

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 47.00

(From: Bt 30.00)

27 AUGUST 2025

Upside : 16.8%

## Global Power Synergy (GPSC TB)

## ปลดล็อคความกังวล

GPSC ขึ้นเป็น Top Pick กลุ่มฯของเรา ด้วย EPS เติบโตเฉลี่ยสูงถึง 24% ในช่วงปี 2025-27F หนุนโดยกำไรของโครงการเก่าที่ฟื้นตัว และผลกำไรที่สูงขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในอินเดีย ราคาเป้าหมายของเราปรับขึ้นเป็น 47 บาท ด้วยเรามิ่มุมมองต่อธุรกิจ SPP ในเชิงบวกมากขึ้น

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

## มองแนวโน้มการเติบโตชัดเจนขึ้น

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” GPSC ซึ่งปัจจุบันกลายมาเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มสาธารณูปโภค 1) เรามองความเสี่ยงด้านนโยบายต่อธุรกิจ SPP ซึ่งเป็นธุรกิจหลักลดลงอย่างมีนัยสำคัญ หลังรัฐบาลเริ่มมุ่งเน้นการลดต้นทุนเชื้อเพลิงเพื่อลดราคาไฟฟ้าแทนการควบคุมราคา 2) หลังปัญหาอัตราค่าไถ่ของ SPP คลี่คลาย เราเชื่อว่ากำไรของ GPSC จะเติบโตได้เฉลี่ย 24% ต่อปีในช่วงปี 2025-27F หนุนโดยการใช้ไฟฟ้าจากลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ที่เพิ่มขึ้น การฟื้นตัวของกำไรจากโรงไฟฟ้า IPP Gheco-1 และโรงไฟฟ้าพลังน้ำไชยะบุรี และการขยายกำลังการผลิตของ Avaada Energy (AEPL) ซึ่งเป็นผู้พัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในอินเดีย (ถือหุ้น 40%) และ 3) เรามองมูลค่าพื้นฐานยังน่าสนใจที่ 17 เท่า PE บนปี 2026F เทียบกับกำไรเติบโตแข็งแกร่ง เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 47 บาท/หุ้น (จากเดิม 30 บาท) เพื่อสะท้อนแนวโน้มธุรกิจ SPP ที่ดีขึ้น และการปรับปีฐาน 2026F

## ธุรกิจหลัก SPP มีแนวโน้มดีขึ้น

เราปรับสมมติฐานอัตรา spark spread เฉลี่ยจากโรงไฟฟ้า SPP ของ GPSC ในปี 2025-27F ขึ้นเป็น 1.47/1.43/1.41 บาท/kWh จากเดิมที่ 1.40/1.35/1.35 บาท/kWh หนุนโดย 1) ราคาค่าไฟฟ้าประกาศออกมาแล้วที่ 3.95 บาท/kWh สำหรับช่วง 4Q25F ซึ่งสูงกว่าสมมติฐานเดิมของเราที่ 3.85 บาท ในขณะที่ราคา pool gas ก็ปรับลดลงเร็วกว่าคาด (ดู Exhibit 1) 2) เราเชื่อว่ารัฐบาลจะสามารถบรรลุเป้าหมายการลดราคาไฟฟ้าลงเหลือ 3.70 บาท/kWh ได้ด้วยการปรับโครงสร้างราคาภาษีธรรมชาติ ซึ่งจะไม่กระทบอัตราค่าไถ่ของกลุ่มโรงไฟฟ้า โดยในขณะที่ปัญหาด้านอัตราค่าไถ่เริ่มคลี่คลาย เรามองว่าความกังวลต่อความต้องการใช้ไฟฟ้าจากลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรมก็ลดลงด้วย เนื่องจาก 1. แนวโน้มการลงทุนจากต่างประเทศ (FDI) ในไทยยังคงแข็งแกร่ง หลังการประกาศอัตราภาษีของทรมปี และ 2. กลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมีซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าหลักของ GPSC ดูดีขึ้นเช่นกัน

