

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 35.00

(Unchanged)

25 AUGUST 2025

Upside : 20.7%

# Central Plaza Hotel Pcl (CENTEL TB)

## เริ่มฟื้นตัว

เราคาดว่ากำไรของ CENTEL ได้แตะจุดต่ำสุดแล้วใน 2Q25 และจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 3Q25F โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 17% ในการเติบโตรอบใหม่ในปี 2026-28F โดยมีการเติบโตจากทั้งธุรกิจโรงแรมและธุรกิจอาหาร เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี 2026F ที่ 35.0 บาท



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### 2Q25 เป็นจุดต่ำสุดของผลประกอบการแล้ว – แนะนำ “ซื้อ”

ผลการดำเนินงานของ CENTEL ใน 2Q25 อ่อนแอ เนื่องจากขาดทุนจากโรงแรมใหม่ 2 แห่ง ในมัลดีฟส์ ทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2025-27F ลงเล็กน้อยราว 3-4% ต่อปี อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” โดยให้ราคาเป้าหมายที่ปรับมาใช้ฐาน 2026F ที่ 35.0 บาท เนื่องจาก 1) เรามองว่ากำไรของ CENTEL ได้แตะจุดต่ำสุดแล้วใน 2Q25 และจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 3Q25F เป็นต้นไป จากการที่ผลขาดทุนจากโรงแรมใหม่ในมัลดีฟส์ที่ลดลง 2) เรายังคงมองบวกต่อการเติบโตใหม่ของกำไร โดยคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ย 17% ในปี 2026-28F โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของธุรกิจโรงแรมในไทยและญี่ปุ่น การขาดทุนในมัลดีฟส์ที่ลดลง และความแข็งแกร่งต่อเนื่องของธุรกิจอาหาร และ 3) ธุรกิจอาหารยังคงมีความยืดหยุ่น แม้ในภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวและการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น

### ขาดทุนจากมัลดีฟส์แตะจุดสูงสุดแล้ว

ใน 1H25 โรงแรม Centara Mirage Lagoon Maldives ระดับ 4 ดาว (เปิดในเดือนพฤศจิกายน 2024) และโรงแรม Centara Grand Lagoon Maldives ระดับ 5 ดาว (เปิดในเดือนเมษายน 2025) มีอัตราการเข้าพักเฉลี่ย (OR) ที่ 20% โรงแรมอีก 2 แห่งที่มีอยู่เดิมในมัลดีฟส์ก็มีการเข้าพักที่ 64% ใน 1H25 เนื่องจากอุปทานล้นตลาด ความล่าช้าในการขยายสนามบิน และการชะลอตัวของนักท่องเที่ยวจีน โรงแรมในมัลดีฟส์ของ CENTEL รวมกันขาดทุนราว 230 ลบ. ใน 1H25 ผู้บริหารคาดว่า 2Q25 จะเป็นจุดต่ำสุดของการดำเนินงาน และเริ่มเห็นการฟื้นตัวตั้งแต่ 3Q25 เป็นต้นไป

### ธุรกิจโรงแรมในไทยและญี่ปุ่นทำผลงานได้ดี

ธุรกิจโรงแรมในไทยและญี่ปุ่นมีส่วนรายได้รวม 40% ใน 1H25 แม้ธุรกิจโรงแรมในไทยจะได้รับผลลบจากการชะลอตัวของนักท่องเที่ยวจีน แต่การเปิดให้บริการโรงแรมที่ได้รับการปรับปรุงใหม่ 2 แห่งในพัทยาและภูเก็ต ช่วยชดเชยปัจจัยลบนี้ อัตราการเข้าพักในไทยยังคงทรงตัว y-y ที่ 72% ขณะที่อัตราค่าห้องพักเฉลี่ย (ARR) เพิ่มขึ้น 6% y-y ส่งผลให้ RevPAR เพิ่มขึ้น 7% y-y ขณะที่ในญี่ปุ่น อัตราการเข้าพักยังคงทรงตัว y-y ที่ 77% ส่วน ARR เพิ่มขึ้น 18% y-y ส่งผลให้ RevPAR เพิ่มขึ้น 17% y-y เราคาดว่า RevPAR ในไทยจะเติบโต 5/2/6/11% ในปี 2025-28F โดยการเติบโตที่ชะลอลงในปี 2026 เนื่องจากการปรับปรุงโรงแรมในหัวหิน และกระบี่ สำหรับญี่ปุ่น เราคาดว่า RevPAR จะเติบโต 20/2/2/2% ในปี 2025-28F

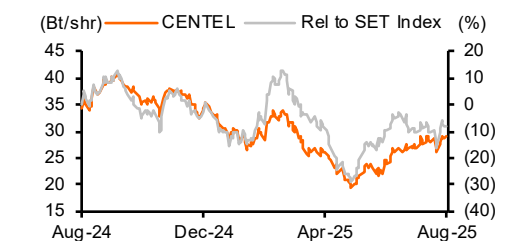
### การดำเนินงานของธุรกิจอาหารแข็งแกร่ง

ธุรกิจอาหารมีส่วนรายได้ 53% ของรายได้รวมใน 1H25 แม้อัตราการเติบโตของยอดขายสาขาเดิมของแบรนด์ที่บริษัทเป็นเจ้าของจะลดลง 1% y-y แต่กำไรของธุรกิจอาหารยังคงเติบโต 35% y-y ซึ่งเป็นผลจากอัตรากำไรที่ดีขึ้นจากต้นทุนอาหาร ค่าสาธารณูปโภค และค่าเช่า ที่ลดลง รวมถึงการปิดสาขาที่มีผลประกอบการไม่ดี ในธุรกิจอาหารนี้ CENTEL ถือหุ้น 51% ใน The Food Selection Group (FSG) ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนที่ดำเนินธุรกิจร้านอาหารหลายแบรนด์ ได้แก่ Shinkanzen โดย FSG มีผลการดำเนินงานที่ดี และเราคาดว่าจะสร้างกำไรให้ CENTEL (127 ลบ. ในปี 2024) เติบโตเฉลี่ยปีละ 18% ในปี 2025-27F

