

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 14.00

(From: Bt 10.00)

27 AUGUST 2025

Change in Recommendation

Upside : 13.8%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

กลับมาเติบโต

เราปรับคำแนะนำ BGRIM ขึ้นเป็น "ซื้อ" ด้วยมองกำไรกลับมาเติบโตได้ หลังความเสี่ยงของอัตราค่าไฟ SPP ลดลง เราคาด EPS เติบโตเฉลี่ย 14% ต่อปีในช่วงปี 2025-27F บนความต้องการใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากแนวโน้ม FDI ที่ยังเติบโต และการรับรู้กำไรจากโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง และโครงการดาต้าเซ็นเตอร์



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ปรับคำแนะนำเป็น "ซื้อ"

ในบทวิเคราะห์ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคของเรา "สถานการณ์ SPP ดูดีขึ้น" วันที่ 27 สิงหาคม 2025 เราปรับกำไรปี 2025-27F ของ BGRIM ขึ้น 15-20% เพื่อสะท้อนมุมมองของเราว่า ผลกระทบจากความเสี่ยงด้านนโยบายต่อธุรกิจ SPP ซึ่งเป็นหน่วยธุรกิจหลักของบริษัท โดยคิดเป็น 67% ของกำลังการผลิตนั้นเริ่มคลี่คลาย เราจึงปรับคำแนะนำ BGRIM ขึ้นเป็น "ซื้อ" (จากเดิม ถือ) ด้วยราคาเป้าหมายที่สูงขึ้นเป็น 14.0 บาท/หุ้น (จาก 10.0 บาท) หลังการปรับกำไรและเลื่อนปีฐานเป็นปี 2026F เราคาด EPS ของ BGRIM จะเติบโตได้ 23/7/14% ในปี 2025-27F หนุนโดย 1) การใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ด้วยการลงทุนจากต่างประเทศ (FDI) เข้ามาในนิคมอุตสาหกรรมของพันธมิตรธุรกิจ SPP หลักอย่าง บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA) ยังคงแข็งแกร่ง 2) โรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwol (ถือหุ้น 50%) ทายเตรียม COD จาก 100MW ใน 4Q25F เป็น 740MW ในปี 2028F และ 3) การเริ่มรับรู้กำไรจากโครงการดาต้าเซ็นเตอร์ขนาด 100MW ในไทย (ถือหุ้น 40%) ตั้งแต่ปี 2027F

ความเสี่ยงของอัตราค่าไฟ SPP ลดลง

เราปรับสมมติฐานอัตรา spark spread จากการขายไฟฟ้าให้กลุ่มลูกค้า IU ของ BGRIM ขึ้นเป็น 1.27/1.25/1.25 บาท/kWh ในปี 2025-27F (เดิมที่ 1.25/1.23/1.20 บาท/kWh) จาก 1) ต้นทุนราคา pool gas มีแนวโน้มลดลง 2) การแทรกแซงค่าไฟฟ้าของรัฐบาลในช่วงหลังดูมีความสมเหตุสมผลมากขึ้น และส่งผลกระทบต่ออัตราค่าไฟของกลุ่มโรงไฟฟ้าน้อยลง และ 3) เราเชื่อว่ารัฐบาลจะสามารถบรรลุเป้าหมายการลดราคาไฟฟ้าเหลือ 3.7 บาท/kWh (จากปัจจุบันที่ 3.95 บาท) ได้ผ่านการปรับโครงสร้างกลไกราคา pool gas โดยไม่ส่งผลกระทบต่ออัตราค่าไฟของ SPP อย่างมีนัยสำคัญ

