

BUY (Unchanged)

TP: Bt 65.00

(From: Bt 60.00)

6 AUGUST 2025

Change in Numbers

Upside : 24.4%

Central Pattana Pcl (CPN TB)

ตลาดรับรื้อยอดขายอสังหาฯ ที่อ่อนแอแล้ว

เนื่องจากยอดขายอสังหาฯ ใน 1H25 ต่ำกว่าที่ CPN ตั้งเป้าไว้มาก เราจึงปรับกำไรปี 2025-27F ลงเล็กน้อย 1-2% ธุรกิจอสังหาฯ ที่อ่อนแอไม่ได้เปลี่ยนมุมมองของเราต่อ CPN ในฐานะผู้พัฒนาศูนย์การค้าที่แข็งแกร่งสูง โดยคาดว่า core EPS จะกลับมาเติบโตในระดับเลขสองหลักที่ 17/11% ในปี 2026-27F และหน้า "ซื้อ" ราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 65.0 บาท



PHANNARAI TIYAPITTAYARUT

662-779-9119

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ปรับกำไรลงเล็กน้อย แต่คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เพื่อสะท้อนรายได้จากการขายที่อยู่อาศัยใน 1H25F ที่ลดลง 64% y-y มาอยู่ที่ 1.2 พันลบ. เราจึงปรับสมมติฐานยอดขายที่อยู่อาศัยในปี 2025-27F ลง 50/20/32% เหลือ 3.1/5.2/4.7 พันลบ. ทำให้เราปรับกำไรปีดังกล่าวลง 2/1/1% แต่ด้วยปรับมาใช้นิยาม 2026F ทำให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นเป็น 65.0 บาท จาก 60 บาท เราจึงคงแนะนำ "ซื้อ" CPN จาก 1) ธุรกิจอสังหาฯ ที่อ่อนแอกระทบต่อ CPN ไม่มากนัก โดยคาดว่าจะคิดเป็น 7% ของรายได้รวม และ 3% ของกำไรหลักในปี 2025F 2) ธุรกิจหลัก ศูนย์การค้าแข็งแกร่งแม้เศรษฐกิจชะลอตัว โดยมีการปรับค่าเช่าเฉลี่ยเพิ่มขึ้น 2-3% และอัตราการเช่าพื้นที่ยังคงสูงที่ 92% 3) หลังคาดว่าจะกำไรปกติต่อหุ้นจะลดลง 7% ในปีนี้ เราคาดว่าจะการเติบโตจะกลับมาที่ 17/11% ในปี 2026-27F และ 4) PE ถูก de-rated แล้วมาอยู่ที่ 15.4/13.2 เท่า ในปี 2025-26F

ยอดโอนที่อยู่อาศัยลดลง

เนื่องจากภาวะตลาดอสังหาริมทรัพย์ไทยยังชะลอตัว เราจึงคาดว่า CPN จะรับรู้รายได้จากการขายที่อยู่อาศัยใน 1H25F ที่ 1.2 พันลบ. ต่ำกว่าปีที่แล้วที่ 6.2 พันลบ. มาก และต่ำกว่าเป้าของบริษัทฯ ที่คาดว่าจะยอดขายปีนี้ จะทรงตัวหรือลดลง 10% ณ 1Q25 CPN มี backlog 6.3 พันลบ. โดย 1.3 พันลบ. จะรับรู้เป็นรายได้ในปี 2025F และ 5.0 พันลบ. ในปี 2026F แม้ว่า CPN จะมีโครงการคอนโดที่กำลังก่อสร้างรวม 14 โครงการ และโครงการแนวราบ 15 โครงการ คิดเป็นมูลค่าพร้อมขาย 2 หมื่นลบ. แต่เราคาดว่ายอดขาย 2H25F จะดีขึ้น 62% h-h (-35% y-y) เป็น 1.9 พันลบ. หนุนโดยการโอนคอนโด 1 โครงการ คือ Escent นครสวรรค์ มูลค่า 1.2 พันลบ. (ขายแล้ว 94%) ใน 4Q25 ด้วยแผนการก่อสร้างคอนโด 6 โครงการให้แล้วเสร็จในปีหน้า เราจึงคาดว่าจะยอดขายจะเติบโต 67% เป็น 5.2 พันลบ. ในปี 2026F และลดลง 10% สุทธินายอดขายปกติใหม่ที่ 4.7 พันลบ. ในปี 2027F

ศูนย์การค้ายังคงแข็งแกร่ง

ธุรกิจศูนย์การค้าของ CPN มีความผันผวนจากภาวะการบริโภคที่อ่อนแอ น้อยกว่ากลุ่มค้าปลีกอื่น โดยอัตราการเช่าพื้นที่เฉลี่ยของศูนย์การค้าทั้ง 42 แห่งยังคงสูงถึง 92% และสามารถปรับอัตราค่าเช่าได้ 2-3% เนื่องจากศูนย์การค้า 5 แห่งอยู่ระหว่างการปรับปรุงใหญ่ เราจึงคาดว่ารายได้จากการเช่าจะเติบโต 2% ในปีนี้ ศูนย์การค้าใหม่ 6 แห่ง (ช่วงละ 2 แห่ง ใน 2H25F, 2026F และ 2027F) จะหนุนให้รายได้ของศูนย์การค้าเติบโตแข็งแกร่งที่ 9/12% ในปี 2026-27F ศูนย์การค้าเซ็นทรัลพาร์กซึ่งจะ Soft Launch ในวันที่ 4 ก.ย. ปัจจุบันมี preleased มากกว่า 80% แล้ว ขณะที่ศูนย์การค้าเซ็นทรัลเวิลด์ที่เพิ่งเปิดให้บริการในเดือนค.ค.ปีนี้

