

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 3.30

(From: Bt4.00)

Upside : 80.3%

23 JUNE 2025

Small Cap Research

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

อยู่ที่ Breakup value

ERW กำลังซื้อขายอยู่ที่ breakup value ที่ 1.84 บาทต่อหุ้น เรามองว่าเป็นหุ้นที่มีมูลค่าต่ำมาก (deep-value stock) และยังคงแนะนำ “ซื้อ” ERW ดำเนินธุรกิจโรงแรมแบรนด์ชั้นนำที่มีความหลากหลายและมีกำไรบริษัท ยังอยู่ในช่วงขยายธุรกิจและมีฐานะการเงินที่มั่นคง



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

มูลค่าต่ำมาก แนะนำ “ซื้อ”

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ERW เพราะ 1) ERW กำลังซื้อขายที่ breakup value ที่ 1.84 บาทต่อหุ้น ซึ่งเรามองว่าเป็นจุดเข้าซื้อที่มีมูลค่าต่ำมาก 2) ERW ดำเนินธุรกิจโรงแรมที่มีการกระจายความเสี่ยงในหลายกลุ่ม ภายใต้แบรนด์โรงแรมชั้นนำ (Exhibit 14) 3) แม้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวในปีนี้อ่อนแอ และทำให้กำไรลดลงราว 14% แต่เราคาดว่ากำไรของโรงแรมใหม่จะหนุนให้กำไรกลับมาเติบโตที่ 19/11% ในปี 2026-27F และ 4) ERW เป็นบริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่ง อัตราส่วนหนี้สุทธิต่อทุนคาดว่าจะอยู่ที่ 1.0 เท่า ในปี 2025F เทียบกับจุดสูงสุดที่ 2.8 เท่าในช่วงวิกฤต COVID แม้จะมีการขยายธุรกิจ แต่เราคาดว่าจะยังมีกระแสเงินสดอิสระเป็นบวกต่อเนื่องไปในปี 2027F ทั้งนี้ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับประมาณการกำไรลง 1/5/8% เพื่อสะท้อนมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อภาคการท่องเที่ยว โดยราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F ปรับลงเหลือ 3.3 บาท (จาก 4.0 บาท)

อยู่ที่มูลค่า Breakup value

เพื่อหามูลค่าต่ำสุดของราคาหุ้นในช่วงตลาดอ่อนแอ เราได้คำนวณมูลค่า breakup value ของ ERW ที่ 1.84 บาท/หุ้น โดยใช้มูลค่าสินทรัพย์ตามมูลค่าทางบัญชีของโรงแรมที่ ERW เป็นเจ้าของโดยตรงและไม่รวมโรงแรมที่อยู่ในรูปแบบสัญญาเช่าระยะยาวแม้สร้างกระแสเงินสดได้ก็ตาม ทั้งนี้มูลค่าทางบัญชีคร่าวๆ ของ ERW จากงบดุลยังแสดงตัวเลขที่ใกล้เคียงกับ breakup value ของเรา ด้วยเหตุผลเดียวกัน คือ สินทรัพย์ที่เข้าไม่ได้ถูกนำมาคำนวณในมูลค่าสุทธิ ดังนั้นจึงเป็นเหตุผลที่ทำให้หุ้น ERW ส่วนใหญ่ถูกซื้อขายสูงกว่ามูลค่าทางบัญชีมาก ค่าเฉลี่ย P/BV ในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาคือ 2.7 เท่า โรงแรมที่อยู่ในรูปแบบเช่าระยะยาวได้แก่ Grand Hyatt Erawan, JW Marriott เป็นต้น เราประเมิน EBITDA รวมของโรงแรมเหล่านี้อยู่ที่ 2.1 พันลบ. หรือคิดเป็น 69% ของ EBITDA รวมในปี 2024

ปรับตัวรับมือกับนักท่องเที่ยวที่อ่อนแอ

นักท่องเที่ยวคิดเป็น 15% ของรายได้รวมของ ERW ในปี 2024 ด้วยจำนวนนักท่องเที่ยวมายังประเทศไทยที่ลดลง 33% y-y ใน 5M25 ERW จึงกระจายฐานลูกค้าโดยมุ่งเน้นนักท่องเที่ยวตะวันออกกลาง สหรัฐ ยุโรป และอินเดีย มากขึ้น นอกจากนี้ ERW ยังขยายธุรกิจโรงแรม HOP INN ซึ่งเน้นกลุ่มนักท่องเที่ยวในประเทศในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก เพื่อสร้างรายได้ที่มั่นคง ขณะที่การท่องเที่ยวภายในประเทศยังคงแข็งแกร่ง ซึ่งช่วยหนุนความต้องการโรงแรมรายย่อยของ HOP INN โดยในปี 2024 โรงแรม HOP INN สร้างรายได้ถึง 22% ของรายได้รวมของ ERW เราคาดว่า RevPar อยู่ที่ -8/+3/+6% ในปี 2025-27F ตามลำดับ

