

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 56.00

(From: Bt 55.00)

27 AUGUST 2025

Upside : 16.7%

Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB)

สามพันเผื่องการเติบโต

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” GULF จากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่มั่นคงในตลอดอีก 10 ปี ข้างหน้า หนุนโดยแผนการขยายกำลังการผลิตไฟฟ้าอย่างต่อเนื่อง การเติบโตกำไรจากธุรกิจโทรคมนาคม และการเริ่มรับรู้รายได้จากธุรกิจใหม่ เช่น การนำเข้า LNG และโครงการดาต้าเซนเตอร์



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

การเติบโตมั่นคง

เราแนะนำ “ซื้อ” GULF โดยคาดการณ์กำไรปี 2025-27F จะยังเติบโตแข็งแกร่งที่ 21/21/15% 1) GULF มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าในมือที่จะหนุนให้กำลังการผลิตเติบโตต่อเนื่องไปในอีกทศวรรษข้างหน้า ซึ่งเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตกำไรที่มั่นคงของบริษัท 2) เราคาดการณ์ธุรกิจโทรคมนาคมที่เป็นธุรกิจหลักใหม่จะยังมีกำไรเติบโตจากการเพิ่มการให้บริการ และความสามารถในการทำกำไรดีขึ้น 3) ธุรกิจใหม่ของ GULF ได้แก่ โครงสร้างพื้นฐานก๊าซธรรมชาติและดาต้าเซนเตอร์จะทยอยเริ่มดำเนินงานในช่วงปี 2025-28F และ 4) เรายังมอง GULF เป็นตัวเต็งในการประมูลสัญญา PPA สำหรับทั้งโรงไฟฟ้าหลักและโครงการพลังงานทดแทน ที่จะมาจากแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าใหม่ (PDP) ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 56 บาทหลังปรับใช้ปีฐาน 2026F

แผนการขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง

เราประเมินว่ากำลังการผลิตไฟฟ้าที่ดำเนินงานแล้วของ GULF จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 4% ในช่วง 10 ปีข้างหน้าขึ้นเป็น 13.2GW ในปี 2035F จาก 8.7GW ในปี 2025F จากสัญญา PPA ที่มีอยู่แล้วในมือโดยมีโครงการที่สำคัญคือ 1) โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนในประเทศ 2.3GW (แสงอาทิตย์, ลม และพลังงานจากขยะ) ที่จะทยอย COD ช่วงปี 2025-30F 2) โรงไฟฟ้าพลังน้ำสามแห่งรวม 1.4GW จะ COD ช่วงปี 2030-33F และ 3) โรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง 375MW ในสหราชอาณาจักรที่คาดว่าจะ COD ในปี 2031F เรายังเชื่อว่า GULF จะได้ส่วนแบ่งที่มีนัยสำคัญจากการประมูล PPA พลังงานทดแทนราว 30GW และโรงไฟฟ้าหลัก 5GW ที่จะออกมาภายใต้ PDP ใหม่ที่เราคาดว่าจะประกาศภายในปี 2027F ซึ่งจะช่วยขยายเส้นทางการเติบโตของบริษัทต่อเนื่องไปอีก GULF ยังมีการทำ M&A มากขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเรามองเป็น upside ต่อประมาณการ

การเติบโตจากธุรกิจโทรคมนาคม

สัดส่วนการถือหุ้นในบมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC) ของ GULF เพิ่มขึ้นจาก 18% เป็น 40% หลังควบรวมกิจการในเดือน เม.ย. ทำให้ส่วนแบ่งกำไรจาก ADVANC คิดเป็นถึง 51% บนกำไรของ GULF ในปี 2025F เราคาดว่ากำไรส่วนนี้จะเติบโตได้ 12/7/3% ในปี 2026-28F หนุนโดย ARPU ที่เพิ่มขึ้นทั้งจากการให้บริการมือถือ และบรอดแบนด์อินเทอร์เน็ต ผ่านการเพิ่มบริการเสริมเข้าไปในแพ็คเกจเพื่อเพิ่มราคา ราคาต้นทุนคลื่อนความถี่ที่ลดลง การขยายเครือข่ายเซลล์ และอัตรากำไรที่ดีขึ้นจากการแข่งขันที่คลี่คลายลง นอกจากนี้ ADVANC ยังเป็นแหล่งสร้างกระแสเงินสดที่สำคัญของ GULF ผ่านการจ่ายปันผลให้ปีละถึง 16-20 พันลบ.

