BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 5.00 (Unchanged)

Upside : 28.9%

21 OCTOBER 2024

Small Cap Research

CK Power Pcl (CKP TB)

กำไรอ่อนตัวระยะสั้น

เราปรับประมาณการกำไร CKP ปี 2024F ลง 36% เพื่อสะท้อนผลกระทบจากการหยุดการผลิตไฟฟ้าของโครงการ XPCL รวม 17 วันในไตรมาสที่การผลิตไฟฟ้าสูงสุดของปี แต่ยังแนะนำ "ซื้อ" CKP เพราะเราคาดกำไรพลิกกลับมาเติบโต 64/17% ในปี 2025-26F หนุนโดยผลบวกจากวัฏจักร La Nina และอัตราดอกเบี้ยที่ลดลง

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

ปรับประมาณกำไรลงระยะสั้น

เราคาดกำไรของ CKP จะลดลง 27% y-y ในปี 2024F หลังปรับประมาณการลง 36% เพื่อสะท้อนผลกระทบเชิงลบจากการหยุดการผลิตรวม 17 วันของโครงการโรงไฟฟ้าไฟฟ้าพลังน้ำไซยะบุรี (XPCL) ซึ่งบริษัทถือหุ้นอยู่ 42.5% ใน 3Q24 เนื่องจากปริมาณน้ำไหลเข้าโครงการมากเกินไป อย่างไรก็ตามเรามองผลกระทบนี้เป็นเพียงระยะสั้น และคาดกำไรสามารถพลิกกลับมาเติบโต 64/17% ในปี 2025-26F ด้วยแรงหนุนจาก 1) วัฏจักร La Nina ที่ยังต่อเนื่องไป และ 2) ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงของ XPCL จากทั้งอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงและการทยอยชำระคืนหนี้ เรายังแนะนำ "ซื้อ" CKP ด้วยราคาเป้าหมาย (ปี 2025F) คงเดิมที่ 5.0 บาทต่อหุ้น

XPCL หยุดผลิตชั่วคราว

CKP ต้องหยุดการผลิตไฟฟ้าจากโครงการ XPCL สองครั้งใน 3Q24 เนื่องจากปริมาณน้ำที่ไหลผ่านโครงการมากเกินไป โดยรอบแรกเป็นเวลา 10 วัน ตั้งแต่วันที่ 21-30 สิงหาคม เนื่องจากมีฝนตกหนักมากกว่าปกติในฤดูฝนที่ผ่านมาซึ่งคาดเป็นเพราะการเกิดปรากฏการณ์ La Nina ส่วนรอบที่สองมีระยะเวลา 7 วันระหว่างวันที่ 21-27 กันยายน จากปริมาณฝนที่หนักอีกครั้งในช่วงพายุไต้ฝุ่นยางิเข้ากระทบพื้นที่ ทั้งนี้การหยุดการผลิตไฟฟ้านี้เป็นไปตามขั้นตอนมาตรฐานความปลอดภัย จึงไม่มีความเสียหายต่อโรงไฟฟ้า เราคาดว่าปริมาณการผลิตไฟฟ้าจาก XPCL จะลดลง 10% y-y เหลือ 6.2TWh ในปี 2024F ซึ่งน้อยกว่าปริมาณการผลิตในปี 2020 ซึ่งเป็นปีแล้งอยู่ 2% อีกด้วย

คาดประโยชน์จาก La Nina ต่อเนื่อง

อิงจากวัฏจักรปกติราวสี่ปีระหว่างปีที่ปรากฏการณ์ La Nina มีความรุนแรงสูงสุด (2024F) จนถึงปีที่เกิดปรากฏการณ์ El Nina รอบถัดไป (น่าจะเป็นปี 2027F) เราจึงคาดประโยชน์จากปรากฏการณ์ดังกล่าวจะทำให้ปริมาณน้ำในพื้นที่อยู่ในระดับสูง และหนุนให้โรงไฟฟ้าพลังน้ำสองแห่งของ CKP คือ XPCL และโรงไฟฟ้าน้ำงึม 2 กำลังการผลิต 283MW ตามสัดส่วนการถือหุ้น (NN2) มีปริมาณการผลิตไฟฟ้าแข็งแกร่งต่อเนื่องไปในปี 2025-26F เราคาด XPCL (กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้น 546MW) จะผลิตไฟฟ้าได้เพิ่มขึ้น 12% และ 2% สำหรับโครงการ NN2 ในอีกสองปีข้างหน้าที่ยังเป็นช่วงปรากฏการณ์ La Nina (เมื่อเทียบกับปีนี้)

