

SELL (From: BUY)

TP: Bt 5.00

(From: Bt 22.00)

15 JULY 2024

Change in Recommendation

Downside : 61.8%

Energy Absolute Pcl (EA TB)

ปัจจัยลบเพิ่มเติม

เรามองว่าข้อกล่าวโทษจาก ก.ล.ต. ต่อผู้บริหารของ EA นั้นเป็นปัจจัยเสี่ยงที่อาจส่งผลกระทบต่อธุรกิจและสถานการณ์การเงินของบริษัท เราจึงปรับคำแนะนำ EA เป็น “ขาย” โดยให้ราคาเป้าหมายที่สะท้อนมูลค่า breakup value ในกรณีเลวร้ายที่สุดที่ 5.0 บาท/หุ้น (จากเดิม 22 บาท)



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ข้อกล่าวโทษที่รุนแรงจาก ก.ล.ต.

เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา สำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) ยื่นข้อกล่าวโทษผู้บริหารระดับสูงของ EA สองราย กรณีการกระทำทุจริตระหว่างการพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์สองแห่งของบริษัทฯ ในช่วงปี 2013-15 ต่อกรมสอบสวนคดีพิเศษ (DSI) และสำนักงานป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน (ปปง.) แม้จะเป็นเพียงจุดเริ่มกระบวนการบังคับใช้กฎหมาย และยังคงมีการสืบสวนเพื่อพิสูจน์การกระทำผิด แต่เราเชื่อว่าการกล่าวโทษนี้ส่งผลอย่างมากต่อความน่าเชื่อถือของบริษัทฯ และอาจต่อเนื่องไปสู่ความยากลำบากในการดำเนินธุรกิจ และการจัดการการเงิน เราจึงปรับคำแนะนำ EA เป็น “ขาย” (จาก ชื้อ) ด้วยราคาเป้าหมายอิงมูลค่า breakup value บนกรณีเลวร้ายที่สุดที่ 5.0 บาท

ความเสี่ยงต่อธุรกิจใหม่

ปัจจุบัน EA มีสองส่วนธุรกิจหลัก คือ 1) โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่กำลังดำเนินงานแล้ว และ 2) ธุรกิจการผลิตแบตเตอรี่ Li-ion และ EV ที่ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น โดยเรามองว่าส่วนธุรกิจหลังนี้กำลังจะเผชิญความเสี่ยงจากโอกาสการถูกยกเลิกหรือชะลอคำสั่งซื้อรถเมล์และรถบรรทุกไฟฟ้า ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อภาระดำเนินงานของโรงงานแบตเตอรี่ และยังมีความเสี่ยงต่อโอกาสการร่วมทุนกับผู้ผลิตแบตเตอรี่จีนเพื่อขยายธุรกิจต่อไป ส่วนในธุรกิจพลังงานทดแทน เรามองว่าการมีข้อกล่าวโทษต่อผู้บริหารอาจทำให้เกิดความเสี่ยงต่อการเข้าร่วมประมูลโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในอนาคต รวมถึงการจัดหาเงินทุนสำหรับการพัฒนาโรงไฟฟ้าก็อาจทำได้ยากขึ้น

