

SELL (From: BUY)

TP: Bt 93.50 (From: Bt 150.00)

5 FEBRUARY 2025

Change in Recommendation

Downside : 10.1%

Electricity Generating (EGCO TB)

แนวโน้มกำไรหดตัว

แม้มีความเสี่ยงด้านนโยบายในประเทศไทยจำกัด แต่เราปรับคำแนะนำ EGCO ลงเป็น "ขาย" เนื่องจากเรามองกำไรจะมีแนวโน้มลดลงจากส่วนแบ่งกำไรจากโครงการต่างประเทศที่แตะจุดสูงสุดไปแล้ว และ adder ที่หมดอายุ เราปรับกำไรลง 9-12% ในปี 2025-27F และราคาเป้าหมายลงเหลือ 93.50 บาท



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

กำไรมีแนวโน้มลดลง แนะนำ "ขาย"

เราปรับลดคำแนะนำ EGCO เป็น "ขาย" (จาก ซื้อ) เนื่องจาก 1) เราคาด EGCO จะมีกำไรลดลงเฉลี่ย 7% ต่อปี ในช่วงปี 2025-27F หลังเราปรับลดกำไรลง 9/10/12% ในปี 2025-27F เนื่องจากกำไรจากต่างประเทศที่ต่ำกว่าคาดและผลของความเสี่ยงด้านนโยบายต่อ SPP ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลดลงเป็น 93.50 บาท/หุ้น (จาก 150 บาท) 2) เราคาดกำไรจากโรงไฟฟ้าถ่านหิน Quezon ในฟิลิปปินส์จะลดลงหลังสัญญาปัจจุบันหมดอายุในเดือน พ.ค. 2025 ซึ่งโครงการนี้สร้างกำไรให้ EGCO ถึง 33% ใน 9M24 3) กำไรจากโครงการในต่างประเทศอื่นคาดแตะจุดสูงสุดแล้ว และ adder ของโรงไฟฟ้าพลังงานลม 80MW ในประเทศกำลังจะหมดอายุในปี 2026F และ 4) ยังไม่มีกำลังการผลิตเพิ่มเติมมาทดแทนกำไรที่ลดลง เราจึงมองว่าที่ PE ที่ต่ำของ EGCO ที่ 6 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผล 6% ในปี 2025F เป็นระดับที่เหมาะสมแล้ว

กำไรจากโครงการ Quezon ลดลง

หนึ่งในปัจจัยหลักที่กระทบกำไรของ EGCO คือการสิ้นสุดสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) ของโครงการ Quezon ในเดือนพ.ค.2025 แม้ EGCO กำลังดำเนินการเพื่อให้ได้สัญญาฉบับใหม่ แต่เราคาดว่ากำไรจาก Quezon จะลดลงจาก 3.5 พันลบ. ในปี 2024F เหลือ 1.5-1.6 พันลบ. ในปี 2025-26F เพราะ 1) มีช่วงว่าง 7 เดือนก่อนสัญญาใหม่จะเริ่มในเดือน ม.ค. 2026 2) ความเป็นไปได้ที่สัญญาจัดหาไฟฟ้าจากภาคเอกชน (PSA) จะให้ผลกำไรต่ำกว่า PPA ปัจจุบันกับ Meralco และ 3) ปริมาณการรับซื้อไฟฟ้าในสัญญา PSA น่าจะลดลงจาก 460MW ในสัญญาเดิมเหลือ 400MW

