

Thailand Utilities Sector

สถานการณ์ SPP ดูดีขึ้น

Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		Div yield	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	Cap (US\$ m)	2025F (%)	2026F (%)	2025F (x)	2026F (x)	2025F (x)	2026F (x)	2025F (%)	2026F (%)
B.Grimm Power Pcl	BGRIM TB	BUY	12.30	14.00	987	22.8	6.5	21.5	20.2	0.9	0.9	3.2	3.5
Global Power Synergy	GPSC TB	BUY	40.25	47.00	3,494	24.6	29.4	22.1	17.1	1.0	1.0	3.1	3.5
Gulf Energy Dev. Pcl	GULF TB	BUY	48.00	56.00	22,075	20.6	21.2	27.0	22.2	2.0	2.0	2.2	2.7

Source: Thanachart estimates, Based on 26 August 2025 closing prices

บทหลายปัจจัยที่ช่วยลดต้นทุนราคาก๊าซในประเทศลง เรามองว่าความเสี่ยงด้านนโยบายต่อโรงไฟฟ้า SPP ก็จะเบาบางลงเช่นกัน เราจึงปรับประมาณการกำไรของบริษัทที่มีโรงไฟฟ้า SPP เป็นธุรกิจหลักขึ้น 4-6% ในปี 2025-27F และปรับ BGRIM ขึ้นเป็น “ซื้อ” ในขณะที่ GPSC กลายเป็น Top Pick กลุ่มฯ

ปัจจัยช่วยลดต้นทุนราคาก๊าซในประเทศ

เรามองว่า 3 ปัจจัยที่จะทำให้ต้นทุนราคาก๊าซธรรมชาติของโรงไฟฟ้า SPP ลดลงได้แก่ 1) ราคาน้ำมันที่ลดลงจากการเพิ่มการผลิตของกลุ่ม OPEC ท่ามกลางการชะลอตัวขอเศรษฐกิจโลกและจีน 2) สัดส่วนการนำเข้า LNG บนสัญญาระยะยาวที่เพิ่มขึ้นจะช่วยชดเชย spot LNG ราคาสูงได้ และ 3) เงินบาทที่แข็งค่า เราคาดว่าราคา pool gas ลดลงเป็น 300/290/285 บาทต่อ mmbtu ในปี 2025-27F จาก 304 บาท ในปี 2024 ซึ่งจะทำให้ราคาไฟฟ้าสามารถปรับลดลงได้ และช่วยลดความเสี่ยงด้านนโยบายบนธุรกิจ SPP จากการอุดหนุนราคาไฟฟ้าลงได้ เรามองว่าอัตรากำไร SPP กลับสู่ระดับปกติก่อนวิกฤตแล้ว บนอัตราค่าไฟฟ้าที่ประกาศมาสำหรับ 4Q25

อัตรากำไร SPP กลับสู่ระดับปกติ

หลังอัตรากำไรของโรงไฟฟ้า SPP ผันผวนรุนแรงตั้งแต่ช่วงวิกฤตราคาก๊าซโลก ในปี 2021-22 เรามองว่า spark margin การขายไฟฟ้าให้กับลูกค้าอุตสาหกรรม (IUs) จะกลับเข้าสู่ระดับปกติได้ที่ 1.28 บาท/kWh ใน 2H25F และจะทรงตัวที่ราว 1.25 บาท/kWh ในช่วงปี 2026-28F เทียบกับก่อนเกิดวิกฤตที่อยู่ในช่วง 1.22-1.26 บาท/kWh ระหว่างปี 2017-21 เนื่องจากเรามองว่าราคาลดลงของราคา gas pool จะทำให้รัฐบาลดำเนินนโยบายการลดราคาไฟฟ้าได้ โดยไม่กระทบความสามารถในการทำกำไรของกลุ่มโรงไฟฟ้า เราจึงมองการที่ประเทศไทยเสนอทำสัญญานำเข้า LNG ระยะยาวกับสหรัฐ เป็นเรื่องดี เพราะจะช่วยลดความเสี่ยงของประเทศต่อการพึ่งพาการนำเข้า LNG จากตลาดสเปคซึ่งมีความผันผวนราคาสูง

ได้ประโยชน์จากวัฏจักร FDI เดิมโต

เรคาดว่าโรงไฟฟ้า SPP จะได้ประโยชน์จากการลงทุนของต่างประเทศ (FDI) ในไทยที่กำลังเติบโต เนื่องจากจะทำให้การใช้ไฟฟ้าจากภาคอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น การยื่นขอรับสิทธิประโยชน์จาก BOI เริ่มเป็นขบวนขึ้นตั้งแต่ปี 2022 และแตะระดับ 1.1 ล้านลบ. ในปี 2024 และยังคงสูงถึง 1.1 ล้านลบ. (+139% y-y) แล้วใน 1H25 โดยการลงทุนหลักเป็นกลุ่มยานยนต์ไฟฟ้า, เครื่องใช้ไฟฟ้า, อาหาร, อิเล็กทรอนิกส์ และดาต้าเซ็นเตอร์ ทั้งนี้เราเลือกจะยังไม่รวมผลบวกจากการใช้ไฟฟ้าที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมากจากการเติบโตของดาต้าเซ็นเตอร์ในไทย เนื่องจากผู้ประกอบการ SPP ยังมีความระมัดระวังในการทำสัญญาขายไฟฟ้าระยะยาวกับกลุ่มผู้ใช้ไฟฟ้าสูงนี้ ด้วยยังกังวลต่อความเสี่ยงด้านนโยบาย แต่เราเชื่อว่าความต้องการไฟฟ้าที่จะเพิ่มขึ้นอย่างมากนั้นจะเป็น upside ต่อประมาณการหลังนโยบายการอุดหนุนค่าไฟมีความชัดเจน

GPSC ขึ้นเป็น Top Pick กลุ่มฯของเรา

เราปรับกำไรของ 3 บริษัท SPP ขึ้นรวม 5/4/6% ในปี 2025-27F เพื่อสะท้อนปัจจัยบวกที่กล่าวมาต่อธุรกิจ SPP โดยเราชอบ GPSC มากที่สุดในกลุ่มผู้ประกอบการ SPP และยังเป็นหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มสาธารณูปโภคด้วย จากมีเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไรที่ชัดเจนในขณะที่มูลค่าพื้นฐานยังน่าสนใจ เรายังแนะนำ “ซื้อ” GULF บนการเติบโตกำไรที่ดูมั่นคงที่สุดจากการขยายกำลังการผลิต และมีโรงไฟฟ้า IPP ในสัดส่วนสูง เราปรับคำแนะนำ BGRIM เป็น “ซื้อ” (จาก ถือ) บนนโยบายการเติบโตกำไรที่ชัดเจนขึ้น และราคาหุ้นที่ลดลงมามากแล้ว