มีความเสี่ยงทางการเงินเพิ่มขึ้น

EA มีหนี้สินรวม 6.4 หมื่นลบ. ในไตรมาส 1Q24 โดยราวครึ่งหนึ่งเป็นเงินกู้ยืมจากธนาคาร และอีกครึ่งหนึ่งเป็นหุ้นกู้ เราเชื่อว่าหนี้สินส่วนใหญ่ถูกใช้เพื่อลงทุนธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ EV ซึ่งปัจจุบันกำลังเผชิญกับความไม่แน่นอน ส่วนในมุมมองการสร้างกระแสเงินสด EA ยังมี EBITDA จากธุรกิจพลังงานทดแทนอยู่ที่ 10/9 พันลบ. ในช่วงปี 2024-25F เทียบกับดอกเบี้ยจ่ายที่ 2.4/2.1 พันลบ. และยังมีเงินสดในมือ 2.2 พันลบ. ณ สิ้นไตรมาส 1Q24 อย่างไรก็ตามเรามองว่ามีความเสี่ยงต่อออกหุ้นกู้ใหม่ในช่วงเวลาที่มีความเชื่อมั่นต่อบริษัทฯ อยู่ในระดับวิกฤติ โดย EA มีหุ้นกู้ 5.5/2.0 พันลบ. ที่จะครบกำหนดในปี 2024-25F ซึ่งก่อนมีการกล่าวโทษจาก ก.ล.ต. EA ได้เริ่มกระบวนการออกหุ้นกู้มูลค่า 5.5 พันลบ. ในปลายเดือนนี้เพื่อชำระคืนหุ้นกู้ 1.5 และ 4.0 พันลบ. ที่จะครบกำหนดในเดือนสิงหาคมและกันยายน

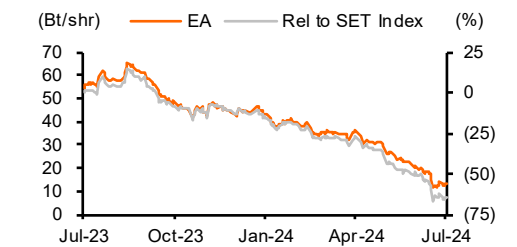
กรณีเลวร้ายที่สุด

เราแสดงรายละเอียดการคำนวณ breakup value จากแต่ละหน่วยธุรกิจของเราไว้ใน Exhibit 1 ซึ่งเราเปลี่ยนวิธีประเมินมูลค่าธุรกิจแบตเตอรี่และ EV จากการคาดการณ์มูลค่ากระแสเงินสดในอนาคตของธุรกิจ เป็นการใช้อัตราคิดลดของสินทรัพย์สุทธิที่มีอยู่ที่ 3 บาท/หุ้น แต่เรายังคงมูลค่าของธุรกิจพลังงานทดแทนและธุรกิจไปโอดีเซลที่ยังดำเนินงานปกติไว้ที่ 12 บาท/หุ้น และหลังจากหักหนี้สุทธิรวม 10 บาท/หุ้น ราคาเป้าหมาย SOTP สำหรับ EA ของเราจึงออกมาอยู่ที่ 5.0 บาท/หุ้น (จากเดิม 22 บาท)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	30,074	17,005	16,726	16,017
Net profit	7,606	4,287	3,634	2,329
Consensus NP	—	7,792	8,477	7,790
Diff frm cons (%)	—	(45.0)	(57.1)	(70.1)
Norm profit	7,169	4,287	3,634	2,329
Prev. Norm profit	—	6,216	6,655	6,681
Chg frm prev (%)	—	(31.0)	(45.4)	(65.1)
Norm EPS (Bt)	1.9	1.1	1.0	0.6
Norm EPS grw (%)	24.5	(40.2)	(15.2)	(35.9)
Norm PE (x)	6.8	11.4	13.4	21.0
EV/EBITDA (x)	8.5	10.0	10.5	11.5
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	2.3	1.8	1.5	1.0
ROE (%)	17.8	9.9	7.8	4.8
Net D/E (%)	136.9	108.9	91.9	84.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 12-Jul-24 (Bt)	13.10
Market Cap (US\$ m)	1,350.3
Listed Shares (m shares)	3,730.0
Free Float (%)	40.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	22.7
12M Price H/L (Bt)	65.00/11.20
Sector	Utilities
Major Shareholder	SPBL Holding Co. 25.1%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P5