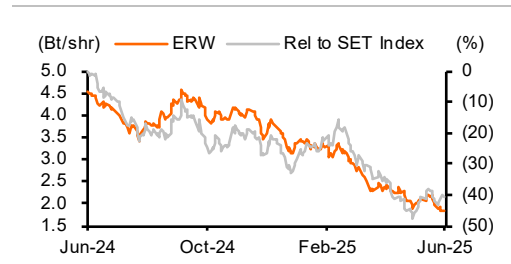
แนวโน้มอ่อนแอใน 2Q25F

เราคาดว่ากำไรปกติของ ERW ใน 2Q25F อยู่ที่ 83 ลบ. ลดลง 35% y-y และ 76% q-q เนื่องจาก 2Q เป็นช่วงโลว์ซีซั่น การลดลง y-y เป็นผลจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่ลดลง ซึ่งส่งผลกระทบต่อโรงแรมในกลุ่มระดับ 3 ถึง 5 ดาวของ ERW โดย RevPAR คาดว่าจะลดลง 10% y-y และ EBIT margin ลดลงทั้ง y-y และ q-q มาอยู่ที่ 13.9% ใน 2Q25F เราคาดว่า 3Q25F จะเป็นจุดต่ำสุดของกำไรของ ERW โดยคาดว่าจะฟื้นตัว q-q ใน 4Q25F ทั้งนี้ 3Q ยังเป็นช่วงโลว์ซีซั่นเช่นกัน และเรายังรวมต้นทุนค่าเช่าใหม่ของโรงแรม Grand Hyatt Erawan เข้ามาด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,872	7,755	8,144	8,738
Net profit	1,281	805	954	1,063
Consensus NP	—	895	960	1,058
Diff frm cons (%)	—	(10.1)	(0.6)	0.5
Norm profit	917	805	954	1,063
Prev. Norm profit	—	810	1,005	1,151
Chg frm prev (%)	—	(0.6)	(5.0)	(7.7)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	17.4	(14.0)	18.5	11.4
Norm PE (x)	9.6	11.1	9.4	8.4
EV/EBITDA (x)	6.9	7.4	6.7	5.8
P/BV (x)	1.0	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	4.9	3.1	3.7	4.2
ROE (%)	12.2	9.0	10.1	10.5
Net D/E (%)	96.3	98.2	83.8	70.0

PRICE PERFORMANCE



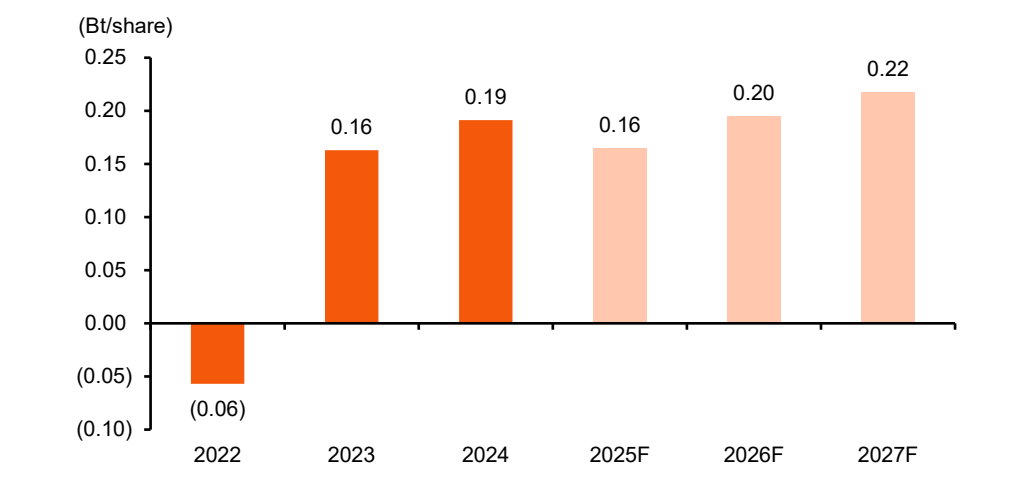
COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Jun-25 (Bt)	1.83
Market Cap (US\$ m)	270.9
Listed Shares (m shares)	4,886.9
Free Float (%)	64.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.3
12M Price H/L (Bt)	4.58/1.82
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkrit & Wattanavekin Group 55%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

