

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 52.00

(From: Bt 50.00)

29 SEPTEMBER 2023

Change in Recommendation

Upside : 20.2%

Global Power Synergy (GPSC TB)

ผ่านจุดแย่สุดไปแล้ว

เราปรับคำแนะนำ GPSC เป็น "ซื้อ" บนการฟื้นตัวกำไรของ 3 หน่วยธุรกิจหลัก 1) อัตราค่าไฟ SPP ยังทยอยปรับสูงขึ้นสู่ระดับปกติแม้หลังการปรับลดอัตราค่าไฟฟ้ารอบล่าสุด 2) โรงไฟฟ้า IPP กลับมาดำเนินการเต็มที่ และ 3) เราเชื่อว่าปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำต่ำสุดแล้วในปี

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับคำแนะนำขึ้นเป็น "ซื้อ"

เราปรับคำแนะนำ GPSC เป็น "ซื้อ" (จาก ถือ) เนื่องจาก 1) เรายังคาดว่า spark margin ของโรงไฟฟ้า SPP จะทยอยฟื้นตัวสู่ระดับปกติในปี 2024-25F แม้มีการประกาศลดราคาไฟฟ้าลงล่าสุด จากต้นทุนเชื้อเพลิงที่ลดลง และประสิทธิภาพการผลิตดีขึ้น 2) โรงไฟฟ้า Gheco-1 กลับมาดำเนินการเต็มที่อีกครั้งหลังมีการหยุดดำเนินการนอกแผนมาหลายครั้ง และ 3) เราเชื่อว่าปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ (15% ของกำไรรวม) จะต่ำสุดในปีแรกของภาวะ El Nino นี้ 4) ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์ในอินเดีย (Avadaa) เติบโตเร็วกว่าที่คาดไว้ และ 5) เรามองมูลค่าพื้นฐานที่ 21 เท่า PE ปี 2024F PE นั้นน่าสนใจ เมื่อเทียบกับการเติบโตกำไรเฉลี่ย 34% ในปี 2024-25F เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 52 บาท/หุ้น (จาก 50 บาท) หลังปรับประมาณกำไรและมาใช้ฐาน 2024F

ปรับประมาณการกำไรจากโรงไฟฟ้า SPP ลง

เราปรับกำไรของ GPSC ลง 33% ในปี 2023F จากผลการดำเนินงานของ SPP ที่อ่อนแอตั้งแต่ช่วงก่อนการลดราคาไฟฟ้าเนื่องจากการปิดซ่อมบำรุงโครงการ Glow Energy Phase 5 และต้นทุนราคาเชื้อเพลิงที่ลดลงช้า และเรายังรวมผลลบจากการปรับลดราคาไฟฟ้าล่าสุดไปด้วย เราปรับกำไรปี 2024-25F ลงด้วยอัตราที่น้อยกว่าที่ 20/3% เพราะเราคาดผลของการปรับลดราคาไฟฟ้าต่ออัตรากำไรของโรงไฟฟ้า SPP จะถูกชดเชยลงได้บางส่วนจากผลการดำเนินงานโรงไฟฟ้า IPP ที่ดีกว่าคาด และการฟื้นตัวของกำไรจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ

ยังคาดมีการฟื้นตัวในปี 2024F

แม้การปรับลดอัตราค่าไฟฟ้าล่าสุดจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจ SPP แต่เรายังคาดว่ากำไรของ GPSC ฟื้นตัวได้ 39/30% ในปี 2024-25F โดยมีปัจจัยหนุน 3 ข้อ คือ 1) เรายังคาดว่า SPP จะมีอัตราค่าไฟดีขึ้นในปี 2024F เนื่องจากมีฐานต่ำใน 1H23 จากต้นทุนเชื้อเพลิงราคาสูงโดยเฉพาะถ่านหิน และมีการหยุดปรับปรุงโรงไฟฟ้านอกแผน 2) โรงไฟฟ้าถ่านหิน IPP Gheco-1 (กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 429MW) กลับมาดำเนินการเต็มที่อีกครั้งหลังมีการปิดซ่อมบำรุงหลายครั้งในช่วงสองปีที่ผ่านมา 3) เราคาดปริมาณการผลิตไฟฟ้ารวมจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำ 3 แห่ง (รวมกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 449MW) เพิ่มขึ้น 7/10% จากฐานที่ต่ำในปีนี้ จากผลของภัยแล้งจากปรากฏการณ์ El-Nino