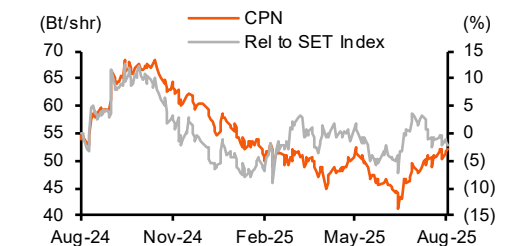
คาด EPS ปี 2026-27F เติบโตในระดับเลขสองหลัก

คาดว่ากำไรจะลดลงเล็กน้อยในปีนี้จากการให้ส่วนลดค่าเช่าแก่ศูนย์การค้าที่ปรับปรุงใหม่ 5 แห่ง รายได้จากโรงแรมลดลง 5% ยอดขายที่อยู่อาศัยลดลง และไม่มีกำไรจาก Grab Taxi Holdings Thailand (Equity income) เราคาดว่ากำไรปกติต่อหุ้นจะเติบโต 17/11% ในปี 2026-27F หนุนโดยศูนย์การค้าใหม่ 6 แห่ง ซึ่งจะทำให้พื้นที่เช่าสุทธิที่มีอยู่ 1.7 ล้านตร.ม. เพิ่มขึ้น 26% และส่วนแบ่งกำไร 722/206 ลบ. ในปี 2026-27F จากการโอนคอนโดลิสต์เรสซิเดนซ์ (รวมทุน 30%)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	49,615	47,261	53,220	58,375
Net profit	16,729	16,508	18,542	20,500
Consensus NP	—	17,384	19,043	20,533
Diff frm cons (%)	—	(5.0)	(2.6)	(0.2)
Norm profit	16,444	15,228	17,742	19,700
Prev. Norm profit	—	15,597	17,941	19,978
Chg frm prev (%)	—	(2.4)	(1.1)	(1.4)
Norm EPS (Bt)	3.7	3.4	4.0	4.4
Norm EPS grw (%)	18.2	(7.4)	16.5	11.0
Norm PE (x)	14.3	15.4	13.2	11.9
EV/EBITDA (x)	10.7	10.5	9.5	8.3
P/BV (x)	2.3	2.2	2.0	1.9
Div yield (%)	4.0	3.9	4.4	4.9
ROE (%)	17.1	14.6	15.8	16.2
Net D/E (%)	58.5	56.7	50.1	39.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Aug-25 (Bt)	52.25
Market Cap (US\$ m)	7,236.9
Listed Shares (m shares)	4,488.0
Free Float (%)	68.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	14.2
12M Price H/L (Bt)	68.25/41.25
Sector	PROP
Major Shareholder	Central Holding Co., Ltd 26.21%

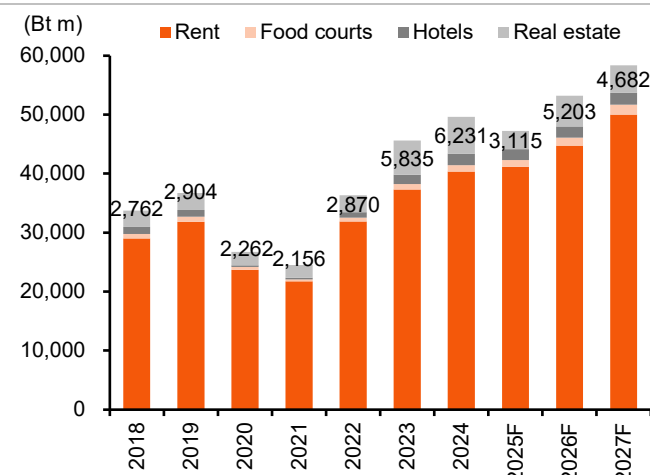
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 1: Key Assumption Changes

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Real estate sales (Bt m)						
New	2,870	5,835	6,231	3,115	5,203	4,682
Old				6,231	6,542	6,869
Change (%)				(50.0)	(20.5)	(31.8)
Normalized profit (Bt m)						
New	10,030	13,916	16,444	15,228	17,742	19,700
Old				15,597	17,941	19,978
Change (%)				(2.4)	(1.1)	(1.4)