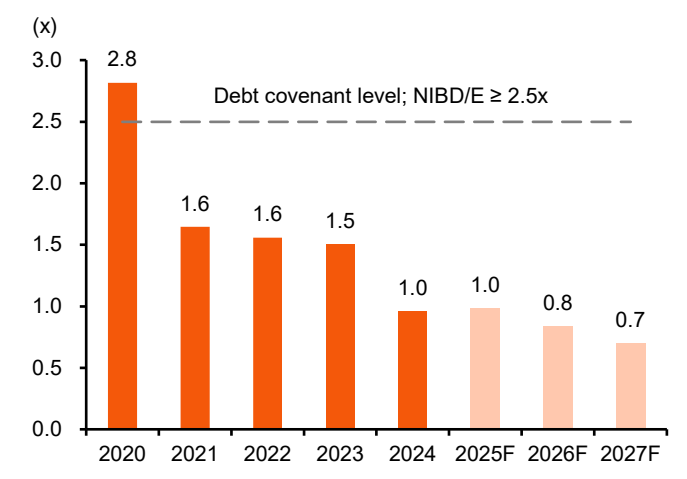
ESG Summary Report P8

Ex 1: EPS



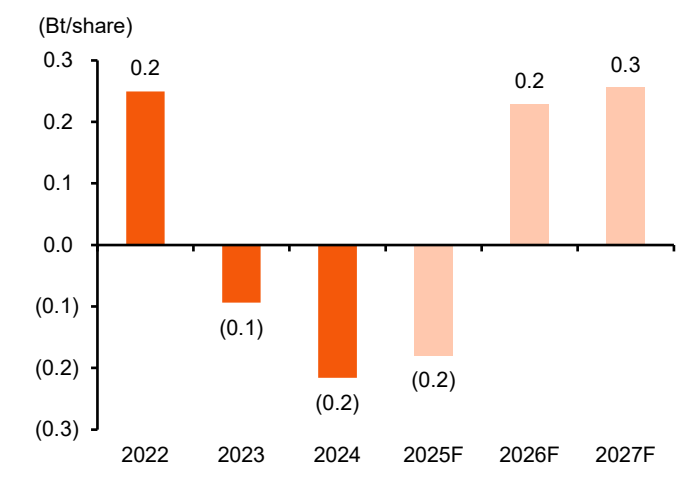
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Net D/E



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Free Cash Flow Per Share



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
# of international tourists (m people)					
- New	28.2	35.5	33.8	34.6	35.6
- Old			34.0	35.5	36.6
- Change (%)			(0.6)	(2.6)	(2.6)
Occupancy rate (%)					
- New	79.7	79.9	79.9	81.4	83.3
- Old			79.9	81.8	83.6
- Change (ppt)			(0.1)	(0.3)	(0.3)
ARR (Bt/room/night)					
- New	1,812	1,922	1,772	1,796	1,865
- Old			1,776	1,814	1,895
- Change (%)			(0.2)	(1.0)	(1.6)
Normalized profit (Bt m)					
- New	762	917	805	954	1,063
- Old			810	1,005	1,151
- Change (%)			(0.6)	(5.0)	(7.7)

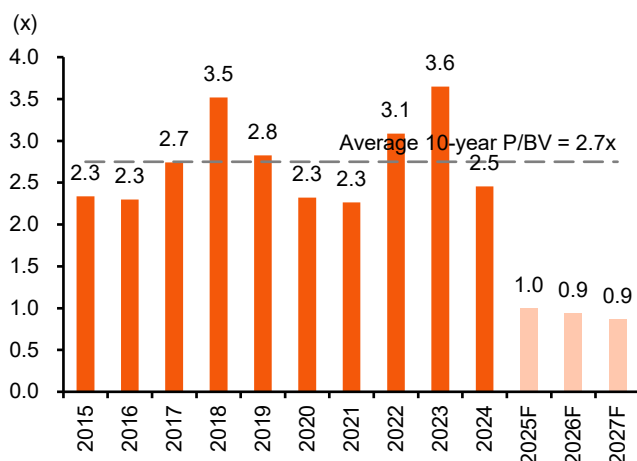
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Breakup Value

As of the end of 2024	(Unit: Bt m)
Book value of its owned assets	18,888
<u>Less</u> Net debt	9,138
<u>Less</u> Minority interest	780
Net book value of its owned assets	8,970
# of shares	4,887
Net book value of its owned assets per share	Bt1.84/share

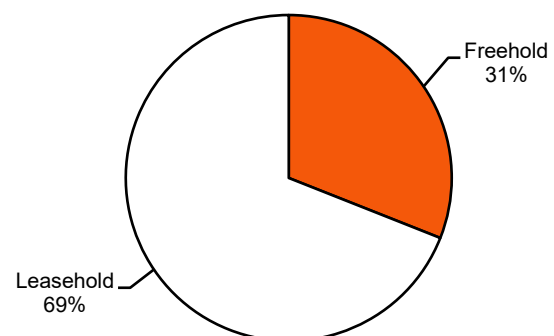
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: P/BV