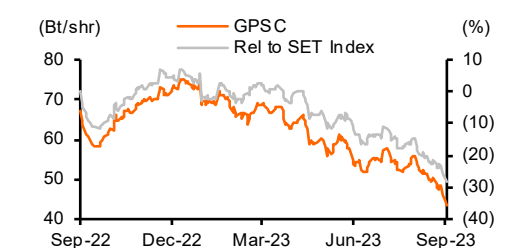
แนวโน้มที่ดีขึ้นของ Avadaa

เรามองว่า Avadaa ที่เป็นการลงทุนโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของ GPSC ในอินเดีย (ผ่านการถือหุ้น 43%) มีแนวโน้มที่ดีขึ้น ซึ่งลดความกังวลของเรามีต่อ GPSC ในช่วงก่อนหน้านี้ เราคาดส่วนแบ่งกำไรจาก Avadaa ที่ 0.3/0.4/1.0 พันลบ. ในปี 2023-25F จากการขยายกำลังได้เร็วกว่าคาดเป็น 4.3/4.8/5.8GW (จาก 2.6GW ในปี 2022) โดยเมื่อ 2Q23 Avadaa มีสัญญา PPA โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์รวม 6.7GW และเราคาดจะเพิ่มขึ้นเป็น 11GW ในปี 2030 เนื่องจากรัฐบาลอินเดียยังตั้งเป้าที่จะประมูลสัญญา PPA โรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ออกมาอีก 40GW ในปี 2024 และอีก 200GW ในช่วงปี 2025-30 เราประเมินมูลค่า Avadaa ได้ที่ 3.7 บาท/หุ้น และคาดจะสร้างกำไรให้ GPSC ได้ 2.8 พันลบ. ในปี 2030F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	123,685	108,085	89,579	78,618
Net profit	891	4,200	5,839	7,582
Consensus NP	—	4,376	6,255	7,246
Diff frm cons (%)	—	(4.0)	(6.6)	4.6
Norm profit	218	4,200	5,839	7,582
Prev. Norm profit	—	6,220	7,281	7,813
Chg frm prev (%)	—	(32.5)	(19.8)	(3.0)
Norm EPS (Bt)	0.1	1.5	2.1	2.7
Norm EPS grw (%)	(96.8)	1,829.0	39.0	29.8
Norm PE (x)	560.1	29.0	20.9	16.1
EV/EBITDA (x)	22.7	13.6	11.9	11.7
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.1
Div yield (%)	1.2	1.9	2.9	3.7
ROE (%)	0.2	4.0	5.4	6.8
Net D/E (%)	107.4	92.4	78.2	78.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

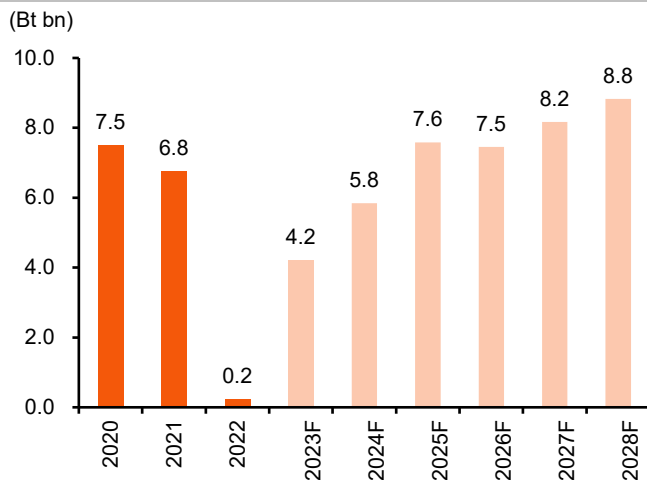
Price as of 28-Sep-23 (Bt)	43.25
Market Cap (US\$ m)	3,318.0
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.3
12M Price H/L (Bt)	75.25/44.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	PTT Group 67.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