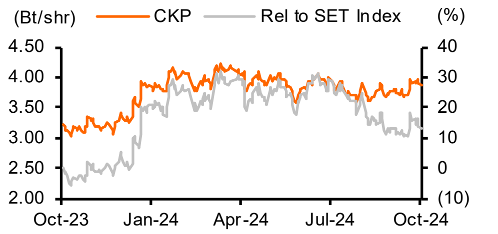
ได้ประโยชน์จากอัตราดอกเบี้ยพลิกเป็นขาลง

เรามองว่า CKP จะได้ผลบวกอย่างมีนัยสำคัญจากอัตราดอกเบี้ยที่ปรับเข้าสู่ขาลง เนื่องจาก โครงการ XPCL มีหนี้สิน 6.7 หมื่นลบ. (76% ของหนี้สินทั้งหมดที่ 8.8 หมื่นลบ.) ซึ่งมีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว โดย 5.8 หมื่นลบ. เป็นสกุลเงินบาท และอีก 9 พันลบ. เป็นสกุลดอลลาร์สหรัฐฯ ณ สิ้นไตรมาส 2Q24 เราคาด CKP จะได้รับส่วนแบ่งกำไรจาก XPCL เพิ่มขึ้น 50 ลบ. ต่ออัตราดอกเบี้ยนโยบายของไทยที่ลดลง 0.25% และ 10 ลบ. หากดอกเบี้ย Fed ลดลง 0.25% ทั้งนี้ประมาณการของเราใช้สมมติฐานการลดลงของอัตราดอกเบี้ยของไทยและสหรัฐฯ ที่ 0.25/0.25bps และ 0.75/0.50bps ในปี 2025-26F ตามลำดับ ซึ่งจะทำให้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของ XPCL ลดเหลือ 6.6/6.4% จาก 7.2% ในปี 2024F และชำระหนี้คืนปีละ 6 พันลบ.

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	10,286	10,396	10,467	10,463
Net profit	1,462	1,103	1,810	2,119
Consensus NP	—	1,711	2,044	2,208
Diff frm cons (%)	—	*(35.5)*	*(11.4)*	*(4.0)*
Norm profit	1,511	1,103	1,810	2,119
Prev. Norm profit	—	1,713	1,919	2,253
Chg frm prev (%)	—	*(35.6)*	*(5.7)*	*(6.0)*
Norm EPS (Bt)	0.2	0.1	0.2	0.3
Norm EPS grw (%)	(40.6)	(27.0)	64.1	17.0
Norm PE (x)	20.9	28.6	17.4	14.9
EV/EBITDA (x)	16.8	12.6	11.8	11.5
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
Div yield (%)	2.2	2.3	2.3	2.3
ROE (%)	5.6	4.0	6.4	7.2
Net D/E (%)	54.0	48.1	44.1	39.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 21-Oct-24 (Bt)	3.88
Market Cap (US$ m)	942.8
Listed Shares (m shares)	8,129.4
Free Float (%)	25.5
Avg Daily Turnover (US$ m)	1.0
12M Price H/L (Bt)	4.22/3.02
Sector	Utilities
Major Shareholder	CK Group 71.8%

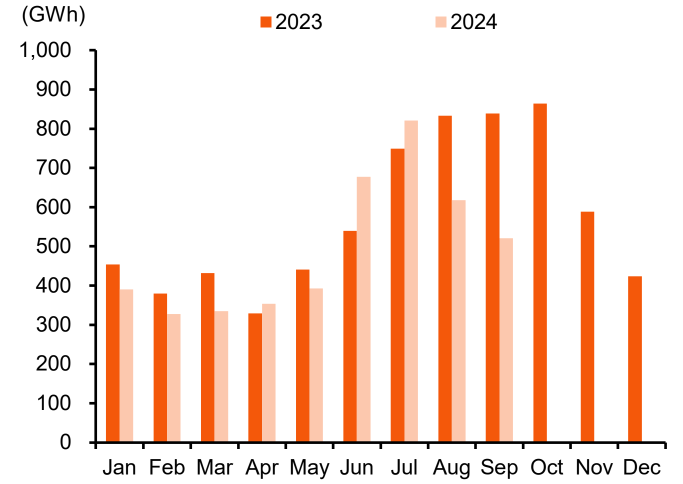
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