ได้ประโยชน์จากแนวโน้ม FDI เร่งตัว

เราคาด BGRIM จะได้ประโยชน์จากแนวโน้ม FDI ของประเทศไทยที่ยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง (ดูเพิ่มเติมในบทวิเคราะห์กลุ่มนิคมอุตสาหกรรม "FDI ยังคงเติบโตต่อเนื่อง" วันที่ 31 กรกฎาคม 2025) เรามองว่ายอดขาย pre-sales ที่ดินของ AMATA ที่เร่งตัวขึ้นในช่วงปี 2021-24 ซึ่งมักนำมาสู่การทยอยเริ่มเปิดดำเนินงานของโรงงานหลังจากนั้น 2-3 ปี จะทำให้ปริมาณขายไฟฟ้าให้ลูกค้า IU จากโรงไฟฟ้า SPP ของ BGRIM เติบโต 3/2/2% ในปี 2026-28F (จาก -2% ในปี 2025F) และปริมาณขายโอนมาเติบโตเฉลี่ยปีละ 3% (จาก 2%) ซึ่งเรามองการเติบโตนี้มาจากอุตสาหกรรมการผลิตเป็นหลัก และยังไม่รวมการใช้ไฟฟ้าที่จะเพิ่มขึ้นจากการลงทุนดาต้าเซ็นเตอร์ในไทย เนื่องจาก BGRIM ยังดูระมัดระวังในการทำสัญญาระยะยาว และอาจต้องมีการลงทุนเพิ่มเติมเพื่อรองรับความต้องการดังกล่าว

การเติบโตจากธุรกิจใหม่

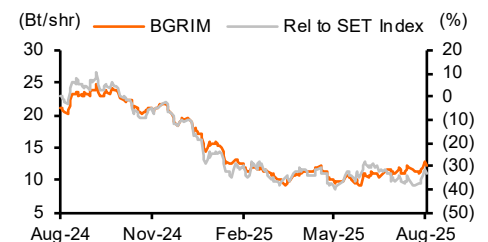
นอกจากการเติบโตตามปริมาณการขายไฟฟ้าของ SPP ที่เพิ่มขึ้นแล้ว เรายังมองสองธุรกิจจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตเพิ่มเติมสำหรับ BGRIM โดยคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ Nakwol จะเพิ่มขึ้นเป็น 2.0 พันลบ. เมื่อดำเนินงานเต็มปี 2029F ในขณะที่กำไรจากโครงการดาต้าเซ็นเตอร์แห่งแรกขนาด 100MW ทยอยเพิ่มขึ้นเป็น 700 ลบ. ในปี 2030F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จาก (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	55,853	52,572	52,062	51,940
Net profit	1,557	2,408	2,505	2,719
Consensus NP	—	1,869	2,222	2,646
Diff firm cons (%)	—	28.9	12.8	2.8
Norm profit	2,083	2,408	2,505	2,719
Prev. Norm profit	—	2,090	2,169	2,268
Chg firm prev (%)	—	15.2	15.5	19.9
Norm EPS (Bt)	0.5	0.6	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	(7.8)	22.8	6.5	13.5
Norm PE (x)	26.5	21.5	20.2	17.8
EV/EBITDA (x)	9.2	9.3	9.6	9.4
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.9
Div yield (%)	3.5	3.2	3.5	3.9
ROE (%)	5.6	6.7	7.1	7.7
Net D/E (%)	187.7	183.9	180.4	180.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 26-Aug-25 (Bt)	12.30
Market Cap (US\$ m)	987.1
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	31.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.8
12M Price H/L (Bt)	24.70/9.20
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 18.29%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P13

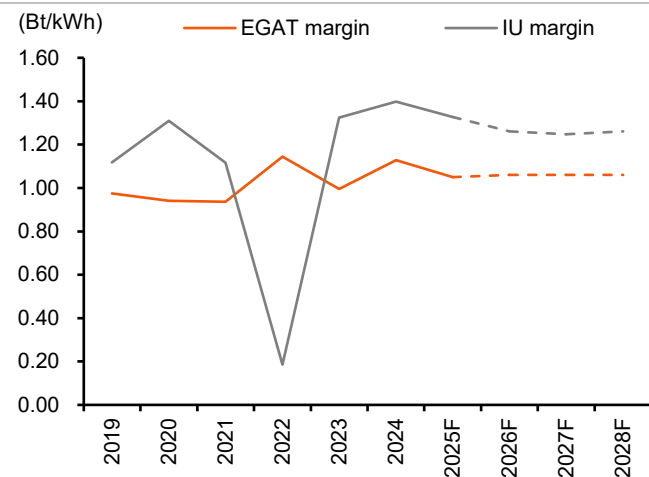
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions

	2025F	2026F	2027F	2028F
National electricity tariff (Bt/kWh)				
New	4.03	3.90	3.85	3.93
Old	3.99	3.80	3.70	3.72
Change (%)	1.0	2.6	4.1	5.7
Domestic gas pool price (Bt/mmbtu)				
New	300	290	285	290
Old	305	285	275	280
Change (%)	(1.6)	1.8	3.6	3.6
IU electricity sales margin (Bt/kWh)				
New	1.27	1.25	1.25	1.24
Old	1.25	1.23	1.20	1.18
Change (%)	1.6	1.3	4.0	5.1