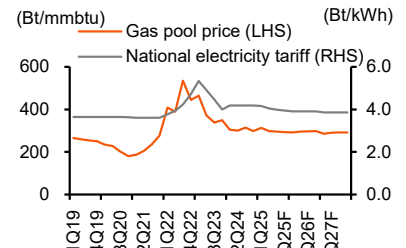


NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

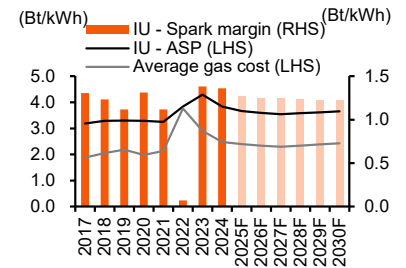
nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

Better Tariff Vs. Gas Cost Dynamic



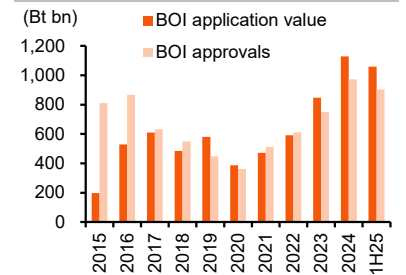
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Normalizing SPP Margins



Sources: Company data; Thanachart estimates

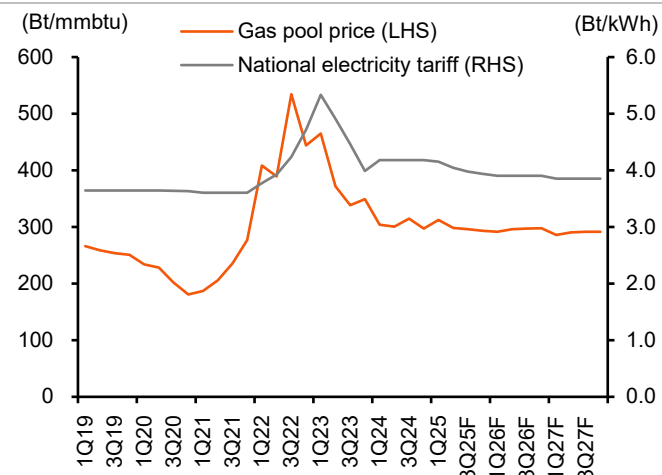
FDI Boom Drives IU Power Demand



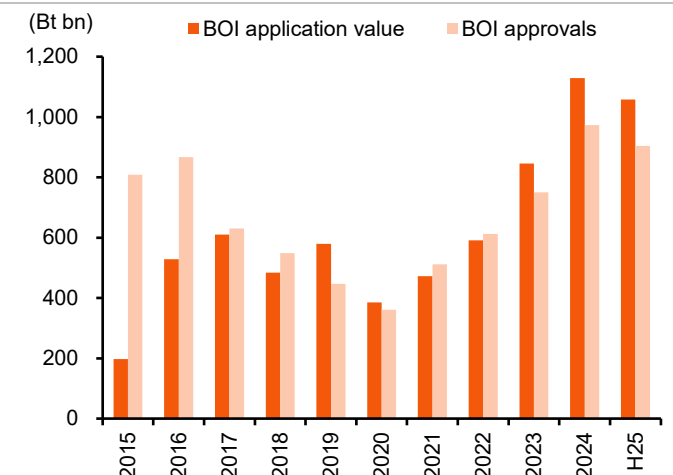
Source: Thailand's Board of Investment (BOI)

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Healthier Tariff Vs. Gas Cost Dynamics

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

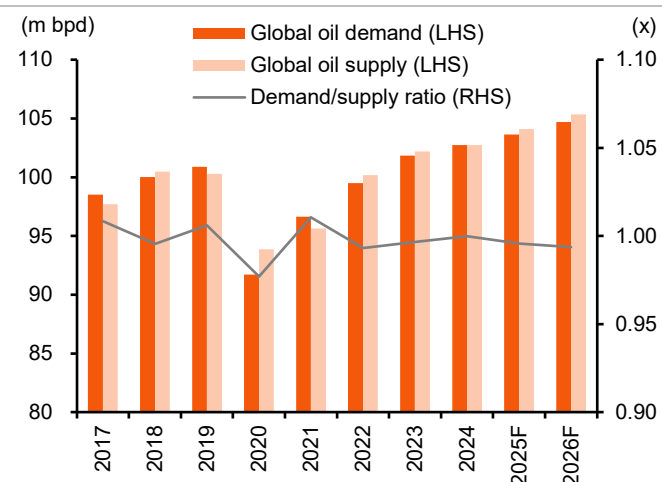
Ex 2: FDI Boom Likely To Lift IU Power Demand

Source: Thailand's Board of Investment (BOI)

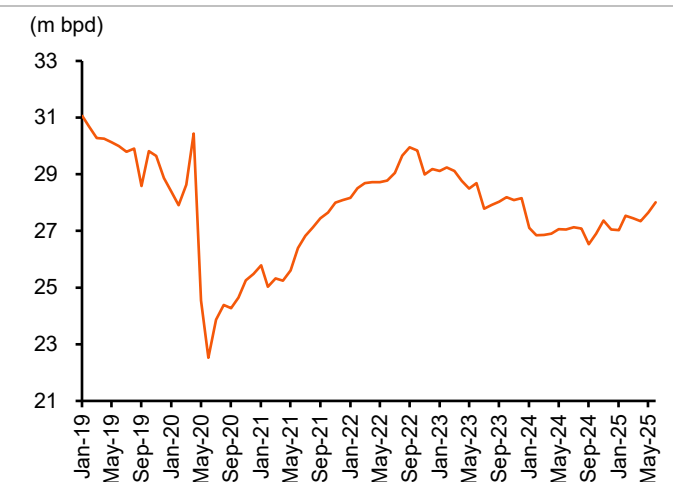
Ex 3: Our Key Assumptions For Gas Pool Prices

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Brent oil price (US\$/bbl)					
New	79.3	70.0	65.0	65.0	65.0
Old		65.0	60.0	60.0	60.0
Change (%)		7.7	8.3	8.3	8.3
JKM spot LNG price (US\$/mmbtu)					
New	12.0	12.5	11.5	11.0	11.0
Old		13.0	12.5	12.0	12.0
Change (%)		(3.8)	(8.0)	(8.3)	(8.3)
Domestic gas pool price (Bt/mmbtu)					
New	304	300	290	285	290
Old		305	285	275	280
Change (%)		(1.6)	1.8	3.6	3.6

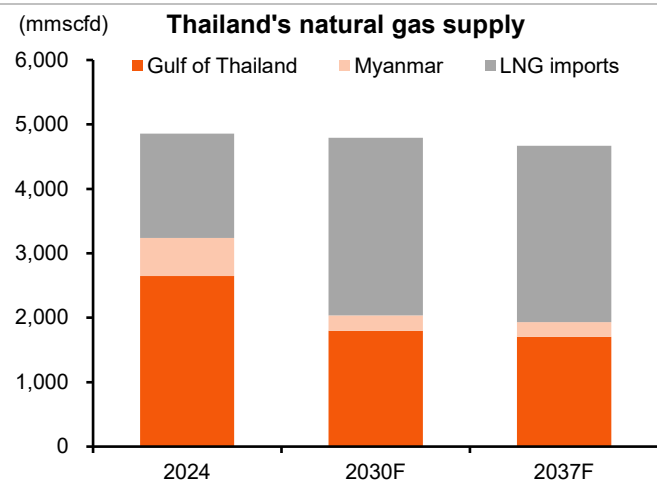
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Easing Global Oil Demand / Supply