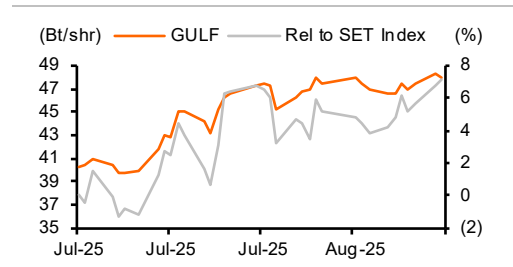
ปัจจัยการเติบโตใหม่

เรามองว่าสองธุรกิจใหม่ของ GULF กำลังจะช่วยเพิ่มการเติบโตบริษัท GULF เริ่มนำเข้า LNG 5.0 ล้านตันเข้ามายังประเทศไทยในปีนี้ โดยมีแผนจะเพิ่มปริมาณนำเข้าให้ครบตามโควตาที่ 7.3 ล้านตัน ภายในปี 2028F ซึ่งเราคาดว่าจะสร้างกำไรได้ 1.5 พันลบ. ต่อปี จากค่าธรรมเนียมการจัดหาที่ได้จาก pool ส่วนโครงการดาต้าเซนเตอร์แห่งแรกขนาด 25MW (ถือหุ้น 40%) นั้นเริ่มดำเนินงานแล้วและกำลังเพิ่มฐานลูกค้า โดยมีเป้าหมายกำลังการผลิตรวมเป็น 200MW จาก 4 โครงการในไทย และมีแผนจะเพิ่มการให้บริการ cloud solutions ที่มีอัตรากำไรสูงเข้าไปในแพลตฟอร์ม เพื่อเพิ่มผลตอบแทนระยะยาวจากหน่วยธุรกิจนี้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	120,888	155,500	158,135	160,551
Net profit	21,383	26,594	32,231	36,894
Consensus NP	—	60,030	29,246	32,191
Diff frm cons (%)	—	(55.7)	10.2	14.6
Norm profit	22,058	26,594	32,231	36,894
Prev. Norm profit	—	25,856	30,996	35,961
Chg frm prev (%)	—	2.9	4.0	2.6
Norm EPS (Bt)	1.5	1.8	2.2	2.5
Norm EPS grw (%)	39.3	20.6	21.2	14.5
Norm PE (x)	32.5	27.0	22.2	19.4
EV/EBITDA (x)	51.1	40.4	34.9	31.1
P/BV (x)	2.2	2.0	2.0	1.9
Div yield (%)	0.0	2.2	2.7	3.1
ROE (%)	6.7	7.8	9.0	9.9
Net D/E (%)	77.7	72.3	71.4	73.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 26-Aug-25 (Bt)	48.00
Market Cap (US\$ m)	22,075.2
Listed Shares (m shares)	14,939.8
Free Float (%)	32.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	na
12M Price H/L (Bt)	50.25/38.75
Sector	Utilities
Major Shareholder	Mr. Sarath Rattanawadi 29.19%

