน่วยของเหมืองอินโดนีเซียขึ้น US\$1-2/tonne เป็น US\$65/58/55 ในปี 2023-25F เทียบกับ US\$60 ในปี 2022

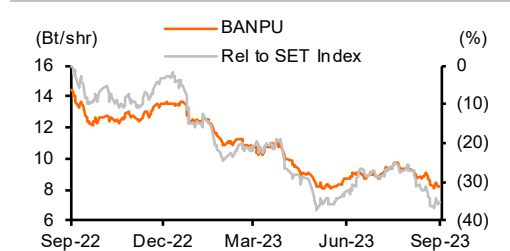
CCUS สร้างกำไรให้เล็กน้อย

BANPU น่าจะเริ่มโครงการดักจับและกักเก็บก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (CCUS) แห่งแรก ด้วยกำลังการผลิต 210,000 ตัน ภายในสิ้นปี 2023F และอีกโครงการหนึ่ง กำลังการผลิต 80,000 ตันภายในสิ้นปี 2024F เราคาดว่าโครงการนี้น่าจะสร้างกำไรให้เพียง 200 ลบ. ต่อปี หรือเพียง 2% ของกำไรปี 2024F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	272,270	188,297	174,115	168,844
Net profit	40,519	10,339	8,153	5,672
Consensus NP	—	15,423	11,568	8,151
Diff frm cons (%)	—	(33.0)	(29.5)	(30.4)
Norm profit	55,712	8,984	8,153	5,672
Prev. Norm profit	—	9,138	7,660	5,378
Chg frm prev (%)	—	(1.7)	6.4	5.5
Norm EPS (Bt)	7.3	1.0	0.8	0.6
Norm EPS grw (%)	476.4	(86.8)	(16.8)	(30.4)
Norm PE (x)	1.1	8.6	10.3	14.8
EV/EBITDA (x)	1.8	5.7	5.8	5.7
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	14.5	3.1	2.4	1.7
ROE (%)	56.5	7.1	5.9	4.0
Net D/E (%)	85.5	90.9	93.5	87.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Sep-23 (Bt)	8.25
Market Cap (US\$ m)	1,964.3
Listed Shares (m shares)	8,454.2
Free Float (%)	90.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	26.3
12M Price H/L (Bt)	14.40/8.05
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkrit family 8.34%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



Ex 1: Earning Revisions

	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
Core profit (Bt m)							
- New	2,567	(4,122)	7,520	55,712	8,984	8,153	5,672
- Old					9,138	7,660	5,378
- Change (%)					(1.7)	6.4	5.5
Net profit (Bt m)							
- New	(395)	(1,786)	9,852	40,519	10,339	8,153	5,672
- Old					13,639	7,660	5,378
- Change (%)					(24.2)	6.4	5.5
NEX coal price (US\$/tonne)							
- New	78	60	136	357	175	145	105
- Old					170	140	95
- Change (%)					5.0	5.0	10.0
Henry Hub (US\$/mmbtu)							
- New	2.5	2.3	2.7	4.5	2.7	2.8	3.0
- Old					2.7	2.8	3.0
- Change (%)					0.0	0.0	0.0
Indonesian coal ASP (US\$/tonne)							
- New	66	53	102	192	109	97	82
- Old					108	94	77
- Change (%)					1.9	3.1	5.0
Australian coal ASP (AUD/tonne)							
- New	95	81	100	211	167	150	126
- Old					164	147	121
- Change (%)					2.9	2.9	5.8
Australian coal cost (AUD/tonne)							
- New	81	77	93	132	160	135	125
- Old					145	125	110
- Change (%)					15.0	10.0	15.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA	43,418	43,762	45,176	48,895	52,133	55,371	58,609	61,847	65,085	68,323	71,889	
Free cash flow	3,273	12,222	12,492	13,771	17,074	20,661	24,692	28,417	31,817	35,299	38,711	422,227
PV of free cash flow	2,993	10,223	9,557	9,635	10,696	11,788	12,830	13,448	13,709	13,852	13,213	144,117
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	9.3											
Terminal growth (%)	1.0											
Enterprise value - add investments	266,060											
Net debt (2023F)	156,870											
Minority interest	38,138											
Equity value	71,053											
# of shares (m)*	10,149											
Target price/share (Bt)	7.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	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)	(%)	(%)
New Hope Corp	NHC AU	Australia	6.4	(48.7)	4.6	9.0	2.0	2.0	2.4	4.6	12.0	6.1
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	64.1	(68.1)	2.1	6.4	1.0	0.9	0.6	2.0	9.5	5.2
China Shenhua Energy	601088 CH	China	(12.9)	1.0	9.2	9.2	1.5	1.4	4.5	4.5	7.4	7.5
Datong Coal Industry	601001 CH	China	(39.1)	4.2	6.2	5.9	1.1	1.0	2.5	2.4	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	(36.6)	14.5	9.9	8.6	1.1	1.1	7.3	6.2	4.5	4.8
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	1.1	1.0	na	na	3.6	3.9
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	(28.3)	1.3	5.3	5.2	1.0	0.9	4.3	4.4	6.5	7.1
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	(10.8)	12.5	4.9	4.4	1.0	0.9	3.5	3.4	6.3	7.0
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	(35.3)	(0.5)	6.5	6.5	1.3	1.2	4.3	4.4	9.2	8.6
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	(15.0)	(4.3)	3.8	4.0	0.5	0.5	2.9	3.0	7.2	6.8
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	(39.7)	(42.7)	3.3	5.8	1.1	1.1	1.4	2.4	23.7	14.0
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	(54.2)	(11.5)	5.5	6.2	1.2	1.2	2.0	2.1	24.1	12.1
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	(16.8)	(23.3)	4.4	5.7	1.9	1.6	3.1	3.6	12.6	9.7
Banpu Pcl *	BANPU TB	Thailand	(86.8)	(16.8)	8.6	10.3	0.6	0.6	5.7	5.8	3.1	2.4
Average			(23.5)	(14.0)	5.7	6.7	1.2	1.1	3.4	3.8	10.0	7.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 11 September 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) เป็นบริษัทถ่านหินชั้นนำของภูมิภาค ผ่านทางการดำเนินงานในอินโดนีเซีย ออสเตรเลีย และจีน นอกจากนี้ยังลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้าในประเทศไทย ลาว จีน และญี่ปุ่น เมื่อเร็วๆ นี้บริษัทได้เริ่มลงทุนใน U.S. shale gas รวมทั้งลงทุนในธุรกิจพลังงานใหม่ ได้แก่ แบตเตอรี่ (Durapower) และ EV (Fomm)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