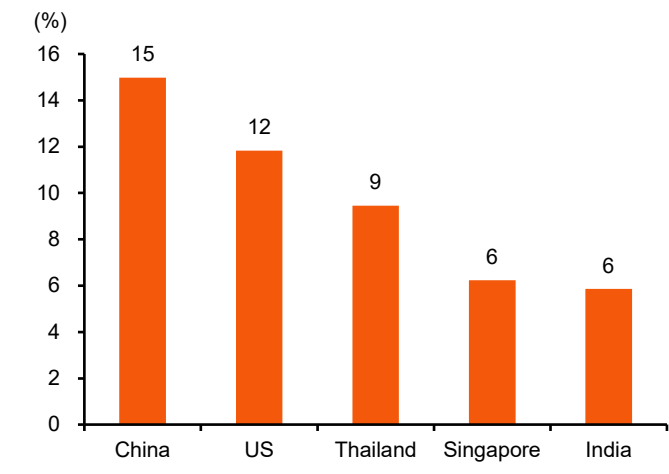
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: EBITDA Breakdown By Type Of Asset In 2024



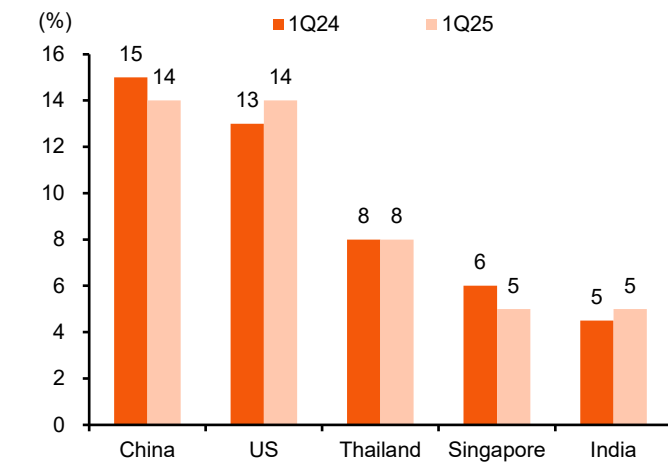
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: ERW's Revenue Breakdown By Nationality In 2024