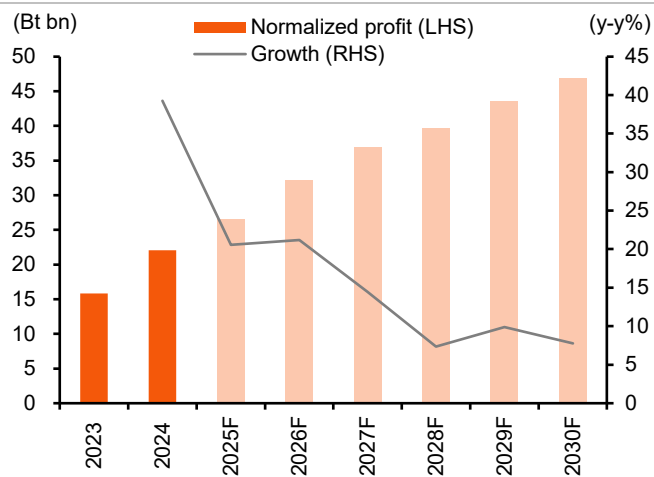
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P29

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

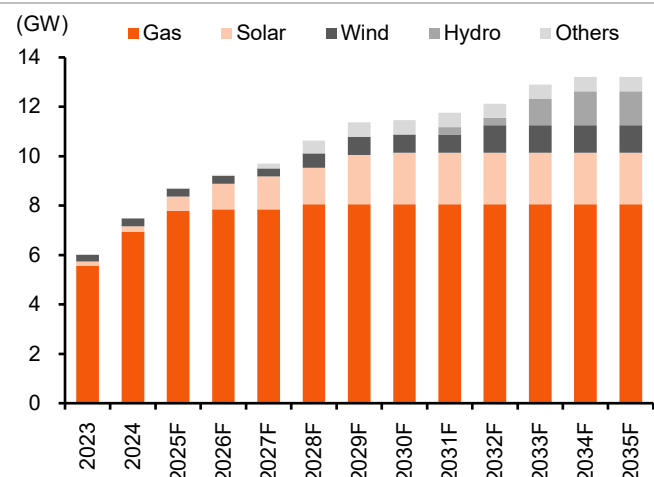
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Resilient Earnings Growth Outlook ...



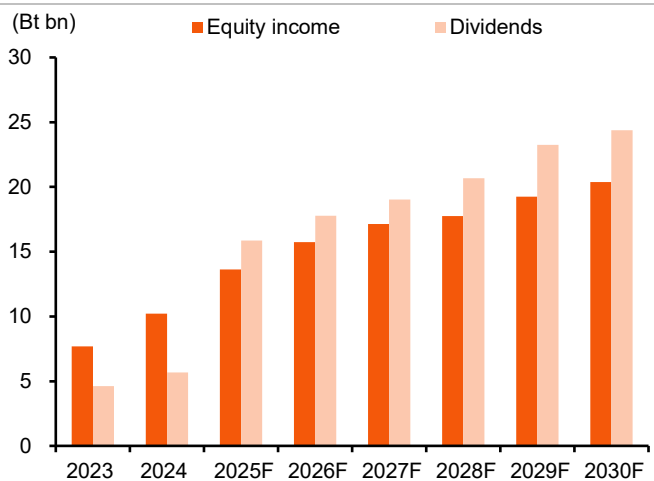
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: ... Mainly From Growing Power Generation Capacity



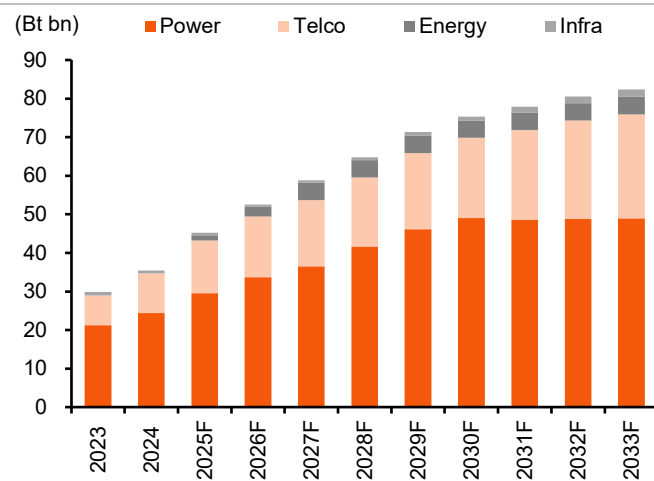
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Increasing Contributions From ADVANC