## ส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจาก Avaada

เราคาดอัตราการขยายกำลังการผลิตของ AEPL กำลังเร่งตัวขึ้นจากปีละ 1.2GW ในช่วงปี 2021-24 เป็น 3.0GW ต่อปีในช่วงปี 2025-28F หนุนโดยสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่มีอยู่ในมือ และการขยายทีมพัฒนาอย่างต่อเนื่อง AEPL ยังมีแผนการปรับปรุงสถานะทางการเงินเพื่อรองรับการเติบโตที่รวดเร็วนี้ผ่านการระดมทุน (คาดว่าจะทำ IPO) เพื่อนำเงินไปลดหนี้ซึ่งเป็นภาระกดดันกำไรอย่างต่อเนื่อง แม้กำลังการผลิตของบริษัทเพิ่มจาก 1.4GW ในปี 2021 เป็นถึง 5.4GW ในปัจจุบัน การรุกเข้าพัฒนาโรงไฟฟ้าพลังงานลมและแบตเตอรี่กักเก็บพลังงานก็น่าจะผลตอบแทนโดยรวมให้ AEPL เราคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจาก AEPL เพิ่มขึ้นเป็น 1.4 พันลบ. ในปี 2028F จากเพียง 64 ลบ. ในปี 2024 แม้จะมีผลกระทบ dilution จากการระดมทุน

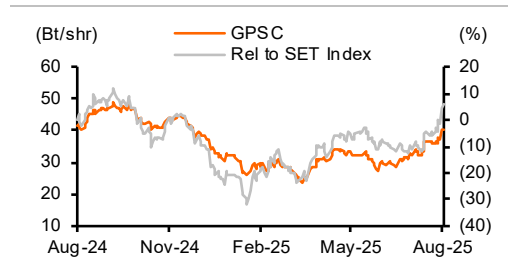
## และยังมีโอกาสการเติบโตผ่านการซื้อกิจการ

เรายังไม่ได้รวมแผนของ GPSC ที่จะซื้อโรงไฟฟ้าจากบริษัทในกลุ่ม ปตท. เข้าในประมาณการ ซึ่งเรามองว่าเป็นโอกาสให้ GPSC เพิ่มกำลังการผลิตแม้การลงทุนใหม่ในไทยมีจำกัด และมองความเสี่ยงการลงทุนต่ำเนื่องจากโรงไฟฟ้าเหล่านี้มีการใช้งานภายในกลุ่ม (captive demand) หากมองจากดีลล่าสุดในการซื้อโครงการ Energy Recovery Unit (ERU) 250MW จาก บมจ. ไทยออยล์ (TOP) ที่ 8% IRR ก็ดูเป็นราคาเข้าซื้อที่สมเหตุสมผล

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	90,730	91,956	85,869	81,745
Net profit	4,062	5,926	6,633	7,808
Consensus NP	—	5,123	5,314	5,795
Diff frm cons (%)	—	15.7	24.8	34.7
Norm profit	4,113	5,126	6,633	7,808
Prev. Norm profit	—	5,477	6,384	7,421
Chg frm prev (%)	—	(6.4)	3.9	5.2
Norm EPS (Bt)	1.5	1.8	2.4	2.8
Norm EPS grw (%)	14.4	24.6	29.4	17.7
Norm PE (x)	27.6	22.1	17.1	14.5
EV/EBITDA (x)	12.0	11.5	10.7	9.8
P/BV (x)	1.1	1.0	1.0	1.0
Div yield (%)	2.2	3.1	3.5	4.1
ROE (%)	3.8	4.7	5.9	6.8
Net D/E (%)	94.4	82.7	69.7	58.0

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 26-Aug-25 (Bt)	40.25
Market Cap (US\$ m)	3,493.7
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.8
12M Price H/L (Bt)	49.25/23.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	PTT Group 67.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

## ESG Summary Report ..... P21

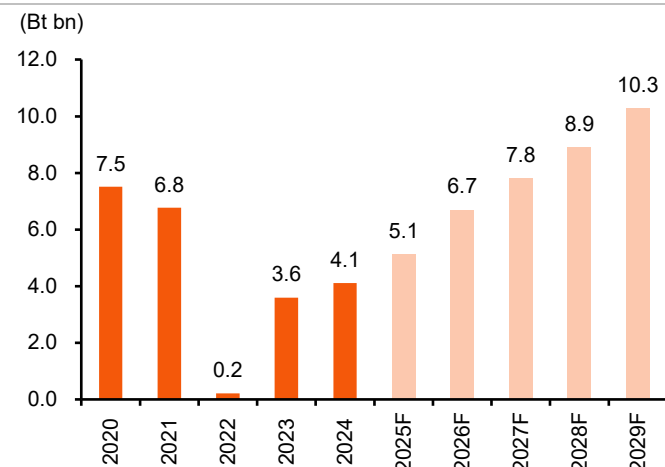
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