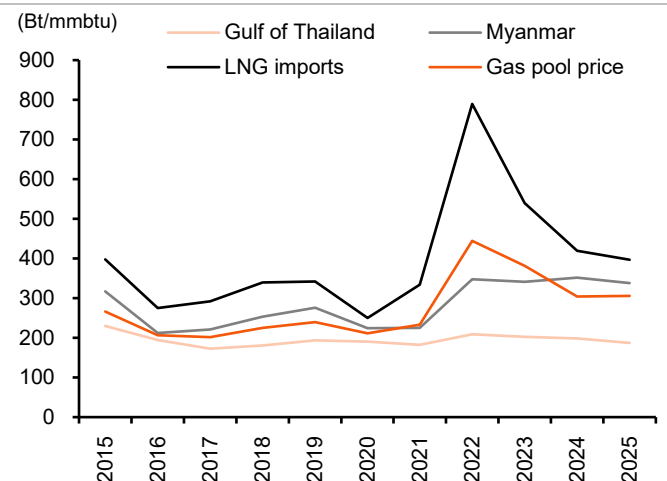
Sources: Bloomberg, U.S. Energy Information Administration (EIA)

Ex 5: Increasing OPEC+ Output

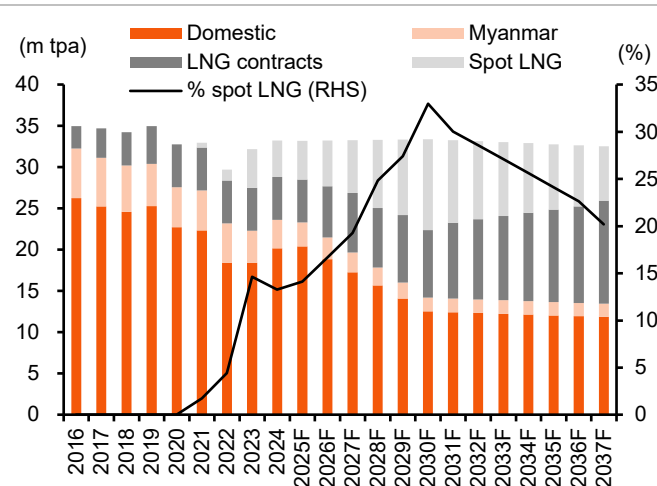
Source: Bloomberg

Ex 6: Thailand Structurally Needs More LNG Imports

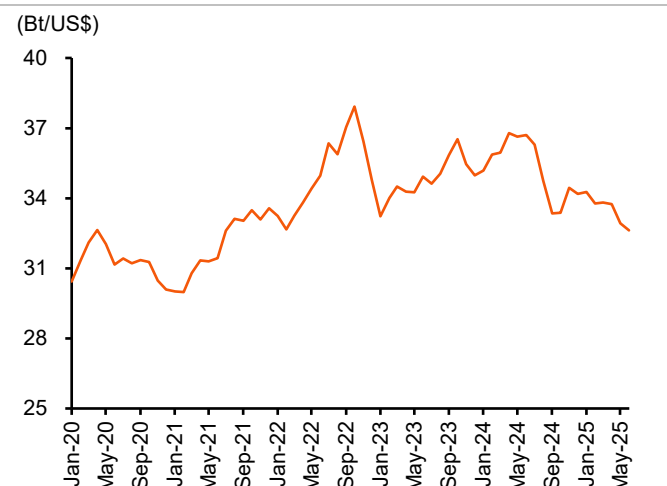
Sources: Thailand's Gas Plan 2024 draft, EPPO, Thanachart estimates

Ex 7: Spot LNG Price Surge Drove Gas Pool Price Spike

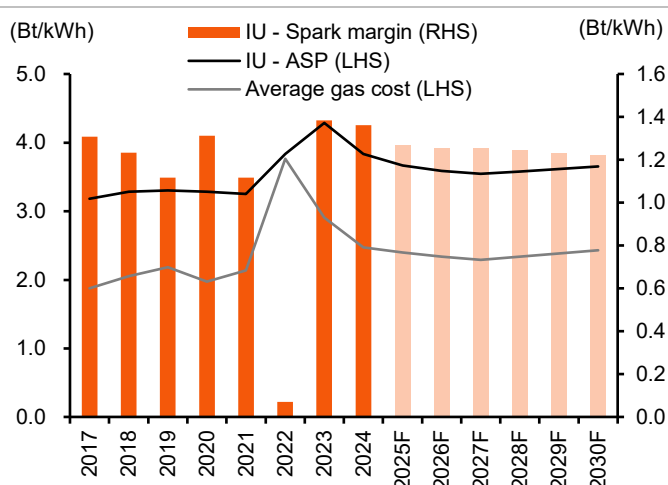
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 8: Less Reliance On Spot LNG Imports In Longer Term

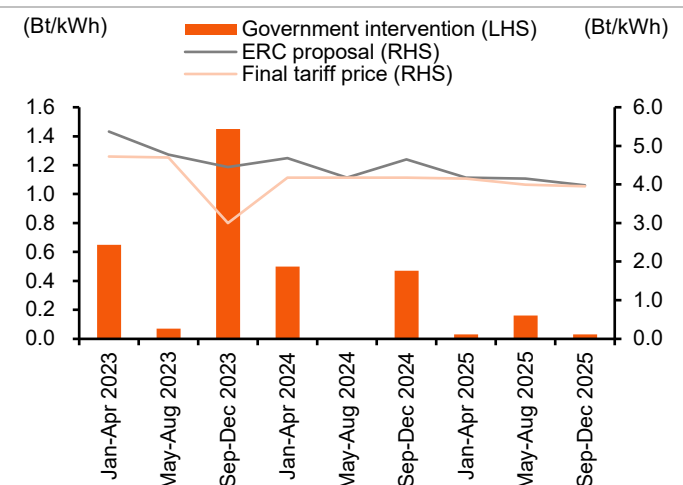
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 9: Strong Baht Also Eases Energy Prices

Source: Bank of Thailand (BOT)