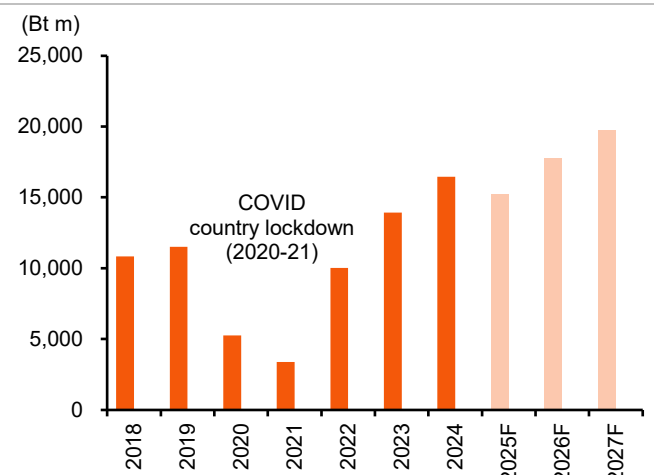
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Revenue Breakdown



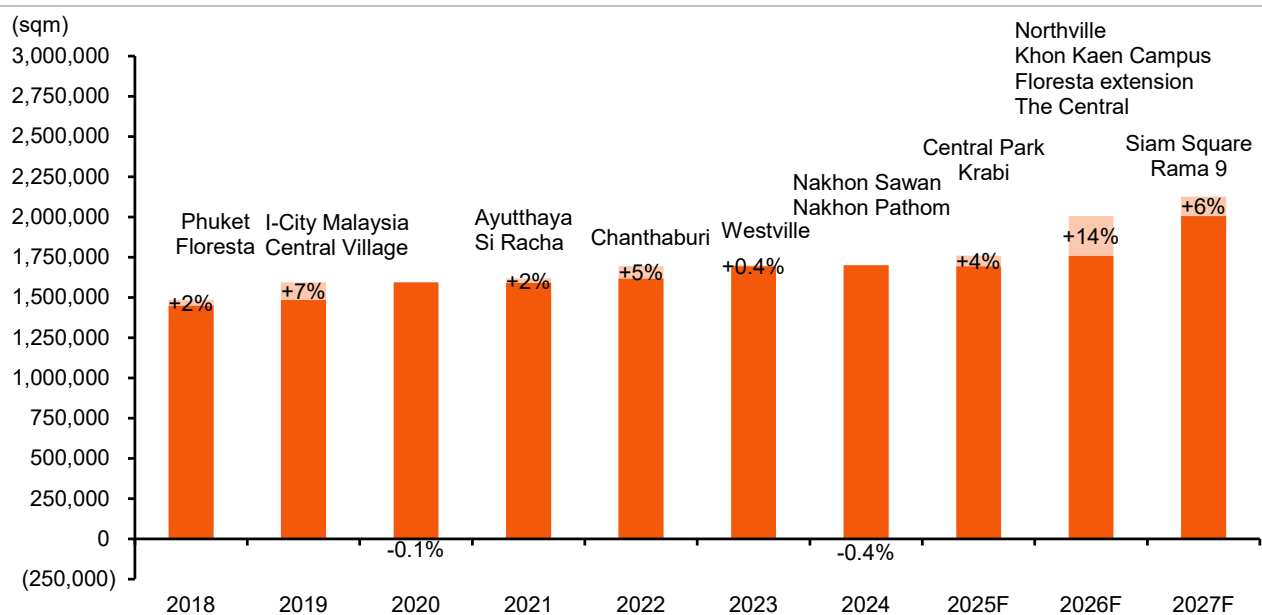
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Core Profit



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: New Malls And Rental Space Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: New Mall Assumptions

Project	Opening	Net leasable area (sqm)
#43 Central Park	Sep25F	42,886
#44 Central Krabi	Oct25F	22,000
#9 Central Northville (major revamp from old Rattanaibet)	2Q26F	GBA (gross building area): 210,000 - We estimate NLA of 60,000
#45 Central Khon Kaen Campus	2Q26F	GFA (gross floor area): 45,000 - We estimate NLA of 30,000
#33 Central Phuket Floresta - luxury zone extension	3Q26F	GBA (gross building area): 20,000 - We estimate NLA of 13,000
#46 The Central (Phahon Yothin)	4Q26F	152,000
#47 Siam Square	3Q27F	30,000
#48 Rama 9	4Q27F	92,000
Total new NLA (sqm)		432,614

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Ongoing High-rise Projects

Project	Launch	Transfer	Project value (Bt m)	No of units
1. Phyll Phahol 34	Sep18	Nov19	1,300	358
2. Escent Rayong II	Dec20	Nov22	930	420
3. Escent Ville Suratthani	Aug22	2024	1,110	459
4. Escent Ville Suphanburi	Oct22	May24	700	328
5. Escent Ville Chachoengsao	Oct22	Apr24	660	362
6. Escent Trang	Dec22	2024	880	378
7. Escent Phetchaburi	Jun23	Nov24	450	196
8. Escent Nakhon Sawan	Jan24	4Q25	1,150	442
9. Escent Nakhon Pathom	Mar24	2026	1,070	425
10. Escent Bangna	Jun24	2026	710	285
11. Escent Hatyai II	Sep24	2026	1,760	662
12. Escent Phuket	Sep24	2026	1,460	513
13. Escent Ubonratchathane II	Nov24	2026	1,110	411
14. Escent Nakorn Sri	Dec24	2026	1,260	459