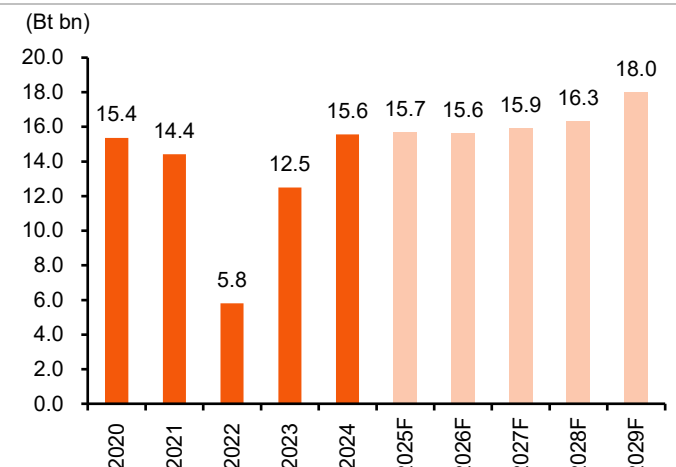
**Ex 1: Our Assumptions For Our SPP Margin Forecasts**

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
<b>Domestic gas pool price (Bt/mmbtu)</b>					
New	304	300	290	285	290
Old		305	285	275	280
Change (%)		(1.6)	1.8	3.6	3.6
<b>National electricity tariff (Bt/kWh)</b>					
New	4.18	4.03	3.90	3.85	3.93
Old		3.99	3.80	3.70	3.72
Change (%)		1.0	2.6	4.1	5.7
<b>Average spark margin from GPSC's SPP projects (Bt/kWh)</b>					
New	1.41	1.47	1.43	1.41	1.41
Old		1.40	1.35	1.35	1.35
Change (%)		5.0	5.9	4.4	4.4

Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

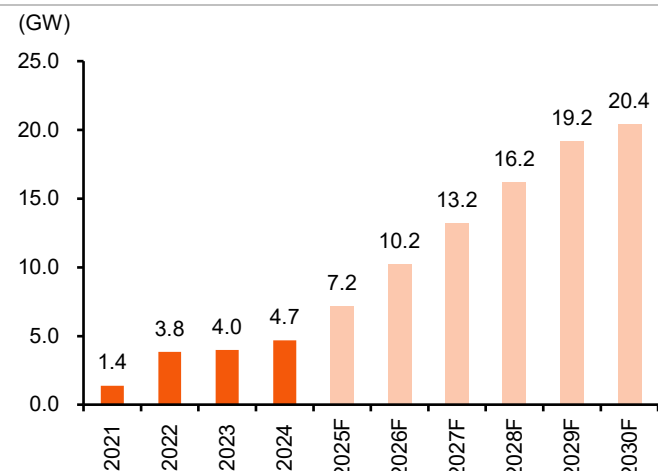
**Ex 2: Unlocking Factors Driving An Earnings Recovery**

Sources: Company data, Thanachart estimates

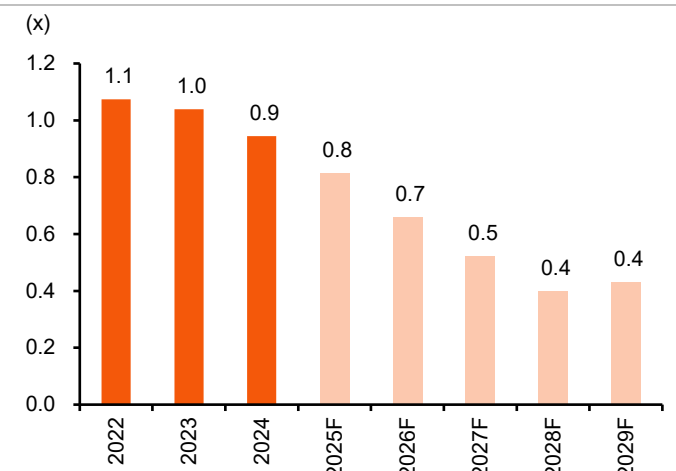
**Ex 3: Stabilizing Gross Profit From SPPs**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: The jump in 2029F is from the acquisition of the ERU project from TOP