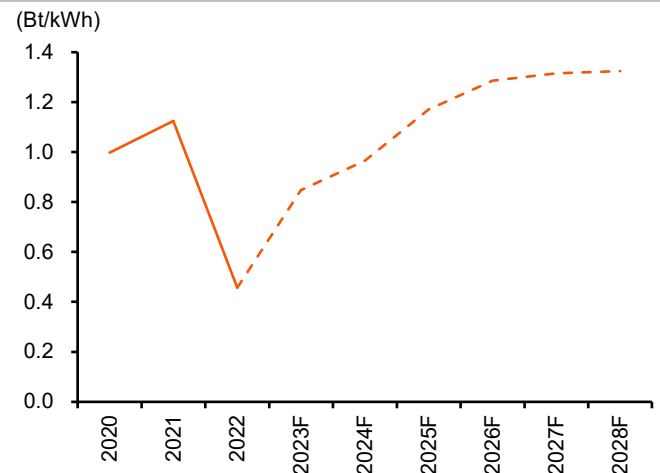
ESG Summary Report P23

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

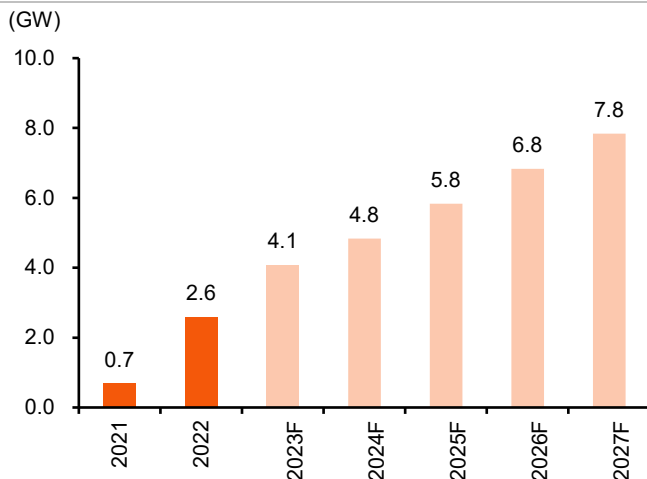
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Turnaround Looks Intact

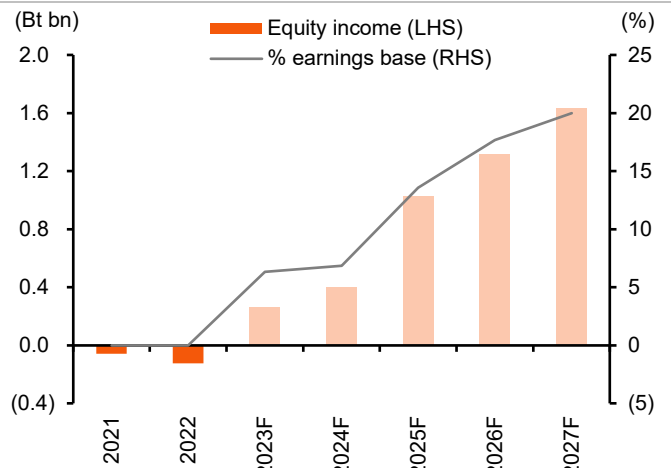
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Improving SPP Spark Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Accelerating Capacity Growth At Avadaa

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Avadaa Is Becoming A Major Profit Contributor

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Our Key Assumption Changes

	2023F	2024F	2025F
Norm profit (Bt m)			
New	4,200	5,839	7,582
Old	6,220	7,281	7,813
Change (%)	(32.5)	(19.8)	(3.0)
SPP's spark margin (Bt/kWh)			
New	0.85	0.97	1.17
Old	0.98	1.05	1.15
Change (%)	(13.5)	(8.2)	1.7
Avadaa capacity (GW)			
New	4.1	4.8	5.8
Old	3.1	4.0	4.8
Change (%)	33.7	20.3	21.7

