

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 47.00

(Unchanged)

24 SEPTEMBER 2024

Upside : 19.0%

Central Plaza Hotel (CENTEL TB)

เติบโตแข็งแกร่งที่สุด

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" CENTEL เนื่องจากเป็นตัวเลือกที่มีอัตราการเติบโตของ EPS สูงที่สุดในกลุ่มฯ โดยมี EPS เติบโตเฉลี่ยต่อปีที่ 26% ในปี 2024-26F นอกจากนี้ ความกังวลเรื่องต้นทุนที่สูงของโรงแรมในญี่ปุ่น ต้นทุนการเช่าที่สูงขึ้นของโรงแรมในหัวหิน และการขาดทุนของโรงแรมแห่งใหม่ในมัลดีฟส์ 2 แห่ง ยังเป็นข่าวเก๋อีกด้วย



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เติบโตแข็งแกร่งที่สุด แนะนำ "ซื้อ"

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมาย (ปรับเป็นปีฐาน 2025F) ที่ 47.0 บาท 1) CENTEL มี EPS เติบโตเฉลี่ยแข็งแกร่งที่สุดที่ 26% ในปี 2024-26F เทียบกับ 18% ของบมจ. ไมเนอร์ อินเตอร์เนชั่นแนล (MINT "ซื้อ") และ 12% ของบมจ. ดี เออาร์วิน กรุ๊ป (ERW "ซื้อ") ทั้งนี้หลังจากที่เราปรับลดกำไร 4% ต่อปี ในปี 2024-26F เพื่อสะท้อนถึงธุรกิจอาหารที่อ่อนแอกว่า คาด 2) ความกังวลหลายประการได้ผ่านพ้นไปแล้ว โรงแรมญี่ปุ่นที่เปิดในเดือนก.ค.2023 แม้จะมีฐานต้นทุนที่สูงขึ้น แต่ปัจจุบันสามารถทำกำไรได้ในบางไตรมาส การขาดทุนจากโรงแรมใหม่ 2 แห่งในมัลดีฟส์ที่จะเปิดใน 4Q24 และ 1Q25 และการปิดโรงแรมในหัวหินเพื่อปรับปรุงตั้งแต่ 2Q25F ถือเป็นข่าวเก๋ 3) โรงแรม 2 แห่งในพัทยา และภูเก็ต จะกลับมาเปิดให้บริการในเดือนพ.ย.-ธ.ค 2024 หลังปิดปรับปรุงตั้งแต่ 3Q23 และ 4) ราคาหุ้นลดลง 31% จากจุดสูงสุดในปี 2023 เราคาดว่า CENTEL ไม่แพง โดยซื้อขายที่ PE ปี 2025F ที่ 28.6 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโตแข็งแกร่ง

อุตสาหกรรมแข็งแกร่ง

โรงแรมคิดเป็น 45% ของรายได้รวมของ CENTEL ใน 1H24 (72/15/13% จากไทย มัลดีฟส์ และญี่ปุ่น) จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น 31% y-y ใน 8M24 เป็น 23.6 ล้านคน ทำให้คาดการณ์การเติบโตที่ 25% เป็น 35 ล้านคน ของเราในปี 2024F ดูเป็นไปได้น่า นักท่องเที่ยวใน 8M24 อยู่ที่ 89% ของระดับ 8M19 ความกังวลเกี่ยวกับการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนที่ช้าได้คลี่คลายลง ใน 8M24 จำนวนนักท่องเที่ยวจีนกลับมาอยู่ที่ 62% ของช่วงก่อนเกิดโควิด เทียบกับเพียง 32% ในปี 2023 นักท่องเที่ยวจากประเทศอื่นส่วนใหญ่สูงกว่าระดับปี 2019 เราคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะอยู่ที่ 35/40/43 ล้านคน ในปี 2024-26F เราคาดว่าอัตราการเข้าพักเฉลี่ยของ CENTEL จะเพิ่มขึ้นเป็น 73/76/78% ในปี 2024-26F และอัตราค่าห้องพักเฉลี่ยจะเติบโตที่ 14/4/3% ในปีเหล่านั้น

ธุรกิจอาหารอ่อนตัวลง

เนื่องจากการบริโภคที่เติบโตช้าลงในประเทศไทย การเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของ CENTEL ในเดือนก.ค.-ส.ค.2024 จึงทรงตัว y-y หลังเติบโต 2% y-y ใน 1H24 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าแนวโน้มจะดีขึ้นตั้งแต่ 4Q24F หนุนโดยนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจของรัฐบาลและนักท่องเที่ยวที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่ากำไรของยอดขายสาขาเดิมอยู่ที่ 2% ต่อปี ในปี 2024-26F และการเปิดสาขาใหม่สุทธิอยู่ที่ 20/38/26 ในปี 2024-26F เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของธุรกิจอาหารจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยจาก 45.8% ในปี 2023 เป็น 46.1/46.3/46.5% ในปี 2024-26F จากที่บริหารจัดการค่าใช้จ่ายทางการตลาด การควบคุมต้นทุน และการประหยัดจากขนาด