ปัจจัยกดดันอื่น

เราคาดว่ากำไรจากโรงไฟฟ้าก๊าซ Paju 893MW ในเกาหลีของ EGCO จะทยอยลดลงจากระดับที่สูงเป็นพิเศษในปี 2023 เนื่องจากประโยชน์ที่ได้จากราคา LNG พุ่งสูงขึ้นเมื่อเทียบกับราคาซื้อตามสัญญาระยะยาวทยอยลดลง ขณะที่เราคาดประโยชน์จากภาวะอุปทานตึงตัวในตลาดสหรัฐจะแตะจุดสูงสุดในปี 2025-26F และทยอยลดลงตามการพัฒนาโรงไฟฟ้าก๊าซที่เร็วขึ้นในยุคการบริหารของทรัมป์ และแม้โรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Yunlin กำลังการผลิต 640MW ที่ EGCO ถือหุ้น 27% ในไต้หวัน เริ่มดำเนินการครบแล้วใน 4Q24 หลังล่าช้ามานานถึง 3 ปี แต่เราคาดจะสร้างกำไรได้เพียงเล็กน้อย เนื่องจากถูกหักล้างด้วยค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยสำหรับหนี้สินจำนวนมากที่เกิดขึ้นชดเชยค่าใช้จ่ายการลงทุนที่เกินงบประมาณ

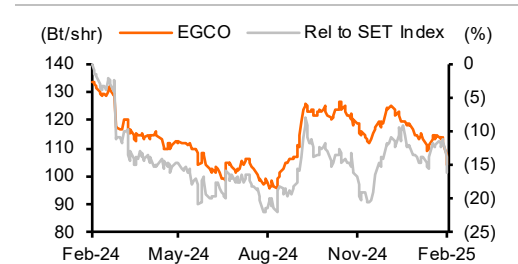
มีความเสี่ยงด้านนโยบายน้อยกว่าบริษัทอื่น

ปัจจุบัน EGCO มีกำลังการผลิตไฟฟ้าจากต่างประเทศ 56%, IPP 35%, SPP 6% และพลังงานทดแทนในประเทศ 3% EGCO จึงได้รับผลกระทบที่ต่ำจากกำไรที่หดตัวของโครงการ SPP ซึ่งเป็นกลุ่มที่เรามองว่าได้รับความเสี่ยงด้านนโยบายสูงสุด ส่วนสัญญา IPP เรามองว่าเป็นงานยากที่รัฐบาลจะปรับสัญญา รองลงมาคือพลังงานทดแทน เราจึงรวมเพียงผลกระทบจากความเสี่ยงด้านนโยบายต่อโรงไฟฟ้า SPP ในประมาณการกำไรและใช้อัตราคิดลดที่สูงขึ้นสำหรับโครงการ IPP และพลังงานทดแทน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	49,627	46,325	37,337	36,264
Net profit	(8,384)	9,978	8,864	8,826
Consensus NP	—	7,717	8,630	8,867
Diff frm cons (%)	—	29.3	2.7	(0.5)
Norm profit	10,098	9,978	8,864	8,826
Prev. Norm profit	—	9,955	9,670	9,762
Chg frm prev (%)	—	0.2	(8.3)	(9.6)
Norm EPS (Bt)	19.2	19.0	16.8	16.8
Norm EPS grw (%)	(20.3)	(1.2)	(11.2)	(0.4)
Norm PE (x)	5.4	5.5	6.2	6.2
EV/EBITDA (x)	16.4	18.1	20.3	19.1
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.4
Div yield (%)	6.3	6.3	6.3	6.3
ROE (%)	9.0	9.2	7.8	7.4
Net D/E (%)	76.0	81.1	63.6	54.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 04-Feb-25 (Bt)	104.00
Market Cap (US\$ m)	1,618.6
Listed Shares (m shares)	526.5
Free Float (%)	50.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.9
12M Price H/L (Bt)	133.50/96.00
Sector	Utilities
Major Shareholder	EGAT 25.41%

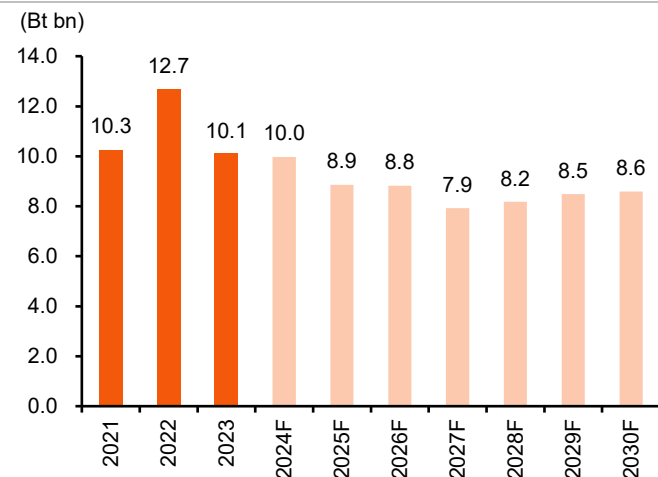
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P35