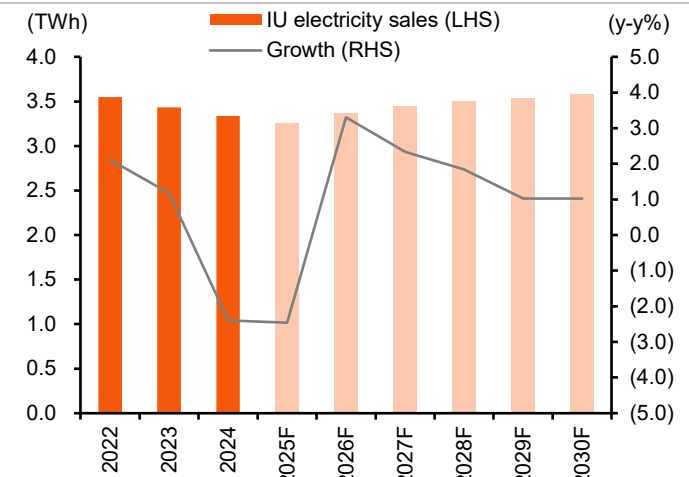
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Normalizing SPP Margins On Easing Policy Risks



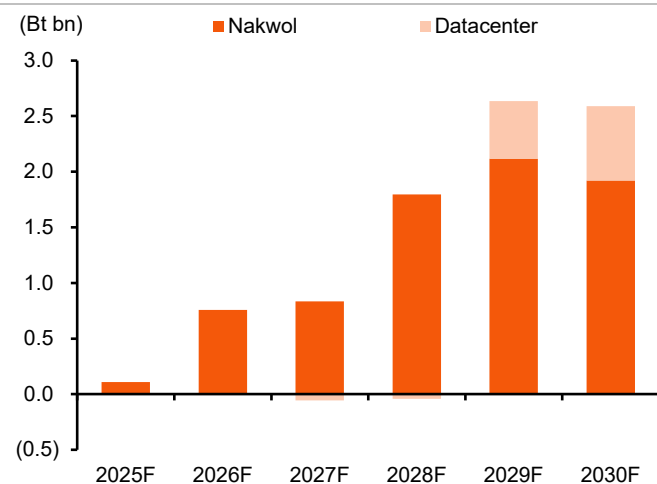
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Increasing Electricity Demand From Industrial Users



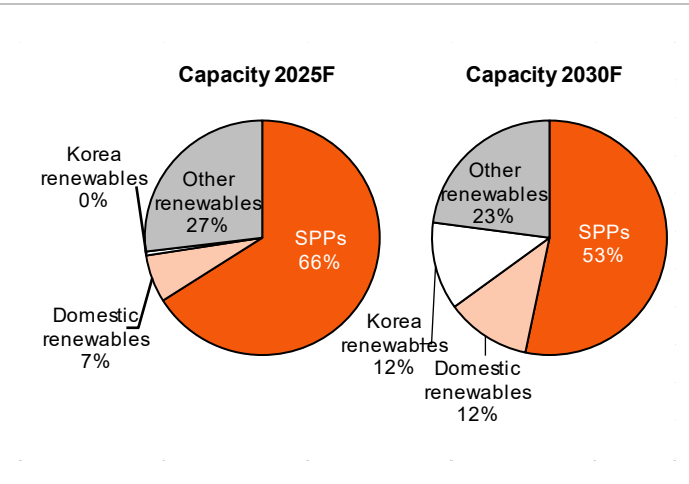
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Equity Income From New Business Units



Source: Thanachart estimates

Ex 5: Diversifying Away From SPPs



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP)-Based 12-month TP Calculation