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

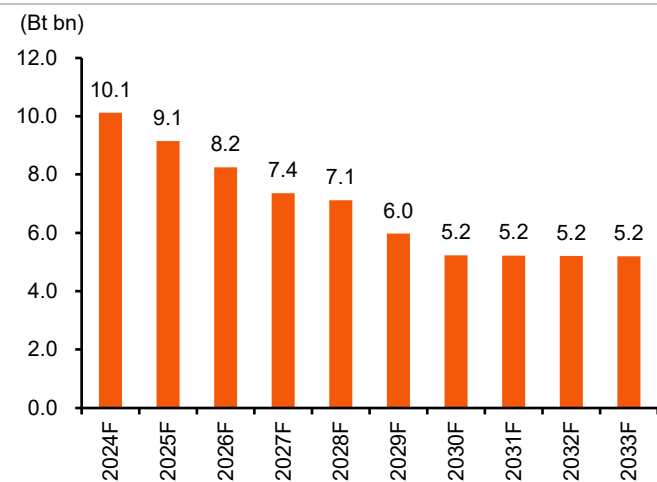
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



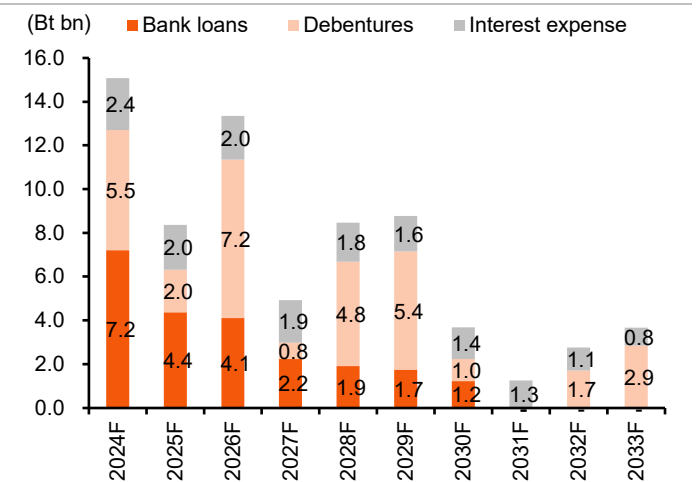
Ex 1: Sum-Of-The-Parts Valuation (2024F Base Year)

Renewables & Green energy	Value (Bt/Share)
Biodiesel	1.8
Solar farms	5.9
Wind farms	4.2
Subtotal	12.0
Battery and CEV factories	3.0
Subtotal	3.0
+ Net debt, HQ, and others	(10.0)
Grand total	5.0

Sources: Thanachart estimates

Ex 2: EBITDA From Biodiesel And Renewables Business

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Debt Repayment Schedule

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Details Of EA's Outstanding Long-Term Debentures

	Maturity date	Outstanding amount (Bt m)	Coupon rate (%)
EA248A	15-Aug-24	1,500	3.1%
EA249A	29-Sep-24	4,000	3.2%
EA257A	10-Jul-25	700	3.3%
EA259A	8-Sep-25	1,250	3.0%
EA261A	20-Jan-26	1,150	3.1%
EA269A	29-Sep-26	3,096	3.7%
EA260A	16-Oct-26	3,000	2.7%
EA279A	8-Sep-27	750	3.5%
EA281A	20-Jan-28	2,000	3.5%
EA289A	29-Sep-28	2,770	4.1%
EA297A	11-Jul-29	2,000	3.6%
EA298A	15-Aug-29	2,000	3.6%
EA299A	8-Sep-29	1,400	4.0%
EA301A	20-Jan-30	1,000	3.9%
EA329A	8-Sep-32	1,700	4.2%
EA331A	20-Jan-33	2,850	4.3%
Total		31,166	3.6%

Sources: Company data, Thai Bond Market Association (ThaiBMA)