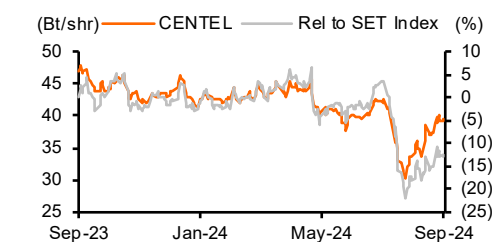
สองโรงแรมจะกลับมาให้บริการ

ตั้งแต่ 3Q23 โรงแรมเซ็นทารา กระบี่ รีสอร์ท ภูเก็ต (CKR) ได้ปิดให้บริการทั้งหมด และโรงแรมเซ็นทารา แกรนด์ มิราจ บีช รีสอร์ท พัทยา (CMBR) ได้ปิดให้บริการบางส่วนเพื่อปรับปรุงใหม่ รายได้จากทั้งสองโรงแรมคิดเป็นราว 14% ของรายได้รวมของโรงแรมในปี 2019 การกลับมาเปิดดำเนินการอีกครั้งของ CKR และ CMBR ในช่วงปลายเดือนพ.ย. ถึงต้นธ.ค.2024 จะเป็นปัจจัยหนุนกำไรและราคาหุ้นของ CENTEL

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	21,558	23,771	26,278	27,469
Net profit	1,248	1,326	1,864	2,249
Consensus NP	—	1,543	1,903	2,239
Diff frm cons (%)	—	(14.1)	(2.0)	0.4
Norm profit	1,120	1,471	1,864	2,249
Prev. Norm profit	—	1,536	1,949	2,349
Chg frm prev (%)	—	(4.3)	(4.4)	(4.2)
Norm EPS (Bt)	0.8	1.1	1.4	1.7
Norm EPS grw (%)	181.4	31.3	26.8	20.6
Norm PE (x)	47.6	36.3	28.6	23.7
EV/EBITDA (x)	13.6	12.6	11.1	10.6
P/BV (x)	2.7	2.6	2.5	2.3
Div yield (%)	1.1	1.1	1.6	1.9
ROE (%)	5.9	7.3	8.9	10.1
Net D/E (%)	54.5	80.8	88.2	88.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Sep-24 (Bt)	39.50
Market Cap (US\$ m)	1,622.7
Listed Shares (m shares)	1,350.0
Free Float (%)	72.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.3
12M Price H/L (Bt)	48.00/30.25
Sector	Tourism
Major Shareholder	Chirathivat family 61.5%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

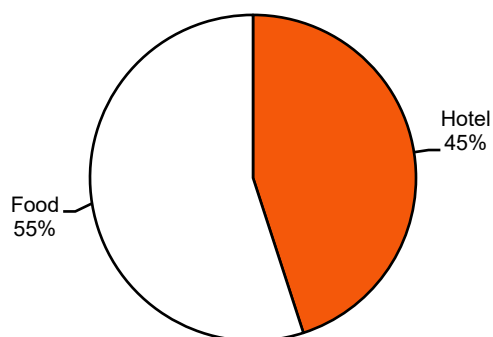
กรุณาดาวน์โหลดรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

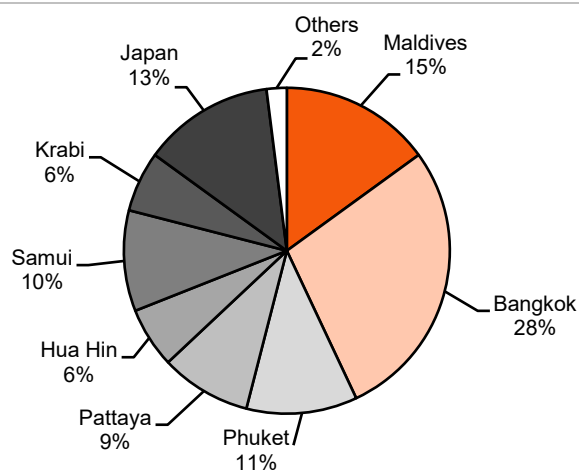
Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
# food stores (owned + JVs)					
- New	1,513	1,529	1,520	1,540	1,553
- Old			1,603	1,653	1,677
- Change (%)			(5.2)	(6.8)	(7.4)
% SSSG					
- New	20.0	4.0	2.0	2.0	2.0
- Old			3.0	2.0	2.0
- Change (ppt)			(1.0)	-	-
Food business' gross margin (%)					
- New	46.2	45.8	46.1	46.3	46.5
- Old			46.4	46.8	47.1
- Change (ppt)			(0.3)	(0.5)	(0.6)
Norm profit (Bt m)					
- New	398	1,120	1,471	1,864	2,249
- Old			1,536	1,949	2,349
- Change (%)			(4.3)	(4.4)	(4.2)