Source: Company data

Ex 7: Ongoing Low-rise Projects

Project	Launch	Transfer	Project value (Bt m)	No of units
1. Niyham Boromratchachonnani	Nov18	Feb19	2,170	71
2. Escent Town Phitsanulok	Dec19	Mar20	930	243
3. Nirati Chiangrai	Sep20	Oct20	780	158
4. Nirati Bangna	Oct20	Nov20	1,210	153
5. Nirati Donmueang	Sep21	Oct21	1,930	248
6. Escent Avenue Rayong	Nov21	Jun22	470	63
7. Baan Nirati Chiangmai	Nov22	Dec22	1,630	179
8. Baan Ninya Ratchaphruek	Dec22	Mar22	1,610	132
9. Baan Nirati Nakhon Sri	Aug23	Sep23	710	79
10. Baan Nirada Rama 2	Oct23	Jun24	2,960	110
11. Baan Nirada Uthayan-Aksa	Dec23	Apr24	2,360	96
12. Baan Nirada Wongwan-Ekkachai	Jan24	Apr24	1,630	72
13. Baan Nirati Nakornpathom	Oct24	Dec24	1,020	124
14. Baan Nirada Srivaree Bangna	Nov24	Dec24	2,500	228
15. Baan Nirati Chaengwattana	Mar25	2025	1,720	119
Chaiyaphruek				

Source: Company data

Ex 8: 2Q25F Earnings Preview

Yr-end Dec (Bt m)	Income Statement					Change	
	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	(q-q%)	(y-y%)
Revenue	12,876	12,243	13,361	11,921	11,798	(1)	(8)
Gross profit	6,960	6,951	7,285	7,043	6,858	(3)	(1)
SG&A	2,003	1,986	2,708	2,048	2,103	3	5
Operating profit	4,957	4,965	4,577	4,996	4,755	(5)	(4)
EBITDA	7,192	7,220	7,073	7,246	7,020	(3)	(2)
Other income	465	75	520	271	459	69	(1)
Other expenses	0	0	0	0	0		
Interest expenses	961	969	901	883	883	-	(8)
Profit before tax	4,462	4,071	4,197	4,384	4,331	(1)	(3)
Income tax	911	885	667	981	910	(7)	(0)
Equity & invest. Income	524	633	540	522	508	(3)	(3)
Minority interest	(45)	(73)	(58)	(78)	(70)	na	na
Extraordinary items	526	380	(118)	380	380	-	(28)
Net profit	4,556	4,126	3,893	4,227	4,240	0	(7)
Normalized profit	4,030	3,746	4,011	3,847	3,860	0	(4)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Our Sum-of-the-parts Valuation

SOTP valuation			(Bt m)
Risk-free rate (Rf) (%)	2.5	Total present value of FCF	348,822
Market risk premium (Rm-Rf) (%)	8.0	Less: net debt	66,483
Beta	1.09	Less: minority interest	9,517
Cost of equity (Ke) (%)	11.2	Equity value	272,822
After-tax cost of debt (Kd) (%)	2.6	No of shares (end-2026F) (m)	4,488
Debt to total assets (%)	14.9	Equity value/share (Bt/share)	60.79
WACC (%)	9.9	<u>plus</u> Value of CPNREIT (39.39%-owned) (Bt/CPN share)	3.59
		Value of CPNCG (25%-owned) (Bt/CPN share)	0.14
		Value of four land plots (Bt/CPN share)	0.47
CPN's SOTP-based target price (Bt/share)			65.00