Sources: Thanachart estimates

Ex 6: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	18,128	18,685	19,138	19,389	19,437	19,680	18,742	18,348	18,822	19,485	20,192	
Free cash flow	17,357	(450)	18,127	17,894	17,968	18,676	18,041	17,559	17,778	18,520	19,155	92,203
PV of free cash flow	16,364	(400)	15,190	14,137	13,120	12,805	11,616	10,617	10,093	9,874	9,196	92,203
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	6.1											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	214,815											
Net debt (2023F)	108,804											
Minority interest	10,675											
Equity value	95,336											
# of shares (m)	2,820											
Valuation/share (Bt)	33.8											

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share
BIC	DCF	5.1%	1,320	0.5
TSR/SSE	DCF	6.4%	2,142	0.8
NNEG	DCF	5.0%	3,545	1.3
GRP	DCF	6.7%	1,359	0.5
NL1PC	DCF	5.5%	2,820	1.0
RPCL	DCF	4.8%	905	0.3
XPCL	DCF	6.0%	18,797	6.7
Avaada	DCF	8.2%	10,499	3.7
Taiwan wind farms	DCF	6.0%	2,868	1.0
Li-ion battery business	DCF	8.0%	7,721	2.5
Total				18.2

Grand total**52.0**

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: 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)	(%)	(%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	(10.3)	6.2	11.2	10.5	0.7	0.7	36.8	35.1	6.9	6.9
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	64.8	45.0	8.9	6.2	0.8	0.7	9.0	6.8	4.9	6.4
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	55.9	14.9	5.4	4.7	0.8	0.7	6.1	5.2	7.2	8.7
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	82.9	12.4	13.2	11.8	1.3	1.3	9.0	8.4	5.5	5.6
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	(7.9)	5.4	13.2	12.6	0.9	0.9	61.3	60.4	7.4	7.4
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	14.2	5.0	4.4	0.6	0.5	7.8	6.9	8.5	9.4
Tata Power	TPWR IN	India	81.0	(9.7)	23.1	25.5	3.2	2.7	15.9	13.2	0.8	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(9.0)	12.5	14.0	12.5	1.0	0.9	6.8	6.8	4.3	4.7
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	64.4	20.5	12.5	1.2	1.1	10.6	7.5	2.3	4.1
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	na	55.0	12.1	7.8	1.1	0.9	9.5	7.7	2.9	3.7
Manila Electric	MER PM	Philippines	21.5	(0.9)	13.0	13.2	3.5	3.2	10.1	9.3	5.1	5.4
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(29.7)	34.2	19.1	14.3	0.9	0.9	14.0	13.8	3.8	3.8
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	na	21.7	46.8	38.5	1.9	1.9	11.4	10.5	1.1	1.3
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	54.6	12.2	12.3	11.0	0.8	0.8	31.2	23.0	5.1	5.1
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	(30.4)	11.7	15.1	13.6	1.0	0.9	10.9	10.5	2.8	2.8
EA Pcl*	EA TB	Thailand	55.2	2.6	21.1	20.6	4.1	3.6	16.1	15.6	1.4	1.5
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	(23.7)	(3.2)	6.5	6.7	0.5	0.5	13.6	13.8	5.4	5.4
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	1,829.0	39.0	29.0	20.9	1.1	1.1	13.6	11.9	1.9	2.9
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	40.0	30.5	32.3	24.8	4.5	4.2	27.7	22.8	1.9	2.4
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	47.8	9.2	15.1	13.8	1.8	1.7	15.0	13.3	2.6	2.9
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	0.7	33.0	9.8	7.4	0.7	0.6	17.2	16.0	4.6	6.1
Average			24.6	18.6	15.9	13.6	1.6	1.4	17.0	15.3	4.2	4.7

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 28 September 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี (GPSC) เกิดขึ้นจากการควบรวมกิจการระหว่าง PTTUT และ IPT ในเดือนมกราคม 2013 โดยเป็นบริษัทหลักในการลงทุนในธุรกิจผลิตและจำหน่ายไฟฟ้าของกลุ่ม PTT โดยมีการ GPSC ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ไอ้ น้ำ และน้ำเพื่อการอุตสาหกรรม (Processed Water) ให้บริการลูกค้าในประเทศไทย กำลังการผลิตรวมของ GPSC เพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าหลังเข้าซื้อกิจการของ GLOW เมื่อเดือนมีนาคม 2019 และในปัจจุบันมีโรงไฟฟ้ารวมกำลังการผลิต 7.2GW ตามสัดส่วนการถือหุ้น ที่อยู่ในและต่างประเทศ โดย 38% ของการผลิตมาจากพลังงานหมุนเวียน ณ ปี 2022