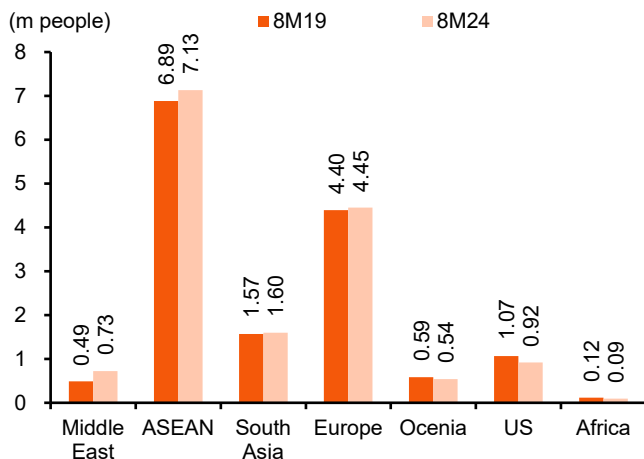
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: CENTEL's Revenue Breakdown By Business In 1H24

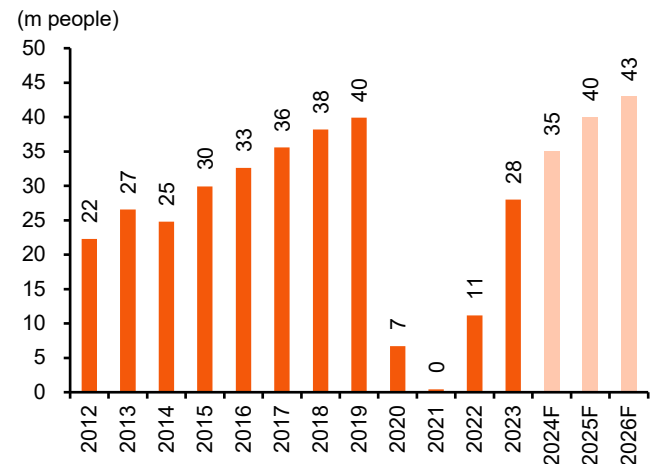
Source: Company data

Ex 3: Hotel Revenue Breakdown By Location In 1H24

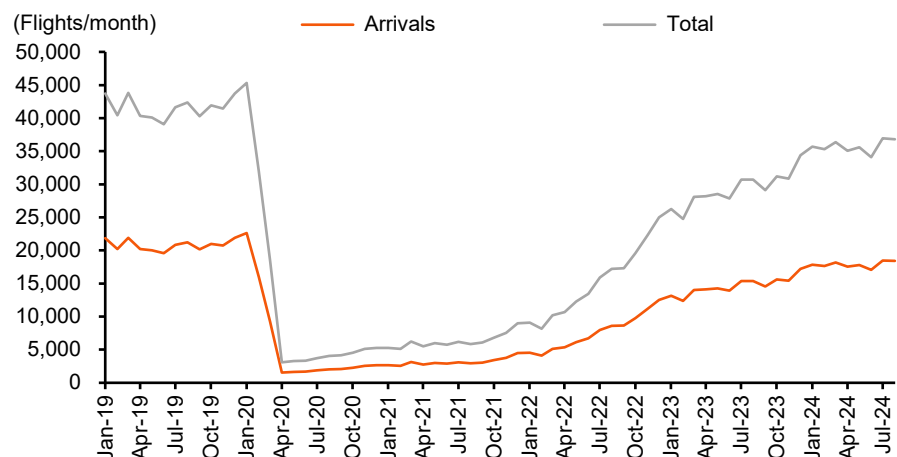
Source: Company data

Ex 4: Tourists Visiting Thailand VS. 2019 Level

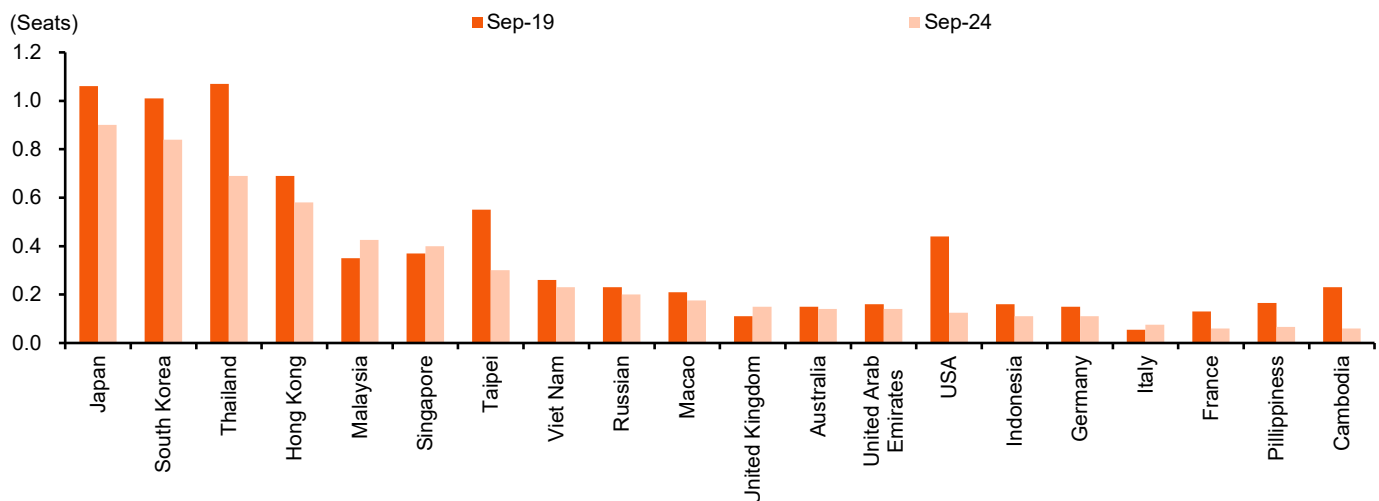
Source: Ministry of Tourism & Sports

Ex 5: Number Of International Tourists

Sources: Ministry of Tourism & Sports, Thanachart estimates

Ex 6: International Aircraft Movements In Thailand Accounted For 87% Of 2019's Level

Source: AOT

Ex 7: Recovery of China's Top 20 International Markets Since 2019 (by seats)

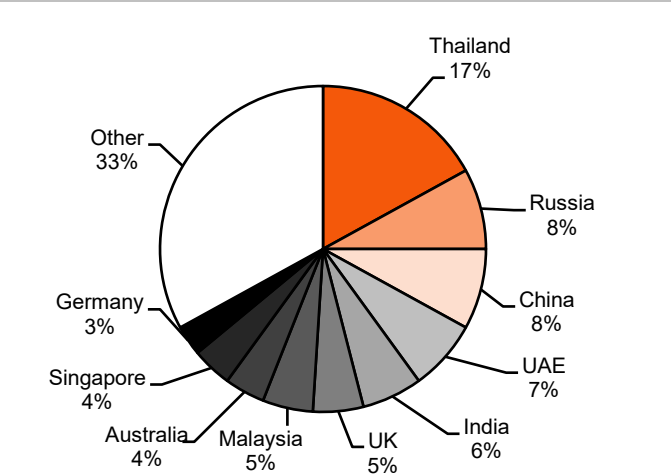
Source: OAG

Ex 8: CENTEL’s Operating Statistics