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
Marks & Spencer	MKS LN	UK	25.0	(14.0)	10.8	12.6	1.9	1.9	5.9	6.5	1.5	1.6
J Sainsbury PLC	SBRY LN	UK	3.7	(0.9)	12.0	12.1	0.9	0.9	4.7	4.7	5.1	7.0
Tesco	TSCO LN	UK	12.1	1.1	14.2	14.1	2.3	2.3	7.8	7.9	3.5	3.6
Carrefour SA	CA FP	France	(11.3)	14.9	8.1	7.0	0.8	0.8	5.8	5.6	8.1	8.6
Casino Guichard	CO FP	France	(142.0)	53.8	na	na	0.3	0.5	5.2	4.5	0.0	na
L'Oreal SA	OR FP	France	5.6	8.0	28.7	26.6	5.6	5.2	18.9	17.9	1.9	2.1
Alimentation Couche	ATD/B CN	Canada	(4.1)	5.3	na	na	na	na	10.2	9.7	na	na
Aeon	8267 JP	Japan	(8.7)	48.1	na	87.7	4.3	4.4	12.4	11.7	0.8	0.8
Kao Corporation	4452 JP	Japan	13.7	11.3	26.0	23.3	2.9	2.7	12.4	11.5	2.3	2.3
Lion Corporation	4912 JP	Japan	23.7	(2.7)	17.0	17.5	1.3	1.3	7.2	6.9	2.0	2.1
Shiseido Co. Ltd	4911 JP	Japan	21.7	na	na	25.6	1.5	1.5	12.0	9.2	1.7	1.9
Seven & I Holdings	3382 JP	Japan	(27.3)	50.9	30.5	20.2	1.4	1.3	8.4	8.7	1.9	2.4
Lotte Corp	004990 KS	South Korea	na	na	na	12.2	0.6	0.5	8.8	8.4	4.3	4.9
Shinsegae	004170 KS	South Korea	1.4	25.1	8.2	6.5	0.4	0.4	8.2	7.7	2.6	2.8
Amore Pacific Group	002790 KS	South Korea	(33.1)	8.4	12.0	11.1	0.6	0.4	6.9	6.6	1.8	2.0
Best Buy Co Inc	BBY US	USA	(0.7)	8.4	10.9	10.1	4.6	4.7	5.5	5.4	5.7	6.1
Wal-Mart Stores	WMT US	USA	4.9	12.3	38.0	33.9	8.3	7.4	18.9	17.3	0.9	1.0
Home Depot Inc	HD US	USA	(0.7)	8.4	25.7	23.7	na	na	17.2	16.2	2.4	2.5
Levi Strauss & Co.	LEVI US	USA	5.9	11.0	15.3	13.8	3.6	3.1	9.0	8.3	2.7	2.9
Yonghui Superstores	601933 CH	China	57.0	na	na	81.7	10.2	9.2	37.1	21.8	0.0	0.5
Sa Sa International	178 HK	Hong Kong	(62.1)	18.2	18.2	15.4	1.5	na	5.4	10.3	5.2	5.7
Dairy Farm Intl Hldgs	DFI SP	Hong Kong	27.8	4.1	18.1	17.4	na	11.3	6.1	6.1	15.9	3.7
President Chain Store	2912 TT	Taiwan	1.3	8.9	22.5	20.6	6.1	5.7	8.9	8.6	3.7	4.0
7-Eleven Malaysia	SEM MK	Malaysia	0.0	15.5	34.5	29.9	5.3	4.8	8.8	8.5	2.8	3.1
Advice IT Infinite *	ADVICE TB *	Thailand	14.1	14.0	12.7	11.1	3.2	2.9	6.4	5.3	5.1	5.8
Berli Jucker *	BJC TB	Thailand	2.6	5.9	16.5	15.5	0.6	0.6	9.1	8.6	4.3	4.5
COM7 *	COM7 TB	Thailand	16.9	15.5	14.4	12.5	5.4	4.5	10.6	9.2	4.3	5.0
CP All *	CPALL TB	Thailand	15.0	19.7	14.7	12.3	3.0	2.6	7.4	6.5	3.4	4.1
CP Aextra *	CPAXT TB *	Thailand	11.6	25.4	18.7	14.9	0.7	0.7	8.3	7.3	3.8	4.7
Central Pattana *	CPN TB	Thailand	(7.4)	16.5	15.4	13.2	2.2	2.0	10.5	9.5	3.9	4.4
Central Retail Corp. *	CRC TB	Thailand	(8.9)	4.9	17.0	16.2	1.8	1.7	6.2	6.0	2.4	2.5
Dohome *	DOHOME TB	Thailand	(9.0)	2.6	24.6	24.0	1.1	1.1	14.1	14.0	1.0	1.0
Siam Global House *	GLOBAL TB	Thailand	(24.0)	1.7	21.3	20.9	1.5	1.4	12.8	12.5	1.6	1.7
Home Product*	HMPRO TB	Thailand	(6.7)	6.2	15.5	14.6	3.5	3.3	8.7	8.2	5.2	5.5
MC Group *	MC TB	Thailand	6.6	7.8	10.7	9.9	2.2	2.2	4.9	4.6	9.3	10.1
Moshi Moshi Retail*	MOSHI TB *	Thailand	28.2	30.0	19.8	15.2	4.9	4.2	9.9	8.0	2.6	3.3
Average			(1.3)	13.5	18.4	20.7	2.9	3.0	10.0	9.2	3.5	3.6

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS growth,
Based on 6 August 2025 closing price

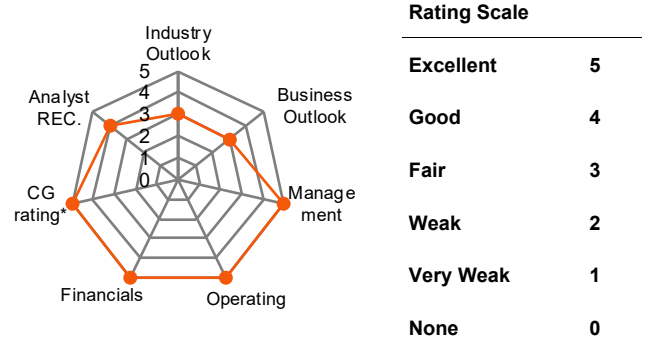
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

CPN เป็นผู้ประกอบการให้บริการศูนย์การค้าที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ มีประสบการณ์ในการดำเนินธุรกิจมากกว่า 45 ปี ณ ปัจจุบัน CPN บริหารศูนย์การค้าทั้งหมด 42 แห่ง อาคารสำนักงาน 10 แห่ง โรงแรม 10 แห่ง และโครงการที่อยู่อาศัย 29 แห่ง บริษัท เป็นผู้นำในตลาดการพัฒนาโครงการค้าปลีกที่มีส่วนแบ่งทางการตลาดมากที่สุดในตลาดค้าปลีกของกรุงเทพฯ นอกจากนี้ยังลงทุนในกองทุนรวมอสังหาริมทรัพย์/REIT ด้วยถือหุ้น 39.39% ใน CPNREIT และ 25.0% ใน CPNCG