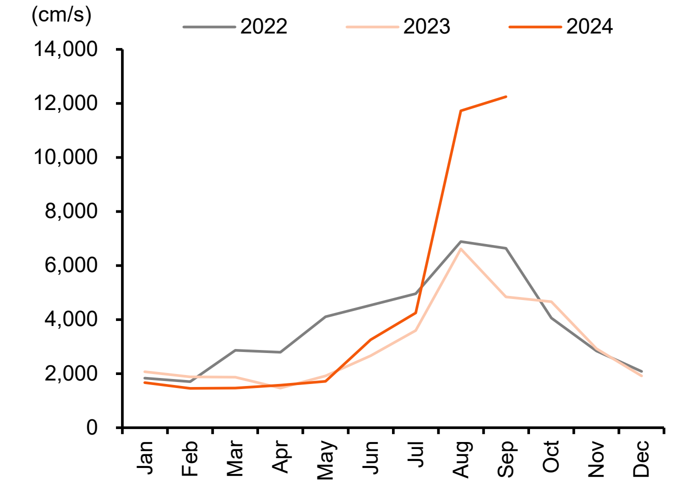
Thanachart Securities

Ex 1: Weak XPCL's Output As It Shut Down Twice In 3Q24



Source: Company data

Ex 2: … Due To Water Flow Surging Above Safety Levels



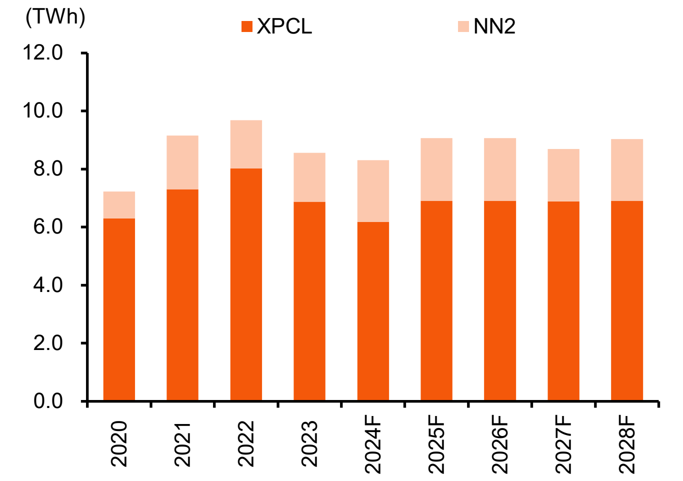
Source: Company data

Ex 3: Key Assumption Changes

	2024F	2025F	2026F
Normalized profit (Bt m)			
New	1,103	1,810	2,119
Old	1,713	1,919	2,253
Change (%)	*(35.6)*	*(5.7)*	*(6.0)*
NN2's electricity output (TWh)			
New	2.1	2.2	2.2
Old	2.0	2.1	2.1
Change (%)	*6.3*	*2.6*	*2.6*
XPCL's electricity output (TWh)			
New	6.2	6.9	6.9
Old	6.8	7.1	7.3
Change (%)	*(8.6)*	*(3.1)*	*(5.0)*
XPCL's average cost of debt (%)			
New	7.2	6.6	6.4
Old	7.2	7.1	6.9
Change (pp)	-	*(0.5)*	*(0.5)*

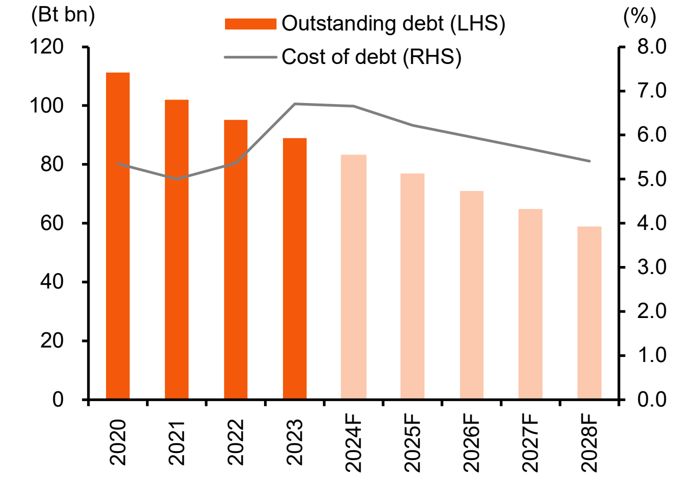
Source: Thanachart estimates

Ex 4: La Nina Likely Drives Strong Output In 2025-26F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Falling Interest Cost In XPCL