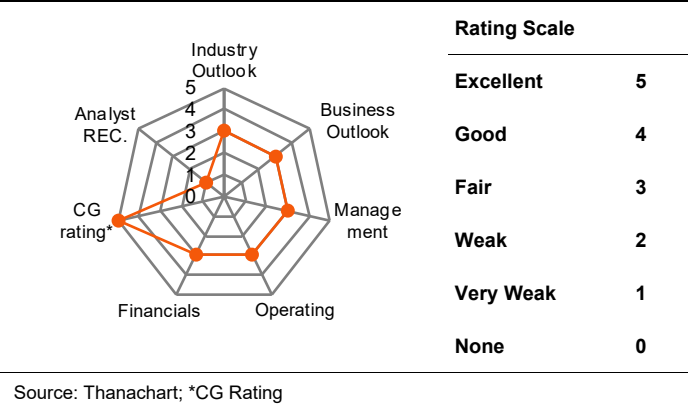
S — Strength

- แข็งแกร่งในประเทศส่งออกถ่านหินที่สำคัญ (ออสเตรเลีย, อินโดนีเซีย)
- การดำเนินงานด้านก๊าซขนาดใหญ่และกำลังเติบโตในสหรัฐอเมริกา

O — Opportunity

- BANPU มีเป้าหมายที่จะขยายธุรกิจ US shale gas หลังจากที่ได้สร้างฐานรากที่มั่นคงแล้ว
- ธุรกิจพลังงานใหม่ เช่น แบตเตอรี่ลิเทียมไอออน และเหมืองนิกเกิล มีศักยภาพในการเติบโตที่แข็งแกร่ง

COMPANY RATING



W — Weakness

- BANPU ยังคงขึ้นอยู่กับถ่านหินอย่างมาก แม้จะพยายามกระจายไปสู่พลังงานที่สะอาดก็ตาม
- มี financial leverage ค่อนข้างสูง

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม
- ราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงอาจทำให้ทั่วโลกเร่งการหยุดใช้เชื้อเพลิงเหล่านี้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.45	7.00	-26%
Net profit 23F (Bt m)	15,423	10,339	-33%
Net profit 24F (Bt m)	11,568	8,153	-30%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 5	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการปี 2023-24F ของเรต่ำกว่าของตลาด 30-33% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะสมมติฐานราคาถ่านหินและก๊าซที่ลดลง และต้นทุนที่เพิ่มขึ้นของเรา
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