Valuation Comparison

Ex 5: Comparison with Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
China Longyuan	916 HK	Hong Kong	2.1	15.4	7.6	6.6	0.8	0.7	9.2	8.1	3.6	4.1
China Suntien Green Energy	956 HK	Hong Kong	15.3	16.8	5.9	5.0	0.6	0.6	9.1	7.9	6.5	7.6
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	18.5	15.2	7.4	6.5	1.1	1.0	6.9	6.0	5.4	6.3
Geely Automobile Holdings	175 HK	Hong Kong	45.5	25.3	11.4	9.1	1.0	0.9	4.2	3.5	3.2	4.0
Great Wall Motor	2333 HK	Hong Kong	60.5	13.5	9.8	8.6	1.4	1.2	11.3	10.0	4.1	4.4
BYD	1211 HK	Hong Kong	11.5	25.6	20.8	16.6	4.3	3.5	7.7	6.4	1.3	1.5
Panasonic	6752 JP	Japan	116.0	(25.6)	7.0	9.4	0.8	0.6	4.9	4.6	2.8	2.8
NIO Inc.	NIO US	USA	17.2	26.0	na	na	0.8	2.4	na	na	0.0	0.0
Tesla Inc.	TSLA US	USA	(19.6)	34.3	na	74.7	11.6	10.1	51.8	39.2	0.0	0.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	11.2	16.2	20.4	17.5	0.6	0.6	16.3	17.4	3.8	3.8
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB *	Thailand	(7.1)	18.6	48.4	40.8	1.5	1.5	9.5	9.2	0.8	1.0
Banpu Power Pcl *	BPP TB *	Thailand	(23.6)	17.9	10.3	8.7	0.8	0.7	10.2	9.4	6.3	6.3
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	22.8	11.9	16.6	14.8	1.1	1.1	15.0	14.1	2.3	2.3
Energy Absolute Pcl *	EA TB	Thailand	(40.2)	(15.2)	11.4	13.4	1.1	1.0	10.0	10.5	1.8	1.5
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	5.6	14.1	5.3	4.6	0.5	0.5	17.4	15.2	6.1	6.1
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	44.7	21.2	22.3	18.4	1.1	1.0	12.0	12.3	2.5	3.0
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB *	Thailand	15.1	17.5	29.2	24.8	4.1	3.9	29.0	25.8	2.4	2.8
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	(6.3)	3.6	15.6	15.1	1.6	1.5	15.2	15.6	2.6	2.7
RATCH Group Pcl *	RATCH TB	Thailand	56.7	27.8	9.1	7.1	0.6	0.6	20.3	17.4	5.6	5.6
Average			18.2	14.7	15.2	16.8	1.9	1.8	14.5	12.9	3.2	3.5

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 12 July 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

EA ก่อตั้งขึ้นในปี 2006 โดยดำเนินธุรกิจไบโอดีเซล และผันตัวมาสู่การเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนรายใหญ่ในประเทศไทย ด้วยกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมรวม 784MW หลังจากนั้น EA เริ่มลงทุนในธุรกิจผลิตแบตเตอรี่ โดยเข้าซื้อหุ้นบริษัท Amita Technologies เมื่อปี 2016 และปัจจุบันมีโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion ขนาด 1GWh ในประเทศไทย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- EA ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน ซึ่งมีความสามารถในการกระแสเงินสดได้แข็งแกร่ง
- เป็นผู้ผลิตรายแรกในอุตสาหกรรมการผลิตแบตเตอรี่ และธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับยานยนต์ไฟฟ้า ซึ่งเป็นธุรกิจที่อยู่ในแนวโน้มการเติบโตหลักของโลก

O — Opportunity

- พลังงานทดแทน EV และแบตเตอรี่ล้วนเป็นอุตสาหกรรมที่เป็นกระแสที่ความต้องการอยู่ในแนวโน้มขาขึ้น ดังนั้นจึงมีโอกาสด้านความต้องการแบตเตอรี่ EV จะเติบโตอีกมาก
- การกักเก็บพลังงานอาจเป็นข้อบังคับสำหรับระบบโครงข่ายไฟฟ้าระดับชาติและระบบไฟฟ้าเอกชนนอกโครงข่ายในอนาคต