**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

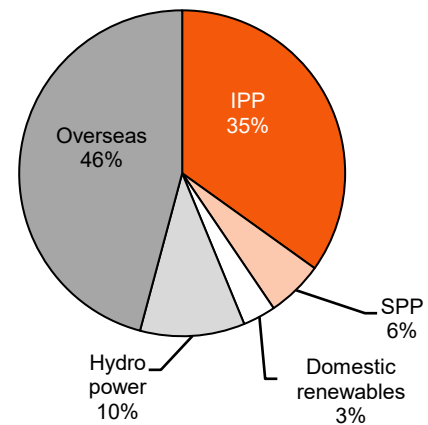
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้
ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร
ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่
สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Near-Term Earnings Dip



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Well Diversified Portfolio, In Our View



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

Projects	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
TH Conventional - IPP			51.3
- BLCP	DCF	0.0%	10.7
- GPG	DCF	8.9%	16.4
- KEGCO	DCF	5.3%	24.2
TH Conventional - SPP			7.7
- EGCO Cogen	DCF	7.3%	0.1
- BPU	DCF	7.3%	5.7
- KLU	DCF	7.3%	1.9
TH Renewables			16.5
- Roi-et Green	DCF	4.6%	0.1
- GYG	DCF	4.6%	0.8
- NED	DCF	4.9%	2.4
- SPP 2-5	DCF	4.6%	1.2
- GPS	DCF	7.2%	2.0
- Solarco	DCF	4.3%	4.6
- CWF	DCF	4.8%	4.3
- TWF	DCF	5.1%	1.2
Overseas power plants			149.1
- Laos Hydro	DCF	5.5%	38.9
- Australia Wind	DCF	6.3%	7.8
- Philippines Coal	DCF	9.4%	21.3
- Korea Gas	DCF	0.0%	50.1
- Taiwan Wind	DCF	6.8%	0.2
- US Gas	DCF	5.9%	30.8
Subtotal - existing projects			224.7
Other businesses & net debts			(131.2)
Grand total			93.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ธุรกิจของบริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) (EGCO) ดำเนินธุรกิจและลงทุนในโรงไฟฟ้าทั่วโลกด้วยเชื้อเพลิงหลายประเภท เช่น ก๊าซธรรมชาติ ถ่านหิน พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และพลังงานน้ำ โดยมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 7.0GW ณ ปี 2Q24 โดยมีเป้าหมายการเติบโตของกำลังการผลิตที่ 1.0GW ต่อปี EGCO ยังให้บริการเดินเครื่องและบำรุงรักษา (O&M) และงานก่อสร้างทางวิศวกรรมแก่อุตสาหกรรมไฟฟ้าและน้ำมันและก๊าซอีกด้วย นอกจากนี้บริษัทฯ กำลังจัดตั้งธุรกิจเทคโนโลยีพลังงานใหม่ โดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่รายหนึ่งคือการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพโครงข่ายไฟฟ้าของประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีการดำเนินงานที่มีลักษณะ defensive ค่าไฟฟ้าที่กำหนดไว้ตามอายุในสัญญา PPAs ซึ่งสร้างรายได้ และกำไรที่แน่นอนให้บริษัทฯ
- เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ถูก เนื่องจากธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำโดยธรรมชาติ และมีผู้ถือหุ้นที่น่าเชื่อถือ และมีชื่อเสียง

O — Opportunity

- การขยายกำลังการผลิตจำนวนมากในประเทศในเอเชีย ทั้งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทั่วไปและพลังงานทดแทน
- โอกาสในการนำเข้า LNG ในอาเซียน