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	23,049	24,111	25,588	27,264
Net profit	1,753	1,592	1,807	2,130
Consensus NP	—	1,679	1,908	2,332
Diff frm cons (%)	—	(5.1)	(5.3)	(8.7)
Norm profit	1,881	1,592	1,807	2,130
Prev. Norm profit	—	1,666	1,890	2,201
Chg frm prev (%)	—	(4.4)	(4.4)	(3.3)
Norm EPS (Bt)	1.4	1.2	1.3	1.6
Norm EPS grw (%)	67.9	(15.3)	13.5	17.9
Norm PE (x)	20.8	24.6	21.7	18.4
EV/EBITDA (x)	10.2	10.4	10.1	9.5
P/BV (x)	1.9	1.8	1.7	1.6
Div yield (%)	2.0	1.8	2.1	2.4
ROE (%)	9.3	7.5	8.2	9.2
Net D/E (%)	67.6	94.7	96.3	91.2

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Aug-25 (Bt)	29.00
Market Cap (US\$ m)	1,206.7
Listed Shares (m shares)	1,350.0
Free Float (%)	72.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.9
12M Price H/L (Bt)	41.00/19.50
Sector	Tourism
Major Shareholder	Chirathivat family 62%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

### ESG Summary Report ..... P9

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

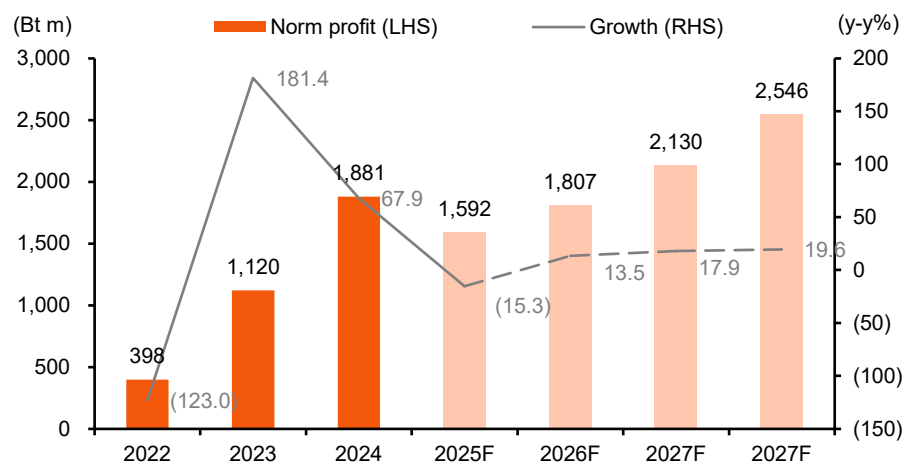
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

## Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Average RevPAR of two new hotels in the Maldives (Bt/night)</b>					
- New	-	1,683	5,018	9,362	11,971
- Old			6,659	10,327	11,971
- Change (%)			(24.6)	(9.3)	-
<b>SG&amp;A to sales (%)</b>					
- New	32.9	33.3	35.3	35.1	34.9
- Old			33.3	33.5	33.6
- Change (ppt)			1.9	1.6	1.2
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
- New	1,120	1,881	1,592	1,807	2,130
- Old			1,666	1,890	2,201
- Change (%)			(4.4)	(4.4)	(3.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 2: CENTEL's Earnings And Growth



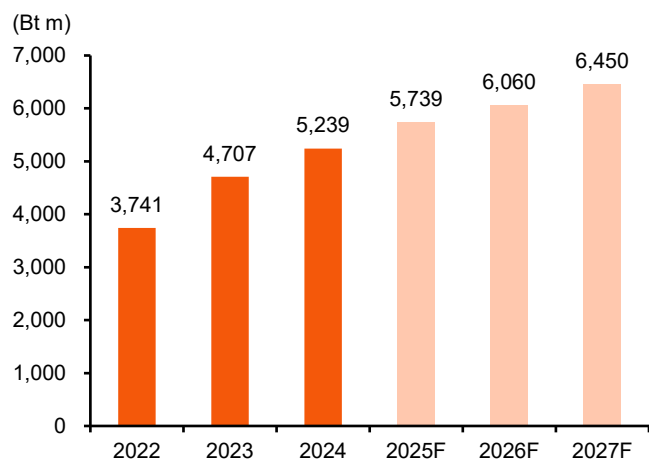
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 3: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	4,575	5,100	5,727	6,102	6,455	6,768	7,088	7,413	7,747	8,088	8,455	—
Free cash flow	(41)	1,539	3,290	3,741	4,357	4,731	5,093	5,404	5,722	6,047	5,397	95,093
PV of free cash flow	(41)	1,325	2,627	2,772	2,995	3,017	3,012	2,965	2,913	2,856	2,364	41,652
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	68,456											
Net debt (2025F)	20,586											
Minority interest	182											
Equity value	47,688											
# of shares (m)	1,350											
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>35.00</b>											