**Ex 4: Accelerating Capacity Expansion In AEPL**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: Low Gearing (Net D/E) Supporting New Investments**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Our 12-month DCF-Derived SOTP-Based Valuation, Using A 2026F Base Year

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037-50F
EBITDA excl. depre from right of use	18,597	19,138	18,019	19,705	19,860	20,521	20,873	21,234	21,604	21,981	22,538	
Free cash flow	19,046	17,345	16,645	(4,426)	17,328	17,915	18,269	18,579	18,896	19,220	19,820	
PV of free cash flow	17,927	15,366	13,875	(3,472)	12,794	12,449	11,945	11,433	10,944	10,476	10,165	67,751
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	6.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	191,653											
Net debt (2025F)	101,583											
Minority interest	12,381											
Equity value	77,689											
# of shares (m)	2,820											
Equity value / share (Bt)	27.6											

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share (Bt)
Plus associates				
BIC	DCF	8.0%	1,032	0.4
NNEG	DCF	8.4%	1,048	0.4
NL1PC	DCF	7.3%	2,588	0.9
RPCL	DCF	7.9%	651	0.2
XPCL	DCF	7.4%	15,255	5.4
Avaada	DCF	6.2%	29,704	10.5
Taiwan wind farms	DCF	6.9%	4,421	1.6
Total				19.4
Grand total				47.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (GPSC) ก่อตั้งขึ้นในเดือนมกราคม 2013 โดยเป็นบริษัทแกนนำของกลุ่ม ปตท. ในธุรกิจไฟฟ้า GPSC ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ไอน้ำ และน้ำเพื่อการอุตสาหกรรม (Processed Water) ให้แก่ลูกค้าระบบกริดแห่งชาติและลูกค้าอุตสาหกรรมทั่วประเทศ ไทย GPSC เข้าซื้อกิจการบริษัท โกลว์ พลังงาน ซึ่งทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มเป็นสองเท่าในเดือนมีนาคม 2019 โดยบริษัทฯ มีกำลังการผลิตไฟฟ้าในโรงไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 6.5GW (ทั้งในและต่างประเทศ) ซึ่ง 42% มาจากแหล่งพลังงานทดแทน ณ ปี 2024 ปัจจุบันกลยุทธ์มุ่งเน้นไปที่การขายกำลังการผลิตพลังงานทดแทนในต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เติบโตตามการขยายตัวของกลุ่ม PTT ในอนาคต
- ชื่อเสียงอันแข็งแกร่งของกลุ่ม ปตท. ช่วยปูทางให้ธุรกิจเติบโตในระดับภูมิภาค
- เข้าถึงต้นทุนทางการเงินในระดับต่ำ ด้วยเป็นบริษัทในเครือ PTT

O — Opportunity

- การขยายอุตสาหกรรมไฟฟ้าของประเทศเพื่อนบ้าน ผ่านการพัฒนาโครงการใหม่และการควบรวมกิจการ
- เข้าไปยังอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ที่มีการเติบโตแบบ S-curve ใหม่ ผ่านการลงทุนในโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion กับกลุ่ม PTT

CONSENSUS COMPARISON

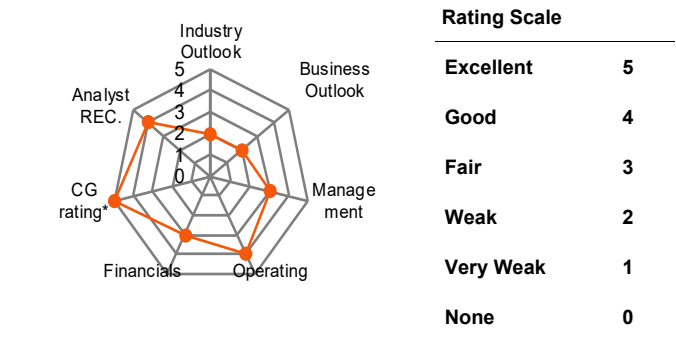
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.81	47.00	15%
Net profit 25F (Bt m)	5,123	5,926	16%
Net profit 26F (Bt m)	5,314	6,633	25%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 7	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราประมาณการกำไรในปี 2025-26F สูงกว่าค่ากลางของ Bloomberg Consensus ราว 16/25% ซึ่งเราเชื่อว่าสาเหตุหลักมาจากการที่เราคาดการณ์การฟื้นตัวของกำไรในธุรกิจเดิม (legacy business) ของ GPSC จะเกิดขึ้นเร็วกว่า และการกำไรจาก AEPL ที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยถึง 15% น่าจะมาจากมุมมองเชิงบวกมากขึ้นของเราเกี่ยวกับศักยภาพการเติบโตของ AEPL