Ex 10: We Believe The SPP Margin Has Normalized

Sources: Company data, EPPO, Thanachart estimates

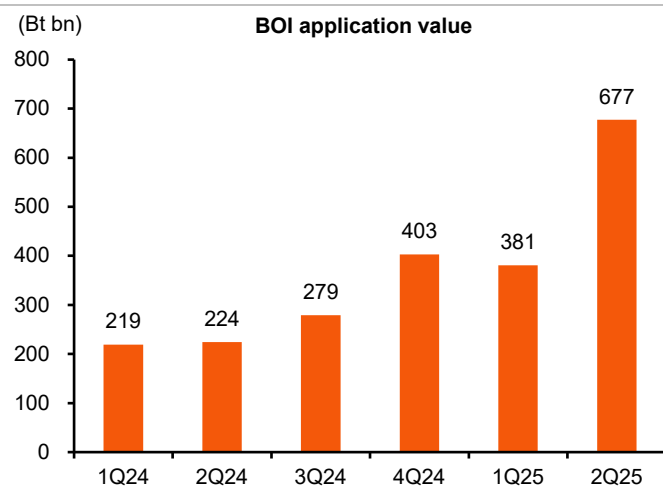
Ex 11: More Rational Recent Govt Interventions

Source: EPPO

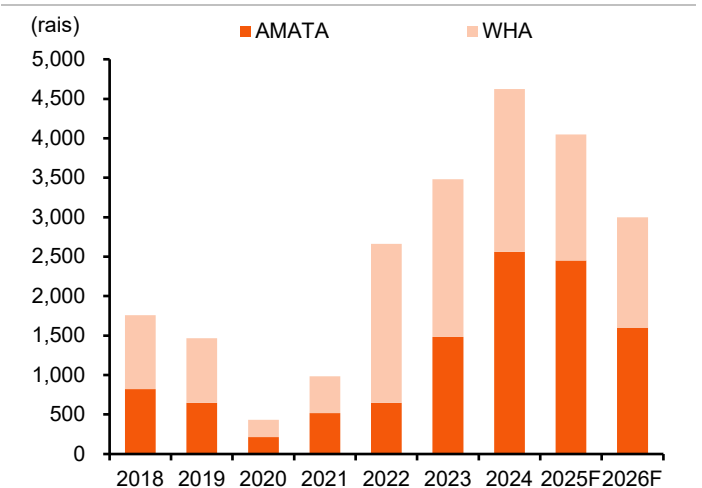
Ex 12: Our Underlying Assumptions For Our SPP Margin Forecasts

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Domestic gas pool price (Bt/mmbtu)					
New	304	300	290	285	290
Old		305	285	275	280
Change (%)		(1.6)	1.8	3.6	3.6
National electricity tariff (Bt/kWh)					
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
IU electricity sales margin (Bt/kWh)					
New	1.36	1.27	1.25	1.25	1.24
Old		1.25	1.23	1.20	1.18
Change (%)		1.6	1.3	4.0	5.1
EGAT electricity sales margin (Bt/kWh)					
New	1.13	1.05	1.06	1.06	1.06
Old		1.05	1.06	1.08	1.08
Change (%)		0.0	0.0	(1.9)	(1.9)

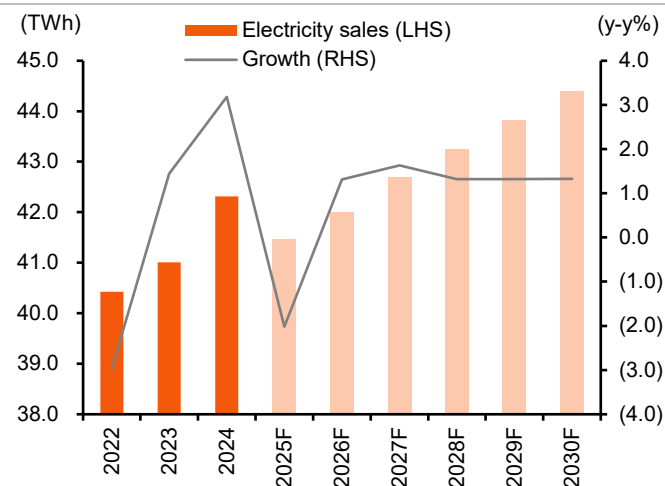
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), Thanachart estimates

Ex 13: Robust BOI Activities Post Trump Tariffs

Source: Thailand's Board of Investment (BOI)

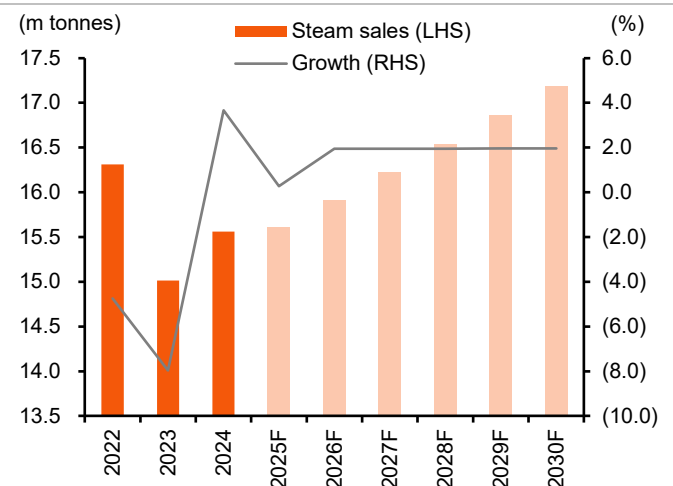
Ex 14: Accelerating Land Presales By Major IE Players

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Ongoing FDI Flows Should Drive Electricity ...

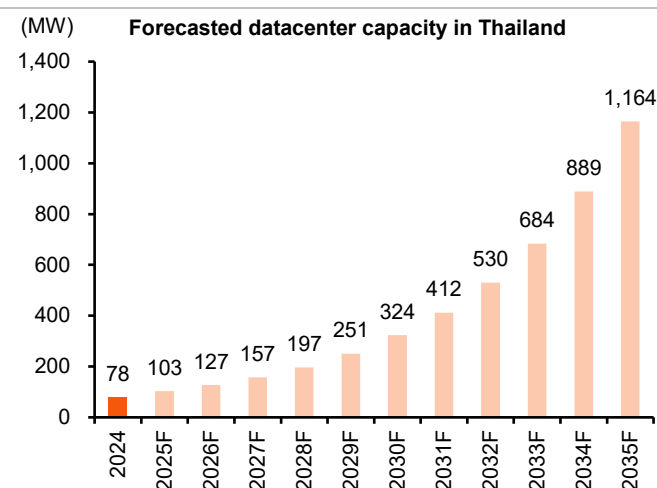
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Total electricity sales from SPP plants under BGRIM, GPSC, and GULF