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM share (Bt)
Gas-fired SPP plants (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, BGPAT, UVBGP, BGPR, U-Tapao)	DCF	5.2 - 6.4%	21.9
Renewable projects			13.1
Solar - Thailand	DCF	5.9%	3.0
Solar - Vietnam	DCF	7.8%	0.2
Solar - Malaysia	DCF	6.5%	0.2
Solar - Cambodia	DCF	7.8%	0.4
Wind - Thailand	DCF	6.3%	0.4
Hydro - Laos	DCF	9.4%	0.7
Renewables - South Korea	DCF	2.6%	7.3
Other renewables oversea	DCF	6.0-7.2%	0.8
Datacenter business	DCF	5.6%	1.6
Net debt & others			(17.0)
- Perpetual bond			(5.6)
Grand total			14.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นหนึ่งในบริษัทย่อยของกลุ่ม B.Grimm ซึ่งดำเนินธุรกิจในประเทศไทยมากกว่า 140 ปี BGRIM เป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) โดยจัดหาและผลิตไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับเพื่อขายให้โครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และลูกค้าอุตสาหกรรมกว่า 200 รายในหลายนิคมอุตสาหกรรม และกำลังมีแผนขยายธุรกิจไฟฟ้าไปในเวียดนามและลาว บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะขยายกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดเป็น 10GW ภายในปี 2030 จาก 4.1GW ในปี 2024 ซึ่งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนเป็นปัจจัยที่บริษัทฯ ให้ความสนใจ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไฟฟ้าในประเทศเพื่อนบ้านและเอเชีย
- การเปิดเสรีของอุตสาหกรรมไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเปิดโอกาสสำหรับธุรกิจใหม่ เช่น สมาร์ทกริด และการซื้อขายแบบ peer-to-peer

CONSENSUS COMPARISON

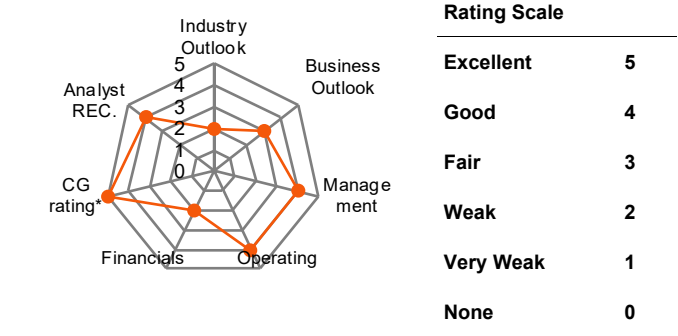
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.57	14.00	-4%
Net profit 25F (Bt m)	1,869	2,408	29%
Net profit 26F (Bt m)	2,222	2,505	13%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 8	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราสำหรับปี 2025-26F สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ Bloomberg Consensus อยู่ที่ 29% และ 13% ตามลำดับ ซึ่งเราเชื่อว่าสาเหตุหลักมาจากการที่เราคาดการณ์กำไรจากโครงการพลังงานลมนอกชายฝั่งในเกาหลีใต้ไว้สูงกว่าตลาดในช่วงต้นของโครงการ
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตลาด 4% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราใช้สมมติฐานอัตรากำไร SPP ต่ำกว่าตลาดในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- อัตราหนี้สินทางการเงินของบริษัทดูค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่มเดียวกัน แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าขีดจำกัดเป้าหมายของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ หลังจากการออกหุ้นกู้ perpetual bonds ชุดที่สองเมื่อต้นปี 2023

T — Threat

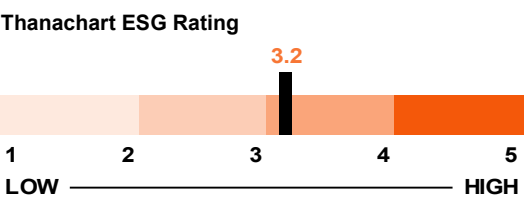
- พังพานโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบต่อเงินเฟ้อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การปรับลดราคาค่าไฟฟ้าของประเทศจากรัฐบาลที่มากกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อตัวเลขของเรา
- ความต้องการไฟฟ้าและไอน้ำของผู้ใช้อุตสาหกรรม (IUs) ที่อ่อนแอกว่าคาดเป็นอีกความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อคาดการณ์กำไร และคำแนะนำการลงทุนของเรา
- การพัฒนาโครงการธุรกิจใหม่ที่ล่าช้ากว่าคาด หรือผลตอบแทนจากโครงการดังกล่าวที่ต่ำกว่าคาด — ซึ่งในปัจจุบัน คือ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่งในเกาหลีใต้ และ Data Center ในประเทศไทย — จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อการประเมินมูลค่าพื้นฐานของเรา