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: EBITDA Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Sum-of-the-Parts Valuation

SOTP Valuation	Equity value (Bt m)	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
1. Power generation business	362,384			24.3
1.1 IPP power plants				10.4
- GRSC	56,676	DCF	5.2%	3.8
- GPD	61,133	DCF	4.9%	4.1
- GJP (IPP)	12,398	DCF	5.2%	0.8
- HKP	20,111	DCF	4.8%	1.3
- BPP	5,579	DCF	6.0%	0.4
1.2 SPP power plants				3.6
- GMP	45,502	DCF	7.2%	3.0
- GJP (SPP)	8,783	DCF	9.3%	0.6
1.3 Domestic renewable projects				7.8
- Gulf Gunkul	9,835	DCF	6.3%	0.7
- RE big lot 2023	69,606	DCF	5.2%	4.7
- GULF 1	13,764	DCF	6.4%	0.9
- Hydropower	17,566	DCF	7.5%	1.2
- Others	6,160	DCF	8.0%	0.4
1.4 Overseas power plants				2.4
- Duqm	3,994	DCF	8.0%	0.3
- Jackson	17,640	DCF	8.0%	1.2
- Borkum	6,969	DCF	8.0%	0.5
- Vietnam renewables	1,044	DCF	7.5%	0.1
- UK offshore wind	5,623	DCF	8.0%	0.4
2. Digital business	446,906			29.9
- ADVANC	432,976	DCF	7.8%	29.0
- THCOM	5,654	DCF	11.5%	0.4
- GSA Datacenter	8,276	DCF	4.9%	0.6
3. Infrastructure business	95,654			6.4
- Natural gas trading and distribution	12,727	DCF	7.0%	0.9
- LNG terminal & trading	56,938	DCF	8.0%	3.8
- Industrial deep sea port	17,236	DCF	8.0%	1.2
- Intercity motorway	8,753	DCF	7.0%	0.6
4. Other investments	18,414			1.2
- KBANK	18,414	DDM	10.5%	1.2
5. Potential projects and investments	62,550			4.2
- Renewable PPAs from the new PDP (10GW capacity)	37,800	DCF	8.0%	2.5
- Potential IPP replacement projects (5GW capacity)	24,750	DCF	8.0%	1.7
6. Net debt & HQ	(149,006)			(10.0)
Grand total	836,901			56.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) หรือ GULF ก่อตั้งขึ้นจากการควบรวมกิจการระหว่างบริษัท กัลฟ์ เเนนเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) และบริษัท อินทัช โฮลดิ้งส์ จำกัด (มหาชน) ในเดือนเมษายน 2025 ปัจจุบันบริษัทดำเนินธุรกิจหลัก 4 กลุ่ม ได้แก่ 1) ผลิตไฟฟ้า โดยมีกำลังการผลิตที่ได้รับการรับรองรวม 12.0GW ทั้งในประเทศและต่างประเทศ โดยกำลังการผลิตดำเนินการแล้ว ณ 1Q25 อยู่ที่ 8.7GW 2) ธุรกิจดิจิทัล ซึ่งประกอบด้วยบริการโทรคมนาคมผ่านบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) รวมถึงธุรกิจเกิดใหม่อย่างดาต้าเซ็นเตอร์ และบริการคลาวด์ 3) ธุรกิจพลังงานที่เน้นการค้าก๊าซธรรมชาติและโครงสร้างพื้นฐานต้นน้ำ เช่น ท่าเรือ LNG และระบบโลจิสติกส์ 4) โครงสร้างพื้นฐานสาธารณะ ได้แก่ ทางด่วนและท่าเรือคอนเทนเนอร์น้ำลึก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ธุรกิจหลักมีขนาดที่สำคัญในอุตสาหกรรมซึ่งเป็นโครงสร้างพื้นฐานรากฐานที่สำคัญของประเทศไทย
- การดำเนินงานที่สำคัญอยู่ภายใต้สัญญาระยะยาวกับหน่วยงานที่ได้รับการสนับสนุนจากภาครัฐ