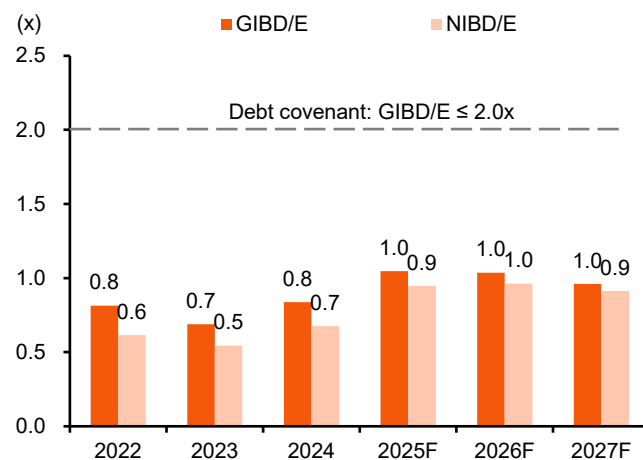
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 4: EBITDA



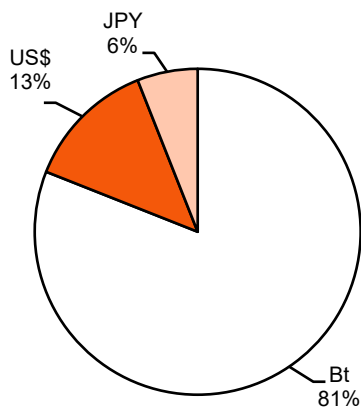
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 5: Gross And Net Interest-Bearing Debt To Equity



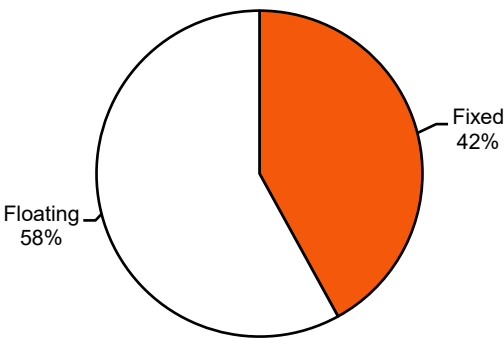
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Debt Breakdown By Currency At End 2Q25