By region	3Q23	2Q24	July-August 2023	July-August 2024	% Change (y-y)	% Change (q-q)
Average OR						
Thailand	68%	68%	72%	69%	-3%	1%
Maldives	70%	59%	68%	69%	1%	10%
Japan	67%	88%	65%	80%	15%	-8%
Total portfolio	68%	69%	71%	70%	-1%	1%
ARR (Bt/night)						
Thailand	3,984	4,088	4,192	4,573	9%	12%
Maldives	9,558	11,717	9,597	10,545	10%	-10%
Japan	6,176	7,166	6,306	7,200	14%	0%
Total portfolio	4,529	4,874	4,683	5,226	12%	7%
RevPar (Bt/night)						
Thailand	2,715	2,760	3,015	3,153	5%	14%
Maldives	6,685	6,887	6,551	7,306	12%	6%
Japan	4,126	6,284	4,103	5,735	40%	-9%
Total portfolio	3,084	3,378	3,323	3,667	10%	9%

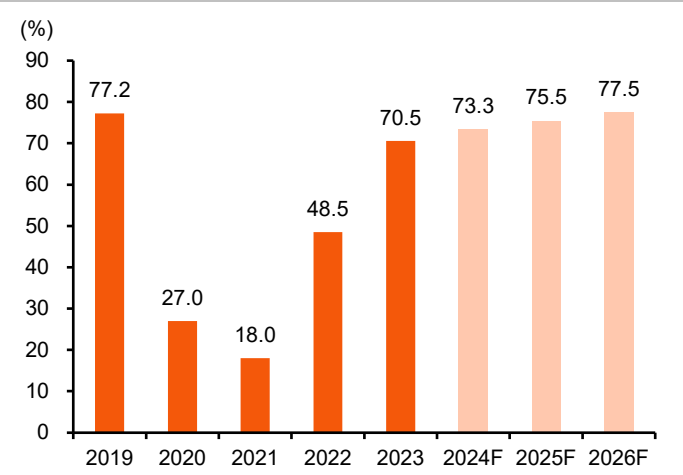
Source: Company data

Ex 9: CENTEL’s Room Night Breakdown By Nationality*



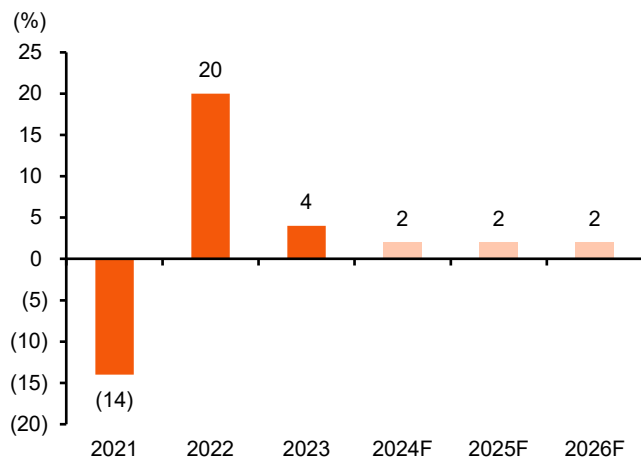
Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * In 2Q24