O — Opportunity

- จะมีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าเพิ่มขึ้นทั้งจากแหล่งพลังงานแบบดั้งเดิมและพลังงานทดแทน ตามแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าใหม่
- GULF เป็นผู้บุกเบิกธุรกิจศูนย์ข้อมูล (data center) และบริการคลาวด์ที่กำลังเกิดขึ้นในประเทศไทย

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในงบดุลค่อนข้างสูง แม้จะเป็นไปตามแผนที่วางไว้ เนื่องจากบริษัทยังคงมีการก่อหนี้ทั้งจากเงินกู้ธนาคารและหุ้นกู้ในประเทศ เพื่อสนับสนุนรอบการลงทุน (Capex)
- ยังคงพึ่งพาพันธมิตรระดับโลกในการขยายธุรกิจใหม่

T — Threat

- ธุรกิจมีการกระจุกตัวสูงในอุตสาหกรรมที่ถูกควบคุมในประเทศไทย จึงเสี่ยงต่อการเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ
- การเข้ามาของผู้เล่นชั้นนำระดับโลกในธุรกิจดิจิทัลในประเทศไทย อาจทำให้ความสามารถในการแข่งขันของ GULF ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	61.65	56.00	-9%
Net profit 25F (Bt m)	60,030	26,594	-56%
Net profit 26F (Bt m)	29,246	32,231	10%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เราคาดว่ากำไรของ GULF ในปี 2026F จะสูงกว่าประมาณการของ Bloomberg อยู่ประมาณ 10% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราประเมินว่าส่วนแบ่งกำไรจาก ADVANC จะสูงขึ้น
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราอยู่ในระดับต่ำกว่า 9% อาจเป็นเพราะเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นเกี่ยวกับศักยภาพการเติบโตในระยะยาวของ GULF

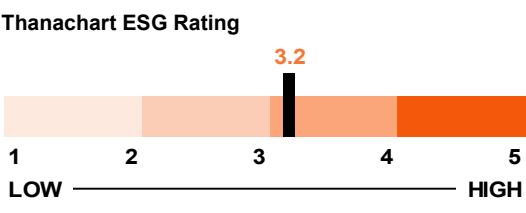
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลกระทบจากความเสี่ยงด้านนโยบายที่รุนแรงกว่าที่คาดต่ออัตราค่าไถ่ของ SPP ถือเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อกำไรระยะสั้นของ GULF
- ระยะเวลาการพัฒนาที่นานกว่าคาด หรือผลกำไรที่ต่ำกว่าคาดจากโครงการใหม่ จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์กำไรและมูลค่าหุ้นในระยะยาวของเรา
- การดำเนินการที่เข้มงวดของรัฐบาลไทยในการยกเลิกหรือแก้ไขสัญญาซื้อขายไฟฟ้า จะเป็นความเสี่ยงสำคัญที่อาจทำลายมุมมองเชิงบวกต่อ GULF ของเรา
- กำไรที่ต่ำกว่าคาดจากธุรกิจเกิดใหม่ เช่น ดาต้าเซ็นเตอร์ บริการคลาวด์ และโครงสร้างพื้นฐานก๊าซธรรมชาติ ถือเป็นความเสี่ยงต่อมูลค่าหุ้นของเรา

Source: Thanachart

ธุรกิจหลัก 4 ด้านของ GULF ได้แก่ การผลิตไฟฟ้า บริการโทรคมนาคมและดิจิทัล การค้าก๊าซและโครงสร้างพื้นฐาน และโครงการโครงสร้างพื้นฐานอื่นๆ เราให้คะแนน ESG ของ GULF ที่ระดับที่ดีที่ 3.2 ซึ่งสะท้อนถึงพอร์ตโฟลิโอไฟฟ้าที่ใช้เชื้อเพลิงฟอสซิลขนาดใหญ่ ด้านสังคมที่โดดเด่นจากการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและบริการชุมชน และการปฏิบัติตามธรรมาภิบาลที่อยู่ในระดับเฉลี่ยของอุตสาหกรรม