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เติบโตตามการขยายตัวของกลุ่ม PTT ในอนาคต
- เข้าถึงต้นทุนทางการเงินในระดับต่ำ ด้วยเป็นบริษัทในเครือ PTT

O — Opportunity

- การขยายอุตสาหกรรมไฟฟ้าของประเทศเพื่อนบ้าน ทั้งการขยายในประเทศและต่างประเทศ ผ่านการพัฒนาโครงการใหม่และการควบรวมกิจการ
- เข้าไปยังอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ที่มีการเติบโตแบบ S-curve ใหม่ ผ่านการลงทุนในโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion

CONSENSUS COMPARISON

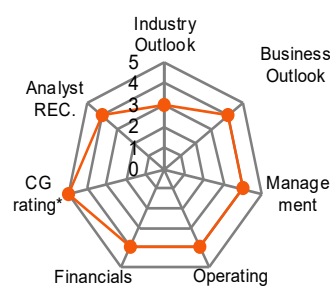
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	68.76	52.00	-24%
Net profit 23F (Bt m)	4,376	4,200	-4%
Net profit 24F (Bt m)	6,255	5,839	-7%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023-24F ของเรต่ำกว่าตลาด 4% และ 7% เนื่องจากเราสมมติให้รัฐบาลใหม่ยังคงอัตราค่าไฟฟ้าที่ต่ำ
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 24% ซึ่งเราเชื่อว่าเกิดจากมุมมองเชิงลบต่อความสามารถในการทำกำไรของโรงไฟฟ้า SPP มากกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- ไม่มีประสบการณ์โดยตรงในการลงทุนในต่างประเทศ
- เข้าลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทน และแบตเตอรี่ Li-ion ช้า

T — Threat

- ปริมาณไฟฟ้าสำรองที่อยู่ในระดับสูงของชาติ และดูเหมือนว่าแผนการผลิตไฟฟ้าของ EGAT จะยาวนานไปกว่าที่ตลาดคาดไว้ก่อนหน้านี้
- ฟังฟังนโยบายของกลุ่มในการตัดสินใจลงทุนที่สำคัญ

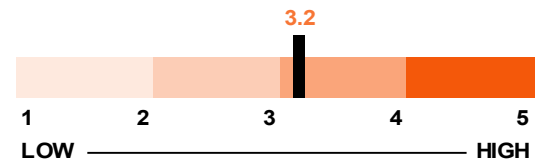
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอัตราค่าไฟของ SPP ที่ช้ากว่าคาด ไม่ว่าจะมาจากด้านต้นทุนหรือราคาขายไฟฟ้า เป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา
- การเติบโตที่อ่อนแอกว่าที่คาดในพอร์ตโฟลิโอของ Avadaa ซึ่งกลายเป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตหลักในอีกหลายปีข้างหน้า ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- อัตราการลงทุนที่ช้าลงหรืออัตราผลตอบแทนจากการซื้อสินทรัพย์และการพัฒนาโครงการโรงไฟฟ้าใหม่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ในปัจจุบันจะแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบต่อตัวเลขของเรา

Source: Thanachart

GPSC เป็นบริษัทด้านสาธารณูปโภคของกลุ่ม PTT มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 6.1GW ในปี 2022 โดยเป็น ก๊าซ 52% ถ่านหิน 17% และพลังงานทดแทน 31% นโยบาย ESG ของบริษัทฯ ค่อนข้างแข็งแกร่ง เนื่องจากต้องดำเนินการให้สอดคล้องกับกลุ่ม PTT ดังนั้นเราจึงให้คะแนน ESG ที่ 3.2 แต่เราเห็นปัจจัยลบบางประการเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจและด้านนวัตกรรม

Thanachart ESG Rating



	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)
GPSC	YES	YES	YES	B	63.23	60.42	88.00	-	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