CONSENSUS COMPARISON

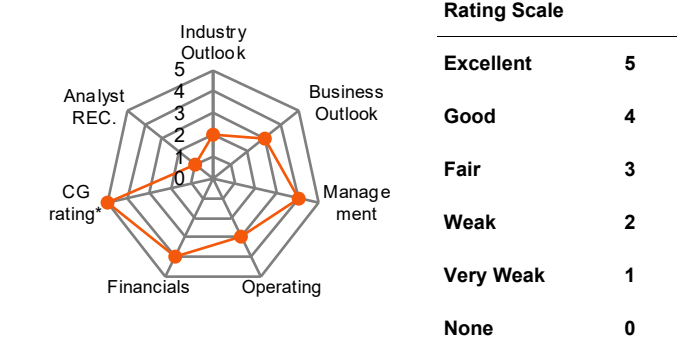
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	130.14	93.50	-28%
Net profit 24F (Bt m)	7,717	9,978	29%
Net profit 25F (Bt m)	8,630	8,864	3%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 3	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- การคาดการณ์กำไรในปี 2024F ของเราที่สูงกว่า Bloomberg consensus ถึง 29% น่าจะเกิดจากการที่เราคาดว่าผลผลิตจากโครงการพลังงานน้ำจะสูงขึ้น และโครงการ Yunlin จะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ในปีนี้อย่างรวดเร็วกว่าที่คาดไว้ ส่วนคาดการณ์กำไรในปี 2025F ของเราสอดคล้องกับคาดการณ์ของตลาด
- เราคิดว่าเป้าหมายราคาของเราที่ต่ำกว่าถึง 28% นั้นเกิดจากการที่เราเริ่มคำนึงถึงความเสี่ยงทางนโยบายภายในประเทศในมูลค่าของบริษัทก่อนใคร

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าใหม่อาจจะส่งผลต่อกำลังการผลิตและทำให้ต้นทุน O&M เพิ่มขึ้น
- ค่าไฟฟ้าที่ลดลงจากโครงการใหม่ เนื่องจากแนวโน้มของโลก
- กระบวนการตัดสินใจช้า เนื่องจากรัฐวิสาหกิจเป็นหนึ่งในผู้ถือหุ้นรายใหญ่

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และความเข้มงวดด้านสิ่งแวดล้อมมาก โดยเฉพาะการขยายตัวในต่างประเทศ

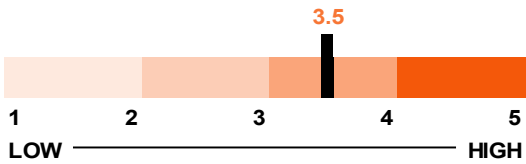
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการไฟฟ้าที่แข็งแกร่งกว่าที่คาดในประเทศที่โรงไฟฟ้าหลักของ EGCO ที่ตั้งอยู่ใน เช่น ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา จะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของโรงไฟฟ้าเหล่านั้นดีขึ้น และจะเป็นความเสี่ยงทางบวกต่อประมาณการกำไรของเรา
- ราคาเชื้อเพลิงก๊าซที่ต่ำกว่าคาดในเกาหลี และสหรัฐ อาจส่งผลให้อัตรากำไรของบางโครงการดีขึ้น ซึ่งเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการหนึ่งต่อตัวเลขของเรา
- การลดลงของอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกที่เร็วกว่าที่คาดการณ์จะเป็นปัจจัยบวกที่ช่วยเพิ่มกำไรและความน่าสนใจของหุ้น EGCO