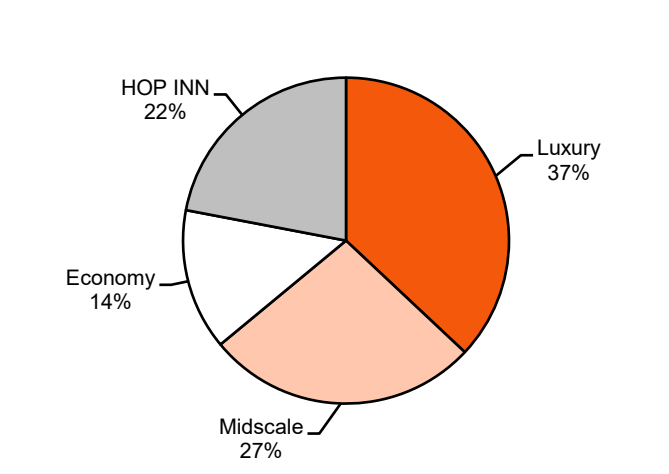
Source: Company data

Ex 9: ERW's Revenue Breakdown By Nationality



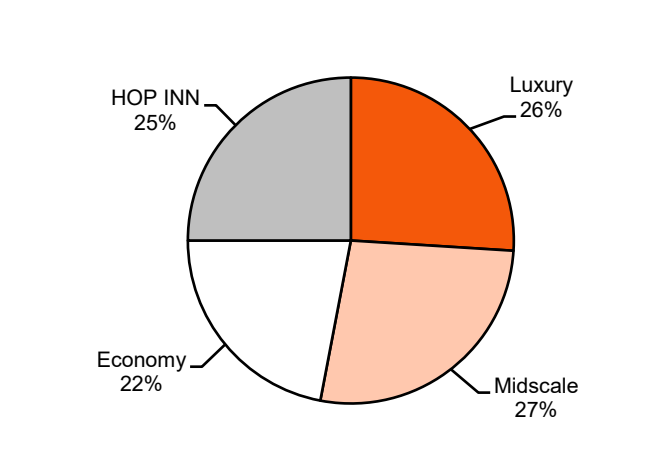
Source: Company data

Ex 10: Revenue Breakdown By Segment In 2024



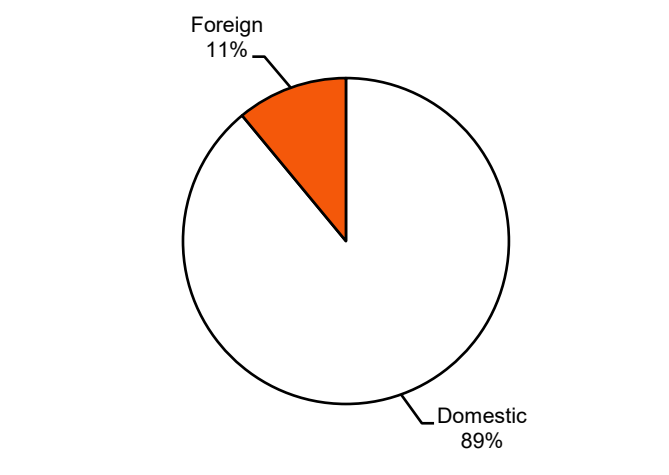
Source: Company data

Ex 11: EBITDA Breakdown By Segment In 2024



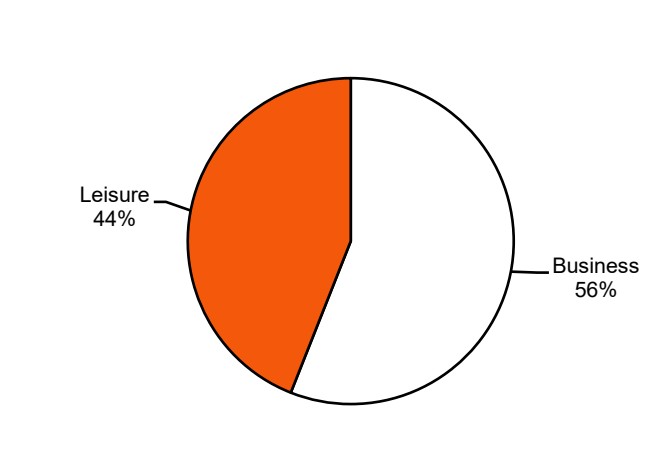
Source: Company data

Ex 12: HOP INN's Customer Profile By Traveler Base



Source: Company data

Ex 13: HOP INN's Customer Profile By Segment In 2024



Source: Company data

Ex 14: Brands Under ERW's Hotel Portfolio At End 2024

Luxury

GRAND | HYATT
ERAWAN BANGKOK

Grand Hyatt Erawan Bangkok

JW MARRIOTT
BANGKOK

JW Marriott Bangkok

THE NAKA ISLAND
PHUKET

The Naka Island,
a Luxury Collection Resort & Spa,
Phuket

Midscale

Holiday Inn
AN IHG HOTEL
PATTAYA

Holiday Inn Pattaya

COURTYARD
BY MARRIOTT
Bangkok

Courtyard by Marriott Bangkok

Holiday Inn
AN IHG HOTEL
CEBU CITY

Holiday Inn Cebu City, Philippines

NOVOTEL
HOTELS & RESORTS

Novotel Bangkok Sukhumvit 4

Mercure
HOTELS

- Mercure Bangkok Sukhumvit 24
- Mercure Bangkok Siam
- Mercure Pattaya Ocean Resort

Economy

ibis
STYLES
HOTEL

ibis Styles Bangkok Sukhumvit 4

ibis

- ibis Bangkok Riverside
- ibis Bangkok Sathorn
- ibis Bangkok Siam
- ibis Bangkok Sukhumvit 24
- ibis Bangkok Sukhumvit 4
- ibis Pattaya
- ibis Phuket Patong

Budget



Source: Company data

Ex 15: 2Q25F Earnings Preview

Income Statement	(consolidated)						
Yr-end Dec (Bt m)	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	q-q%	y-y%
Revenue	1,834	1,849	2,215	2,127	1,760	(17)	(4)
Gross profit	1,024	1,037	1,354	1,290	976	(24)	(5)
SG&A	730	745	788	766	732	(4)	0
Operating profit	294	291	566	524	244	(53)	(17)
EBITDA	536	546	828	776	497	(36)	(7)
Other income	9	7	21	9	9	4	(1)
Other expense	(1)	0	(0)	(0)	0	na	na
Interest expense	182	179	171	160	162	1	(11)
Profit before tax	122	119	417	374	91	(76)	(25)
Income tax	(9)	(5)	22	11	5	(59)	na
Equity & invest. income	0	0	0	0	0	na	na
Minority interests	(4)	0	(16)	(17)	(4)	na	na
Extraordinary items	235	0	0	0	0	na	na
Net profit	361	125	378	345	83	(76)	(77)
Normalized profit	127	124	378	345	83	(76)	(35)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2025F