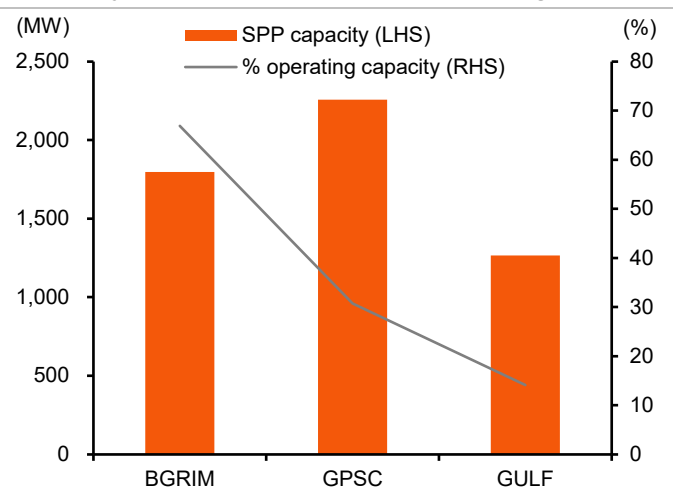
Ex 16: ... And Steam Demand Growth For SPPs

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Total steam sales from SPP plants under BGRIM, GPSC, and GULF

Ex 17: Yet To Factor In Power Demand From Data Centers

Source: BGRIM's materials for investors

Ex 18: Major SPP Operators Under Our Coverage

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Shown on an equity-owned capacity basis

Ex 19: Sector Valuation Comparison

		BGRIM	GPSC	GULF	Industry
Rating		BUY	BUY	BUY	
Target price (Bt)	Thanachart	14.00	47.00	56.00	
	Consensus	14.57	40.81	61.65	
Consensus rec.	BUY	8	15	20	
	HOLD	8	7	1	
	SELL	4	0	0	
Sales (Bt m)	2024	55,853	90,730	120,888	267,471
	2025F	52,572	91,956	155,500	300,029
	2026F	52,062	85,869	158,135	296,066
	2027F	51,940	81,745	160,551	294,237
Norm profits (Bt m)	2024	2,083	4,113	22,058	28,255
	2025F	2,408	5,126	26,594	34,128
	2026F	2,505	6,633	32,231	41,369
	2027F	2,719	7,808	36,894	47,422
Sales growth (%)	2024	(2.2)	0.5	6.0	1.4
	2025F	(5.9)	1.4	28.6	8.0
	2026F	(1.0)	(6.6)	1.7	(2.0)
	2027F	(0.2)	(4.8)	1.5	(1.2)
Norm EPS growth (%)	2024	na	14.4	39.3	39.3
	2025F	22.8	24.6	20.6	22.7
	2026F	6.5	29.4	21.2	19.0
	2027F	13.5	17.7	14.5	15.2
Operating margin (%)	2024	14.5	9.8	16.2	13.5
	2025F	14.8	10.0	12.4	12.4
	2026F	14.2	12.0	14.4	13.5
	2027F	14.7	13.2	16.6	14.9
ROE (%)	2024	5.6	3.8	6.7	5.4
	2025F	6.7	4.7	7.8	6.4
	2026F	7.1	5.9	9.0	7.3
	2027F	7.7	6.8	9.9	8.1
Dividend yield (%)	2024	3.5	2.2	0.0	1.9
	2025F	3.2	3.1	2.2	2.9
	2026F	3.5	3.5	2.7	3.2
	2027F	3.9	4.1	3.1	3.7
P/BV (x)	2024	0.9	1.1	2.2	1.4
	2025F	0.9	1.0	2.0	1.3
	2026F	0.9	1.0	2.0	1.3
	2027F	0.9	1.0	1.9	1.3
Norm PE (x)	2024	26.5	27.6	32.5	28.9
	2025F	21.5	22.1	27.0	23.6
	2026F	20.2	17.1	22.2	19.9
	2027F	17.8	14.5	19.4	17.3
EV/EBITDA (x)	2024	9.2	12.0	51.1	24.1
	2025F	9.3	11.5	40.4	20.4
	2026F	9.6	10.7	34.9	18.4
	2027F	9.4	9.8	31.1	16.7
Net D/E (x)	2024	1.9	0.9	0.8	1.2
	2025F	1.8	0.8	0.7	1.1
	2026F	1.8	0.7	0.7	1.1
	2027F	1.8	0.6	0.7	1.0

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 20: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	6.8	3.7	14.8	14.3	1.0	1.0	57.2	55.6	4.9	5.0
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(13.2)	20.5	9.3	7.7	0.8	0.7	10.9	9.8	5.7	6.3
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(5.9)	8.8	6.5	5.9	0.8	0.8	7.5	6.5	6.1	6.6
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	(1.7)	3.7	14.5	14.0	1.5	1.5	9.4	9.1	4.8	4.8
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	2.4	4.0	16.8	16.2	1.2	1.2	na	32.9	5.6	5.6
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	15.3	4.5	7.5	7.2	0.8	0.7	9.1	8.7	6.3	6.5
Tata Power	TPWR IN	India	11.2	14.2	29.2	25.6	3.4	3.0	13.7	11.8	0.6	0.7
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	17.8	6.9	16.6	15.6	1.2	1.2	7.3	6.9	3.8	4.0
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(13.2)	(3.0)	15.9	16.4	1.6	1.8	7.8	7.2	2.4	2.2
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(23.0)	7.7	13.8	12.8	1.6	1.4	10.0	8.6	1.7	1.9
Manila Electric	MER PM	Philippines	14.0	6.7	12.4	11.7	3.7	3.3	10.2	9.4	4.7	5.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	30.0	43.5	16.9	11.8	0.8	0.8	24.3	21.1	3.5	3.5
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	22.8	6.5	21.5	20.2	0.9	0.9	9.3	9.6	3.2	3.5
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	7.7	2.7	7.2	7.0	0.5	0.5	11.9	12.1	7.1	7.1
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	41.6	22.7	12.6	10.3	0.8	0.7	11.3	10.8	3.2	3.2
EA Pcl*	EA TB	Thailand	(20.8)	(26.1)	3.6	4.9	0.3	0.3	5.8	6.1	0.0	0.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	(19.1)	3.4	6.5	6.3	0.5	0.5	20.9	19.5	5.7	5.7
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	24.6	29.4	22.1	17.1	1.0	1.0	11.5	10.7	3.1	3.5
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	20.6	21.2	27.0	22.2	2.0	2.0	40.4	34.9	2.2	2.7
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	1.4	5.1	9.8	9.3	1.1	1.0	10.5	9.7	4.5	4.5
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	34.7	6.6	7.3	6.8	0.6	0.5	22.6	22.5	6.0	6.0
Average			6.5	8.2	13.5	12.3	1.3	1.2	15.8	15.6	4.1	4.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 26 August 2025 closing prices