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้นำในตลาดและมีแผนการขยายแนวรุกมากที่สุด
- ตระกูลจิราวัฒน์ ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ มีธุรกิจในเครือค่อนข้างมาก โดยเฉพาะที่เกี่ยวข้องกับการค้าปลีก เพราะฉะนั้น อัตราการเข้าพื้นที่จึงมีความแน่นอนสูงในระดับหนึ่งก่อนการเปิดตัวโครงการ
- มีพื้นที่ซึ่งค่อนข้างโดดเด่นในกรุงเทพฯ และตามหัวเมืองต่างจังหวัด

O — Opportunity

- ขยายสู่จังหวัดรองและชานเมืองกรุงเทพฯ
- การพัฒนาโครงการ Mixed-use

W — Weakness

- ลักษณะธุรกิจจำเป็นต้องมีการลงทุนขนาดใหญ่
- ระยะเวลาในการคืนทุนค่อนข้างยาว

T — Threat

- การแข่งขันทางอ้อมจากไฮเปอร์มาร์เก็ต โดยเฉพาะในพื้นที่ต่างจังหวัด
- ความเสี่ยงของพื้นที่เช่าไม่ได้รับการต่อสัญญา

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	68.28	65.00	-5%
Net profit 25F (Bt m)	17,375	16,508	-5%
Net profit 26F (Bt m)	18,969	18,542	-2%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไรสุทธิของเราในปี 2025-26F ต่ำกว่าตัวเลขคาดการณ์ของ Bloomberg consensus อยู่ 2-5% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากการตั้งสมมติฐานธุรกิจโรงแรมและอสังหาริมทรัพย์ที่ค่อนข้างระมัดระวัง
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด 5%

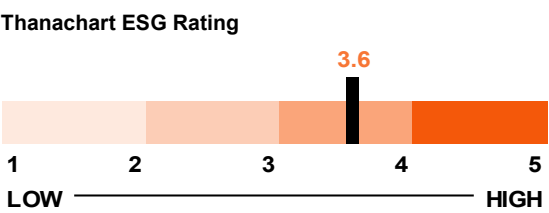
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- เศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการจับจ่ายของประชาชน และความสามารถของบริษัท ในการปรับขึ้นค่าเช่า อัตราการเช่า และการขยายสาขา ซึ่งเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความเสี่ยงที่ไม่คาดคิดอย่างเหตุการณ์การปิดศูนย์การค้าและเพลิงไหม้ที่ CentralWorld ในอดีต อาจส่งผลให้กำไรระส่ำระสาย และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

CPN เป็นผู้พัฒนาศูนย์การค้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยบริหารจัดการศูนย์การค้าทั้งหมด 41 แห่งในประเทศไทย และอีก 1 แห่งในมาเลเซีย คะแนน ESG ของ CPN อยู่ที่ 3.58 เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 3.24 CPN ปฏิบัติตามมาตรฐานสากลหลายประการและมีเป้าหมายและแผนงานที่ชัดเจนในด้าน ESG บริษัทได้รับคะแนนจาก S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) อยู่ในอันดับ 1% แรก และได้รับคะแนนสูงสุดใน DJSI World 2023.