Ex 10: CENTEL’s Average OR



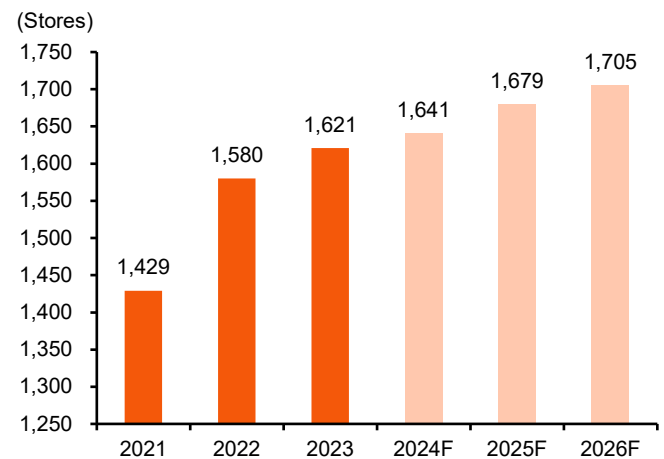
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Food Business' SSSG



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Total Food Outlets (Owned+JVs)



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: White Pon De Ring



Source: Company data

Ex 14: Kumamoto Rice Flour Donuts



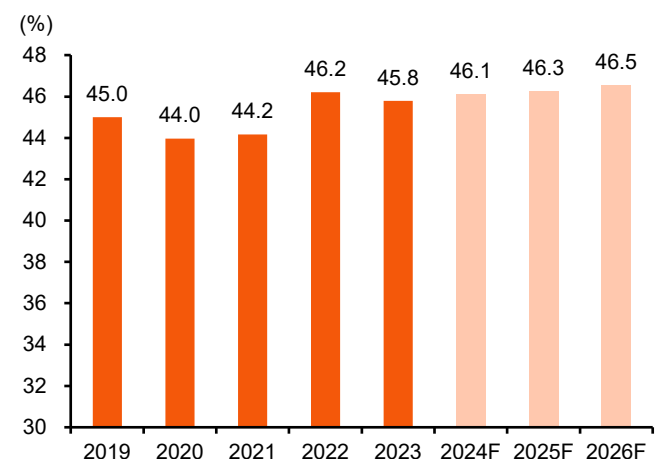
Source: Company data

Ex 15: Mister Donut's New Promotion



Source: Company data

Ex 16: Food Business' Gross Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	4,777	5,338	5,742	6,179	6,553	6,924	7,293	7,657	8,017	8,360	8,712	—
Free cash flow	(1,397)	286	2,919	3,984	4,825	5,310	5,662	6,012	6,358	6,694	7,031	122,926
PV of free cash flow	(1,393)	248	2,358	2,996	3,379	3,463	3,340	3,287	3,224	3,148	3,066	53,608
Risk-free rate (%)	3.0											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	80,725											
Net debt (2024F)	16,785											
Minority interest	351											
Equity value	63,590											
# of shares (m)	1,350											
Target price/share (Bt)	47.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison**Ex 18: Valuation Comparison With Regional Peers**

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Accor SA	AC FP	France	(7.4)	12.8	17.9	15.9	2.1	2.1	11.5	10.6	3.1	3.4
Indian Hotels	IH IN	India	2.7	25.0	78.2	62.6	11.1	9.3	46.4	38.7	0.2	0.3
Resorttrust	4681 JP	Japan	(4.8)	11.6	20.4	18.3	2.5	2.2	10.1	9.4	1.8	2.0
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	(18.7)	66.8	24.7	14.8	2.7	2.3	13.3	10.6	0.5	0.6
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	14.3	13.7	12.1	10.7	1.6	1.4	6.4	6.3	2.6	2.8
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	(30.4)	36.1	139.4	102.4	3.4	5.8	15.4	13.5	0.4	0.4
InterContinental Hotels	IHG US	US	na	14.5	24.1	21.0	na	na	16.9	15.6	1.6	2.0
Marriott International	MAR US	US	(8.5)	13.7	25.8	22.7	na	na	16.2	15.1	1.0	1.1
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	61.0	15.5	32.0	27.7	na	na	19.1	17.6	0.3	0.3
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	(50.4)	23.1	49.0	39.8	1.4	1.3	30.0	25.5	0.9	1.0
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	31.3	26.8	36.3	28.6	2.6	2.5	12.6	11.1	1.1	1.6
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	10.3	11.6	24.2	21.6	2.7	2.5	11.9	10.7	2.2	1.8
Minor International	MINT TB*	Thailand	14.2	19.4	24.4	20.5	2.0	1.9	6.3	5.9	2.0	2.0
Average			1.1	22.4	39.1	31.3	3.2	3.1	16.6	14.7	1.4	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 24 September 24 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โรงแรมเซ็นทรัลพลาซา จำกัด (มหาชน) (CENTEL) เป็นเจ้าของและดำเนินธุรกิจโรงแรมในประเทศไทย และต่างประเทศ ภายใต้แบรนด์ของตัวเอง Centara Grand, Centara, Centra และ COSI นอกจากนี้ CENTEL ยังบริหารโรงแรมทั่วประเทศและต่างประเทศอีกด้วย บริษัทฯ ดำเนินธุรกิจแฟรนไชส์ร้านอาหาร รวมทั้งแบรนด์สำคัญ เช่น KFC, Mister Donut, Auntie Anne's และ Ottoya