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our DCF-based Sum-Of-The-Parts 12-month TP Calculation (2025F Base Year)

	Valuation method	WACC (%)	Value per CKP share (Bt)
Xayaburi (XPCL)	DCF	5.5%	3.53
Nam Ngum 2 (NN2)	DCF	5.3%	0.99
Bangpa-in Cogen (BIC)	DCF	5.1%	0.42
Solar farms / rooftop	DCF	6-10%	0.08
Total - existing capacity			**5.01**
Net debt			**(0.75)**
Plus: Developing project(s)			
Luang Prabang (LPCL)	DCF	8.9%	0.73
Total			**5.00**

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 7: 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 (%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	6.2	6.0	16.9	15.9	1.1	1.0	60.1	57.6	4.7	4.7
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	36.6	20.8	9.0	7.4	0.9	0.8	10.6	9.3	6.0	6.5
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	21.5	11.7	6.5	5.8	1.0	0.9	7.3	6.3	5.9	6.9
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	20.9	6.1	14.9	14.1	1.6	1.5	9.6	9.4	4.7	4.8
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	3.3	3.9	18.1	17.4	1.2	1.2	na	na	5.5	5.5
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(12.0)	12.4	6.7	5.9	0.9	0.7	7.8	7.2	6.5	7.3
Tata Power	TPWR IN	India	4.1	16.2	38.9	33.5	4.5	4.0	17.6	15.4	0.4	0.5
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	8.9	17.0	20.5	17.6	1.4	1.4	8.3	7.7	3.1	3.5
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	160.3	(2.6)	11.8	12.1	1.6	1.4	7.3	7.2	3.6	2.1
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	129.0	(0.8)	8.9	8.9	1.5	1.3	7.9	7.5	2.3	2.2
Manila Electric	MER PM	Philippines	13.8	3.7	13.7	13.2	3.8	3.3	9.7	9.3	4.4	4.6
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	5.3	21.2	23.3	19.2	0.6	0.6	15.4	19.0	3.5	3.5
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(7.1)	18.6	51.0	43.0	1.6	1.6	9.7	9.4	0.8	0.9
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	(23.7)	12.6	10.3	9.1	0.8	0.7	15.6	14.5	4.7	4.7
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	(27.0)	64.1	28.6	17.4	1.1	1.1	12.6	11.8	2.3	2.3
EA Pcl*	EA TB	Thailand	(40.2)	(15.2)	7.2	8.5	0.7	0.6	8.2	8.5	2.8	2.4
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	(1.4)	(2.9)	6.6	6.8	0.6	0.6	19.5	22.5	5.2	5.2
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	44.7	21.2	25.5	21.0	1.2	1.2	12.9	13.1	2.2	2.6
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	15.1	17.5	47.5	40.4	6.6	6.3	41.0	36.3	1.5	1.7
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	(6.3)	3.6	17.3	16.7	1.7	1.6	16.3	16.7	2.3	2.4
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	56.7	27.8	10.6	8.3	0.7	0.7	21.9	18.7	4.7	4.7
Average			**18.2**	**12.1**	**18.4**	**16.1**	**1.7**	**1.6**	**16.1**	**15.5**	**3.8**	**3.8**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 21 October 2024 closing prices

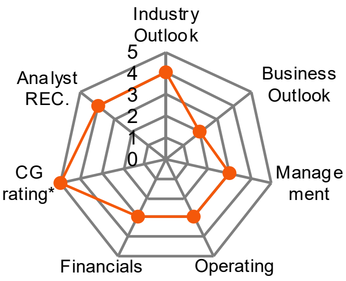
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ซีเค พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (CKP) ถือหุ้น 73.5% โดย บริษัท ช. การช่าง จำกัด (มหาชน) (CK) เพื่อการลงทุนในธุรกิจสาธารณูปโภค การลงทุนส่วนใหญ่ของ CKP จึงเป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำที่บริษัทแม่มีความเชี่ยวชาญในการก่อสร้างโครงการ เช่น โครงการไซยะบุรีขนาดกำลังการผลิตถือหุ้น 546MW และโรงไฟฟ้าน้ำงึม 2 อีก 283MW นอกจากนี้ CKP ยังดำเนินกิจการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ (BIC) ซึ่งขายไฟฟ้าที่ผลิตได้ส่วนใหญ่ให้การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) และบางส่วนเพื่อรองรับความต้องการใช้ไฟฟ้าจากภาคอุตสาหกรรม CKP กำลังพัฒนาโครงการไฟฟ้าพลังน้ำขนาดใหญ่ 1.5GW ในหลวงพระบาง (LPCL ซึ่ง CKP ถือหุ้น 50%)