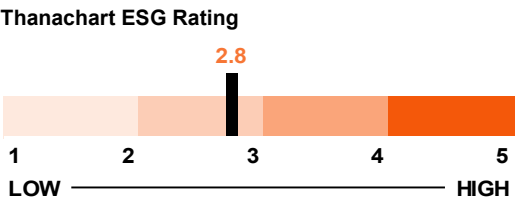
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาถ่านหินหรือก๊าซที่แข็งแกร่งเกินคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา
- ธุรกิจไฟฟ้าเติบโตเกินคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

BANPU ประกอบธุรกิจผลิตถ่านหินในอินโดนีเซีย ออสเตรเลีย และจีน บริษัท ยังผลิตก๊าซธรรมชาติในสหรัฐอเมริกา รวมทั้งโรงไฟฟ้าทั่วเอเชีย และในสหรัฐอเมริกา บริษัท มีความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าในการปรับปรุงตัวชี้วัด ESG เราให้คะแนน ESG สำหรับ BANPU ที่ 2.84 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยเล็กน้อยเมื่อเทียบกับหุ้นกลุ่มพลังงานที่เราทำบทวิเคราะห์ เนื่องจากลักษณะของธุรกิจ



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BANPU	YES	YES	YES	AA	57.18	82.41	79.00	44.0	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- ในแง่ของการลงทุน BANPU ตั้งเป้าหมายว่าภายในปี 2025F EBITDA มากกว่า 50% จะมาจากธุรกิจที่ไม่ใช่ถ่านหิน เทียบกับราว 24% ในปี 2Q23 เพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้ มากกว่า 90% ของการลงทุนของบริษัทฯ จึงอยู่ในพลังงานที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม (รวมถึงก๊าซธรรมชาติ) พลังงานหมุนเวียน (ลม พลังงานแสงอาทิตย์) และเทคโนโลยีด้านพลังงาน (แบตเตอรี่ การดักจับคาร์บอน) - สำหรับธุรกิจเหมืองแร่ BANPU ตั้งเป้าที่จะลดความเข้มข้นของพลังงาน (energy intensity) ลง 5% และลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 7% จากบรรทัดฐานปี 2021 ที่ 0.129 ton CO2e per ton finished coal สำหรับธุรกิจไฟฟ้า บริษัทฯ ต้องการลดระดับการปล่อย GHG ลง 20% จากระดับฐานปี 2021 ที่ 0.555 CO2e/MWh ภายในปี 2025F บริษัทฯ ยังตั้งเป้าที่จะให้มีของเสียอันตรายเป็นศูนย์โดยการฝังกลบภายในปี 2025F - BANPU จะเริ่มโครงการดักจับและกักเก็บก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ (CCUS) ครั้งแรกด้วยกำลังการผลิต 210,000 ตันภายในสิ้นปี 2023F และอีกโครงการหนึ่งที่มีกำลังการผลิต 80,000 ตันภายในสิ้นปี 2024F เราเห็นว่า BANPU มีสถานะที่ดีในการขยายโครงการ CCUS ในฐานะผู้ผลิต shale gas ชัยนาในสหรัฐอเมริกา
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- ณ ปี 2022 BANPU ได้ประเมิน 70% ของธุรกิจและห่วงโซ่อุปทาน เทียบกับความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชนที่อาจเกิดขึ้น ซึ่งรวมถึงอาชญากรรมและความปลอดภัย สิทธิแรงงาน และการคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล เป็นต้น - BANPU มีส่วนร่วมในโครงการ CSR ซึ่งรวมถึงการพัฒนาชุมชน โครงการให้ทุนการศึกษาในระดับมหาวิทยาลัย โครงการพัฒนาเศรษฐกิจท้องถิ่น และการฝึกอบรมทักษะสำหรับเยาวชนในท้องถิ่น - ในปี 2022 BANPU ได้ยกระดับ ESG ในด้าน "แนวปฏิบัติการใช้แรงงาน" และ "สิทธิมนุษยชน" ขึ้นสู่ระดับสูงสุด ผ่านการจัดตั้ง "นโยบายการไม่เลือกปฏิบัติและการ &ต่อต้านการล่วงละเมิด" และดำเนินการตรวจสอบสถานะด้านสิทธิมนุษยชนในธุรกิจพลังงานในประเทศเวียดนามและ ประเทศไทย.
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัทของ BANPU ประกอบด้วยสมาชิก 13 คน โดย 5 คนเป็นกรรมการอิสระ อย่างไรก็ตาม มีผู้หญิงสองคนเท่านั้น - บริษัทฯ ได้จัดตั้งคณะกรรมการ ESG ซึ่งประกอบด้วยกรรมการอิสระ 3 คน เพื่อสนับสนุนความมุ่งมั่นอย่างต่อเนื่องของ BOD ที่มีต่อ ESG - ประเด็น ESG ทั้งหมดที่สำคัญเป็นส่วนหนึ่งของ KPI สำหรับ CEO และผู้บริหารระดับสูงในทุกหน่วยธุรกิจ - ในปี 2021 BANPU ได้เสริมสร้างนโยบายบรรษัทภิบาลและคู่มือจริยธรรมธุรกิจ นโยบายเหล่านี้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล เช่น อาเซียน และ OECD - BANPU ตั้งเป้าให้ชีพพลายเออร์ระดับ 1 ที่สำคัญทั้งหมดได้รับการประเมินความเสี่ยง ESG ภายในปี 2025F เทียบกับ 6% ในปี 2021