													Terminal
(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Value
EBITDA excl. depre from right of use	2,540	2,686	2,909	3,018	3,067	3,277	3,422	3,560	3,680	3,788	3,897	4,008	—
Free cash flow	(664)	1,477	1,532	1,499	2,272	2,627	2,748	2,863	2,962	3,051	3,140	3,231	41,397
PV of free cash flow	(663)	1,222	1,153	1,026	1,413	1,486	1,414	1,339	1,260	1,180	1,105	1,033	13,238
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	10.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	26,205												
Net debt (2024)	9,138												
Minority interest	780												
Equity value	16,286												
# of shares	4,887												
Target price/share (Bt)	3.30												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 17: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Accor SA	AC FP	France	4.6	20.7	18.0	14.9	2.1	2.1	10.9	10.0	3.3	3.7
Indian Hotels	IH IN	India	(11.3)	24.8	64.0	51.3	9.8	8.4	39.0	31.5	0.3	0.3
Resorttrust	4681 JP	Japan	(7.5)	10.0	19.0	17.3	2.5	2.3	9.8	9.2	1.8	2.0
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	na	131.4	53.1	23.0	1.6	1.5	15.6	12.3	0.4	0.5
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	(22.8)	(14.7)	16.0	18.8	2.2	1.9	7.4	7.3	3.7	na
Shanghai Jin Jiang Capital	2006 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	(18.5)	10.8	110.8	100.0	5.0	4.9	14.6	13.8	0.6	0.6
InterContinental Hotels	IHG US	US	14.2	12.7	21.5	19.1	na	na	15.1	14.1	1.8	2.0
Marriott International	MAR US	US	8.0	13.3	25.8	22.8	na	na	16.1	15.0	1.0	1.1
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	11.3	14.3	31.4	27.5	na	na	19.0	17.6	0.2	0.3
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	(53.5)	25.9	18.8	15.0	0.5	0.5	19.2	15.9	2.8	2.8
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	(4.0)	14.7	17.7	15.5	1.4	1.3	8.6	8.4	2.5	2.9
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	(14.0)	18.5	11.1	9.4	1.0	0.9	7.4	6.7	3.1	3.7
Minor International	MINT TB*	Thailand	1.1	19.5	18.5	15.5	1.4	1.3	5.4	5.1	3.0	3.6
Average			(7.7)	23.2	32.8	26.9	2.7	2.5	14.5	12.8	1.9	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS

Based on 23 June 2025 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดีเอราวิ้นกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 29 ธ.ค.1982 ERW ธุรกิจหลักของบริษัท คือการลงทุนและพัฒนาโรงแรมในหลากหลายพื้นที่และหลากหลายกลุ่ม (ระดับ 5 ดาว, ระดับกลาง, ระดับประหยัด และระดับราคาย่อมเยา) ทั่วประเทศไทย ERW กำลังลงทุนในกลุ่มโรงแรมราคาประหยัดในประเทศฟิลิปปินส์และญี่ปุ่น ขณะที่ ณ สิ้น 1Q25 ERW เป็นเจ้าของโรงแรมและพื้นที่ให้เช่าร้านค้าจำนวน 96 แห่ง

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก ด้วยมีกลุ่มเครือข่ายโรงแรมที่แข็งแกร่ง เช่น Hyatt, Marriott, Novotel, Holiday Inn และ Mercure ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจในประเทศไทยของ ERW
- มีสินทรัพย์อยู่ในทำเลที่เป็นแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยว

O — Opportunity

- เน้นกลุ่มที่มีการเติบโตสูง; โรงแรมขนาดกลาง โรงแรมราคาประหยัด และระดับราคาย่อมเยา
- โอกาสในการขยายตัวในอาเซียน

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- โรงแรมยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ประเทศไทย
- อุปทานโรงแรมหรูลดตลาดในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- การเมือง ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.29	3.30	0%
Net profit 25F (Bt m)	895	805	-10%
Net profit 26F (Bt m)	960	954	-1%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2026F และราคาเป้าหมายของเรา สอดคล้องกับตัวเลขของนักวิเคราะห์ในตลาด อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อกำไรปี 2025F ของ ERW เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่อ่อนแอ

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

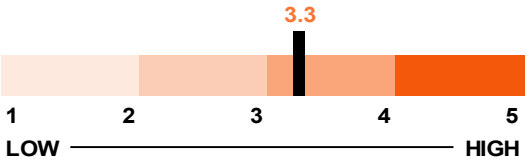
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย และโรคระบาด เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนดำเนินงานเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

ERW เป็นผู้ประกอบการโรงแรมในประเทศไทยภายใต้แบรนด์ Hyatt, Marriott, Holiday Inn, Mercure, Novotel และ Ibis นอกจากนี้ยังมีแบรนด์ของตัวเอง "Hop Inn" ในกลุ่มโรงแรมรายล้อมเยา เราให้คะแนน ESG ของ ERW อยู่ที่ 3.3 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.4 เล็กน้อย โดยเราให้คะแนนสูงสุดในด้านสังคม (S) ตามด้วยสิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G)