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; * CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ได้เปรียบในการประมูลโครงการ เนื่องจากมี CK หนึ่งในผู้รับเหมารายใหญ่ในประเทศไทย เป็นผู้ถือหุ้น
- มีความเชี่ยวชาญในการดำเนินงานโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- มีประสบการณ์และความสัมพันธ์ที่ดี ซึ่งน่าจะช่วยบริษัทฯ ในการหาโครงการใหม่ในประเทศเพื่อนบ้าน

W — Weakness

- CKP มีความมุ่งมั่นจะเน้นลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ซึ่งมีระยะเวลารอคอยการลงทุนที่ยาวนานก่อนที่จะมีกระแสเงินสดเกิดขึ้น
- CKP มีความเสี่ยงด้านอัตราดอกเบี้ยอย่างมาก เนื่องจากมักจะมีหนี้สินจำนวนมาก เพื่อนำไปใช้ในการลงทุนโรงไฟฟ้าพลังน้ำ
- CKP มีความเสี่ยงสูงจากการกระจุกตัวอยู่ในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ ซึ่งอ่อนไหวสูงต่อการเปลี่ยนแปลงตามวัฏจักรของสถานการณ์น้ำ

O — Opportunity

- โรงไฟฟ้าพลังน้ำยังคงเป็นแหล่งไฟฟ้าที่ต้นทุนถูกที่สุดสำหรับประเทศไทย จึงเป็นแรงจูงใจสำหรับรัฐบาลในการส่งเสริมการลงทุนในโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำใหม่
- แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าใหม่ (PDP) มีแนวโน้มที่จะมาพร้อมกับสัญญาซื้อขายไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนขนาดใหญ่ ซึ่งเป็นโอกาสสำหรับ CKP การร่วมประมูลเพื่อขยายกำลังการผลิต

T — Threat

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นอาจทำให้ผลตอบแทนสำหรับโครงการใหม่ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.51	5.00	11%
Net profit 24F (Bt m)	1,711	1,103	-36%
Net profit 25F (Bt m)	2,044	1,810	-11%
Consensus REC	**BUY: 8**	**HOLD: 2**	**SELL: 0**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024F ของเราต่ำกว่า Bloomberg consensus อยู่ 36% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราได้รวมผลกระทบจากการหยุดการผลิตไฟฟ้าชั่วคราวของโครงการ XPCL ช่วง 3Q24 เข้าในประมาณการแล้ว
- แต่เราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 11% คาดเป็นเพราะเราคาดการณ์ลดต้นทุนดอกเบี้ยของ XPCL ในอัตราที่เร็วกว่าในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

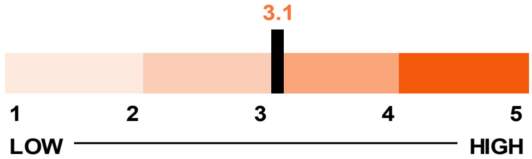
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญสำหรับประมาณการของเรามาจากปริมาณน้ำในแม่น้ำน้ำงึมและแม่น้ำโขงที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ ซึ่งจะทำให้ปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโครงการ NN2 และ XPCL ต่ำกว่าที่เราคาด
- อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้นเกินกว่าประมาณการปัจจุบันของเราจะเป็นความเสี่ยงด้านลบปัจจัยรองลงมา
- การดำเนินการเชิงพาณิชย์ล่าช้ากว่าที่คาดไว้และอัตราผลตอบแทนที่ต่ำกว่าจากโครงการหลวงพระบาง (LPCL) เป็นอีกความเสี่ยงด้านลบต่อราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

CKP บริหารโรงไฟฟ้าพลังน้ำหลัก 2 แห่ง ซึ่งคิดเป็น 83% ของกำลังการผลิต โครงการโรงไฟฟ้าที่สำคัญอีก ได้แก่ โรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซในประเทศไทย และโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์อีกไม่กี่แห่งที่ดำเนินการอยู่ CKP ได้ดำเนินกิจกรรมด้านสังคมเพื่อชดเชยผลกระทบจากการก่อสร้างโครงการพลังน้ำที่มีต่อชุมชน เราชอบความเป็นอิสระอย่างมากของบริษัทฯ แม้ว่าจะถือหุ้นโดย CK Group ก็ตาม เราให้คะแนน ESG ที่ 3.1