Source: Thanachart

EGCO ดำเนินงานธุรกิจโรงไฟฟ้า 7.0GW ณ ปี 2Q24 ซึ่ง 62% ใช้เชื้อเพลิง ก๊าซธรรมชาติ 20% เป็นถ่านหิน และอีก 18% เป็นพลังงานทดแทน โดยเพียง 46% ของกำลังการผลิตอยู่ในไทย และ 54% อยู่ในต่างประเทศ (เช่น ลาว ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และสหรัฐฯ) เราให้คะแนน ESG ที่ 3.5 เพื่อสะท้อนถึง เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมที่ชัดเจน พร้อมด้วยความมุ่งมั่นอย่าง แน่วแน่ในการนำเทคโนโลยีพลังงานเชิงนวัตกรรมมาใช้เพื่อลดการปล่อย มลพิษจากโรงไฟฟ้าถ่านหินเดิม

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)
EGCO	YES	-	YES	BB	61.15	64.68	85.00	-	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- EGCO มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน โดยตั้งเป้าจะมี 30% ของกำลังการผลิตมาจากพลังงานหมุนเวียนภายในปี 2030 (จาก 18% ในปี 2022) ซึ่งคาดว่าจะลดความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนลงได้ 10% จากปีฐาน 2022 และตั้งเป้าหมายการเข้าสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และปล่อยคาร์บอนเป็นศูนย์ภายในปี 2065 - EGCO ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ 0.49 ตันเทียบเท่าต่อการผลิตไฟฟ้าเมกะวัตต์-ชั่วโมงในปี 2022 ซึ่งคงที่จากปีที่แล้ว แต่อาจเกินเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 0.503 ตัน - EGCO ใช้หลักการ "3Rs" (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) เพื่อรักษาแหล่งน้ำสำหรับการดำเนินงานของตนเอง และป้องกันผลกระทบที่ไม่เอื้ออำนวยต่อสิ่งแวดล้อมโดยรอบ ขั้นตอนเดียวกันนี้ขยายไปถึงแนวทางการจัดการเชื้อเพลิงเพื่อให้แน่ใจว่ามีการจ่ายเชื้อเพลิงเพียงพอสำหรับการผลิตไฟฟ้า
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- EGCO ยึดตามหลักการชี้แนะของสหประชาชาติ (UNGP) ว่าด้วยสิทธิมนุษยชนในการปกป้องพนักงานจากการเลือกปฏิบัติและการล่วงละเมิด โดยเฉพาะการใช้แรงงานเด็กและการค้ามนุษย์ โดยได้ขยายนโยบายดังกล่าวไปถึงคู่ค้าและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง - EGCO ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวที่มั่นคงสำหรับแผนการจัดการพนักงาน มีแผนสำหรับโปรแกรมการวางแผนสืบทอดตำแหน่งพนักงาน 100% เพื่อรับรองความยั่งยืนในการปฏิบัติงาน นอกจากนี้ยังตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มพนักงานหญิงให้กลายเป็น 30% ของพนักงานทั้งหมดภายในปี 2025 - EGCO มีผู้ถือหุ้นหลัก (25%) คือ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจ จึงมีการทำงานร่วมกันอย่างเข้มข้นด้านกิจกรรมลดผลกระทบจากการดำเนินงานที่มีต่อชุมชน บริษัทได้ริเริ่มโครงการหลายด้านเพื่อสนับสนุนการจ้างงานในท้องถิ่น พัฒนาทักษะและให้การศึกษาแก่เด็กในชุมชน และปรับปรุงคุณภาพชีวิตของชาวบ้าน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- คณะกรรมการของ EGCO ประกอบด้วยสมาชิก 15 คน ซึ่งถือว่าใหญ่เกินไปในความเห็นของเรา นอกจากนี้ส่วนใหญ่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้เหลือกรรมการอิสระเพียง 6 คนเท่านั้น - EGCO มีการแจ้งแผนการลงทุนให้สาธารณชนทราบได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามโครงการที่ลงทุนส่วนใหญ่อยู่นอกงบดุล ดังนั้นจึงยากที่จะติดตามผลการดำเนินงานอย่างใกล้ชิด - เราชอบพอร์ตผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าที่มีความหลากหลายของ EGCO ทั้งในแง่ของประเภทเชื้อเพลิงและเทคโนโลยีการผลิต และความหลากหลายทางภูมิศาสตร์ในประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาทั่วทั้งภูมิภาค - เรายังขอความคิดเห็นในการใช้ประโยชน์จากงบดุลที่แข็งแกร่ง ด้วยใช้กระแสเงินสดที่ยืดหยุ่นจากโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานอยู่ เพื่อลงทุนในเทคโนโลยีโซลูชันพลังงานที่เป็นนวัตกรรมใหม่เพื่อความยั่งยืนทางธุรกิจในระยะยาว ปัจจุบันบริษัทฯ มีความมุ่งมั่นอย่างยิ่งในการนำเชื้อเพลิงไฮโดรเจนเข้าสู่อุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าเพื่อช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนให้กับประเทศไทย