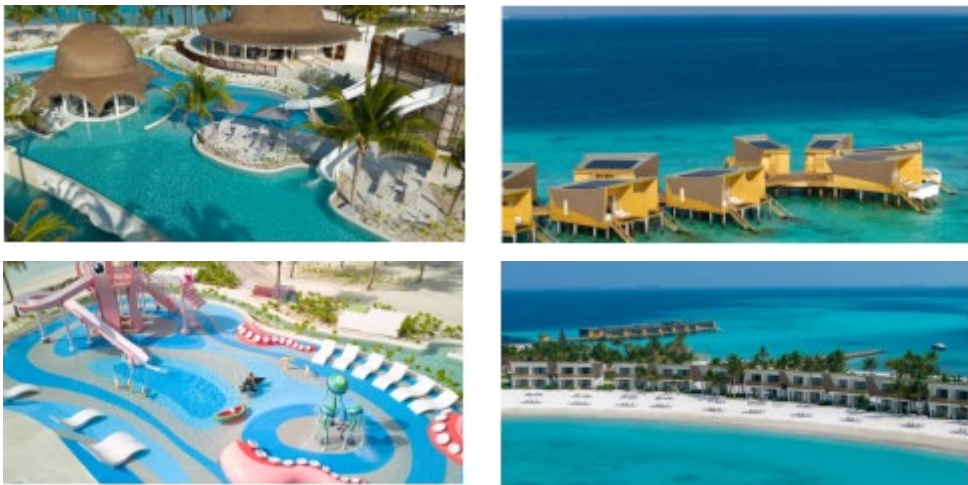
Source: Company data

Ex 7: Debt Breakdown By Interest Rate At End 2Q25



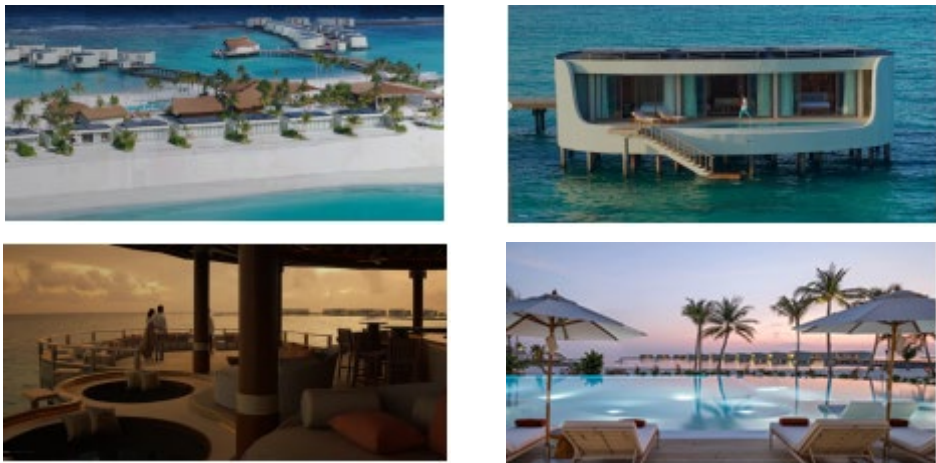
Source: Company data

Ex 8: Centara Mirage Lagoon Maldives



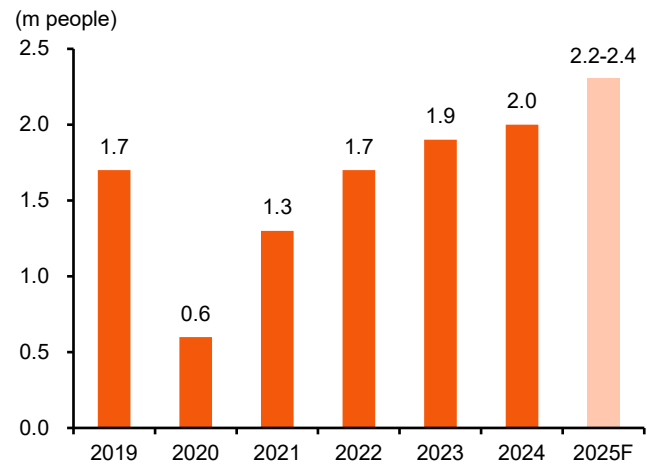
Source: Company data

Ex 9: Centara Grand Lagoon Maldives



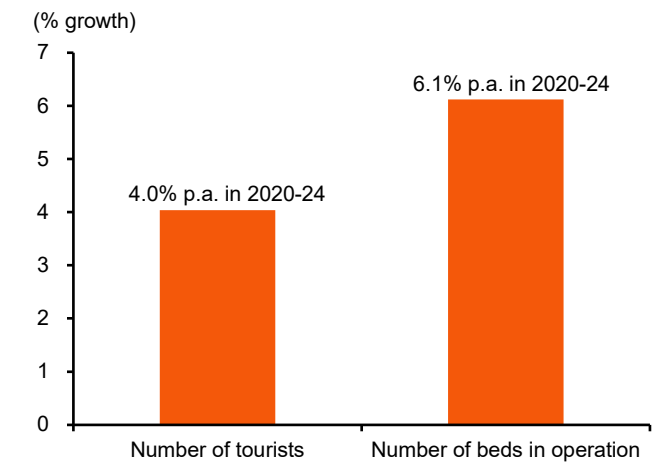
Source: Company data

Ex 10: Number Of International Tourists In The Maldives



Source: Ministry of Tourism, Republic of Maldives

Ex 11: Tourism Demand Vs. Supply In The Maldives



Source: Ministry of Tourism, Republic of Maldives

Ex 12: New Terminal Airport At Male Velena Int'l Airport



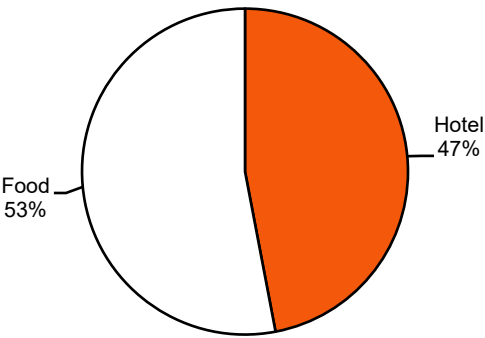
Source: MALE AIRPORT GUIDE

Ex 13: New Terminal Airport At Male Velena Int'l Airport



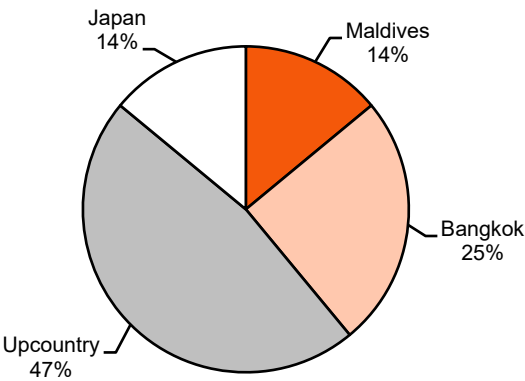
Source: MALE AIRPORT GUIDE

Ex 14: Revenue Breakdown By Business In 1H25

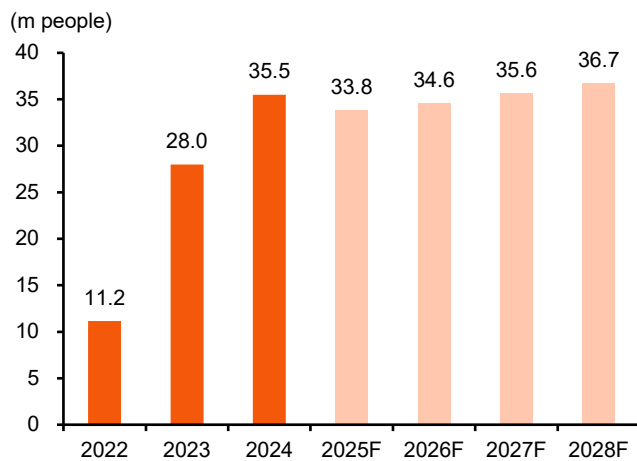


Source: Company data

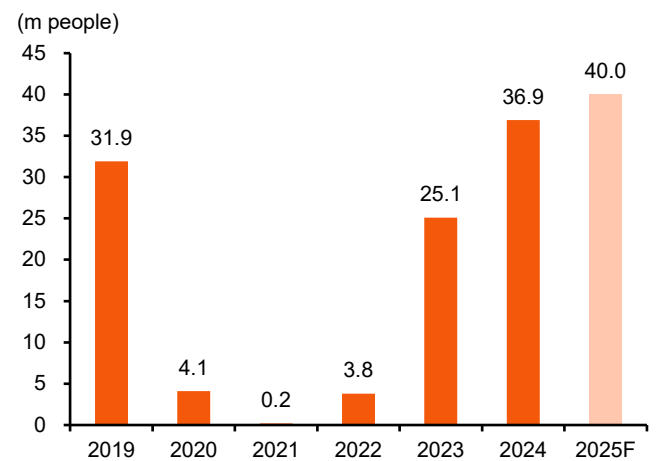
Ex 15: Hotel Revenue Breakdown By Location In 1H25