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)
CKP	YES	YES	-	BBB	66.77	70.34	54.00	-	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" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ CKP ประกาศ "พลังงานสะอาดสู่สังคมคาร์บอนต่ำ" เป็นวิสัยทัศน์เพื่อบรรลุเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ในระยะใกล้นี้ CKP ตั้งเป้าหมายเพิ่มการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานหมุนเวียน จาก 89% ณ ปี 2022 เป็น 95% ภายในปี 2024 ▪ CKP ประสบความสำเร็จในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 0.24% y-y ในปี 2022 ส่วนสำคัญของความสำเร็จคือความสามารถในการเปลี่ยนการใช้ไฟฟ้าภายในองค์กร มาใช้พลังงานหมุนเวียนในสัดส่วน 92% โดยมีเป้าหมายที่จะเพิ่มสัดส่วนเป็น 95% ภายในปี 2026 เราประทับใจกับตัวเลขอย่างละเอียดของ CKP เกี่ยวกับประสิทธิภาพด้านพลังงานและการปล่อยมลพิษ ▪ เพื่อชดเชยผลกระทบจำนวนมากจากการก่อสร้างโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำขนาดใหญ่ CKP มุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายการปรับปรุงความหลากหลายทางชีวภาพต่างๆ โดยเฉพาะความหลากหลายทางชีวภาพทางน้ำ (เช่น การอนุรักษ์พันธุ์ปลา และคุณภาพน้ำ) ในแม่น้ำโขง
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ CKP กำหนดเป้าหมายที่ชัดเจนในเรื่องการละเมิดสิทธิมนุษยชนให้เป็นศูนย์ตลอดห่วงโซ่คุณค่าทางธุรกิจ บริษัทฯ พัฒนากิจกรรมอย่างต่อเนื่องเพื่อสร้างจิตสำนึกด้านสิทธิมนุษยชนแก่พนักงาน ส่งเสริมความมุ่งมั่นด้วยมาตรการแก้ไขที่กำหนดไว้สำหรับการละเมิดสิทธิมนุษยชนที่เกี่ยวข้องกับบริษัท ▪ CKP จัดหาที่พักใหม่ที่เหมาะสมแก่ชาวบ้านที่อาศัยอยู่ในพื้นที่พัฒนาของโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำ นอกจากนี้บริษัทฯ ยังติดตามกิจกรรมทางสังคมต่างๆ เพื่อให้แน่ใจในคุณภาพชีวิตของพวกเขา เช่น การศึกษา การสร้างงาน และแหล่งพลังงานหมุนเวียน) ▪ CKP ใช้จ่ายไปทั้งหมด 27 ลบ. ในกิจกรรม CSR 84 กิจกรรมในปี 2022 ค่าใช้จ่ายหลักคือเครื่องกำเนิดพลังงานทดแทนสำหรับหมู่บ้าน กิจกรรมกีฬาสำหรับชุมชน และการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานสาธารณะ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ คณะกรรมการของ CKP (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 11 คน ทั้งหมดเป็นชาย โดยมีกรรมการอิสระ 4 ท่าน เรามองว่าขนาดของ BOD นั้นใหญ่เกินไปเมื่อเทียบกับขนาดธุรกิจ ▪ เราชอบความคิดริเริ่มของ CKP ในการนำระบบพยากรณ์อุทกวิทยาที่ทันสมัยมาใช้เพื่อคาดการณ์ปริมาณน้ำที่ไหลเข้าโครงการโรงไฟฟ้าพลังน้ำได้ดีขึ้น เพื่อจัดการการผลิตไฟฟ้าได้ดีขึ้น ในขณะที่ลดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นกับระบบนิเวศและชุมชนโดยรอบ ▪ อย่างไรก็ตาม เราไม่ชอบความเสี่ยงทางธุรกิจที่กระจุกตัวอยู่ในโรงไฟฟ้าพลังน้ำ เรายอมรับว่าธุรกิจนี้เป็นตัวสร้างกระแสเงินสดที่ดีในระยะยาว แต่การลงทุนล่วงหน้าที่ยาวนานในช่วงการก่อสร้างและความผันผวนของรายได้อย่างมากคือข้อบกพร่องที่สำคัญ ▪ อาจเป็นเพราะระยะเวลาการพัฒนาที่ยาวนานและการลงทุนจำนวนมากสำหรับโรงไฟฟ้าพลังน้ำ CKP จึงมีโครงการเพียงไม่กี่โครงการในพอร์ต ซึ่งอาจยากที่จะถูกทดแทนได้ในระยะยาว