CONSENSUS COMPARISON

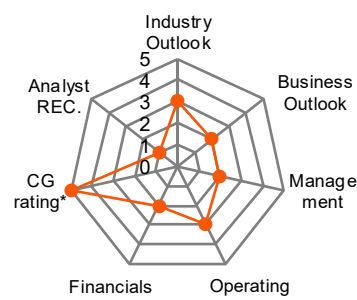
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	27.00	5.00	-81%
Net profit 24F (Bt m)	7,792	4,287	-45%
Net profit 25F (Bt m)	8,477	3,634	-57%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024-25F ของเรต่ำกว่า Bloomberg consensus อยู่มาก เชื่อว่าเป็นเพราะเราเลือกที่จะนำกำไรของธุรกิจแบตเตอรี่และ EV ออกจากประมาณการของเราทั้งหมด
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาดถึง 81%

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- ผู้บริหารระดับสูงสองคน ถูกสำนักงาน ก.ล.ต. กล่าวโทษคดีคอร์รัปชัน ซึ่งเราคาดต้องใช้เวลาดำเนินการอีกนานก่อนจะมีคำตัดสินชี้ขาด
- จำเป็นต้องให้การสนับสนุนทางการเงินอย่างมากแก่บริษัทในเครือในช่วงเริ่มต้นของธุรกิจแบตเตอรี่และยานยนต์ไฟฟ้า
- แบตเตอรี่ Li-ion และการผลิต CEV ยังเป็นเรื่องใหม่ จึงยังมีความไม่แน่นอนสูง เช่น การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีและกฎระเบียบ

T — Threat

- กำลังการผลิตใหม่ซึ่งจะเปิดให้ประมูลโดยรัฐบาลจะมีผลตอบแทนที่ต่ำลง
- กฎระเบียบจากทั้งตลาดพลังงานในประเทศและต่างประเทศที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจผลิตไฟฟ้าและรถยนต์ไฟฟ้า

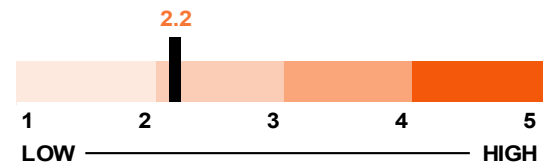
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หาก EA ยังสามารถหาค่าสั่งซื้อ และส่งมอบ EV เชิงพาณิชย์ให้กับลูกค้าได้อย่างต่อเนื่อง จะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกที่สำคัญต่อการประเมินมูลค่า และประมาณการกำไรของเรา
- หาก EA สามารถบรรลุข้อตกลงความร่วมมือเพื่อขยายโรงงานผลิตแบตเตอรี่ได้ จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการหนึ่งต่อการประเมินมูลค่า EA ของเรา

Source: Thanachart

เราลดคะแนน ESG ของ EA ลงเหลือ 2.2 โดยสาเหตุหลักเพื่อสะท้อนถึงประเด็นด้านการกำกับดูแลที่แย่ง หลังการกล่าวโทษจาก ก.ล.ต. เกี่ยวกับการทุจริตเมื่อเดือนกรกฎาคม 2024 แต่ประเด็นดังกล่าวไม่ได้กระทบมากนักต่อคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมและสังคม ด้วยธุรกิจหลักของบริษัทเป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม และเราเห็นความต่อเนื่องของการมุ่งมั่นสนับสนุนชุมชนโดยรอบตลอดหลายปีที่ผ่านมา

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	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)
EA	YES	AA	-	A	63.11	43.74	74.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, 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