- GPSC มีเป้าหมายเดียวกันกับกลุ่ม ปตท. ในการบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060 ซึ่งเร็วกว่าเป้าหมายของประเทศเล็กน้อย แผนระยะสั้นของบริษัทฯ คือการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 45% ของกำลังการผลิตภายในปี 2025 (จาก 35% ในปี 2022) และลดการปล่อยคาร์บอนลง 35% ภายในปี 2030 จากฐานของปี 2020
- GPSC จัดสรรงบประมาณประจำปีสำหรับอุปกรณ์และเทคโนโลยีการลดการปล่อยมลพิษ ตามนโยบายการกำหนดราคาคาร์บอนภายในเพื่อลดมลพิษทางอากาศและน้ำจากโรงไฟฟ้า
- บริษัทฯ ใช้แนวทาง 3Rs (Reduce, Reuse, Recycle) เพื่อลดการสร้างขยะจากทุกกิจกรรมทางธุรกิจ
- GPSC ประหยัดการใช้ไฟฟ้าได้ 2.17MWh ในปี 2022 (จาก 1.78MWh ในปี 2021) ผ่านมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพและการลงทุนในโซลาร์รูฟท็อป ขณะที่การปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) อยู่ที่ 0.45kg เทียบเท่า CO2 ต่อ KWh ของการผลิตไฟฟ้าในปี 2022 สูงกว่าในปี 2021 เล็กน้อยอยู่ที่ 0.44kg

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- GPSC ยึดถือหลักการชี้แนะสหประชาชาติ (UN Guiding Principles: UNGP) ในการพัฒนานโยบายด้านสิทธิมนุษยชนเพื่อปกป้องสิทธิของพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดโดยตรง
- GPSC มุ่งมั่นที่จะจัดหาแพลตฟอร์มการพัฒนาตนเอง และสร้างเส้นทางอาชีพที่ชัดเจนให้กับพนักงาน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความเชื่อของบริษัทฯ ที่ว่าความสำเร็จของธุรกิจขึ้นอยู่กับ 1) แผนการสืบทอดตำแหน่งภายในองค์กร 2) การเตรียมความพร้อมเพื่อให้พนักงานทันต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม 3) สร้างขวัญกำลังใจ/ความสามัคคีในหมู่พนักงาน และ 4) การสร้างแบรนด์นายจ้างที่ดี
- GPSC ให้ความร่วมมือกับหน่วยงานธุรกิจอื่นๆ ในกลุ่ม ปตท. ในการสนับสนุนการบริจาคเงินแก่ชุมชนรอบโรงไฟฟ้าและโรงงานอื่นๆ ซึ่งมีผลอย่างมากในการส่งเสริมเศรษฐกิจท้องถิ่นและคุณภาพชีวิต

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ
(GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ GPSC ประกอบด้วยกรรมการ 14 คน ซึ่งในความเห็นของเราดูมากไป โดยมีกรรมการอิสระเพียง 6 คน (ไม่ถึงครึ่ง) สมาชิก 3 คนในคณะกรรมการบริหารเป็นผู้หญิง
- เราเห็นว่า การกำกับดูแลกิจการที่ดีของ GPSC (รวมถึง ความโปร่งใส) นั้นแข็งแกร่งมาก ซึ่งสอดคล้องกับระเบียบปฏิบัติของกลุ่ม ปตท.
- เรามีความกังวลเล็กน้อยเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจของ GPSC เนื่องจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่บางแห่งกำลังจะหมดอายุลง และปัจจุบันดูเหมือนจะหาโอกาสในการลงทุนเพื่อซื้อโรงไฟฟ้าใหม่เพื่อชดเชยโรงเก่าท่ามกลางสถานการณ์ตลาดในปัจจุบัน
- GPSC มีความคิดริเริ่มที่ดีผ่านการลงทุนในเทคโนโลยีแบตเตอรี่ Li-ion ของ 24M ในปี 2017 อย่างไรก็ตาม ยังไม่ถึงขั้นดำเนินการเชิงพาณิชย์ แม้ว่าจะมีการเปิดตัวต้นแบบผลิตภัณฑ์ต่างๆ ไปแล้ว โดยได้รับการสนับสนุนจากกลุ่ม ปตท.