กรุณารออ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET Index	2.8	6.2	(8.3)	(10.6)	—	—	—	—
Utilities Sector	13.4	12.4	(8.9)	(4.8)	10.6	6.2	(0.6)	5.8
BCPG	28.8	23.2	39.3	53.2	26.0	17.0	47.7	63.8
BGRIM	10.8	21.8	(41.4)	(36.9)	8.0	15.6	(33.1)	(26.3)
BPP	19.7	17.2	(29.8)	(21.3)	16.9	11.1	(21.4)	(10.7)
EGCO	4.1	5.5	8.0	(1.7)	1.3	(0.7)	16.3	8.9
GPSC	24.8	20.1	(2.4)	5.2	22.0	14.0	5.9	15.9
GULF	3.2	2.1	na	na	0.4	(4.1)	na	na
GUNKUL	11.2	6.5	(22.8)	(21.5)	8.4	0.4	(14.5)	(10.9)
RATCH	4.9	2.9	(13.0)	(10.8)	2.1	(3.3)	(4.7)	(0.2)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ ลักษณะ Defensive เนื่องจากรายได้ถูกกำหนดไว้แล้วแน่นอนตามสัญญา PPAs ▪ สามารถผลักภาระราคาเชื้อเพลิงที่เพิ่มขึ้นให้แก่ลูกค้าได้หมดตามสัญญา PPAs สำหรับ IPPs ขณะที่ SPPs ผลักได้บางส่วนตามสูตร	▪ ค่าไฟส่วนใหญ่ของโครงการ IPPs ถูกกำหนดให้อยู่ในระดับสูงในช่วงต้นสัญญา และลดลงในช่วงปลายสัญญา ▪ การปรับค่า Ft บางครั้งถูกแทรกแซงโดยภาครัฐ
O — Opportunity	T — Threat
▪ มีโอกาสที่จะลงทุนในประเทศเพื่อนบ้าน ▪ โอกาสที่เพิ่มขึ้นจากการส่งเสริมพลังงานทดแทนทั่วโลก	▪ ความเสี่ยงจากนโยบายที่ทวีความรุนแรงเกี่ยวกับการลดอัตราค่าไฟฟ้าอาจมีผลกระทบอย่างมากต่อความสามารถในการทำกำไรของภาคอุตสาหกรรม ▪ มีความเสี่ยงทางด้านสิ่งแวดล้อมมากขึ้น

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
Hong Kong	0.6	7.5	11.6	10.9	1.0	1.0	18.8	20.4	5.6	5.8
India	11.2	14.2	29.2	25.6	3.4	3.0	13.7	11.8	0.6	0.7
Malaysia	(6.1)	3.9	15.4	14.9	1.5	1.5	8.4	7.6	2.6	2.7
Philippines	14.0	6.7	12.4	11.7	3.7	3.3	10.2	9.4	4.7	5.0
Thailand	14.4	11.5	13.5	11.6	0.9	0.8	16.8	15.7	3.8	4.0
Average	6.8	8.8	16.4	14.9	2.1	1.9	13.6	13.0	3.5	3.6

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 14.00

(From: Bt 10.00)

27 AUGUST 2025

Change in Recommendation

Upside : 13.8%

B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

กลับมาเติบโต

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



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

ปรับคำแนะนำเป็น "ซื้อ"

ในบทวิเคราะห์ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคของเรา "สถานการณ์ SPP ดูดีขึ้น" วันที่ 27 สิงหาคม 2025 เราปรับกำไรปี 2025-27F ของ BGRIM ขึ้น 15-20% เพื่อสะท้อนมุมมองของเราว่า ผลกระทบจากความเสี่ยงด้านนโยบายต่อธุรกิจ SPP ซึ่งเป็นหน่วยธุรกิจหลักของบริษัท โดยคิดเป็น 67% ของกำลังการผลิตนั้นเริ่มคลี่คลาย เราจึงปรับคำแนะนำ BGRIM ขึ้นเป็น "ซื้อ" (จากเดิม ถือ) ด้วยราคาเป้าหมายที่สูงขึ้นเป็น 14.0 บาท/หุ้น (จาก 10.0 บาท) หลังการปรับกำไรและเลื่อนปีฐานเป็นปี 2026F เราคาด EPS ของ BGRIM จะเติบโตได้ 23.7/14% ในปี 2025-27F หนุนโดย 1) การใช้ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรม (IU) ด้วยการลงทุนจากต่างประเทศ (FDI) เข้ามาในนิคมอุตสาหกรรมของพันธมิตรธุรกิจ SPP หลักอย่าง บมจ. อมตะ คอร์ปอเรชั่น (AMATA) ยังคงแข็งแกร่ง 2) โรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwol (ถือหุ้น 50%) ทายเตรียม COD จาก 100MW ใน 4Q25F เป็น 740MW ในปี 2028F และ 3) การเริ่มรับรู้กำไรจากโครงการดาต้าเซนเตอร์ขนาด 100MW ในไทย (ถือหุ้น 40%) ตั้งแต่ปี 2027F

ความเสี่ยงของอัตราค่าไฟ SPP ลดลง

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

ได้ประโยชน์จากแนวโน้ม FDI เร่งตัว

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

การเติบโตจากธุรกิจใหม่

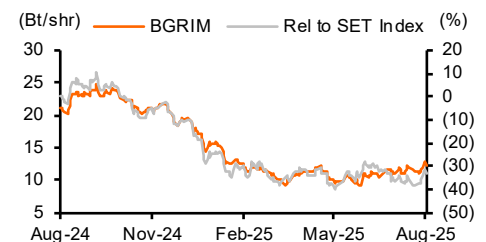
นอกจากการเติบโตตามปริมาณการขายไฟฟ้าของ SPP ที่เพิ่มขึ้นแล้ว เรายังมองสองธุรกิจจะเป็นปัจจัยหนุนการเติบโตเพิ่มเติมสำหรับ BGRIM โดยคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ Nakwol จะเพิ่มขึ้นเป็น 2.0 พันลบ. เมื่อดำเนินงานเต็มปี 2029F ในขณะที่กำไรจากโครงการดาต้าเซนเตอร์แห่งแรกขนาด 100MW ทยอยเพิ่มขึ้นเป็น 700 ลบ. ในปี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

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

COMPANY VALUATION

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

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

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

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P13

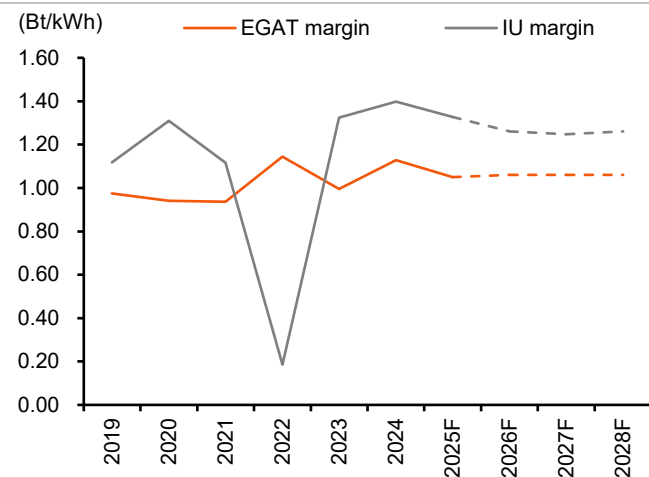
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Changes In Our Key Assumptions