- เรามองว่าธุรกิจหลักของ EA ทั้งธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน โรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion และโรงงานผลิตรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ มีความสอดคล้องอย่างยิ่งกับแนวโน้มการเติบโตเศรษฐกิจสีเขียว
- EA มีส่วนร่วมในการจัดตั้งตลาดการค้าคาร์บอนเครดิตในประเทศไทยเพื่อเร่งให้ประเทศไปสู่การปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ และบริษัทฯ ยังสามารถส่งออกเครดิตจากการดำเนินงาน E-bus ไปยังสวีเดนและแลนด์ได้อีกด้วย
- ไม่เพียงแต่ผลิตภัณฑ์และบริการของบริษัทฯ จะไม่ก่อให้เกิดอันตรายต่อสิ่งแวดล้อม EA ยังใช้หลักการ การนำกลับมาใช้ใหม่ การลด และรีไซเคิล (3R) เพื่อลดการใช้ไฟฟ้าและน้ำ บริษัทฯยังมีการพัฒนาโรงงานรีไซเคิลแบตเตอรี่เพื่อรองรับของเสียและขยะอันตรายที่จะมีมากขึ้นจากการดำเนินงานธุรกิจแบตเตอรี่และรถยนต์ไฟฟ้า

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- EA ยึดมั่นในมาตรฐานและแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนระดับโลก นอกจากนี้ยังได้นำพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) มาใช้ในการดำเนินงานปกติและขั้นตอนการทำงานระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย
- EA มีการหมุนเวียนพนักงาน 21% ในปี 2022 ที่ขึ้นจาก 26% ในปี 2021 บริษัทฯ อ่างถึงการเปลี่ยนแปลงแนวทางธุรกิจอาจไม่เหมาะกับพนักงานบางราย เราจะติดตามปัญหาระดับการหมุนเวียนที่ยังสูงนี้คือ
- EA ไม่มีรายงานอุบัติเหตุใหญ่ซึ่งทำให้เกิดการบาดเจ็บรุนแรงหรือการหยุดชะงักทางธุรกิจในช่วงห้าปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ยังไม่ได้รับการเรียกร้องจากลูกค้าเกี่ยวกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์อีกด้วย
- EA ให้ความสำคัญสนับสนุนอย่างมากแก่ชุมชนโดยรอบ โดยเฉพาะพื้นที่โรงงานแบตเตอรี่และนิคมอุตสาหกรรมแห่งใหม่ในฉะเชิงเทรา เช่น การสนับสนุนด้านการศึกษาแก่เด็ก การฝึกอาชีพ และการจ้างงานในท้องถิ่นสำหรับชาวบ้าน และการปรับปรุงคุณภาพชีวิตผ่านทางโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและสิ่งอำนวยความสะดวกต่างๆ

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- ผู้บริหารระดับสูงสองคนของ EA ซึ่งขณะนี้ถูกห้ามไม่ให้ปฏิบัติหน้าที่ ถูกสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ (ก.ล.ต.) กล่าวโทษว่ากระทำทุจริตในระหว่างการพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ของบริษัทในปี 2013-15 แม้ว่าคดีดังกล่าวจะยังคงต้องใช้เวลานานในการสอบสวนจาก DSI, ปปง. และอากรวมถึงศาล แต่เรามองประเด็นนี้ทำให้เกิดข้อกังขาต่อจริยธรรมและความโปร่งใสของบริษัท รวมถึงประสิทธิภาพของกระบวนการติดตามตรวจสอบจากคณะกรรมการบริหาร
- เรายังเห็นความเสี่ยงว่าข้อกล่าวโทษดังกล่าว จะส่งผลกระทบต่อศักยภาพในการเติบโตและความยั่งยืนของธุรกิจเนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่บริษัทฯจะสูญเสียลูกค้าที่มีศักยภาพและผู้สนับสนุนทางการเงินจากประเด็นนี้
- EA มีการลงทุนหนักในการวิจัยและพัฒนาสำหรับนวัตกรรมผลิตภัณฑ์เพื่อให้สอดคล้องกับมาตรฐานระดับโลก ตั้งแต่การซื้อทีมวิจัยแบตเตอรี่จาก Amita Group การพัฒนาแท่นชาร์จแบบเร็วพิเศษ และการพัฒนาผลิตภัณฑ์ EV เชิงพาณิชย์ อย่างไรก็ตาม แผนการสร้างรายได้ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น และยังคงต้องใช้เงินทุนจำนวนมาก