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	59,632	49,627	46,325	37,337	36,264
Cost of sales	50,512	40,916	38,465	31,530	30,545
Gross profit	9,120	8,711	7,860	5,807	5,719
% gross margin	15.3%	17.6%	17.0%	15.6%	15.8%
Selling & administration expenses	2,754	3,537	2,922	2,541	2,466
Operating profit	6,366	5,174	4,938	3,266	3,253
% operating margin	10.7%	10.4%	10.7%	8.7%	9.0%
Depreciation & amortization	3,285	3,040	3,114	3,114	3,115
EBITDA	9,651	8,213	8,052	6,381	6,368
% EBITDA margin	16.2%	16.5%	17.4%	17.1%	17.6%
Non-operating income	2,093	3,657	1,422	1,476	1,531
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,019)	(4,829)	(6,163)	(5,679)	(5,613)
Pre-tax profit	4,440	4,001	197	(937)	(829)
Income tax	1,120	1,029	49	0	0
After-tax profit	3,320	2,972	147	(937)	(829)
% net margin	5.6%	6.0%	0.3%	-2.5%	-2.3%
Shares in affiliates' Earnings	9,300	7,123	9,841	9,809	9,663
Minority interests	57	2	(10)	(8)	(8)
Extraordinary items	(9,994)	(18,482)	0	0	0
NET PROFIT	2,683	(8,384)	9,978	8,864	8,826
Normalized profit	12,677	10,098	9,978	8,864	8,826
EPS (Bt)	5.1	(15.9)	19.0	16.8	16.8
Normalized EPS (Bt)	24.1	19.2	19.0	16.8	16.8

*Slight earnings
correction ahead*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	61,649	54,710	64,846	68,272	73,231
Cash & cash equivalent	43,645	40,608	46,746	51,746	56,746
Account receivables	10,123	6,523	6,089	4,908	4,767
Inventories	4,180	4,150	3,162	2,592	2,511
Others	3,701	3,429	8,850	9,027	9,208
Investments & loans	113,899	115,835	127,835	120,835	120,835
Net fixed assets	48,160	46,936	47,325	44,713	42,102
Other assets	30,335	25,751	26,471	26,693	26,919
Total assets	254,043	243,233	266,477	260,514	263,087
LIABILITIES:					
Current liabilities:	31,373	22,873	35,925	33,150	32,547
Account payables	6,322	4,115	3,688	3,023	2,929
Bank overdraft & ST loans	56	0	0	0	0
Current LT debt	20,528	14,096	27,484	25,273	24,662
Others current liabilities	4,467	4,662	4,753	4,854	4,956
Total LT debt	94,026	106,465	109,937	101,093	98,647
Others LT liabilities	7,847	8,669	8,823	9,029	9,239
Total liabilities	133,246	138,007	154,685	143,272	140,433
Minority interest	303	299	309	317	325
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,265	5,265	5,265	5,265	5,265
Share premium	8,601	8,601	8,601	8,601	8,601
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	4,038	277	277	277	277
Retained earnings	102,590	90,784	97,341	102,783	108,186
Shareholders' equity	120,494	104,927	111,483	116,925	122,329
Liabilities & equity	254,043	243,233	266,477	260,514	263,087