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

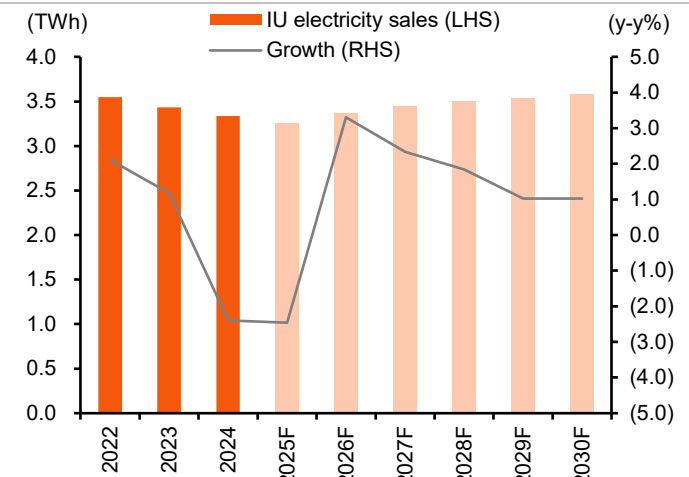
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Normalizing SPP Margins On Easing Policy Risks



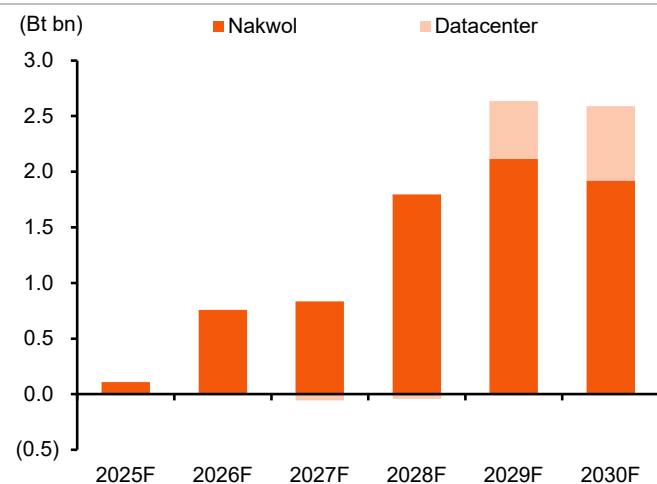
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Increasing Electricity Demand From Industrial Users



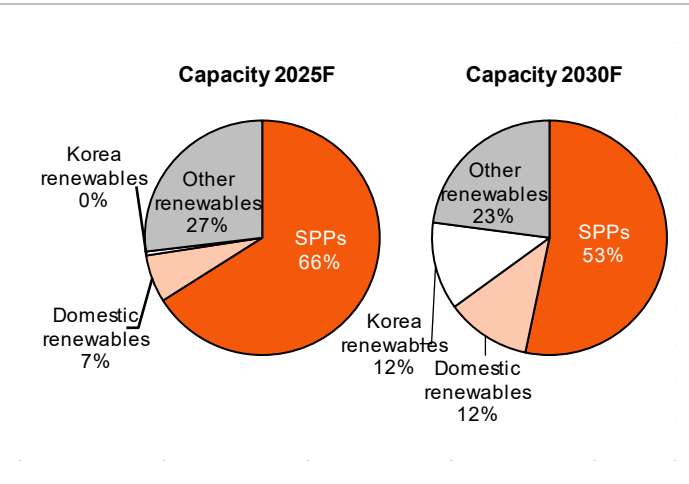
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Equity Income From New Business Units



Source: Thanachart estimates

Ex 5: Diversifying Away From SPPs



Sources: Company data, Thanachart estimates

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

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

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

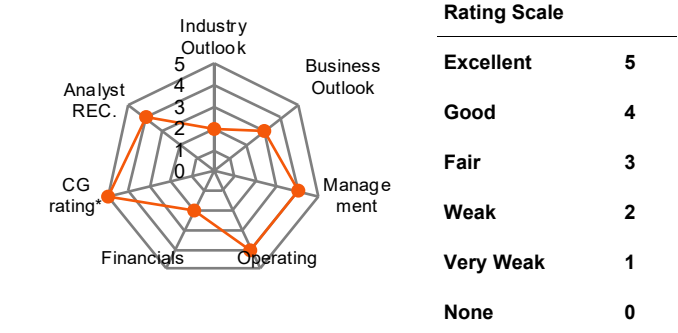
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.57	14.00	-4%
Net profit 25F (Bt m)	1,869	2,408	29%
Net profit 26F (Bt m)	2,222	2,505	13%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 8	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- อัตราหนี้สินทางการเงินของบริษัทดูค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่มเดียวกัน แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าขีดจำกัดเป้าหมายของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ หลังจากการออกหุ้นกู้ perpetual bonds ชุดที่สองเมื่อต้นปี 2023

T — Threat

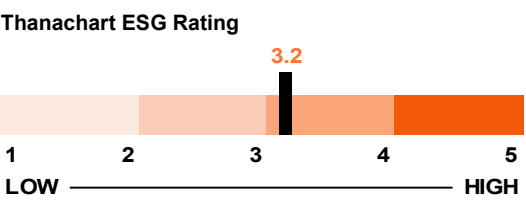
- พังพานโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบต่อด้านเงินเพื่อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

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



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BGRIM	YES	AAA	-	BBB	62.99	50.27	84.00	-	5.0

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

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

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

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

Earnings now look to be
bottoming out

BALANCE SHEET

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

Likely healthier balance
sheet when new
businesses come online

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

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

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

VALUATION

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

FINANCIAL RATIOS

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 ด้วยเรามุ่งมองต่อธุรกิจ 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 บณปี 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 ได้ด้วยการปรับโครงสร้างราคาก๊าซธรรมชาติ 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

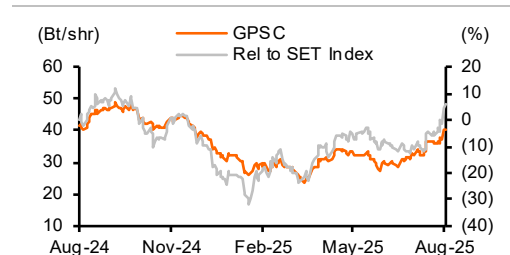
และยังมีโอกาสการเติบโตผ่านการซื้อกิจการ

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

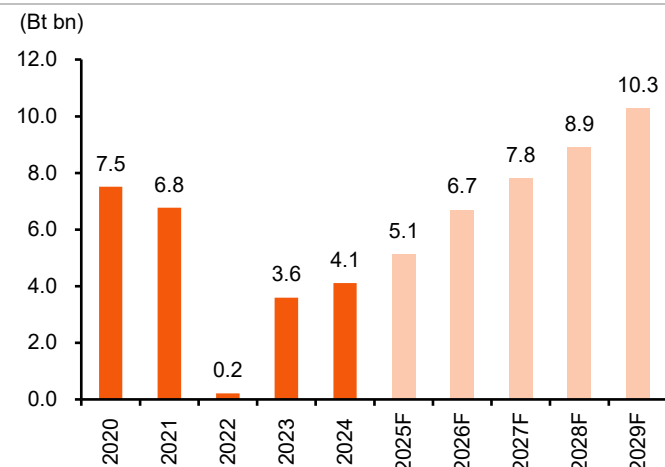
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