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; \* CG rating

W — Weakness

- ไม่มีประสบการณ์โดยตรงในการลงทุนในต่างประเทศ
- เข้าลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทน และแบตเตอรี่ Li-ion ช้า
- ข้อจำกัดด้านของ gearing จากกลุ่ม ปตท

T — Threat

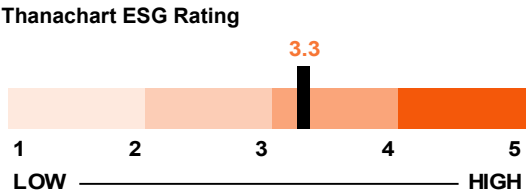
- ศักยภาพในการเติบโตของกำลังการผลิตในตลาดภายในประเทศมีจำกัด เนื่องจากปัจจุบันประเทศไทยมีอัตราสำรองสูง ในขณะที่นโยบายของรัฐบาลในการประมูลพลังงานทดแทนยังคงช้า
- ฟังฟังนโยบายของกลุ่มในการตัดสินใจลงทุนที่สำคัญ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตรากำไรของ SPP ที่ฟื้นตัวช้ากว่าหรือต่ำกว่าที่คาดไว้ ไม่ว่าจะมาจากราคาพลังงานโลกที่หดตัวน้อยกว่าหรือการปรับลดอัตราค่าไฟฟ้าของไทยที่สูงกว่าที่คาดไว้ ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อการคาดการณ์กำไรและการประเมินมูลค่าของเรา
- กำไรจากโครงการพลังงานทดแทนในต่างประเทศที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ โดยเฉพาะโครงการพลังงานแสงอาทิตย์จาก Avaada Energy ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อตัวเลขของเรา
- ผลตอบแทนจากการลงทุนในอนาคตที่ต่ำกว่าที่คาดไว้ ไม่ว่าจะเป็นในอุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าหรือธุรกิจที่เกี่ยวข้องอื่นๆ ถือเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อการประเมินมูลค่าของเรา

Source: Thanachart

GPSC เป็นบริษัทด้านสาธารณูปโภคของกลุ่ม PTT มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 6.5GW ในปี 2024 โดยเป็น ก๊าซ 45% ถ่านหิน 13% และพลังงานทดแทน 42% เราให้คะแนน ESG ของบริษัท ที่ 3.1 ซึ่งได้แรงหนุนจากนโยบาย ESG ที่เข้มงวดของกลุ่ม PTT โดยเฉพาะด้านสังคม คะแนนที่ต่ำกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มนี้เนื่องมาจากมีสัดส่วนถ่านหินในปริมาณสูง ทำให้ได้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมอ่อนแอ



	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)
GPSC	YES	AAA	YES	B	60.15	54.78	86.00	-	5.0