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	133,190	272,270	188,297	174,115	168,844
Cost of sales	76,916	142,611	138,332	127,079	125,244
Gross profit	56,274	129,659	49,966	47,036	43,600
% gross margin	42.3%	47.6%	26.5%	27.0%	25.8%
Selling & administration expenses	24,824	44,882	33,334	31,868	31,579
Operating profit	31,450	84,777	16,632	15,168	12,021
% operating margin	23.6%	31.1%	8.8%	8.7%	7.1%
Depreciation & amortization	15,895	22,207	24,404	28,249	31,741
EBITDA	47,346	106,984	41,035	43,418	43,762
% EBITDA margin	35.5%	39.3%	21.8%	24.9%	25.9%
Non-operating income	(12,846)	2,993	700	660	680
Non-operating expenses	(307)	(288)	0	0	0
Interest expense	(5,576)	(9,079)	(10,408)	(8,686)	(9,112)
Pre-tax profit	12,722	78,403	6,923	7,142	3,589
Income tax	6,372	18,379	1,564	1,981	1,358
After-tax profit	6,350	60,025	5,360	5,161	2,232
% net margin	4.8%	22.0%	2.8%	3.0%	1.3%
Shares in affiliates' Earnings	7,290	11,980	7,214	6,064	5,989
Minority interests	(6,121)	(16,293)	(3,590)	(3,072)	(2,549)
Extraordinary items	2,332	(15,193)	1,355	0	0
NET PROFIT	9,852	40,519	10,339	8,153	5,672
Normalized profit	7,520	55,712	8,984	8,153	5,672
EPS (Bt)	1.7	5.3	1.1	0.8	0.6
Normalized EPS (Bt)	1.3	7.3	1.0	0.8	0.6

We estimate earnings to trend downward over 2023-25F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	85,437	127,405	134,787	136,654	140,844
Cash & cash equivalent	42,704	77,258	87,258	92,258	97,258
Account receivables	15,806	23,102	20,635	19,558	19,429
Inventories	3,905	5,059	4,907	4,508	4,443
Others	23,022	21,987	21,987	20,331	19,716
Investments & loans	55,806	68,619	68,619	68,619	68,619
Net fixed assets	114,167	144,829	190,626	206,176	208,235
Other assets	110,390	95,941	95,941	95,941	95,941
Total assets	365,799	436,794	489,972	507,391	513,639
LIABILITIES:					
Current liabilities:	97,191	96,185	108,916	105,043	105,977
Account payables	3,293	4,246	4,118	3,783	3,729
Bank overdraft & ST loans	39,232	15,582	18,332	19,673	19,610
Current LT debt	21,418	31,746	37,348	40,080	39,951
Others current liabilities	33,248	44,611	49,117	41,507	42,688
Total LT debt	139,747	160,178	188,447	202,232	201,579
Others LT liabilities	25,164	28,057	19,986	18,583	18,062
Total liabilities	262,102	284,420	317,350	325,859	325,618
Minority interest	24,420	34,548	38,138	41,210	43,759
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	6,766	8,454	10,149	10,149	10,149
Share premium	22,139	28,891	39,886	39,886	39,886
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(17,950)	(23,698)	(23,698)	(23,698)	(23,698)
Retained earnings	68,322	104,179	108,148	113,985	117,925
Shareholders' equity	79,277	117,826	134,485	140,322	144,262
Liabilities & equity	365,799	436,794	489,972	507,391	513,639