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	4,440	4,001	197	(937)	(829)
Tax paid	(1,120)	(1,029)	(49)	0	0
Depreciation & amortization	3,285	3,040	3,114	3,114	3,115
Chg In working capital	(2,355)	1,423	996	1,086	128
Chg In other CA & CL / minorities	15,660	7,388	4,835	9,760	9,613
Cash flow from operations	19,910	14,823	9,092	13,024	12,026
Capex	(1,847)	(1,816)	(3,500)	(500)	(500)
Right of use	40	29	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	1,779	154	(325)	(27)	(28)
LT loans & investments	10,563	(1,937)	(12,000)	7,000	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(12,457)	(11,866)	(519)	31	30
Cash flow from investments	(1,922)	(15,435)	(16,393)	6,454	(547)
Debt financing	3,390	4,757	16,861	(11,056)	(3,056)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,422)	(3,424)	(3,422)	(3,422)	(3,422)
Warrants & other surplus	7,793	(3,760)	0	0	0
Cash flow from financing	7,760	(2,426)	13,439	(14,478)	(6,478)
Free cash flow	18,062	13,008	5,592	12,524	11,526

Higher capex budget
likely limits potential for
dividend hikes

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	4.3	5.4	5.5	6.2	6.2
Normalized PE - at target price (x)	3.9	4.9	4.9	5.6	5.6
PE (x)	20.4	na	5.5	6.2	6.2
PE - at target price (x)	18.3	na	4.9	5.6	5.6
EV/EBITDA (x)	13.0	16.4	18.1	20.3	19.1
EV/EBITDA - at target price (x)	12.5	15.7	17.4	19.4	18.2
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
P/BV - at target price (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
P/CFO (x)	2.8	3.7	6.0	4.2	4.6
Price/sales (x)	0.9	1.1	1.2	1.5	1.5
Dividend yield (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
FCF Yield (%)	33.0	23.8	10.2	22.9	21.1
(Bt)					
Normalized EPS	24.1	19.2	19.0	16.8	16.8
EPS	5.1	(15.9)	19.0	16.8	16.8
DPS	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
BV/share	228.9	199.3	211.8	222.1	232.4
CFO/share	37.8	28.2	17.3	24.7	22.8
FCF/share	34.3	24.7	10.6	23.8	21.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Prolonged high interest
rates make its 6%
dividend yield less
attractive to us

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	66.1	(16.8)	(6.7)	(19.4)	(2.9)
Net profit (%)	(34.6)	na	na	(11.2)	(0.4)
EPS (%)	(34.6)	na	na	(11.2)	(0.4)
Normalized profit (%)	23.6	(20.3)	(1.2)	(11.2)	(0.4)
Normalized EPS (%)	23.6	(20.3)	(1.2)	(11.2)	(0.4)
Dividend payout ratio (%)	127.5	(40.8)	34.3	38.6	38.8
Operating performance					
Gross margin (%)	15.3	17.6	17.0	15.6	15.8
Operating margin (%)	10.7	10.4	10.7	8.7	9.0
EBITDA margin (%)	16.2	16.5	17.4	17.1	17.6
Net margin (%)	5.6	6.0	0.3	(2.5)	(2.3)
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	1.2	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.8	0.8	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	1.1	0.8	0.6	0.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.4	1.7	1.3	1.1	1.1
ROA - using norm profit (%)	5.1	4.1	3.9	3.4	3.4
ROE - using norm profit (%)	10.8	9.0	9.2	7.8	7.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.8	2.6	0.1	na	na
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
- operating margin (%)	14.2	17.8	13.7	na	na
- leverage (x)	2.1	2.2	2.4	2.3	2.2
- interest burden (%)	52.5	45.3	3.1	(19.8)	(17.3)
- tax burden (%)	74.8	74.3	75.0	na	na
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	2.3	2.0	2.0	1.2	1.3
NOPAT (Bt m)	4,760	3,843	3,703	2,450	2,440
invested capital (Bt m)	191,458	184,879	202,159	191,545	188,892

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE falling below the
sector average

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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 ภัทรวัลย์ 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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรัชดา 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, วิโทรเคมี 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

มณฤดี 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