Sources: Thanachart, Company data

2024F earnings hiccup due to water overflow at the XPCL project

Balance sheet strong enough to support development of LPCL

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	10,904	10,286	10,396	10,467	10,463
Cost of sales	9,077	8,161	7,409	7,284	7,268
Gross profit	**1,828**	**2,125**	**2,988**	**3,183**	**3,195**
% gross margin	16.8%	20.7%	28.7%	30.4%	30.5%
Selling & administration expenses	526	563	565	569	573
Operating profit	**1,302**	**1,562**	**2,423**	**2,614**	**2,622**
% operating margin	11.9%	15.2%	23.3%	25.0%	25.1%
Depreciation & amortization	1,572	1,567	1,612	1,622	1,632
EBITDA	**2,874**	**3,130**	**4,035**	**4,237**	**4,254**
% EBITDA margin	26.4%	30.4%	38.8%	40.5%	40.7%
Non-operating income	514	655	553	512	488
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,075)	(1,065)	(1,195)	(1,132)	(1,079)
Pre-tax profit	**741**	**1,153**	**1,781**	**1,994**	**2,031**
Income tax	47	89	155	343	335
After-tax profit	**694**	**1,064**	**1,626**	**1,651**	**1,696**
% net margin	6.4%	10.3%	15.6%	15.8%	16.2%
Shares in affiliates' Earnings	2,261	913	237	997	1,212
Minority interests	(410)	(466)	(760)	(838)	(789)
Extraordinary items	(108)	(49)	0	0	0
NET PROFIT	**2,436**	**1,462**	**1,103**	**1,810**	**2,119**
Normalized profit	**2,545**	**1,511**	**1,103**	**1,810**	**2,119**
EPS (Bt)	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	10,617	10,102	9,538	10,052	10,551
Cash & cash equivalent	7,271	6,959	6,378	6,878	7,378
Account receivables	2,099	2,026	2,048	2,062	2,061
Inventories	66	72	65	64	64
Others	1,180	1,045	1,046	1,047	1,047
Investments & loans	27,096	28,231	30,306	33,994	37,682
Net fixed assets	8,050	7,670	7,323	6,972	6,615
Other assets	24,294	22,762	20,476	18,185	15,889
Total assets	**70,056**	**68,765**	**67,643**	**69,202**	**70,737**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	4,842	6,015	5,755	5,176	5,115
Account payables	950	1,233	1,119	1,100	1,098
Bank overdraft & ST loans	0	1,000	513	0	0
Current LT debt	3,362	3,603	3,771	3,809	3,707
Others current liabilities	529	179	352	267	310
Total LT debt	**26,799**	**23,362**	**21,369**	**21,584**	**21,005**
Others LT liabilities	476	470	450	456	455
Total liabilities	**32,116**	**29,847**	**27,574**	**27,216**	**26,575**
Minority interest	11,390	11,653	12,414	13,252	14,040
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	8,129	8,129	8,129	8,129	8,129
Share premium	13,319	13,319	13,319	13,319	13,319
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(532)	(590)	(590)	(590)	(590)
Retained earnings	**5,633**	**6,406**	**6,798**	**7,876**	**9,263**
Shareholders' equity	26,550	27,264	27,656	28,734	30,121
Liabilities & equity	**70,056**	**68,765**	**67,643**	**69,202**	**70,737**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Investment in LPCL lasts until 2029F

Multiples look attractive against its turnaround outlook

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	741	1,153	1,781	1,994	2,031
Tax paid	(43)	(72)	(155)	(343)	(335)
Depreciation & amortization	1,572	1,567	1,612	1,622	1,632
Chg In working capital	(516)	349	(129)	(32)	(1)
Chg In other CA & CL / minorities	2,656	1,072	408	912	1,255
Cash flow from operations	**4,410**	**4,069**	**3,518**	**4,153**	**4,582**
Capex	(65)	(121)	(200)	(200)	(200)
Right of use	(10)	(33)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(130)	(242)	0	0	0
LT loans & investments	(2,195)	(1,135)	(2,075)	(3,688)	(3,688)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	23	88	1,250	1,275	1,270
Cash flow from investments	**(2,377)**	**(1,444)**	**(1,074)**	**(2,663)**	**(2,668)**
Debt financing	(1,125)	(2,190)	(2,313)	(259)	(682)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(967)	(691)	(711)	(732)	(732)
Warrants & other surplus	247	(56)	0	0	0
Cash flow from financing	**(1,845)**	**(2,938)**	**(3,024)**	**(991)**	**(1,413)**
Free cash flow	**4,345**	**3,948**	**3,318**	**3,953**	**4,382**