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	74,874	123,685	108,085	89,579	78,618
Cost of sales	63,616	120,324	98,536	78,852	67,459
Gross profit	11,258	3,361	9,549	10,727	11,159
% gross margin	15.0%	2.7%	8.8%	12.0%	14.2%
Selling & administration expenses	2,095	1,817	1,871	1,927	1,966
Operating profit	9,163	1,544	7,678	8,799	9,193
% operating margin	12.2%	1.2%	7.1%	9.8%	11.7%
Depreciation & amortization	9,314	9,293	9,256	9,452	9,618
EBITDA	18,477	10,837	16,934	18,252	18,811
% EBITDA margin	24.7%	8.8%	15.7%	20.4%	23.9%
Non-operating income	1,483	1,076	1,069	1,104	1,156
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,860)	(4,299)	(5,098)	(4,629)	(4,435)
Pre-tax profit	6,786	(1,679)	3,648	5,274	5,914
Income tax	1,031	(746)	292	527	651
After-tax profit	5,754	(932)	3,356	4,747	5,263
% net margin	7.7%	-0.8%	3.1%	5.3%	6.7%
Shares in affiliates' Earnings	1,536	1,716	1,148	1,523	2,796
Minority interests	(522)	(566)	(304)	(430)	(477)
Extraordinary items	550	674	0	0	0
NET PROFIT	7,319	891	4,200	5,839	7,582
Normalized profit	6,769	218	4,200	5,839	7,582
EPS (Bt)	2.6	0.3	1.5	2.1	2.7
Normalized EPS (Bt)	2.4	0.1	1.5	2.1	2.7

Earnings recovery story
remains intact

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	45,907	52,822	46,471	41,035	37,844
Cash & cash equivalent	13,793	14,236	15,000	15,000	15,000
Account receivables	13,441	20,178	14,806	12,271	10,770
Inventories	6,938	11,915	10,798	8,641	7,393
Others	11,735	6,494	5,867	5,123	4,682
Investments & loans	37,660	54,135	64,734	65,480	66,180
Net fixed assets	95,581	92,647	88,197	83,554	96,157
Other assets	91,648	89,206	79,010	70,045	63,818
Total assets	270,796	288,810	278,413	260,114	263,999
LIABILITIES:					
Current liabilities:	23,453	32,193	33,902	27,346	26,067
Account payables	6,407	10,887	12,148	9,722	8,317
Bank overdraft & ST loans	0	3,371	4,952	4,387	4,506
Current LT debt	9,121	11,457	8,320	7,371	7,570
Others current liabilities	7,925	6,478	8,482	5,866	5,674
Total LT debt	110,474	123,033	110,532	97,926	100,570
Others LT liabilities	19,121	18,483	16,234	13,734	12,222
Total liabilities	153,048	173,710	160,668	139,006	138,859
Minority interest	9,413	10,370	10,675	11,105	11,582
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,197	28,197	28,197	28,197	28,197
Share premium	70,176	70,176	70,176	70,176	70,176
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(15,219)	(16,441)	(16,441)	(16,441)	(16,441)
Retained earnings	25,180	22,798	25,138	28,070	31,626
Shareholders' equity	108,334	104,730	107,070	110,003	113,558
Liabilities & equity	270,796	288,810	278,413	260,114	263,999

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	6,786	(1,679)	3,648	5,274	5,914
Tax paid	(1,031)	746	(292)	(527)	(651)
Depreciation & amortization	9,314	9,293	9,256	9,452	9,618
Chg In working capital	(5,381)	(7,232)	7,749	2,265	1,345
Chg In other CA & CL / minorities	3,567	4,841	3,779	(349)	2,907
Cash flow from operations	13,255	5,969	24,140	16,115	19,134
Capex	(4,715)	(6,179)	(2,515)	(2,515)	(19,925)
Right of use	78	116	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(1,408)	1,060	0	0	0
LT loans & investments	(20,284)	(16,475)	(10,599)	(745)	(700)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,157	2,228	5,706	4,221	2,606
Cash flow from investments	(23,173)	(19,249)	(7,459)	911	(18,069)
Debt financing	5,308	18,220	(14,057)	(14,119)	2,961
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,230)	(3,384)	(1,860)	(2,907)	(4,026)
Warrants & other surplus	2,344	(1,112)	0	0	0
Cash flow from financing	3,422	13,724	(15,917)	(17,026)	(1,065)
Free cash flow	8,539	(210)	21,625	13,600	(791)