	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)
GULF	YES	AAA	-	-	-	-	66.00	-	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
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ GULF ในระดับปานกลางที่ 3.1 โดย GULF กำลังดำเนินการปรับปรุงพอร์ตโฟลิโอไฟฟ้าไปสู่พลังงานสีเขียวอย่างชัดเจน แต่ยังคงมีการใช้พลังงานจากฟอสซิลในระดับสูงอยู่ในปัจจุบันGULF ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ซึ่งเร็วกว่าที่ประเทศตั้งเป้าไว้ที่ปี 2065 แต่เป้าหมายในการมีสัดส่วนพลังงานทดแทนที่ 40% ภายในปี 2035 ยังตามหลังเป้าหมายของประเทศที่มากกว่า 50% ภายในปี 2037 เล็กน้อยสัดส่วนพลังงานทดแทนของ GULF อยู่ที่ 7% ในปี 2024 แต่มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ได้รับการรับรอง (PPA) เพื่อเพิ่มสัดส่วนนี้เป็น 33% ภายในปี 2035 โดยโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่ของ GULF ยังเป็นโรงไฟฟ้าก๊าซGULF ใช้น้ำในปริมาณมาก โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าก๊าซและโรงไฟฟ้าชีวมวล โดยบริษัทฯ มีการรีไซเคิลน้ำมากในกระบวนการผลิต กักเก็บน้ำเสียกลับมาใช้ในรูปแบบไอน้ำสำหรับผู้ใช้ในอุตสาหกรรมใกล้เคียง และแบ่งปันน้ำที่ผ่านการบำบัดกับชุมชนในพื้นที่
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขภาพและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ GULF ในระดับที่ดีที่ 3.7 สะท้อนถึงความน่าเชื่อถือในการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและการมีส่วนร่วมอย่างลึกซึ้งกับชุมชนGULF แสดงผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอผ่าน 1) การส่งมอบโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซและพลังงานทดแทนขนาด 7.5 GW อย่างตรงเวลาและบ่อยครั้งเร็วกว่ากำหนด และ 2) ไม่มีการปิดโรงงานนอกแผนและไม่มีอุบัติเหตุในทำงานในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาGULF ดำเนินโครงการ Gulf SPARK เพื่อสนับสนุนชุมชนท้องถิ่น ซึ่งประกอบด้วย 1) การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและสาธารณูปโภคในชุมชน 2) บริการทางการแพทย์ฟรี 3) โครงการแลกเปลี่ยนความรู้ด้านเกษตรกรรม และ 4) การสนับสนุนด้านการศึกษาและทุนการศึกษาGULF ได้เพิ่มจำนวนพนักงานอย่างมากในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาเพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจ โดยพิจารณาความหลากหลายด้านอายุและเพศในกระบวนการสรรหา และยังคงลงทุนในการพัฒนาทักษะของพนักงาน พร้อมทั้งให้การสนับสนุนด้านสุขภาพและความเป็นอยู่ที่ดีอย่างต่อเนื่อง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) แก่ GULF ในระดับปานกลางที่ 3.1 สะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่แข็งแกร่ง แต่ยังมีบางจุดที่ควรปรับปรุงประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ แต่จากสมาชิกคณะกรรมการทั้งหมด 12 คน มีกรรมการอิสระเพียง 6 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมที่ควรมีอย่างน้อย 2 ใน 3ทักษะของคณะกรรมการแข็งแกร่งมาก ด้วยประสบการณ์หลากหลายจากผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมต่างๆ ของประเทศไทย แม้ว่าจะทำให้เกิดช่องว่างในเรื่องความหลากหลายของช่วงอายุเรามองว่าการที่ GULF ขยายธุรกิจไปยังเมกะเทรนด์ระดับโลก เป็นจุดแข็งที่จะช่วยเพิ่มความยั่งยืนของธุรกิจและศักยภาพการเติบโตในระยะยาวการที่ GULF เคลื่อนตัวเร็วในภาคส่วนเกิดใหม่ เช่น สกุลเงินดิจิทัล ดาต้าเซ็นเตอร์ และบริการคลาวด์ ช่วยให้บริษัทสามารถปรับตัวได้ดีต่อการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของอุตสาหกรรม