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

Factors	Our Comments
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนน E สำหรับ GPSC เพียง 2.7 ซึ่งต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน เนื่องจากบริษัท มีสัดส่วนพลังงานไฟฟ้าถ่านหินที่สูง และเนื่องจากโครงการพลังงานหมุนเวียนมีกำลังการผลิตรวมเพียงเล็กน้อยเท่านั้น</li><li>GPSC มีเป้าหมายเดียวกันกับกลุ่ม PTT ในการบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060 ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายของประเทศเล็กน้อย เป้าหมายในระยะใกล้คือการเพิ่มส่วนผสมของพลังงานทดแทนให้มากกว่า 50% ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดภายในปี 2030 เพื่อเป็นแกนนำให้กลุ่มนี้เดินหน้านำลงทุนในพลังงานสีเขียว</li><li>GPSC ยังมีนโยบายการกำหนดราคาคาร์บอนภายในเพื่อลดมลพิษทางอากาศและทางน้ำจากการดำเนินงานและโรงไฟฟ้า</li></ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขภาพและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้าน S แก่ GPSC สูงที่ 4.0 ซึ่งเป็นหนึ่งในคะแนนสูงสุดในกลุ่มนี้</li><li>คะแนนด้านสังคมที่น่าประทับใจนี้ได้แรงหนุนจากนโยบายที่เกี่ยวกับชุมชนที่เข้มแข็งในกลุ่ม PTT ซึ่งให้การสนับสนุนและบริจาคเงินจำนวนมากแก่ชุมชนรอบๆ โรงไฟฟ้าเพื่อปรับปรุงเศรษฐกิจในท้องถิ่นและยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชน</li><li>GPSC มีประวัติการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง โดยมีผลการดำเนินงานด้านความน่าเชื่อถือและความปลอดภัยที่ได้รับการจัดอันดับสูงกว่ามาตรฐานสากลอย่างสม่ำเสมอ ไม่มีการร้องเรียนที่สำคัญใดๆ จากลูกค้า ซึ่งรวมถึงอุตสาหกรรมที่สำคัญ เช่น โรงกลั่นและปิโตรเคมี</li><li>เราชอบแพลตฟอร์มการพัฒนาพนักงานของ GPSC ซึ่งได้รับการออกแบบมาเพื่อให้พนักงานมีเส้นทางอาชีพที่ชัดเจน ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อของบริษัทที่ว่าความสำเร็จทางธุรกิจขึ้นอยู่กับ 1) แผนการสืบทอดตำแหน่งภายในองค์กร 2) การเตรียมความพร้อมเพื่อให้พนักงานทันต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม และ 3) สร้างขวัญกำลังใจ/ความสามัคคีในหมู่พนักงาน ซึ่งมีส่วนสนับสนุนให้แบรนด์องค์กรแข็งแกร่ง</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>เราให้คะแนน G เฉลี่ยของ GPSC ที่ 3.0 เนื่องจากเราพบว่าโครงสร้างคณะกรรมการที่ค่อนข้างอ่อนแอของบริษัท ได้รับการชดเชยด้วยการแสดงออกอย่างแข็งขันในการตัดสินใจอย่างอิสระในการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับนิติบุคคลภายในกลุ่ม PTT</li><li>คณะกรรมการของ GPSC ยังมีสัดส่วนที่ไม่เหมาะสม เนื่องจากมีกรรมการอิสระเพียง 7 คนจากสมาชิกทั้งหมด 15 คน (เทียบกับอัตราส่วนที่เหมาะสมคือ 2/3) โดยมีสมาชิกเป็นผู้หญิงเพียงคนเดียว ทั้งนี้ แม้ว่าประธานบริษัทจะเป็นอิสระ ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานสากล</li><li>อย่างไรก็ตาม เราพอใจกับการตัดสินใจทางธุรกิจของบริษัท โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับนิติบุคคลอื่นๆ ในกลุ่ม PTT เช่น ลูกค้าของโรงไฟฟ้า SPP ของบริษัทและผู้ร่วมพัฒนาโรงไฟฟ้าในเครือ ซึ่งเราเห็นว่า GPSC ยังคงสามารถทำกำไรจากการดำเนินงานเหล่านี้ได้ค่อนข้างมาก แม้ว่านิติบุคคลอื่นๆ จะประสบปัญหาอยู่ก็ตาม</li><li>เราเชื่อว่า GPSC มีความคิดริเริ่มที่ดีในการแสวงหาการลงทุนในธุรกิจพลังงานสีเขียวและการลดการปล่อยคาร์บอน แม้ว่าธุรกิจเหล่านี้จะยังไม่ประสบผลสำเร็จ เช่น เครื่องปฏิกรณ์นิวเคลียร์โมดูลาร์ขนาดเล็ก (SMR) หน่วยดักจับคาร์บอน และการผลิตไฮโดรเจนสีเขียว</li></ul>