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)
ERW	-	-	-	-	-	62.73	30.00	-	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 - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่ 3.3 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.5 เนื่องจาก ERW มีแผนการจัดการปัญหาสิ่งแวดล้อมที่ยังไม่ชัดเจนเทียบกับคู่แข่ง ERW ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero GHG emissions) ภายในปี 2065 - ERW ตั้งเป้าที่จะเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานทดแทนให้มากกว่า 50% ภายในปี 2027 โดยภายในปี 2027 โรงแรมทั้งหมดที่บริหารโดย ERW (100%) จะมีการให้บริการที่ช่วยลดการใช้พลังงานและลดขยะคาร์บอน - ERW ลดการใช้น้ำภายในกลุ่ม โดยรณรงค์ให้ผู้เข้าพักลดการใช้น้ำซักผ้า สร้างความตระหนักรู้ในหมู่พนักงานติดตั้ง Aerator เพื่อลดปริมาณน้ำไหลจากก๊อกน้ำ สร้างระบบบำบัดน้ำเสีย ฯลฯ - ERW ตั้งเป้าลดขยะจากการฝังกลบและขยะอาหารลง 50% ภายในปี 2027 ผ่านหลักการ 4R - Reduce Reuse Recycle Resourcing
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ ERW ที่ 3.4 ซึ่งสูงกว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และธรรมาภิบาล (G) - ERW มีนโยบายด้านสิทธิมนุษยชน โดยบริษัท กล่าวว่าการทำงานพิจารณาจากค่าจ้างที่ยุติธรรมและสมเหตุสมผล สิทธิและผลประโยชน์ที่เป็นธรรม และชั่วโมงการทำงานที่เหมาะสม บริษัท ไม่มีการจ้างพนักงานที่มีอายุต่ำกว่า 18 ปี ไม่มีการเลือกปฏิบัติในด้าน สถานะที่เกิด เชื้อชาติ เพศ อายุ สีผิว ศาสนา และความทุพพลภาพ - บริษัท มีวัฒนธรรมการหมุนเวียนงาน การโยกย้ายงาน หรือการเลื่อนตำแหน่งไปยังตำแหน่งอื่นตามความเหมาะสมเพื่อเพิ่มทักษะและความก้าวหน้าในเส้นทางอาชีพ - มีการจัดการเรียนรู้ในรูปแบบ ERW Hybrid Learning Center ทั้ง Onsite และ Online ควบคู่กันเพื่อให้เกิดประสิทธิภาพการเรียนรู้สูงสุด - ERW ร่วมมือกับพันธมิตรทางธุรกิจ เครือข่าย และหน่วยงานภาครัฐเพื่อเสริมสร้างความเข้มแข็งให้กับชุมชน เช่น โครงการ HOP INN เสริมสร้างศักยภาพบุคลากรโรงแรม บ้านแหลมแสบปีโฮม Happy Stay เป็นต้น
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) แก่ ERW ที่ 3.3 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม - โครงสร้างคณะกรรมการของ ERW ยังไม่เป็นไปตามมาตรฐานที่เหมาะสม เนื่องจากประธานบอร์ดไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ และในจำนวนกรรมการ 12 คน มีเพียง 4 คนที่เป็นกรรมการอิสระ (ต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมซึ่งควรเป็น 2 ใน 3) โดยในจำนวนกรรมการทั้งหมด มีผู้หญิง 4 คน - ERW มีคณะกรรมการหลักครบถ้วน ได้แก่ คณะกรรมการค่าตอบแทน คณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง โดยเน้นการบริหารความเสี่ยงเพื่อให้การดำเนินงานมั่นคงและเติบโตอย่างยั่งยืน - ERW มีทีมงานริเริ่มโครงการที่เกี่ยวข้องกับเทคโนโลยีและนวัตกรรม บริษัท ได้ทำการศึกษาเพื่อแนะนำเทคนิคใหม่ๆ เช่น การเช็คอินและเช็คเอาท์แบบไร้สัมผัส การใช้สมาร์ตโฟนแทนคีย์การ์ดหรือ การชำระเงินแบบอิเล็กทรอนิกส์ เป็นต้น

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

*Falling Chinese tourists
hit 2025F earnings*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	6,986	7,872	7,755	8,144	8,738
Cost of sales	3,035	3,276	3,232	3,378	3,612
Gross profit	3,952	4,596	4,523	4,766	5,126
% gross margin	56.6%	58.4%	58.3%	58.5%	58.7%
Selling & administration expenses	2,720	2,992	3,048	3,192	3,352
Operating profit	1,232	1,604	1,475	1,574	1,775
% operating margin	17.6%	20.4%	19.0%	19.3%	20.3%
Depreciation & amortization	901	995	1,065	1,112	1,134
EBITDA	2,133	2,599	2,540	2,686	2,909
% EBITDA margin	30.5%	33.0%	32.8%	33.0%	33.3%
Non-operating income	60	52	52	52	55
Non-operating expenses	23	0	0	0	0
Interest expense	(589)	(703)	(651)	(588)	(555)
Pre-tax profit	726	954	876	1,038	1,274
Income tax	(17)	9	31	42	166
After-tax profit	742	946	846	997	1,109
% net margin	10.6%	12.0%	10.9%	12.2%	12.7%
Shares in affiliates' Earnings	36	3	0	0	0
Minority interests	(17)	(32)	(41)	(43)	(46)
Extraordinary items	(19)	364	0	0	0
NET PROFIT	743	1,281	805	954	1,063
Normalized profit	762	917	805	954	1,063
EPS (Bt)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