We expect leverage to decline given the high profit and FCF

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	12,722	78,403	6,923	7,142	3,589
Tax paid	(3,165)	(13,875)	(4,334)	(2,198)	(1,584)
Depreciation & amortization	15,895	22,207	24,404	28,249	31,741
Chg In working capital	(7,025)	(7,497)	2,491	1,141	140
Chg In other CA & CL / minorities	9,283	18,859	14,491	327	8,012
Cash flow from operations	27,711	98,096	43,975	34,661	41,899
Capex	(52,539)	(52,870)	(70,200)	(43,800)	(33,800)
Right of use	(53)	(462)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(4,417)	(12,813)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	351	(2,578)	(6,716)	(1,403)	(521)
Cash flow from investments	(56,658)	(68,723)	(76,916)	(45,203)	(34,321)
Debt financing	40,793	7,150	36,621	17,858	(846)
Capital increase	8,458	8,440	12,690	0	0
Dividends paid	(1,776)	(4,736)	(6,369)	(2,316)	(1,731)
Warrants & other surplus	400	(5,674)	0	0	0
Cash flow from financing	47,875	5,179	42,942	15,542	(2,577)
Free cash flow	(24,828)	45,227	(26,225)	(9,139)	8,099

BANPU plans for capex to target its expanding gas business

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	6.5	1.1	8.6	10.3	14.8
Normalized PE - at target price (x)	5.5	1.0	7.3	8.7	12.5
PE (x)	5.0	1.6	7.4	10.3	14.8
PE - at target price (x)	4.2	1.3	6.3	8.7	12.5
EV/EBITDA (x)	4.4	1.8	5.7	5.8	5.7
EV/EBITDA - at target price (x)	4.2	1.7	5.4	5.5	5.4
P/BV (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
P/CFO (x)	1.8	0.6	1.7	2.4	2.0
Price/sales (x)	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	5.5	14.5	3.1	2.4	1.7
FCF Yield (%)	(50.8)	71.9	(34.1)	(10.9)	9.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.3	7.3	1.0	0.8	0.6
EPS	1.7	5.3	1.1	0.8	0.6
DPS	0.5	1.2	0.3	0.2	0.1
BV/share	11.7	13.9	13.3	13.8	14.2
CFO/share	4.7	12.9	4.7	3.4	4.1
FCF/share	(4.2)	5.9	(2.8)	(0.9)	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

BANPU is trading at a premium to peers

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	86.7	104.4	(30.8)	(7.5)	(3.0)
Net profit (%)	na	311.3	(74.5)	(21.1)	(30.4)
EPS (%)	na	220.0	(79.1)	(27.7)	(30.4)
Normalized profit (%)	na	640.9	(83.9)	(9.3)	(30.4)
Normalized EPS (%)	na	476.4	(86.8)	(16.8)	(30.4)
Dividend payout ratio (%)	30.9	25.0	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	42.3	47.6	26.5	27.0	25.8
Operating margin (%)	23.6	31.1	8.8	8.7	7.1
EBITDA margin (%)	35.5	39.3	21.8	24.9	25.9
Net margin (%)	4.8	22.0	2.8	3.0	1.3
D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.4	1.4	1.4	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	0.9	0.9	0.9	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	5.6	9.3	1.6	1.7	1.3
Interest coverage - EBITDA (x)	8.5	11.8	3.9	5.0	4.8
ROA - using norm profit (%)	2.3	13.9	1.9	1.6	1.1
ROE - using norm profit (%)	10.6	56.5	7.1	5.9	4.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.0	60.9	4.2	3.8	1.6
- asset turnover (x)	0.4	0.7	0.4	0.3	0.3
- operating margin (%)	13.7	32.1	9.2	9.1	7.5
- leverage (x)	4.6	4.1	3.7	3.6	3.6
- interest burden (%)	69.5	89.6	39.9	45.1	28.3
- tax burden (%)	49.9	76.6	77.4	72.3	62.2
WACC (%)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROIC (%)	7.8	27.4	5.2	3.8	2.4
NOPAT (Bt m)	15,699	64,904	12,875	10,961	7,474
invested capital (Bt m)	236,969	248,074	291,355	310,049	308,144

Sources: Company data, Thanachart estimates

With lower profit forecasts, we expect ROE to trend lower as well

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. ESG Book (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.

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. **THIRD PARTY INFORMATION.** Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. **RELIANCE –** ESG Book 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. **CONFIDENTIALITY.** This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none 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 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 25 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2401A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2309B, SET5016C2309A, SET5016P2309A, TIDLOR16C2311A (underlying securities are CPALL, DELTA, EA, GULF, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ 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)

บริษัทธนชาติ 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 ธนชาติ 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 มีกรรมกรร่วมกันได้แก่นางอติวัน ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทู 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 พิมพ์ภา 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
สาธารณโภค, 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, หินคม, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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, วิโทรเคมี 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

มฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ 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