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	12.4	20.9	28.6	17.4	14.9
Normalized PE - at target price (x)	16.0	26.9	36.9	22.5	19.2
PE (x)	12.9	21.6	28.6	17.4	14.9
PE - at target price (x)	16.7	27.8	36.9	22.5	19.2
EV/EBITDA (x)	18.9	16.8	12.6	11.8	11.5
EV/EBITDA - at target price (x)	22.1	19.7	14.8	14.0	13.6
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.3
P/CFO (x)	7.2	7.8	9.0	7.6	6.9
Price/sales (x)	2.9	3.1	3.0	3.0	3.0
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3
FCF Yield (%)	13.8	12.5	10.5	12.5	13.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
EPS	0.3	0.2	0.1	0.2	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	3.3	3.4	3.4	3.5	3.7
CFO/share	0.5	0.5	0.4	0.5	0.6
FCF/share	0.5	0.5	0.4	0.5	0.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	23.9	(5.7)	1.1	0.7	(0.0)
Net profit (%)	11.8	(40.0)	(24.6)	64.1	17.0
EPS (%)	11.8	(40.0)	(24.6)	64.1	17.0
Normalized profit (%)	24.8	(40.6)	(27.0)	64.1	17.0
Normalized EPS (%)	24.8	(40.6)	(27.0)	64.1	17.0
Dividend payout ratio (%)	28.4	47.3	66.3	40.4	34.5
Operating performance					
Gross margin (%)	16.8	20.7	28.7	30.4	30.5
Operating margin (%)	11.9	15.2	23.3	25.0	25.1
EBITDA margin (%)	26.4	30.4	38.8	40.5	40.7
Net margin (%)	6.4	10.3	15.6	15.8	16.2
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	3.7	2.2	1.6	2.6	3.0
ROE - using norm profit (%)	9.9	5.6	4.0	6.4	7.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.7	4.0	5.9	5.9	5.8
- asset turnover (x)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1
- operating margin (%)	16.7	21.6	28.6	29.9	29.7
- leverage (x)	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4
- interest burden (%)	40.8	52.0	59.8	63.8	65.3
- tax burden (%)	93.6	92.3	91.3	82.8	83.5
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.7	9.7
ROIC (%)	2.5	2.9	4.6	4.6	4.6
NOPAT (Bt m)	1,218	1,442	2,212	2,165	2,189
invested capital (Bt m)	49,440	48,271	46,930	47,250	47,455

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, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

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

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

Moody's ESG Solutions
© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.
CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

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

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.
MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.
All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.
To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.
To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.
NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.
Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from $1,000 to approximately $5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moodys.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.

General Disclaimers And Disclosures:

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued Derivative Warrants underlying securities before making investment decisions.

Note: Thanachart Capital Pcl (TCAP) holds an 89.96% of Thanachart Securities (TNS). TCAP holds a 100% of Thanachart SPV1 Co. Ltd. TCAP and Thanachart SPV1 combinedly hold a 60% stake in THANI.

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 24.35% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMTED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of “Debentures of Srisawad Corporation Public Company Limited (SAWAD) No. 4/2024 (B.E. 2567) tranche 1-3 which its maturity at 2027-29 (B.E. 2570-72), therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of “Debentures of MUANGTHAI CAPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED No. 7/2024 (B.E. 2567) tranche 1-3 which its maturity at 2026-28 (B.E. 2569-71)”, therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities

Investment Banking Relationship
Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Euroasia Total Logistics Pcl (ETL TB).

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA
Head of Research, Strategy
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant
Telecom, Utilities
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom
Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund
rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai
Small Cap, Healthcare, Hotel
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat
Analyst, Retail Market Strategy
sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA
Retail Market Strategy
adisak.phu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak
Electronics, Food & Beverage, Shipping
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak
Construction, Transportation
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Yupapan Polpornprasert
Energy, Petrochemical
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan
Analyst, Retail Market Strategy
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat
Senior Technical Analyst
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiyapittayarut
Property, Retail
phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong
Bank, Finance
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong
Technical Analyst
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

Nariporn Klangpremchitt, CISA
Analyst, Retail Market Strategy
nariporn.kla@thanachartsec.co.th