Source: Thanachart

BGRIM เป็นผู้ผลิตไฟฟ้าก๊าซเอกชนรายใหญ่ในประเทศไทย โดยมีกำลังการผลิตที่ดำเนินการแล้วรวม 2.7GW ณ ปี 2024 โดย 67% ของกำลังการผลิตมาจากโรงไฟฟ้าก๊าซในประเทศ ขณะที่อีก 33% มาจากโครงการพลังงานทดแทนในต่างประเทศ เราให้คะแนน ESG แก่ BGRIM ที่ดีที่ 3.2 ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นอย่างจริงจังของบริษัทในการลงทุนด้านพลังงานสะอาดและการพัฒนาสังคม แม้จะถูกลดทอนบางส่วนจากคะแนนด้านธรรมาภิบาลที่ยังอยู่ในระดับค่อนข้างต่ำ



	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)
BGRIM	YES	AAA	-	BBB	62.99	50.27	84.00	-	5.0

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

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ BGRIM ที่ 3.4 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.1 อย่างมาก - BGRIM มีความก้าวหน้าอย่างมากในการบรรลุเป้าหมายสัดส่วนพลังงานทดแทนมากกว่า 50% ของกำลังการผลิตทั้งหมดภายในปี 2030 โดยในปี 2024 สัดส่วนพลังงานทดแทนอยู่ที่ 33% และเมื่อรวมกับสัญญาพลังงานทดแทนที่ได้รับแล้วรวม 1.5GW บริษัทอยู่ในเส้นทางที่จะบรรลุเป้า 54% ภายในปี 2030 ทั้งนี้ ความเข้มของการปล่อยคาร์บอนอยู่ที่ 0.38 tCO₂/MWh ในปี 2024 ซึ่งดีกว่าค่าเฉลี่ยของระบบโครงข่ายไฟฟ้าไทยที่ 0.50 - บริษัทกำลังสำรวจโอกาสการลงทุนในเทคโนโลยีพลังงานทางเลือก เช่น hydrogen co-firing และ integrated clean energy solutions เพื่อสนับสนุนแผนการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 โดย BGRIM ยังระบุว่าการเปลี่ยนผ่านของบริษัทสอดคล้องกับเส้นทางการจำกัดอุณหภูมิโลกไม่ให้เกิน 2°C ซึ่งเราจะติดตามความคืบหน้าในการดำเนินการต่อไป - BGRIM โดดเด่นกว่าบริษัทไทยอื่นๆ ในด้านการอนุรักษ์ความหลากหลายทางชีวภาพ เช่น โครงการ "รักษเสือ" (Save the Tiger) การปลูกป่าฟื้นฟู และความร่วมมือกับองค์กรอนุรักษ์สัตว์ป่า
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ BGRIM ที่ 4.0 ซึ่งเป็นคะแนนสูงสุดในกลุ่มสาธารณูปโภค สะท้อนถึงการปฏิบัติตามปรัชญาองค์กร "Empowering the World Compassionately" อย่างแข็งแกร่ง - BGRIM เชื่อว่า "Social License to Operate" คือปัจจัยสำคัญต่อความยั่งยืนของธุรกิจ ดังนั้นบริษัทจึงให้การสนับสนุนชุมชนในพื้นที่อย่างต่อเนื่องผ่านโครงการด้านการศึกษาแก่เยาวชน การสร้างโอกาสในการจ้างงาน การเข้าถึงบริการสุขภาพ และกิจกรรมด้านวัฒนธรรม - BGRIM ให้ความสำคัญกับความเป็นอยู่ที่ดีของพนักงาน รวมถึงการเสริมสร้างศักยภาพผ่านโครงการที่ส่งเสริมทั้งสุขภาพกายและใจ โดยมี "B.Grimm Academy" เป็นแพลตฟอร์มพัฒนานตนเองที่ออกแบบมาเพื่อเพิ่มขีดความสามารถที่จำเป็นต่อการทำงาน - บริษัทฯ ตระหนักถึงความเสี่ยงจากโรงไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงฟอสซิล BGRIM จึงปฏิบัติตามมาตรฐานความปลอดภัยอย่างเข้มงวด เพื่อป้องกันการปล่อยมลพิษและการรั่วไหลของสารอันตราย เพื่อคุ้มครองสุขภาพและสิ่งแวดล้อมของชุมชนโดยรอบ
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เรามองว่าด้านธรรมาภิบาล (G) เป็นเสาหลักด้าน ESG ที่อ่อนที่สุดของ BGRIM โดยให้คะแนนเพียง 2.6 - ประธานกรรมการของ BGRIM ไม่ได้เป็นกรรมการอิสระ กรรมการอิสระมีเพียง 5 จากทั้งหมด 11 คน ซึ่งต่ำกว่าครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ และยังต่ำกว่าอัตราส่วนในอุดมคติที่ 2 ใน 3 อีกทั้งยังมีกรรมการ 3 คนที่เป็นสมาชิกในครอบครัวผู้ก่อตั้ง ซึ่งปัจจัยเหล่านี้ถือว่ายังไม่เป็นไปตามมาตรฐานสากล - เรามองว่า BGRIM เผชิญกับความเสี่ยงการกระจุกตัวของธุรกิจ เนื่องจากมีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบสูง ตัวอย่างเช่น ความเสี่ยงจากการปรับลดค่า FIT ของโซลาร์ในเวียดนาม และความเสี่ยงจากการกำหนดอัตราค่าไฟฟ้าที่ต่ำโดยภาครัฐในไทย ซึ่งส่งผลกระทบต่อโครงการ SPP - เรามองว่าประเด็นนี้เชื่อมโยงกับนวัตกรรมทางธุรกิจและความยั่งยืน ซึ่ง BGRIM จำเป็นต้องเร่งสำรวจเทคโนโลยีใหม่ๆ เพื่อนำมาสนับสนุนธุรกิจพลังงานแบบดั้งเดิม อย่างไรก็ตาม ความมุ่งมั่นที่ชัดเจนของบริษัทในการลงทุนพลังงานทดแทนที่มีการกระจายตัวอย่างเหมาะสมในตลาดหลักของเอเชียและบางประเทศในยุโรป ถือเป็นทิศทางที่ถูกต้องในมุมมองของเรา