Sources: Thanachart, Company note

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	90,303	90,730	91,956	85,869	81,745
Cost of sales	80,258	79,307	80,243	73,001	68,311
<b>Gross profit</b>	<b>10,045</b>	<b>11,423</b>	<b>11,713</b>	<b>12,868</b>	<b>13,435</b>
% gross margin	11.1%	12.6%	12.7%	15.0%	16.4%
Selling & administration expenses	2,250	2,571	2,527	2,578	2,604
<b>Operating profit</b>	<b>7,795</b>	<b>8,852</b>	<b>9,186</b>	<b>10,290</b>	<b>10,830</b>
% operating margin	8.6%	9.8%	10.0%	12.0%	13.2%
Depreciation & amortization	9,483	9,960	9,558	8,561	8,575
<b>EBITDA</b>	<b>17,278</b>	<b>18,813</b>	<b>18,744</b>	<b>18,851</b>	<b>19,405</b>
% EBITDA margin	19.1%	20.7%	20.4%	22.0%	23.7%
Non-operating income	1,238	1,810	1,584	1,239	1,030
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,297)	(5,885)	(5,408)	(4,817)	(4,597)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>3,736</b>	<b>4,777</b>	<b>5,362</b>	<b>6,712</b>	<b>7,263</b>
Income tax	405	249	268	537	726
<b>After-tax profit</b>	<b>3,331</b>	<b>4,528</b>	<b>5,094</b>	<b>6,175</b>	<b>6,537</b>
% net margin	3.7%	5.0%	5.5%	7.2%	8.0%
Shares in affiliates' Earnings	1,202	293	828	1,423	2,293
Minority interests	(937)	(708)	(797)	(966)	(1,022)
Extraordinary items	98	(51)	800	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>3,694</b>	<b>4,062</b>	<b>5,926</b>	<b>6,633</b>	<b>7,808</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>3,596</b>	<b>4,113</b>	<b>5,126</b>	<b>6,633</b>	<b>7,808</b>
EPS (Bt)	1.3	1.4	2.1	2.4	2.8
Normalized EPS (Bt)	1.3	1.5	1.8	2.4	2.8

Clearer earnings growth  
outlook given lower  
policy risks for SPPs

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	42,597	49,779	44,076	52,513	56,500
Cash & cash equivalent	13,367	25,492	15,000	25,000	30,000
Account receivables	10,941	11,754	12,597	11,763	11,198
Inventories	11,431	7,733	8,794	8,000	7,486
Others	6,858	4,800	7,685	7,750	7,816
Investments & loans	55,456	55,299	53,125	53,125	53,125
Net fixed assets	96,204	92,473	84,155	76,847	70,973
Other assets	91,633	90,585	89,549	88,504	87,451
<b>Total assets</b>	<b>285,889</b>	<b>288,136</b>	<b>270,905</b>	<b>270,990</b>	<b>268,049</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	39,033	23,126	23,512	22,630	21,565
Account payables	7,059	5,740	6,595	6,000	5,615
Bank overdraft & ST loans	111	0	117	113	106
Current LT debt	27,192	12,104	11,647	11,315	10,596
Others current liabilities	4,672	5,282	5,154	5,201	5,248
<b>Total LT debt</b>	<b>109,423</b>	<b>125,832</b>	<b>104,820</b>	<b>101,839</b>	<b>95,360</b>
Others LT liabilities	18,694	20,036	19,755	19,873	19,978
<b>Total liabilities</b>	<b>167,150</b>	<b>168,994</b>	<b>148,087</b>	<b>144,342</b>	<b>136,903</b>
Minority interest	12,544	11,584	12,381	13,346	14,368
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,197	28,197	28,197	28,197	28,197
Share premium	70,176	70,176	70,176	70,176	70,176
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(17,185)	(17,375)	(17,375)	(17,375)	(17,375)
<b>Retained earnings</b>	<b>25,007</b>	<b>26,560</b>	<b>29,439</b>	<b>32,304</b>	<b>35,780</b>
Shareholders' equity	106,195	107,558	110,437	113,302	116,778
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>285,889</b>	<b>288,136</b>	<b>270,905</b>	<b>270,990</b>	<b>268,049</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	3,736	4,777	5,362	6,712	7,263
Tax paid	(405)	(249)	(268)	(537)	(726)
Depreciation & amortization	9,483	9,960	9,558	8,561	8,575
Chg In working capital	5,891	1,566	(1,047)	1,032	693
Chg In other CA & CL / minorities	637	611	(2,186)	1,406	2,275
<b>Cash flow from operations</b>	<b>19,342</b>	<b>16,665</b>	<b>11,419</b>	<b>17,174</b>	<b>18,080</b>
Capex	(12,865)	(6,026)	(1,000)	(1,000)	(2,433)
Right of use	(162)	(1,114)	(200)	(200)	(200)
ST loans & investments	(358)	694	0	0	0
LT loans & investments	(1,320)	156	2,174	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,736)	5,735	1,515	1,109	1,092
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(16,441)</b>	<b>(555)</b>	<b>2,489</b>	<b>(91)</b>	<b>(1,541)</b>
Debt financing	(1,540)	(1,286)	(21,353)	(3,315)	(7,207)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,692)	(2,510)	(3,047)	(3,768)	(4,332)
Warrants & other surplus	(537)	(190)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(3,770)</b>	<b>(3,986)</b>	<b>(24,400)</b>	<b>(7,083)</b>	<b>(11,539)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>6,477</b>	<b>10,640</b>	<b>10,419</b>	<b>16,174</b>	<b>15,647</b>