Three-year capex plan
has secured its near-term
capacity growth

VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	18.0	560.1	29.0	20.9	16.1
Normalized PE - at target price (x)	21.7	673.4	34.9	25.1	19.3
PE (x)	16.7	136.8	29.0	20.9	16.1
PE - at target price (x)	20.0	164.5	34.9	25.1	19.3
EV/EBITDA (x)	12.3	22.7	13.6	11.9	11.7
EV/EBITDA - at target price (x)	13.7	24.9	15.1	13.2	13.0
P/BV (x)	1.1	1.2	1.1	1.1	1.1
P/BV - at target price (x)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
P/CFO (x)	9.2	20.4	5.1	7.6	6.4
Price/sales (x)	1.6	1.0	1.1	1.4	1.6
Dividend yield (%)	3.5	1.2	1.9	2.9	3.7
FCF Yield (%)	7.0	(0.2)	17.7	11.2	(0.6)
(Bt)					
Normalized EPS	2.4	0.1	1.5	2.1	2.7
EPS	2.6	0.3	1.5	2.1	2.7
DPS	1.5	0.5	0.8	1.2	1.6
BV/share	38.4	37.1	38.0	39.0	40.3
CFO/share	4.7	2.1	8.6	5.7	6.8
FCF/share	3.0	(0.1)	7.7	4.8	(0.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks attractive to
us at 21x 2024F PE against
39% EPS growth

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	7.6	65.2	(12.6)	(17.1)	(12.2)
Net profit (%)	(2.5)	(87.8)	371.2	39.0	29.8
EPS (%)	(2.5)	(87.8)	371.2	39.0	29.8
Normalized profit (%)	(9.9)	(96.8)	1,829.0	39.0	29.8
Normalized EPS (%)	(9.9)	(96.8)	1,829.0	39.0	29.8
Dividend payout ratio (%)	57.8	158.2	55.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.0	2.7	8.8	12.0	14.2
Operating margin (%)	12.2	1.2	7.1	9.8	11.7
EBITDA margin (%)	24.7	8.8	15.7	20.4	23.9
Net margin (%)	7.7	(0.8)	3.1	5.3	6.7
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.2	1.1	0.9	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	0.9	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	0.4	1.5	1.9	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.8	2.5	3.3	3.9	4.2
ROA - using norm profit (%)	2.6	0.1	1.5	2.2	2.9
ROE - using norm profit (%)	6.4	0.2	4.0	5.4	6.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.4	na	3.2	4.4	4.7
- asset turnover (x)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
- operating margin (%)	14.2	na	8.1	11.1	13.2
- leverage (x)	2.5	2.6	2.7	2.5	2.3
- interest burden (%)	63.7	(64.1)	41.7	53.3	57.1
- tax burden (%)	84.8	na	92.0	90.0	89.0
WACC (%)	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
ROIC (%)	3.9	0.7	3.1	3.7	4.0
NOPAT (Bt m)	7,770	1,544	7,064	7,919	8,182
invested capital (Bt m)	214,137	228,355	215,874	204,687	211,204

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. 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.

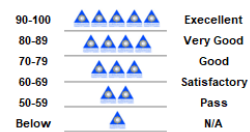
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 23 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, DELTA16C2309A, EA16C2311A, EA16C2309A, GULF16C2311A, GULF16C2309A, HANA16C2312A, HANA16C2309A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2401A, KCE16C2309A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SAWAD16C2309A, SCB16C2311A, SET5016C2312B, SET5016C2312A, SET5016P2312A, 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 ธนชาต จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาต จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอดิวิณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: *** "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต 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 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, อิโตรเคมี 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 นลินกรณ คลังเปรมจิตต์, CISA 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	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