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	57,115	55,853	52,572	52,062	51,940
Cost of sales	46,926	45,247	42,127	42,068	41,733
Gross profit	10,189	10,606	10,446	9,994	10,207
% gross margin	17.8%	19.0%	19.9%	19.2%	19.7%
Selling & administration expenses	2,285	2,502	2,651	2,607	2,561
Operating profit	7,904	8,104	7,794	7,386	7,646
% operating margin	13.8%	14.5%	14.8%	14.2%	14.7%
Depreciation & amortization	5,587	5,926	5,987	6,069	6,281
EBITDA	13,490	14,031	13,782	13,456	13,927
% EBITDA margin	23.6%	25.1%	26.2%	25.8%	26.8%
Non-operating income	660	1,170	1,051	1,041	1,039
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,970)	(5,231)	(5,108)	(5,317)	(5,301)
Pre-tax profit	3,593	4,043	3,738	3,110	3,384
Income tax	282	396	561	529	592
After-tax profit	3,311	3,647	3,177	2,582	2,791
% net margin	5.8%	6.5%	6.0%	5.0%	5.4%
Shares in affiliates' Earnings	93	40	556	1,221	1,247
Minority interests	(1,342)	(1,604)	(1,325)	(1,297)	(1,319)
Extraordinary items	(173)	(526)	0	0	0
NET PROFIT	1,889	1,557	2,408	2,505	2,719
Normalized profit	2,062	2,083	2,408	2,505	2,719
EPS (Bt)	0.4	0.3	0.6	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7

Earnings now look to be
bottoming out

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	53,727	46,426	45,669	50,514	40,468
Cash & cash equivalent	28,439	18,785	20,000	25,000	15,000
Account receivables	10,009	14,851	12,963	12,837	12,807
Inventories	929	1,059	1,154	1,153	1,143
Others	14,350	11,731	11,552	11,524	11,518
Investments & loans	5,285	15,542	18,648	23,245	24,785
Net fixed assets	93,909	92,118	89,478	85,940	87,706
Other assets	24,115	26,815	27,329	27,837	28,291
Total assets	177,036	180,901	181,124	187,536	181,251
LIABILITIES:					
Current liabilities:	17,483	31,514	29,960	31,040	29,581
Account payables	8,048	7,744	6,925	6,915	6,860
Bank overdraft & ST loans	304	7,668	5,815	6,078	5,706
Current LT debt	8,541	15,434	16,572	17,324	16,262
Others current liabilities	590	668	648	723	752
Total LT debt	101,313	92,650	93,909	98,167	92,154
Others LT liabilities	5,537	5,065	4,886	4,798	4,694
Total liabilities	124,334	129,229	128,755	134,005	126,429
Minority interest	14,575	15,585	16,910	18,208	19,527
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Share premium	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	17,206	15,464	15,464	15,464	15,464
Retained earnings	6,064	5,765	5,137	5,002	4,973
Shareholders' equity	38,128	36,086	35,458	35,324	35,295
Liabilities & equity	177,036	180,901	181,124	187,536	181,251