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	114,054	120,888	155,500	158,135	160,551
Cost of sales	92,022	97,143	131,577	130,582	129,019
Gross profit	22,033	23,746	23,923	27,553	31,532
% gross margin	19.3%	19.6%	15.4%	17.4%	19.6%
Selling & administration expenses	4,096	4,207	4,712	4,806	4,878
Operating profit	17,937	19,539	19,211	22,747	26,654
% operating margin	15.7%	16.2%	12.4%	14.4%	16.6%
Depreciation & amortization	0	0	5,465	6,125	6,508
EBITDA	17,937	19,539	24,676	28,872	33,162
% EBITDA margin	15.7%	16.2%	15.9%	18.3%	20.7%
Non-operating income	2,929	3,733	6,473	6,251	6,304
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9,819)	(11,213)	(13,049)	(13,102)	(13,354)
Pre-tax profit	11,046	12,059	12,635	15,896	19,603
Income tax	658	682	1,516	1,908	2,548
After-tax profit	10,388	11,377	11,118	13,989	17,055
% net margin	9.1%	9.4%	7.2%	8.8%	10.6%
Shares in affiliates' Earnings	11,972	15,891	20,530	23,666	25,642
Minority interests	(6,519)	(5,210)	(5,054)	(5,424)	(5,802)
Extraordinary items	2,082	(676)	0	0	0
NET PROFIT	17,923	21,383	26,594	32,231	36,894
Normalized profit	15,841	22,058	26,594	32,231	36,894
EPS (Bt)	1.2	1.4	1.8	2.2	2.5
Normalized EPS (Bt)	1.1	1.5	1.8	2.2	2.5

*Strong and sustainable
earnings growth outlook*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	67,646	65,178	97,258	87,809	78,293
Cash & cash equivalent	36,932	33,937	56,109	46,109	36,109
Account receivables	21,165	18,778	25,562	25,995	26,392
Inventories	2,958	3,180	4,326	4,293	4,242
Others	6,592	9,284	11,261	11,412	11,550
Investments & loans	396,772	398,368	417,371	420,265	425,537
Net fixed assets	90,235	90,658	95,824	120,118	158,637
Other assets	116,475	150,066	151,541	153,030	154,534
Total assets	671,127	704,271	761,994	781,222	817,001
LIABILITIES:					
Current liabilities:	65,663	71,781	83,253	81,564	84,259
Account payables	9,391	6,072	10,815	10,733	10,604
Bank overdraft & ST loans	4,789	11,392	6,698	6,713	6,975
Current LT debt	37,636	44,482	49,228	49,343	51,264
Others current liabilities	13,847	9,836	16,513	14,774	15,417
Total LT debt	240,590	259,230	278,958	279,611	290,495
Others LT liabilities	9,254	11,577	14,430	14,687	14,927
Total liabilities	315,506	342,587	376,641	375,862	389,681
Minority interest	28,118	29,689	34,743	40,167	45,969
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,940	14,940	14,940	14,940	14,940
Share premium	185,620	185,620	185,620	185,620	185,620
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,990	1,918	1,918	1,918	1,918
Retained earnings	124,952	129,516	148,132	162,715	178,872
Shareholders' equity	327,503	331,995	350,610	365,194	381,351
Liabilities & equity	671,127	704,271	761,994	781,222	817,001