Sources: Thanachart , Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	25,355	30,074	17,005	16,726	16,017
Cost of sales	17,394	19,695	8,351	9,064	9,286
Gross profit	7,961	10,380	8,654	7,662	6,731
% gross margin	31.4%	34.5%	50.9%	45.8%	42.0%
Selling & administration expenses	1,427	1,387	1,388	1,455	1,509
Operating profit	6,534	8,993	7,266	6,207	5,222
% operating margin	25.8%	29.9%	42.7%	37.1%	32.6%
Depreciation & amortization	3,767	3,778	2,853	2,935	3,023
EBITDA	10,301	12,771	10,118	9,142	8,245
% EBITDA margin	40.6%	42.5%	59.5%	54.7%	51.5%
Non-operating income	365	334	170	167	160
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,413)	(2,287)	(2,368)	(2,045)	(1,997)
Pre-tax profit	5,486	7,039	5,067	4,329	3,385
Income tax	145	236	253	216	169
After-tax profit	5,341	6,803	4,814	4,113	3,216
% net margin	21.1%	22.6%	28.3%	24.6%	20.1%
Shares in affiliates' Earnings	218	260	(98)	36	(57)
Minority interests	198	106	(429)	(515)	(830)
Extraordinary items	1,848	437	0	0	0
NET PROFIT	7,604	7,606	4,287	3,634	2,329
Normalized profit	5,756	7,169	4,287	3,634	2,329
EPS (Bt)	2.0	2.0	1.1	1.0	0.6
Normalized EPS (Bt)	1.5	1.9	1.1	1.0	0.6

We remove the emerging battery and EV business from our numbers

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	22,527	24,441	20,286	20,761	20,726
Cash & cash equivalent	3,272	2,475	511	511	511
Account receivables	6,330	8,800	6,988	6,874	6,582
Inventories	5,516	7,412	5,720	6,208	6,360
Others	7,410	5,754	7,067	7,169	7,272
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	54,221	58,675	55,953	53,825	54,985
Other assets	26,616	31,113	31,200	31,287	31,374
Total assets	103,364	114,229	107,440	105,874	107,085
LIABILITIES:					
Current liabilities:	26,475	24,387	22,034	20,325	19,882
Account payables	4,801	708	572	621	636
Bank overdraft & ST loans	11,225	8,727	10,500	9,498	9,217
Current LT debt	8,320	12,426	8,400	7,598	7,373
Others current liabilities	2,129	2,524	2,562	2,609	2,656
Total LT debt	31,417	41,592	33,600	30,393	29,493
Others LT liabilities	4,168	4,241	4,068	4,061	4,052
Total liabilities	62,060	70,220	59,702	54,779	53,427
Minority interest	2,375	2,310	2,739	3,254	4,085
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(777)	(4,494)	(4,494)	(4,494)	(4,494)
Retained earnings	35,653	42,140	45,439	48,281	50,013
Shareholders' equity	38,929	41,699	44,999	47,840	49,573
Liabilities & equity	103,364	114,229	107,440	105,874	107,085

Rising market concerns over its debt repayments

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	5,486	7,039	5,067	4,329	3,385
Tax paid	(145)	(236)	(253)	(216)	(169)
Depreciation & amortization	3,767	3,778	2,853	2,935	3,023
Chg In working capital	(2,230)	(8,459)	3,368	(325)	155
Chg In other CA & CL / minorities	(3,660)	3,493	(1,373)	(19)	(113)
Cash flow from operations	3,218	5,615	9,662	6,704	6,280
Capex	552	(8,132)	(50)	(725)	(4,100)
Right of use	4	5	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	(852)	(1,133)	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(9,166)	(4,018)	(321)	(156)	(158)
Cash flow from investments	(9,463)	(13,278)	(391)	(901)	(4,278)
Debt financing	7,749	11,701	(10,246)	(5,011)	(1,406)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,119)	(1,119)	(988)	(792)	(596)
Warrants & other surplus	(58)	(3,717)	0	0	0
Cash flow from financing	6,572	6,865	(11,234)	(5,803)	(2,002)
Free cash flow	3,770	(2,517)	9,612	5,979	2,180