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

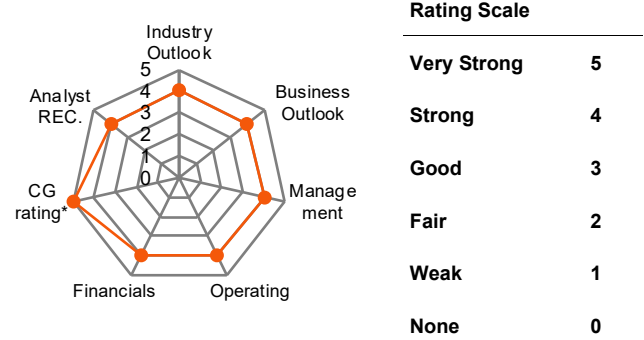
S — Strength

- เป็นเจ้าของแบรนด์โรงแรมในประเทศไทยที่มีชื่อเสียง เช่น Centara Grand, Centara, Centra และ COSI
- ธุรกิจอาหารของ CENTEL เป็นร้านอาหารจานด่วน ที่มีราคาไม่แพง และเป็นแบรนด์ชั้นนำในแต่ละประเภท
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในประเทศไทย และประเทศอื่นๆ ทั่วโลก ที่มีการท่องเที่ยวเติบโตสูง

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- พึ่งพาอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- อุบัติการณ์โรงแรมหรูลดตลาดในประเทศไทย
- พึ่งพิงการบริโภคในประเทศ

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดล็อกการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	44.17	47.00	6%
Net profit 24F (Bt m)	1,543	1,326	-14%
Net profit 25F (Bt m)	1,903	1,864	-2%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 7	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไรของเราต่ำกว่าของตลาด ซึ่งเราคิดว่าเป็นเพราะเรค่อนข้างระมัดระวังมากขึ้นในการเติบโตของรายได้ของธุรกิจโรงแรมและอาหาร อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเรานั้นสูงกว่า ซึ่งอาจเป็นเพราะเราได้ปรับมาใช้ฐานปี 2025F

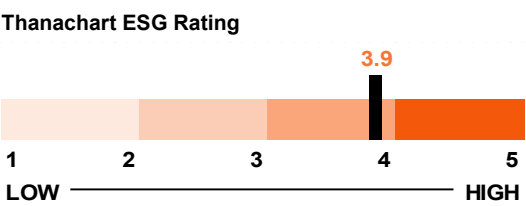
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

CENTEL ดำเนินธุรกิจโรงแรมภายใต้แบรนด์เซ็นทาราแกรนด์ เซ็นทารา และ COSI นอกจากนี้ยังมีธุรกิจอาหาร เช่น แฟรนไชส์แบรนด์ KFC, Mister Donut, Auntie Anne's และ Ootoya เราให้คะแนน ESG ในระดับที่ดีที่ 3.9 สำหรับ CENTEL เนื่องจากให้ความสำคัญต่อประเด็น ESG อย่างเหมาะสมด้วยมีเป้าหมายในการปรับปรุงด้านต่าง ๆ อย่างไรก็ดี เรามองว่ายังมีโอกาสที่จะปรับปรุงมากขึ้นไปอีก