No committed capex in  
the near term

## VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	31.6	27.6	22.1	17.1	14.5
Normalized PE - at target price (x)	36.9	32.2	25.9	20.0	17.0
PE (x)	30.7	27.9	19.2	17.1	14.5
PE - at target price (x)	35.9	32.6	22.4	20.0	17.0
EV/EBITDA (x)	13.7	12.0	11.5	10.7	9.8
EV/EBITDA - at target price (x)	14.8	13.0	12.5	11.7	10.7
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
P/CFO (x)	5.9	6.8	9.9	6.6	6.3
Price/sales (x)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
Dividend yield (%)	1.8	2.2	3.1	3.5	4.1
FCF Yield (%)	5.7	9.4	9.2	14.3	13.8
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.3	1.5	1.8	2.4	2.8
EPS	1.3	1.4	2.1	2.4	2.8
DPS	0.7	0.9	1.3	1.4	1.7
BV/share	37.7	38.1	39.2	40.2	41.4
CFO/share	6.9	5.9	4.0	6.1	6.4
FCF/share	2.3	3.8	3.7	5.7	5.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuations remain  
attractive, in our view

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(27.0)	0.5	1.4	(6.6)	(4.8)
Net profit (%)	314.4	10.0	45.9	11.9	17.7
EPS (%)	314.4	10.0	45.9	11.9	17.7
Normalized profit (%)	1,551.6	14.4	24.6	29.4	17.7
Normalized EPS (%)	1,551.6	14.4	24.6	29.4	17.7
Dividend payout ratio (%)	56.5	62.5	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	11.1	12.6	12.7	15.0	16.4
Operating margin (%)	8.6	9.8	10.0	12.0	13.2
EBITDA margin (%)	19.1	20.7	20.4	22.0	23.7
Net margin (%)	3.7	5.0	5.5	7.2	8.0
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.2	0.9	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	1.5	1.7	2.1	2.4
Interest coverage - EBITDA (x)	3.3	3.2	3.5	3.9	4.2
ROA - using norm profit (%)	1.3	1.4	1.8	2.4	2.9
ROE - using norm profit (%)	3.4	3.8	4.7	5.9	6.8
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	3.2	4.2	4.7	5.5	5.7
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	10.0	11.8	11.7	13.4	14.5
- leverage (x)	2.7	2.7	2.6	2.4	2.3
- interest burden (%)	41.4	44.8	49.8	58.2	61.2
- tax burden (%)	89.2	94.8	95.0	92.0	90.0
WACC (%)	0.0	0.0	0.0	6.3	6.3
ROIC (%)	3.0	3.7	4.0	4.5	4.8
NOPAT (Bt m)	6,950	8,392	8,727	9,467	9,747
invested capital (Bt m)	229,553	220,002	212,020	201,570	192,839

Sources: Company data, Thanachart estimates

Improving ROE trend as  
recent renewable  
investments bear fruit

## 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.

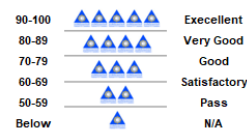
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสรา 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