EA needs refinancing and debentures to service debts

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	8.5	6.8	11.4	13.4	21.0
Normalized PE - at target price (x)	3.2	2.6	4.3	5.1	8.0
PE (x)	6.4	6.4	11.4	13.4	21.0
PE - at target price (x)	2.5	2.5	4.3	5.1	8.0
EV/EBITDA (x)	9.4	8.5	10.0	10.5	11.5
EV/EBITDA - at target price (x)	6.4	6.2	7.0	7.2	7.8
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
P/CFO (x)	15.2	8.7	5.1	7.3	7.8
Price/sales (x)	1.9	1.6	2.9	2.9	3.1
Dividend yield (%)	2.3	2.3	1.8	1.5	1.0
FCF Yield (%)	7.7	(5.2)	19.7	12.2	4.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.5	1.9	1.1	1.0	0.6
EPS	2.0	2.0	1.1	1.0	0.6
DPS	0.3	0.3	0.2	0.2	0.1
BV/share	10.4	11.2	12.1	12.8	13.3
CFO/share	0.9	1.5	2.6	1.8	1.7
FCF/share	1.0	(0.7)	2.6	1.6	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	25.7	18.6	(43.5)	(1.6)	(4.2)
Net profit (%)	24.7	0.0	(43.6)	(15.2)	(35.9)
EPS (%)	24.7	0.0	(43.6)	(15.2)	(35.9)
Normalized profit (%)	(4.4)	24.5	(40.2)	(15.2)	(35.9)
Normalized EPS (%)	(4.4)	24.5	(40.2)	(15.2)	(35.9)
Dividend payout ratio (%)	14.7	14.7	20.0	20.0	20.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.4	34.5	50.9	45.8	42.0
Operating margin (%)	25.8	29.9	42.7	37.1	32.6
EBITDA margin (%)	40.6	42.5	59.5	54.7	51.5
Net margin (%)	21.1	22.6	28.3	24.6	20.1
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.1	0.9	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.1	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	6.1	6.6	3.9	3.4	2.2
ROE - using norm profit (%)	16.1	17.8	9.9	7.8	4.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.0	16.9	11.1	8.9	6.6
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	27.2	31.0	43.7	38.1	33.6
- leverage (x)	2.6	2.7	2.6	2.3	2.2
- interest burden (%)	79.5	75.5	68.1	67.9	62.9
- tax burden (%)	97.4	96.7	95.0	95.0	95.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2
ROIC (%)	8.7	10.0	6.8	6.1	5.2
NOPAT (Bt m)	6,361	8,692	6,902	5,897	4,961
invested capital (Bt m)	86,620	101,970	96,987	94,817	95,144

Sources: Company data, Thanachart estimates

Gearing is not high, but we have concerns about near-term liquidity

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)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required 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 disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, 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's.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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK 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.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ 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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ซึ่งเป็นหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายหุ้น ใถ่ถอนเมื่อเลิกบริษัท ซึ่งผู้ออกหุ้นกู้มีสิทธิใถ่ถอนหุ้นกู้อ่อนกว่าหนี้ และมีสิทธิเลือกชำระดอกเบี้ยโดยไม่มีเงื่อนไขใดๆ ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดใถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

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, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แอป

ลาภินี ทิพย์มณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

Tel: 662-779-9107

naripom.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวณิชปราชญ์

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