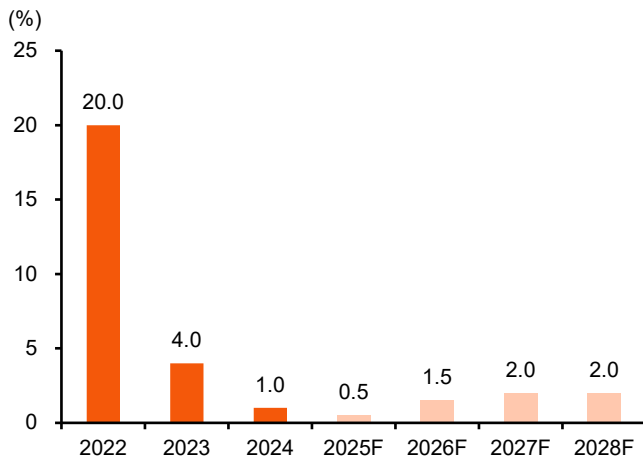
Source: Company data

**Ex 16: International Tourist Arrivals To Thailand**

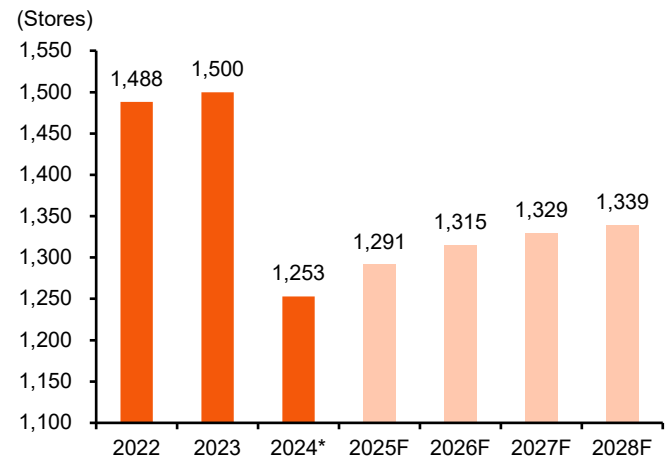
Sources: Ministry Of Tourism &amp; Sports; Thanachart estimates

**Ex 17: International Tourist Arrivals To Japan**

Source: JTB

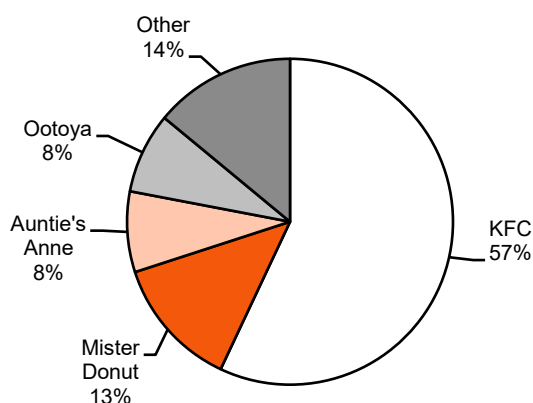
**Ex 18: Owned Brands' SSSG**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 19: Number Of Owned-Brand Stores**

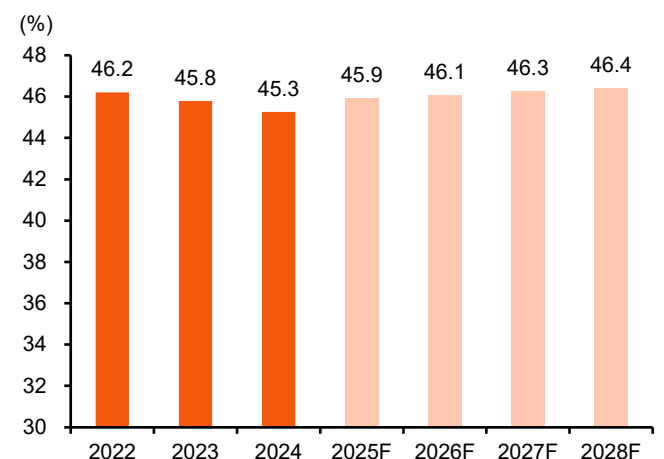
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: The number of CENTEL's food outlets declined in 2024 because CENTEL excluded the shop-in-shop Arigato outlets within Mister Donut from its store count.

**Ex 20: Food Revenue Breakdown By Owned Brands**

Sources: Company data

Note: \* In 1H25

**Ex 21: Food Business' Gross Margin**

Sources: Company data, Thanachart estimates



Valuation Comparison

Ex 22: 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	1.9	14.3	19.8	17.3	2.3	2.4	12.2	11.2	3.0	3.3
Indian Hotels	IH IN	India	(11.3)	21.8	66.0	54.2	10.2	8.7	40.2	33.0	0.3	0.4
Resorttrust	4681 JP	Japan	(7.5)	9.3	21.8	19.9	2.9	2.6	11.4	10.6	1.6	1.7
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	na	170.8	62.0	22.9	1.5	1.4	15.6	11.5	0.4	0.5
NH Hotel Group	NHH SM	Spain	(22.8)	(14.7)	17.2	20.2	2.4	2.0	7.4	7.3	3.4	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	(0.9)	13.3	112.0	98.8	3.4	3.4	15.5	14.7	0.5	0.5
InterContinental Hotels	IHG US	US	14.7	12.3	23.7	21.1	na	na	16.9	15.8	1.6	1.8
Marriott International	MAR US	US	8.0	12.4	27.2	24.2	na	na	16.7	15.7	0.9	1.0
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	12.7	12.5	34.6	30.7	na	na	20.6	19.1	0.2	0.2
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	(59.5)	27.0	32.4	25.5	0.8	0.8	24.1	20.3	2.1	1.9
Central Plaza Hotel	CENTEL TB*	Thailand	(15.3)	13.5	24.6	21.7	1.8	1.7	10.4	10.1	1.8	2.1
Erawan Group	ERW TB*	Thailand	(14.0)	18.5	15.9	13.4	1.4	1.3	8.9	8.1	2.2	2.6
Minor International	MINT TB*	Thailand	1.1	19.5	20.7	17.4	1.6	1.5	5.8	5.5	2.7	3.2
Average			(7.7)	25.4	36.8	29.8	2.8	2.6	15.8	14.1	1.6	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates  
Note: \* Thanachart estimates, using normalized EPS  
Based on 25 August 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