*Still more debt headroom
to support its capex cycle*

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	11,046	12,059	12,635	15,896	19,603
Tax paid	(674)	(671)	(1,506)	(1,903)	(2,549)
Depreciation & amortization	0	0	5,465	6,125	6,508
Chg In working capital	(1,656)	(1,154)	(3,187)	(482)	(474)
Chg In other CA & CL / minorities	3,628	6,241	25,219	21,773	26,146
Cash flow from operations	12,344	16,476	38,626	41,408	49,234
Capex	9,337	(423)	(10,631)	(30,418)	(45,027)
Right of use	429	(20)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(638)	(701)	0	0	0
LT loans & investments	(16,444)	(1,597)	(19,003)	(2,894)	(5,272)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(28,112)	(31,252)	1,428	(1,182)	(1,214)
Cash flow from investments	(35,428)	(33,992)	(28,256)	(34,544)	(51,563)
Debt financing	33,797	31,413	19,780	784	13,066
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	0	0	(7,978)	(17,647)	(20,738)
Warrants & other surplus	(12,108)	(16,891)	0	0	0
Cash flow from financing	21,689	14,522	11,802	(16,864)	(7,672)
Free cash flow	21,681	16,053	27,995	10,990	4,208

Hefty cash flow from core businesses comfortably funds new investments

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	45.3	32.5	27.0	22.2	19.4
Normalized PE - at target price (x)	52.8	37.9	31.5	26.0	22.7
PE (x)	40.0	33.5	27.0	22.2	19.4
PE - at target price (x)	46.7	39.1	31.5	26.0	22.7
EV/EBITDA (x)	53.7	51.1	40.4	34.9	31.1
EV/EBITDA - at target price (x)	60.4	57.2	45.2	39.0	34.7
P/BV (x)	2.2	2.2	2.0	2.0	1.9
P/BV - at target price (x)	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2
P/CFO (x)	58.1	43.5	18.6	17.3	14.6
Price/sales (x)	6.3	5.9	4.6	4.5	4.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	2.2	2.7	3.1
FCF Yield (%)	3.0	2.2	3.9	1.5	0.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	1.5	1.8	2.2	2.5
EPS	1.2	1.4	1.8	2.2	2.5
DPS	0.0	0.0	1.1	1.3	1.5
BV/share	21.9	22.2	23.5	24.4	25.5
CFO/share	0.8	1.1	2.6	2.8	3.3
FCF/share	1.5	1.1	1.9	0.7	0.3

S

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	na	6.0	28.6	1.7	1.5
Net profit (%)	na	19.3	24.4	21.2	14.5
EPS (%)	na	19.3	24.4	21.2	14.5
Normalized profit (%)	na	39.3	20.6	21.2	14.5
Normalized EPS (%)	na	39.3	20.6	21.2	14.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	19.3	19.6	15.4	17.4	19.6
Operating margin (%)	15.7	16.2	12.4	14.4	16.6
EBITDA margin (%)	15.7	16.2	15.9	18.3	20.7
Net margin (%)	9.1	9.4	7.2	8.8	10.6
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	1.8	1.7	1.5	1.7	2.0
Interest coverage - EBITDA (x)	1.8	1.7	1.9	2.2	2.5
ROA - using norm profit (%)	2.4	3.2	3.6	4.2	4.6
ROE - using norm profit (%)	4.9	6.7	7.8	9.0	9.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.2	3.5	3.3	3.9	4.6
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	18.3	19.3	16.5	18.3	20.5
- leverage (x)	2.0	2.1	2.1	2.2	2.1
- interest burden (%)	52.9	51.8	49.2	54.8	59.5
- tax burden (%)	94.0	94.3	88.0	88.0	87.0
WACC (%)	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
ROIC (%)	3.2	3.2	2.8	3.2	3.5
NOPAT (Bt m)	16,868	18,433	16,906	20,018	23,189
invested capital (Bt m)	573,586	613,161	629,385	654,752	693,975

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Disclaimers

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

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้” ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 4/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, 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