	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)
CPN	YES	AAA	YES	BBB	69.13	78.28	84.00	36.0	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 "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนน CPN ด้านสิ่งแวดล้อมอยู่ที่ 3.7 ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานสากลด้านการจัดการสิ่งแวดล้อม (ISO 14001), การจัดการก๊าซเรือนกระจก (ISO 14064-1), การจัดการพลังงาน (ISO 50001) และความเป็นผู้นำด้านการออกแบบที่อนุรักษ์พลังงานและสิ่งแวดล้อม (LEED)CPN ให้ความสำคัญกับประสิทธิภาพการใช้พลังงานและคำนึงถึงการเปลี่ยนแปลงสภาพภูมิอากาศในทิศทางการดำเนินธุรกิจ โดยนำแนวทาง Carbon Footprint for Organization (CFO) มาใช้เพื่อวัดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกธุรกิจของ CPN ไม่ได้สร้างก๊าซเรือนกระจกมากนัก ในปี 2023 CPN ปล่อยก๊าซเรือนกระจก scope 1 และ 2 จำนวน 0.28mt เทียบเท่า CO2 ลดลง 18% จากปีฐานปี 2019CPN ตั้งเป้าลดการใช้พลังงานลง 50% ภายในปี 2030 เทียบกับปีฐาน 2019 และใช้พลังงานหมุนเวียน 100% ภายในปี 2050ศูนย์การค้าของ CPN เน้นแนวคิดไลฟ์สไตล์ มีการจัดการทรัพยากรและสิ่งแวดล้อมที่ดี
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">CPN มีคะแนนด้านสังคมสูงถึง 3.9 คะแนน โดยคะแนนนี้สูงในหลายด้าน ทั้งคุณภาพสินทรัพย์ บริการ การดำเนินงาน ลูกค้า และพนักงานศูนย์การค้าของ CPN ดำเนินงานอย่างมีประสิทธิภาพ มีความพึงพอใจของลูกค้าดี มีอัตราการเช่าเฉลี่ยมากกว่า 90% ไม่มีเหตุการณ์เชิงลบที่สำคัญเกิดขึ้นในศูนย์การค้าของ CPNCPN ปฏิบัติต่อพนักงานอย่างเหมาะสมในการมอบหมายงาน การไต่ถามงาน และการพัฒนาทักษะ พร้อมทั้งดูแลความปลอดภัยของพนักงานในสถานที่ทำงานในปี 2023 CPN จ้างพนักงาน 5,736 คน โดย 50% เป็นผู้หญิง พนักงานของ CPN มีพื้นที่ทางวัฒนธรรมที่หลากหลายและมาจากทุกภูมิภาคของประเทศไทย ในปี 2023 พนักงาน 5,321 คนได้รับการฝึกอบรมในหลักสูตรต่างๆ ด้วยค่าใช้จ่าย 5,362 บาท/คนCPN ให้การสนับสนุนและช่วยเหลือชุมชน เช่น จัดสรรพื้นที่ให้ศูนย์บริการภาครัฐ จัดให้มีพื้นที่ปลอดค่าเช่าสำหรับเกษตรกรและจำหน่ายสินค้าชุมชน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านกำกับดูแลที่ 3.2 แก่ CPN ซึ่งต่ำกว่าคะแนน E และ S CPN ไม่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่แข็งแกร่ง ประธานคณะกรรมการไม่เป็นอิสระ และอัตราส่วนของกรรมการอิสระ (4) ต่อกรรมการทั้งหมด (14) ต่ำกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสมซึ่งอยู่ที่ 2 ใน 3 มาก กรรมการ 8 คนเป็นสมาชิกในครอบครัวจิราวัฒน์CPN มีคณะกรรมการทั้งหมดตามกรอบ ESG ของการตรวจสอบ คำตอบแทน และการจัดการความเสี่ยง ไม่มีข้อกังวลสำคัญด้านจริยธรรมและการกำกับดูแลCPN มีคะแนนสูงด้านความยั่งยืนของธุรกิจ เนื่องจากได้พัฒนาและเปลี่ยนแปลงรูปแบบธุรกิจอย่างต่อเนื่องเพื่อตอบสนองต่อแนวโน้มความต้องการของลูกค้าในระยะยาว และในช่วงหลายปีที่ผ่านมา แม้ว่าห้างสรรพสินค้าในประเทศไทยอื่นๆ หลายแห่งจะเลิกกิจการแล้ว แต่ CPN ยังคงรักษาความยืดหยุ่นได้เป็นอย่างดี

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	45,613	49,615	47,261	53,220	58,375
Cost of sales	21,509	22,172	20,303	23,360	24,955
Gross profit	24,104	27,443	26,957	29,860	33,419
% gross margin	52.8%	55.3%	57.0%	56.1%	57.2%
Selling & administration expenses	7,655	8,692	8,564	9,590	10,519
Operating profit	16,450	18,751	18,394	20,270	22,900
% operating margin	36.1%	37.8%	38.9%	38.1%	39.2%
Depreciation & amortization	8,546	9,208	10,174	11,132	11,843
EBITDA	24,996	27,958	28,567	31,402	34,744
% EBITDA margin	54.8%	56.4%	60.4%	59.0%	59.5%
Non-operating income	1,291	1,625	1,865	2,086	2,294
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,613)	(2,506)	(3,713)	(3,647)	(3,464)
Pre-tax profit	15,128	17,869	16,546	18,709	21,730
Income tax	3,175	3,488	3,309	3,742	4,346
After-tax profit	11,953	14,381	13,237	14,967	17,384
% net margin	26.2%	29.0%	28.0%	28.1%	29.8%
Shares in affiliates' Earnings	2,133	2,292	2,260	3,084	2,665
Minority interests	(171)	(229)	(269)	(309)	(349)
Extraordinary items	1,146	285	1,280	800	800
NET PROFIT	15,062	16,729	16,508	18,542	20,500
Normalized profit	13,916	16,444	15,228	17,742	19,700
EPS (Bt)	3.4	3.7	3.7	4.1	4.6
Normalized EPS (Bt)	3.1	3.7	3.4	4.0	4.4

Double-digit core EPS
growth resumes at
17/11% in 2026-27F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	25,546	38,751	24,917	25,873	26,803
Cash & cash equivalent	5,059	5,292	5,441	5,941	6,941
Account receivables	2,217	1,404	1,942	2,187	2,399
Inventories	0	0	0	0	0
Others	18,269	32,054	17,533	17,744	17,463
Investments & loans	42,282	48,571	48,571	48,571	48,571
Net fixed assets	175,798	191,976	215,802	228,770	235,926
Other assets	36,247	24,938	20,755	21,372	21,442
Total assets	279,873	304,236	310,045	324,585	332,743
LIABILITIES:					
Current liabilities:	53,868	38,284	42,818	43,691	41,990
Account payables	1,485	1,342	1,391	1,600	1,709
Bank overdraft & ST loans	13,972	3,581	10,789	10,379	9,068
Current LT debt	23,027	14,276	15,284	14,704	12,847
Others current liabilities	15,384	19,085	15,355	17,008	18,365
Total LT debt	39,762	51,653	45,852	44,112	38,541
Others LT liabilities	85,661	104,471	104,104	110,475	115,986
Total liabilities	179,291	194,407	192,774	198,277	196,517
Minority interest	8,309	9,247	9,517	9,826	10,175
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,244	2,244	2,244	2,244	2,244
Share premium	8,559	8,559	8,559	8,559	8,559
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	559	502	502	502	502
Retained earnings	80,911	89,277	96,450	105,178	114,747
Shareholders' equity	92,273	100,582	107,755	116,483	126,051
Liabilities & equity	279,873	304,236	310,045	324,585	332,743