	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)
CENTEL	YES	YES	-	A	65.62	71.00	60.00	-	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 "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- CENTEL บริหารห้องพักรวมทั้งหมด 5,566 ห้อง ในปี 2023 โดยดำเนินธุรกิจหลักในประเทศไทย ต่างประเทศอยู่ในสัดส่วน รายได้ประมาณ 58% ในปี 2023 มาจากธุรกิจอาหาร - CENTEL ได้ประกาศความมุ่งมั่นใหม่ถึงความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมด้วยแผนงาน 10 ปี (2020-29) ในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (scope 1 และ 2) ลง 20% จากปี 2019 โดยมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 - เพื่อให้บรรลุเป้าหมายเหล่านี้ CENTEL กำลังดำเนินโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ ติดตั้งระบบ room control unit ติดตั้งระบบตรวจจับการเคลื่อนไหวอัจฉริยะ ติดตั้ง Room Flex System Manager and Dashboard ฯลฯ - ภายในปี 2025 บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะให้โรงแรมทั้งหมดได้รับการรับรองมาตรฐานความยั่งยืนระดับสากล และเพื่อการจัดพลสตักแบบใช้ครั้งเดียวทิ้งออกจากการเดินทางทางความคิดของลูกค้า (guest journey) ทั้งหมด
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- CENTEL ยึดมั่นในหลักสิทธิมนุษยชนที่เคารพในศักดิ์ศรีและความเท่าเทียมกันของมนุษย์ บริษัทฯ ได้ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง และหลักการชี้แนะของสหประชาชาติว่าด้วยธุรกิจกับสิทธิมนุษยชน (UNGPs) - ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับเกี่ยวกับอาชีวอนามัยและความปลอดภัยในสถานที่ทำงานอย่างเต็มที่สำหรับพนักงานและลูกค้า มีการทบทวนและประเมินผลด้านความปลอดภัยและสุขภาพเป็นประจำ เช่น อุบัติเหตุระหว่างการทำงาน และการเจ็บป่วยที่เกิดจากขั้นตอนการทำงานที่ไม่เหมาะสม - CENTEL ได้สร้าง "Training Needs Analysis Metric" เพื่อวิเคราะห์ความจำเป็นในการฝึกอบรม แผนงานการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากรได้จัดทำขึ้นสำหรับพนักงานทุกระดับ - CENTEL ให้ความสำคัญกับการสนับสนุนการพัฒนาศักยภาพและสร้างคุณภาพชีวิตที่ดีให้กับคนในชุมชนและสังคมในทุกพื้นที่ที่บริษัทเข้าไปดำเนินธุรกิจ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการบริษัทของ CENTEL มีจำนวนสมาชิก 12 คน และ 4 คน เป็นผู้หญิง สมาชิกคณะกรรมการมีคุณสมบัติ ทักษะ ประสบการณ์ และความสามารถที่หลากหลาย - CENTEL ได้จัดทำจริยธรรมสำหรับกรรมการ ผู้บริหาร และพนักงาน ตามแนวทางของกลุ่มเซ็นทรัล - CENTEL มุ่งมั่นที่จะดำเนินธุรกิจด้วยความโปร่งใส ซื่อสัตย์ และปฏิบัติตามกฎหมายอย่างเคร่งครัด พร้อมทั้งต่อต้านการทุจริต - CENTEL มุ่งเน้นที่การบริหารจัดการความเสี่ยงเพื่อให้มั่นใจว่าจะสามารถดำเนินธุรกิจได้อย่างมั่นคงและเติบโตอย่างยั่งยืน - ธุรกิจโรงแรมของ CENTEL ให้ความสำคัญกับการนำโซลูชันดิจิทัลมาประยุกต์ใช้ในการให้บริการแก่ลูกค้าเพื่อปรับปรุงประสิทธิภาพการบริการลูกค้า เช่น Guest Digital Solution, Pre Check-in Service Mobile System, เป็นต้น สำหรับธุรกิจอาหาร CENTEL ได้นำเทคโนโลยีใหม่มาใช้ เช่น QR Ordering, Food Delivery Robots, e Coupon System, ฯลฯ

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

*Hotel and food
businesses drive revenue
growth*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	17,502	21,558	23,771	26,278	27,469
Cost of sales	10,494	12,711	13,838	15,003	15,479
Gross profit	7,008	8,847	9,933	11,275	11,990
% gross margin	40.0%	41.0%	41.8%	42.9%	43.7%
Selling & administration expenses	6,400	7,262	7,888	8,680	9,033
Operating profit	608	1,585	2,045	2,595	2,958
% operating margin	3.5%	7.4%	8.6%	9.9%	10.8%
Depreciation & amortization	3,133	3,122	3,509	3,976	4,011
EBITDA	3,741	4,707	5,554	6,571	6,969
% EBITDA margin	21.4%	21.8%	23.4%	25.0%	25.4%
Non-operating income	714	990	1,101	1,140	1,245
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(726)	(1,007)	(1,241)	(1,349)	(1,339)
Pre-tax profit	596	1,568	1,905	2,387	2,864
Income tax	138	377	438	549	659
After-tax profit	458	1,190	1,467	1,838	2,206
% net margin	2.6%	5.5%	6.2%	7.0%	8.0%
Shares in affiliates' Earnings	(44)	(62)	11	57	104
Minority interests	(16)	(8)	(8)	(30)	(60)
Extraordinary items	0	128	(145)	0	0
NET PROFIT	398	1,248	1,326	1,864	2,249
Normalized profit	398	1,120	1,471	1,864	2,249
EPS (Bt)	0.3	0.9	1.0	1.4	1.7
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.8	1.1	1.4	1.7