Likely healthier balance
sheet when new
businesses come online

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	3,593	4,043	3,738	3,110	3,384
Tax paid	(282)	(396)	(561)	(529)	(592)
Depreciation & amortization	5,587	5,926	5,987	6,069	6,281
Chg In working capital	(808)	(5,276)	974	118	(16)
Chg In other CA & CL / minorities	3,013	866	715	1,323	1,283
Cash flow from operations	11,103	5,163	10,854	10,092	10,340
Capex	(5,162)	(3,867)	(3,073)	(2,241)	(7,743)
Right of use	(313)	(253)	(200)	(200)	(150)
ST loans & investments	(5,490)	2,913	0	0	0
LT loans & investments	(793)	(10,257)	(3,106)	(4,598)	(1,540)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,069)	(5,210)	(768)	(687)	(712)
Cash flow from investments	(13,827)	(16,674)	(7,146)	(7,725)	(10,145)
Debt financing	(4,255)	5,455	544	5,273	(7,447)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,308)	(1,810)	(3,036)	(2,640)	(2,749)
Warrants & other surplus	7,820	(1,789)	0	0	0
Cash flow from financing	2,256	1,856	(2,492)	2,633	(10,195)
Free cash flow	5,941	1,296	7,781	7,851	2,597

Major investments now
are for its offshore wind
project in South Korea

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	24.4	26.5	21.5	20.2	17.8
Normalized PE - at target price (x)	27.8	30.1	24.5	23.0	20.3
PE (x)	28.1	46.8	21.5	20.2	17.8
PE - at target price (x)	32.0	53.2	24.5	23.0	20.3
EV/EBITDA (x)	8.4	9.2	9.3	9.6	9.4
EV/EBITDA - at target price (x)	8.8	9.5	9.6	9.9	9.7
P/BV (x)	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
P/CFO (x)	2.9	6.2	3.0	3.2	3.1
Price/sales (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	2.9	3.5	3.2	3.5	3.9
FCF Yield (%)	18.5	4.0	24.3	24.5	8.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
EPS	0.4	0.3	0.6	0.6	0.7
DPS	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5
BV/share	14.6	13.8	13.6	13.6	13.5
CFO/share	4.3	2.0	4.2	3.9	4.0
FCF/share	2.3	0.5	3.0	3.0	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

2026F PE falling to 20x
looks more justified given
its better earnings outlook

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(8.5)	(2.2)	(5.9)	(1.0)	(0.2)
Net profit (%)	na	(17.6)	54.7	4.0	8.6
EPS (%)	na	(40.0)	117.1	6.5	13.5
Normalized profit (%)	449.8	1.0	15.6	4.0	8.6
Normalized EPS (%)	na	(7.8)	22.8	6.5	13.5
Dividend payout ratio (%)	82.2	163.5	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	17.8	19.0	19.9	19.2	19.7
Operating margin (%)	13.8	14.5	14.8	14.2	14.7
EBITDA margin (%)	23.6	25.1	26.2	25.8	26.8
Net margin (%)	5.8	6.5	6.0	5.0	5.4
D/E (incl. minor) (x)	2.1	2.2	2.2	2.3	2.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.7	2.7	2.7	2.5	2.6
ROA - using norm profit (%)	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
ROE - using norm profit (%)	6.1	5.6	6.7	7.1	7.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.8	9.8	8.9	7.3	7.9
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	15.0	16.6	16.8	16.2	16.7
- leverage (x)	5.1	4.8	5.1	5.2	5.2
- interest burden (%)	42.0	43.6	42.3	36.9	39.0
- tax burden (%)	92.1	90.2	85.0	83.0	82.5
WACC (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
ROIC (%)	6.3	6.1	5.0	4.7	4.8
NOPAT (Bt m)	7,283	7,310	6,625	6,131	6,308
invested capital (Bt m)	119,848	133,054	131,755	131,893	134,417

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทําบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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 “หุ้นกู้” ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 4/2568 ชุดที่ 1-3 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, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

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