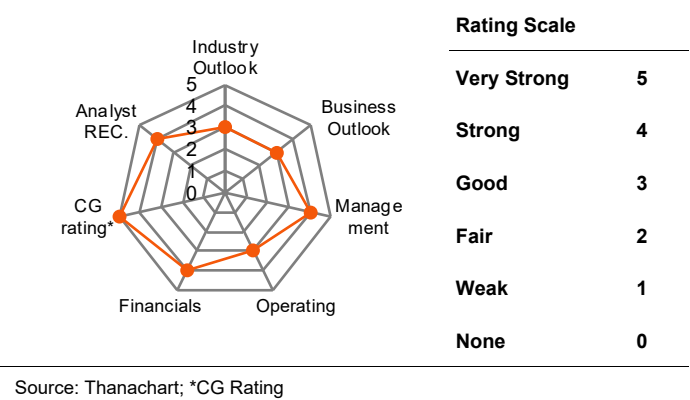
S — Strength

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

O — Opportunity

- กลยุทธ์การลงทุนและการซื้อกิจการทั้งในประเทศและทั่วโลก
- การท่องเที่ยวและการบริโภคที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในประเทศไทย และประเทศอื่นๆ ทั่วโลก ที่มีการท่องเที่ยวเติบโตสูง

COMPANY RATING



W — Weakness

- ฟังพาดูอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทยสูง
- อุปทานโรงแรมหรูลดในตลาดในประเทศไทย
- ฟังฟังการบริโภคในประเทศ

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงขึ้นของผู้ประกอบการโรงแรม ซึ่งนำไปสู่อุปสรรคในการปลดล็อกการทำกำไรของบริษัทฯ
- การแข่งขันระหว่างผู้ประกอบการร้านอาหาร
- ภัยธรรมชาติและโรคระบาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	32.97	35.00	6%
Net profit 25F (Bt m)	1,679	1,592	-5%
Net profit 26F (Bt m)	1,908	1,807	-5%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของนักวิเคราะห์เล็กน้อย แม้ว่าประมาณการกำไรของเราสำหรับปี 2025–26F จะต่ำกว่า ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเรามุ่งมองเชิงบวกมากกว่าในระยะยาวต่อการดำเนินงานของธุรกิจโรงแรมของ CENTEL

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของไทย และภัยธรรมชาติ เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การเติบโตของเศรษฐกิจและการบริโภคในประเทศและของโลกที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา

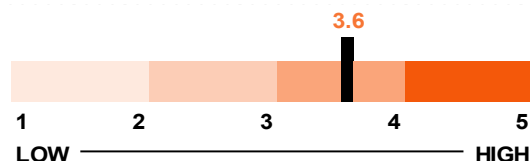
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart



CENTEL ดำเนินธุรกิจโรงแรมภายใต้แบรนด์ Centara Grand, Centara และ COSI รวมถึงธุรกิจอาหารที่ประกอบด้วยแฟรนไชส์แบรนด์ KFC, Mister Donut, Auntie Anne's และ Ootoya เราให้คะแนน ESG ที่ 3.6 ซึ่งถือว่าสูงและสูงกว่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.5 โดยคะแนนสูงสุดอยู่ที่ด้านสังคม (S) รองลงมาคือด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านธรรมาภิบาล (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)
CENTEL	YES	AAA	-	A	70.10	69.60	67.00	-	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
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>เราประเมินคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ CENTEL ที่ 3.6 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.5 เนื่องจาก CENTEL มีแผนการจัดการปัญหาด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน อีกทั้งยังตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050</li> <li>CENTEL ได้ประกาศความมุ่งมั่นใหม่ถึงความยั่งยืนด้านสิ่งแวดล้อมด้วยแผนงาน 10 ปี (2020-29) ในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (scope 1 และ 2) ลง 20% จากปี 2019 โดยมุ่งมั่นที่จะบรรลุเป้าหมายสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050</li> <li>เพื่อให้บรรลุเป้าหมายเหล่านี้ CENTEL กำลังดำเนินโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ ติดตั้งระบบ room control unit ติดตั้งระบบตรวจจับการเคลื่อนไหวอัจฉริยะ ติดตั้ง Room Flex System Manager and Dashboard ฯลฯ</li> <li>ภายในปี 2025 บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะให้โรงแรมทั้งหมดได้รับการรับรองมาตรฐานความยั่งยืนระดับสากล และเพื่อการจัดพลัสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้งออกจากการเดินทางทางความคิดของลูกค้า (guest journey) ทั้งหมด</li> </ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>การดูแลพนักงาน</li> <li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ CENTEL ที่ 3.9 ซึ่งสูงกว่าคะแนน E และธรรมาภิบาล G</li> <li>CENTEL มีแบรนด์โรงแรมและบริการอาหารหลากหลายเพื่อตอบสนองกลุ่มลูกค้าที่แตกต่างกัน โดยแบรนด์โรงแรมหลัก "Centara" มีความแข็งแกร่งและมีประวัติการดำเนินงานที่ดี</li> <li>CENTEL ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับเกี่ยวกับสุขภาพและความปลอดภัยในที่ทำงานสำหรับพนักงานและลูกค้าอย่างเคร่งครัด มีการทบทวนและประเมินผลด้านความปลอดภัยและสุขภาพอย่างสม่ำเสมอ เช่น อุบัติเหตุในที่ทำงาน และการเจ็บป่วยที่เกิดจากขั้นตอนการทำงานที่ไม่เหมาะสม</li> <li>มีเครื่องมือ "Training Needs Analysis Metric" เพื่อวิเคราะห์ความจำเป็นในการฝึกอบรม และมีแผนงานการฝึกอบรมและพัฒนาบุคลากรได้จัดทำขึ้นสำหรับพนักงานทุกระดับ</li> <li>CENTEL ให้ความสำคัญกับการสนับสนุนการพัฒนาศักยภาพและสร้างคุณภาพชีวิตที่ดีให้กับคนในชุมชนและสังคมในทุกพื้นที่ที่บริษัทฯ เข้าไปดำเนินธุรกิจ</li> </ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>การบริหารความเสี่ยง</li> <li>นวัตกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>เราประเมินคะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ CENTEL ที่ 3.4 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 3.3</li> <li>โครงสร้างคณะกรรมการของ CENTEL ยังไม่เป็นไปตามมาตรฐานที่เหมาะสม เนื่องจากประธานบอร์ดไม่ใช่กรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระเพียง 4 คนจากทั้งหมด 12 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมคือ 2 ใน 3 นอกจากนี้ มีกรรมการหญิงจำนวน 4 คน</li> <li>CENTEL มีคณะกรรมการสำคัญครบถ้วน ได้แก่ คณะกรรมการค่าตอบแทน คณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง โดยเน้นการบริหารความเสี่ยงเพื่อความมั่นคงในการดำเนินงานและการเติบโตอย่างยั่งยืน</li> <li>CENTEL นำโซลูชันดิจิทัลมาใช้ในธุรกิจโรงแรมเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการบริการ และใช้เทคโนโลยีใหม่ในธุรกิจอาหาร เช่น หุ่นยนต์ส่งอาหารและระบบไอ-คูปอง</li> <li>CENTEL มีความยั่งยืนทางธุรกิจในระดับสูงจากแบรนด์ที่แข็งแกร่ง ซึ่งถูกนำไปใช้ขยายตลาดในพื้นที่ที่มีการเติบโตสูง เช่น ดูไบและญี่ปุ่น รวมถึงธุรกิจบริหารจัดการโรงแรมทั้งในประเทศไทยและต่างประเทศ</li> </ul>

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

2025F earnings mainly hit  
by losses from new  
hotels in the Maldives

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	21,558	23,049	24,111	25,588	27,264
Cost of sales	12,883	13,424	13,769	14,502	15,287
<b>Gross profit</b>	<b>8,675</b>	<b>9,624</b>	<b>10,342</b>	<b>11,086</b>	<b>11,977</b>
% gross margin	40.2%	41.8%	42.9%	43.3%	43.9%
Selling & administration expenses	7,090	7,676	8,499	8,969	9,501
<b>Operating profit</b>	<b>1,585</b>	<b>1,948</b>	<b>1,843</b>	<b>2,117</b>	<b>2,475</b>
% operating margin	7.4%	8.5%	7.6%	8.3%	9.1%
Depreciation & amortization	3,122	3,291	3,896	3,943	3,975
<b>EBITDA</b>	<b>4,707</b>	<b>5,239</b>	<b>5,739</b>	<b>6,060</b>	<b>6,450</b>
% EBITDA margin	21.8%	22.7%	23.8%	23.7%	23.7%
Non-operating income	990	1,190	1,102	1,144	1,187
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,007)	(1,051)	(1,210)	(1,194)	(1,157)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,568</b>	<b>2,088</b>	<b>1,735</b>	<b>2,067</b>	<b>2,505</b>
Income tax	377	399	486	579	701
<b>After-tax profit</b>	<b>1,190</b>	<b>1,689</b>	<b>1,249</b>	<b>1,488</b>	<b>1,804</b>
% net margin	5.5%	7.3%	5.2%	5.8%	6.6%
Shares in affiliates' Earnings	(62)	136	289	339	376
Minority interests	(8)	57	54	(20)	(50)
Extraordinary items	128	(128)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,248</b>	<b>1,753</b>	<b>1,592</b>	<b>1,807</b>	<b>2,130</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,120</b>	<b>1,881</b>	<b>1,592</b>	<b>1,807</b>	<b>2,130</b>
EPS (Bt)	0.9	1.3	1.2	1.3	1.6
Normalized EPS (Bt)	0.8	1.4	1.2	1.3	1.6