BALANCE SHEET

*More new hotels in its
portfolio in 2024-25*

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	6,315	5,688	5,206	5,004	4,640
Cash & cash equivalent	3,791	2,853	2,150	1,650	1,150
Account receivables	1,227	1,519	1,628	1,800	1,881
Inventories	1,024	982	1,062	1,151	1,187
Others	273	334	367	404	421
Investments & loans	4,565	4,539	4,539	4,539	4,539
Net fixed assets	29,215	29,505	34,773	38,591	41,210
Other assets	8,071	14,471	15,751	14,016	12,446
Total assets	48,166	54,204	60,270	62,151	62,836
LIABILITIES:					
Current liabilities:	11,167	10,594	13,294	14,223	14,448
Account payables	3,460	3,445	3,791	4,110	4,241
Bank overdraft & ST loans	818	940	1,293	1,434	1,480
Current LT debt	5,221	4,596	6,175	6,851	7,072
Others current liabilities	1,668	1,614	2,035	1,827	1,655
Total LT debt	9,355	8,229	11,467	12,723	13,133
Others LT liabilities	8,753	15,362	14,739	13,259	11,925
Total liabilities	29,275	34,186	39,500	40,204	39,506
Minority interest	373	343	351	381	441
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
Share premium	970	970	970	970	970
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	9,992	9,914	9,914	9,914	9,914
Retained earnings	6,206	7,441	8,185	9,331	10,655
Shareholders' equity	18,518	19,675	20,419	21,566	22,889
Liabilities & equity	48,166	54,204	60,270	62,151	62,836

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Sustainable cash inflow streams

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	596	1,568	1,905	2,387	2,864
Tax paid	(61)	(403)	(405)	(553)	(647)
Depreciation & amortization	3,133	3,122	3,509	3,976	4,011
Chg In working capital	88	(265)	158	58	12
Chg In other CA & CL / minorities	(292)	(190)	367	(185)	(98)
Cash flow from operations	3,464	3,832	5,534	5,684	6,143
Capex	(935)	(1,913)	(7,000)	(6,000)	(5,000)
Right of use	(328)	(7,877)	(3,000)	0	0
ST loans & investments	(15)	0	0	0	0
LT loans & investments	(4,064)	26	0	0	0
Adj for asset revaluation	44	(78)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,048	6,716	(825)	(1,539)	(1,394)
Cash flow from investments	(3,252)	(3,127)	(10,825)	(7,539)	(6,394)
Debt financing	(277)	(1,630)	5,170	2,073	677
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	(582)	(718)	(926)
Warrants & other surplus	0	(13)	0	0	0
Cash flow from financing	(277)	(1,643)	4,589	1,355	(248)
Free cash flow	2,529	1,919	(1,466)	(316)	1,143

VALUATION

Deserves to trade at high PE due to its strong EPS growth, in our view

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	133.95	47.6	36.3	28.6	23.7
Normalized PE - at target price (x)	159.39	56.6	43.1	34.0	28.2
PE (x)	133.95	42.7	40.2	28.6	23.7
PE - at target price (x)	159.39	50.8	47.9	34.0	28.2
EV/EBITDA (x)	17.4	13.6	12.6	11.1	10.6
EV/EBITDA - at target price (x)	20.1	15.8	14.4	12.6	12.1
P/BV (x)	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3
P/BV - at target price (x)	3.4	3.2	3.1	2.9	2.8
P/CFO (x)	15.4	13.9	9.6	9.4	8.7
Price/sales (x)	3.0	2.5	2.2	2.0	1.9
Dividend yield (%)	0.0	1.1	1.1	1.6	1.9
FCF Yield (%)	4.7	3.6	(2.7)	(0.6)	2.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.8	1.1	1.4	1.7
EPS	0.3	0.9	1.0	1.4	1.7
DPS	0.0	0.4	0.4	0.6	0.7
BV/share	13.7	14.6	15.1	16.0	17.0
CFO/share	2.6	2.8	4.1	4.2	4.6
FCF/share	1.9	1.4	(1.1)	(0.2)	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	56.1	23.2	10.3	10.5	4.5
Net profit (%)	na	213.5	6.2	40.6	20.6
EPS (%)	na	213.5	6.2	40.6	20.6
Normalized profit (%)	na	181.4	31.3	26.8	20.6
Normalized EPS (%)	na	181.4	31.3	26.8	20.6
Dividend payout ratio (%)	0.0	45.4	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	40.0	41.0	41.8	42.9	43.7
Operating margin (%)	3.5	7.4	8.6	9.9	10.8
EBITDA margin (%)	21.4	21.8	23.4	25.0	25.4
Net margin (%)	2.6	5.5	6.2	7.0	8.0
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.8	0.9	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	0.84	1.57	1.6	1.9	2.2
Interest coverage - EBITDA (x)	5.2	4.7	4.5	4.9	5.2
ROA - using norm profit (%)	0.8	2.2	2.6	3.0	3.6
ROE - using norm profit (%)	2.2	5.9	7.3	8.9	10.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.5	6.2	7.3	8.8	9.9
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	7.6	11.9	13.2	14.2	15.3
- leverage (x)	2.6	2.7	2.9	2.9	2.8
- interest burden (%)	45.1	60.9	60.6	63.9	68.2
- tax burden (%)	76.9	75.9	77.0	77.0	77.0
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	7.4	7.4
ROIC (%)	1.6	4.0	5.1	5.4	5.6
NOPAT (Bt m)	468	1,204	1,575	1,998	2,277
invested capital (Bt m)	30,122	30,586	37,204	40,923	43,424

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)
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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร 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