BALANCE SHEET

*Plans to build 10 HOP
INN hotels in 2025*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	1,885	2,180	1,795	1,825	1,862
Cash & cash equivalent	1,217	1,612	1,200	1,200	1,200
Account receivables	170	222	234	245	263
Inventories	49	43	44	46	49
Others	450	302	317	333	349
Investments & loans	83	0	0	0	0
Net fixed assets	16,185	18,900	20,835	20,723	20,589
Other assets	5,521	5,166	5,238	5,311	5,385
Total assets	23,675	26,246	27,869	27,859	27,837
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,058	2,981	2,543	2,529	2,507
Account payables	227	266	266	278	297
Bank overdraft & ST loans	820	685	550	507	460
Current LT debt	932	1,067	522	482	437
Others current liabilities	1,079	963	1,205	1,263	1,314
Total LT debt	9,067	8,999	9,926	9,150	8,297
Others LT liabilities	5,180	4,775	5,422	5,514	5,611
Total liabilities	17,305	16,754	17,892	17,193	16,415
Minority interest	40	780	821	864	910
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,532	4,887	4,887	4,887	4,887
Share premium	910	1,621	1,621	1,621	1,621
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,718	2,092	2,092	2,092	2,092
Retained earnings	(830)	112	556	1,202	1,912
Shareholders' equity	6,330	8,712	9,156	9,802	10,512
Liabilities & equity	23,675	26,246	27,869	27,859	27,837

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash flow from operations*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	726	954	876	1,038	1,274
Tax paid	27	20	(45)	(33)	(167)
Depreciation & amortization	901	995	1,065	1,112	1,134
Chg In working capital	(23)	(7)	(13)	(2)	(2)
Chg In other CA & CL / minorities	203	714	241	3	6
Cash flow from operations	1,833	2,675	2,125	2,118	2,246
Capex	(2,270)	(3,709)	(3,000)	(1,000)	(1,000)
Right of use	(741)	481	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(21)	83	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	624	(168)	626	100	103
Cash flow from investments	(2,408)	(3,313)	(2,424)	(950)	(947)
Debt financing	372	(69)	248	(860)	(946)
Capital increase	0	1,066	(0)	0	0
Dividends paid	0	(317)	(361)	(308)	(353)
Warrants & other surplus	(112)	353	0	0	0
Cash flow from financing	260	1,033	(113)	(1,168)	(1,299)
Free cash flow	(437)	(1,034)	(875)	1,118	1,246

VALUATION*Inexpensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	11.23	9.56	11.1	9.4	8.4
Normalized PE - at target price (x)	20.25	17.24	20.0	16.9	15.2
PE (x)	11.52	6.85	11.1	9.4	8.4
PE - at target price (x)	20.77	12.34	20.0	16.9	15.2
EV/EBITDA (x)	8.51	6.9	7.4	6.7	5.8
EV/EBITDA - at target price (x)	11.73	9.6	10.2	9.3	8.3
P/BV (x)	1.4	1.0	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	2.4	1.9	1.8	1.6	1.5
P/CFO (x)	4.7	3.3	4.2	4.2	4.0
Price/sales (x)	1.3	1.1	1.2	1.1	1.0
Dividend yield (%)	3.7	4.9	3.1	3.7	4.2
FCF Yield (%)	(5.1)	(11.8)	(9.8)	12.5	13.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.4	1.8	1.9	2.0	2.2
CFO/share	0.4	0.6	0.4	0.4	0.5
FCF/share	(0.1)	(0.2)	(0.2)	0.2	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	50.9	12.7	(1.5)	5.0	7.3
Net profit (%)	na	72.5	(37.2)	18.5	11.4
EPS (%)	na	68.2	(38.4)	18.5	11.4
Normalized profit (%)	na	20.4	(12.2)	18.5	11.4
Normalized EPS (%)	na	17.4	(14.0)	18.5	11.4
Dividend payout ratio (%)	42.7	34.3	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	56.6	58.4	58.3	58.5	58.7
Operating margin (%)	17.6	20.4	19.0	19.3	20.3
EBITDA margin (%)	30.5	33.0	32.8	33.0	33.3
Net margin (%)	10.6	12.0	10.9	12.2	12.7
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.1	1.1	1.0	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.0	1.0	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	2.3	2.3	2.7	3.2
Interest coverage - EBITDA (x)	3.6	3.7	3.9	4.6	5.2
ROA - using norm profit (%)	3.4	3.7	3.0	3.4	3.8
ROE - using norm profit (%)	12.7	12.2	9.0	10.1	10.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.3	12.6	9.5	10.5	10.9
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	18.8	21.0	19.7	20.0	20.9
- leverage (x)	3.8	3.3	3.0	2.9	2.7
- interest burden (%)	55.2	57.6	57.4	63.9	69.7
- tax burden (%)	102.3	99.1	96.5	96.0	87.0
WACC (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
ROIC (%)	8.6	10.0	8.0	8.0	8.2
NOPAT (Bt m)	1,260	1,590	1,424	1,511	1,544
invested capital (Bt m)	15,932	17,850	18,954	18,740	18,504

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.97 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่ 1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคม, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, 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