## BALANCE SHEET

CENTEL has one new  
hotel in the Maldives in  
2024 and another in 2025

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	5,365	6,145	5,414	5,105	4,819
Cash & cash equivalent	2,853	3,392	2,150	1,650	1,150
Account receivables	1,196	1,208	1,651	1,753	1,867
Inventories	982	905	943	993	1,047
Others	334	641	669	709	754
Investments & loans	4,539	4,608	4,608	4,608	4,608
Net fixed assets	29,505	35,528	39,753	42,295	43,671
Other assets	14,794	14,480	12,916	11,489	10,199
<b>Total assets</b>	<b>54,204</b>	<b>60,761</b>	<b>62,691</b>	<b>63,498</b>	<b>63,297</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	10,594	10,636	15,928	16,411	16,280
Account payables	3,445	4,423	3,772	3,973	4,188
Bank overdraft & ST loans	940	2,046	3,410	3,541	3,469
Current LT debt	4,596	1,761	6,764	7,023	6,880
Others current liabilities	1,614	2,406	1,981	1,873	1,744
<b>Total LT debt</b>	<b>8,229</b>	<b>13,749</b>	<b>12,562</b>	<b>13,044</b>	<b>12,777</b>
Others LT liabilities	15,362	15,425	12,470	11,250	10,153
<b>Total liabilities</b>	<b>34,186</b>	<b>39,811</b>	<b>40,959</b>	<b>40,704</b>	<b>39,209</b>
Minority interest	343	236	182	202	252
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,350	1,350	1,350	1,350	1,350
Share premium	970	970	970	970	970
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	9,914	9,767	9,767	9,767	9,767
<b>Retained earnings</b>	<b>7,441</b>	<b>8,627</b>	<b>9,463</b>	<b>10,505</b>	<b>11,749</b>
Shareholders' equity	19,675	20,714	21,550	22,592	23,836
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>54,204</b>	<b>60,761</b>	<b>62,691</b>	<b>63,498</b>	<b>63,297</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT****Sustainable cash inflow stream**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Earnings before tax	1,568	2,088	1,735	2,067	2,505
Tax paid	(403)	(302)	(527)	(545)	(705)
Depreciation & amortization	3,122	3,291	3,896	3,943	3,975
Chg In working capital	59	1,043	(1,133)	50	46
Chg In other CA & CL / minorities	(190)	477	(124)	158	205
<b>Cash flow from operations</b>	<b>4,156</b>	<b>6,597</b>	<b>3,847</b>	<b>5,672</b>	<b>6,027</b>
Capex	(1,913)	(7,619)	(6,500)	(5,000)	(4,000)
Right of use	(7,877)	(1,698)	0	0	0
ST loans & investments	0	(4)	0	0	0
LT loans & investments	26	(68)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(78)	(147)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	6,393	253	(3,013)	(1,279)	(1,157)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(3,450)</b>	<b>(9,283)</b>	<b>(9,513)</b>	<b>(6,279)</b>	<b>(5,157)</b>
Debt financing	(1,630)	3,792	5,180	872	(483)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	(567)	(757)	(765)	(886)
Warrants & other surplus	(13)	0	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(1,643)</b>	<b>3,225</b>	<b>4,424</b>	<b>107</b>	<b>(1,369)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>2,242</b>	<b>(1,022)</b>	<b>(2,653)</b>	<b>672</b>	<b>2,027</b>

**VALUATION****Not yet fully valued, in our view**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Normalized PE (x)	34.95	20.8	24.6	21.7	18.4
Normalized PE - at target price (x)	42.18	25.1	29.7	26.1	22.2
PE (x)	31.37	22.3	24.6	21.7	18.4
PE - at target price (x)	37.86	27.0	29.7	26.1	22.2
EV/EBITDA (x)	10.6	10.2	10.4	10.1	9.5
EV/EBITDA - at target price (x)	12.4	11.7	11.8	11.4	10.7
P/BV (x)	2.0	1.9	1.8	1.7	1.6
P/BV - at target price (x)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
P/CFO (x)	9.4	5.9	10.2	6.9	6.5
Price/sales (x)	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4
Dividend yield (%)	1.4	2.0	1.8	2.1	2.4
FCF Yield (%)	5.7	(2.6)	(6.8)	1.7	5.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.8	1.4	1.2	1.3	1.6
EPS	0.9	1.3	1.2	1.3	1.6
DPS	0.4	0.6	0.5	0.6	0.7
BV/share	14.6	15.3	16.0	16.7	17.7
CFO/share	3.1	4.9	2.8	4.2	4.5
FCF/share	1.7	(0.8)	(2.0)	0.5	1.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	23.2	6.9	4.6	6.1	6.5
Net profit (%)	213.5	40.5	(9.2)	13.5	17.9
EPS (%)	213.5	40.5	(9.2)	13.5	17.9
Normalized profit (%)	181.4	67.9	(15.3)	13.5	17.9
Normalized EPS (%)	181.4	67.9	(15.3)	13.5	17.9
Dividend payout ratio (%)	45.4	45.4	45.0	45.0	45.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	40.2	41.8	42.9	43.3	43.9
Operating margin (%)	7.4	8.5	7.6	8.3	9.1
EBITDA margin (%)	21.8	22.7	23.8	23.7	23.7
Net margin (%)	5.5	7.3	5.2	5.8	6.6
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	1.0	1.0	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.7	0.9	1.0	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	1.57	1.85	1.5	1.8	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	4.7	5.0	4.7	5.1	5.6
ROA - using norm profit (%)	2.2	3.3	2.6	2.9	3.4
ROE - using norm profit (%)	5.9	9.3	7.5	8.2	9.2
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	6.2	8.4	5.9	6.7	7.8
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	11.9	13.6	12.2	12.7	13.4
- leverage (x)	2.7	2.8	2.9	2.9	2.7
- interest burden (%)	60.9	66.5	58.9	63.4	68.4
- tax burden (%)	75.9	80.9	72.0	72.0	72.0
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	4.0	5.2	3.8	3.6	4.0
NOPAT (Bt m)	1,204	1,576	1,327	1,524	1,782
invested capital (Bt m)	30,586	34,879	42,136	44,550	45,811

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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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](http://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, หิดมฯ, 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