Sources: Company data, Thanachart estimates

An asset-based firm with
shopping malls
comprising the majority

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	15,128	17,869	16,546	18,709	21,730
Tax paid	(2,710)	(3,825)	(3,140)	(3,721)	(4,170)
Depreciation & amortization	8,546	9,208	10,174	11,132	11,843
Chg In working capital	909	669	(489)	(36)	(103)
Chg In other CA & CL / minorities	2,350	(6,469)	12,260	3,901	3,569
Cash flow from operations	24,222	17,452	35,351	29,985	32,870
Capex	(11,636)	(25,386)	(34,000)	(24,100)	(19,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(976)	(6,288)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(6,399)	30,128	5,718	7,159	6,800
Cash flow from investments	(19,011)	(1,547)	(28,282)	(16,941)	(12,200)
Debt financing	(2,009)	(7,252)	2,415	(2,730)	(8,738)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,182)	(8,179)	(9,335)	(9,814)	(10,932)
Warrants & other surplus	918	(241)	(1,228)	(1,228)	(1,228)
Cash flow from financing	(6,272)	(15,672)	(8,148)	(13,772)	(20,898)
Free cash flow	12,586	(7,934)	1,351	5,885	13,870

Despite high capex, we expect net gearing of only 0.4-0.6x in 2025-27F

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	16.9	14.3	15.4	13.2	11.9
Normalized PE - at target price (x)	21.0	17.7	19.2	16.4	14.8
PE (x)	15.6	14.0	14.2	12.6	11.4
PE - at target price (x)	19.4	17.4	17.7	15.7	14.2
EV/EBITDA (x)	12.3	10.7	10.5	9.5	8.3
EV/EBITDA - at target price (x)	14.5	12.7	12.5	11.3	9.9
P/BV (x)	2.5	2.3	2.2	2.0	1.9
P/BV - at target price (x)	3.2	2.9	2.7	2.5	2.3
P/CFO (x)	9.7	13.4	6.6	7.8	7.1
Price/sales (x)	5.1	4.7	5.0	4.4	4.0
Dividend yield (%)	3.4	4.0	3.9	4.4	4.9
FCF Yield (%)	5.4	(3.4)	0.6	2.5	5.9
(Bt)					
Normalized EPS	3.1	3.7	3.4	4.0	4.4
EPS	3.4	3.7	3.7	4.1	4.6
DPS	1.8	2.1	2.1	2.3	2.6
BV/share	20.6	22.4	24.0	26.0	28.1
CFO/share	5.4	3.9	7.9	6.7	7.3
FCF/share	2.8	(1.8)	0.3	1.3	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

2025F PE is far below its 30x five-year average from 2020-24

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	25.5	8.8	(4.7)	12.6	9.7
Net profit (%)	40.0	11.1	(1.3)	12.3	10.6
EPS (%)	40.0	11.1	(1.3)	12.3	10.6
Normalized profit (%)	38.7	18.2	(7.4)	16.5	11.0
Normalized EPS (%)	38.7	18.2	(7.4)	16.5	11.0
Dividend payout ratio (%)	53.6	56.3	56.0	56.0	56.0
Operating performance					
Gross margin (%)	52.8	55.3	57.0	56.1	57.2
Operating margin (%)	36.1	37.8	38.9	38.1	39.2
EBITDA margin (%)	54.8	56.4	60.4	59.0	59.5
Net margin (%)	26.2	29.0	28.0	28.1	29.8
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	0.6	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	6.3	7.5	5.0	5.6	6.6
Interest coverage - EBITDA (x)	9.6	11.2	7.7	8.6	10.0
ROA - using norm profit (%)	4.6	5.6	5.0	5.6	6.0
ROE - using norm profit (%)	16.0	17.1	14.6	15.8	16.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.8	14.9	12.7	13.3	14.3
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	38.9	41.1	42.9	42.0	43.2
- leverage (x)	3.4	3.0	2.9	2.8	2.7
- interest burden (%)	85.3	87.7	81.7	83.7	86.2
- tax burden (%)	79.0	80.5	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
ROIC (%)	8.4	9.2	8.9	9.3	10.2
NOPAT (Bt m)	12,998	15,091	14,715	16,216	18,320
invested capital (Bt m)	163,975	164,799	174,238	179,736	179,566

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.

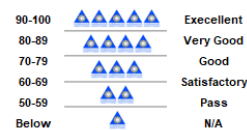
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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 ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SAWAD) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570, 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารถูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสร่า 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, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th