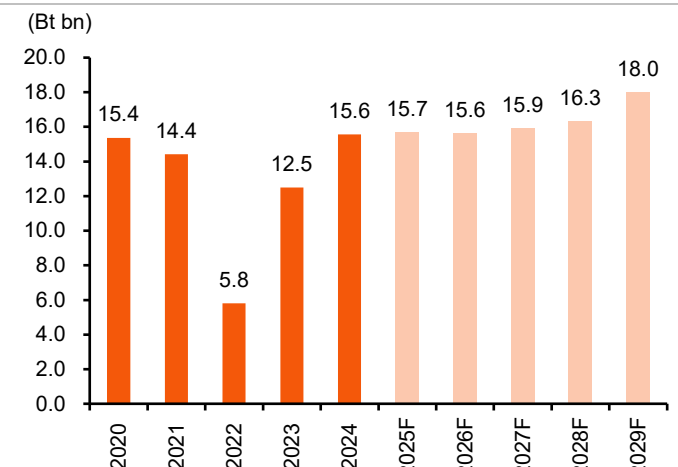
Ex 1: Our Assumptions For Our SPP Margin Forecasts

	2024	2025F	2026F	2027F	2028F
Domestic gas pool price (Bt/mmbtu)					
New	304	300	290	285	290
Old		305	285	275	280
Change (%)		(1.6)	1.8	3.6	3.6
National electricity tariff (Bt/kWh)					
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
Average spark margin from GPSC's SPP projects (Bt/kWh)					
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

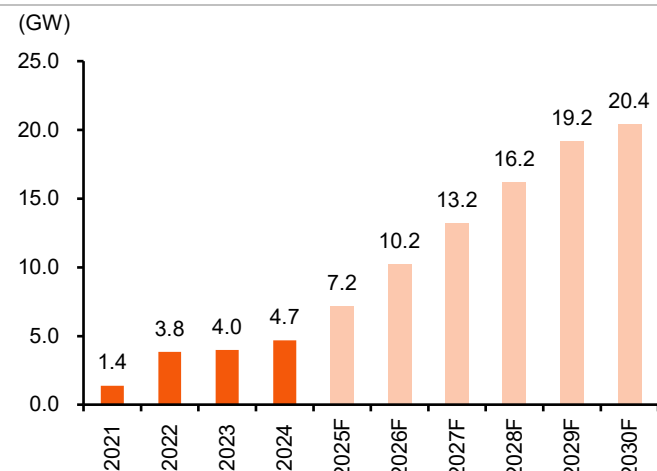
Ex 2: Unlocking Factors Driving An Earnings Recovery

Sources: Company data, Thanachart estimates

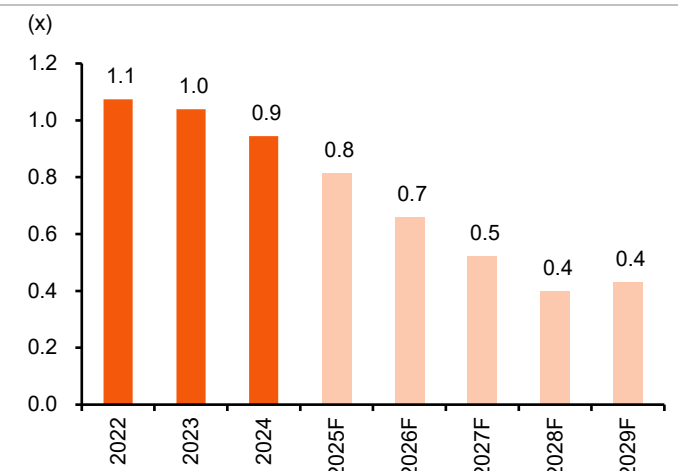
Ex 3: Stabilizing Gross Profit From SPPs

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

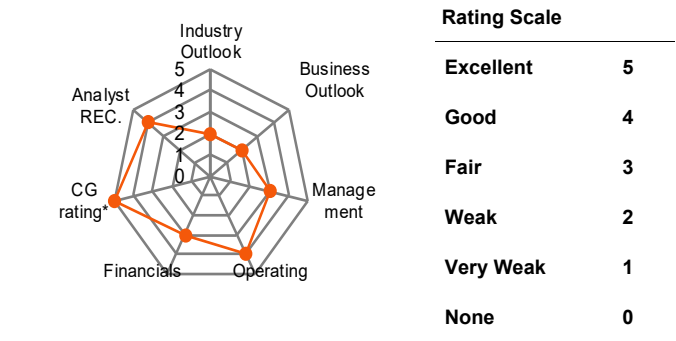
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.81	47.00	15%
Net profit 25F (Bt m)	5,123	5,926	16%
Net profit 26F (Bt m)	5,314	6,633	25%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 7	SELL: 0

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

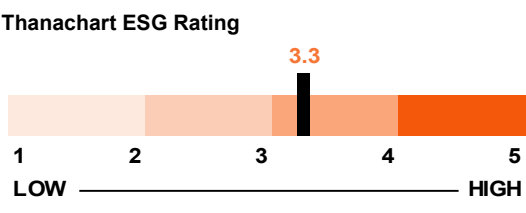
- ศักยภาพในการเติบโตของการผลิตในตลาดภายในประเทศมีจำกัด เนื่องจากปัจจุบันประเทศไทยมีอัตราสำรองสูง ในขณะที่นโยบายของรัฐบาลในการประมูลพลังงานทดแทนยังคงช้า
- ฟังฟังนโยบายของกลุ่มในการตัดสินใจลงทุนที่สำคัญ

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อัตรากำไรของ SPP ที่ฟื้นตัวช้ากว่าหรือน้อยกว่าที่คาดไว้ 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
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนน E สำหรับ GPSC เพียง 2.7 ซึ่งต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน เนื่องจากบริษัท มีสัดส่วนพลังงานไฟฟ้าถ่านหินที่สูง และเนื่องจากโครงการพลังงานหมุนเวียนมีกำลังการผลิตรวมเพียงเล็กน้อยเท่านั้น - GPSC มีเป้าหมายเดียวกันกับกลุ่ม PTT ในการบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060 ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายของประเทศเล็กน้อย เป้าหมายในระยะใกล้คือการเพิ่มส่วนผสมของพลังงานทดแทนให้มากกว่า 50% ของกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นทั้งหมดภายในปี 2030 เพื่อเป็นแกนนำให้กลุ่มนี้เดินหน้านำลงทุนในพลังงานสีเขียว - GPSC ยังมีนโยบายการกำหนดราคาคาร์บอนภายในเพื่อลดมลพิษทางอากาศและทางน้ำจากการดำเนินงานและโรงไฟฟ้า
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้าน S แก่ GPSC สูงที่ 4.0 ซึ่งเป็นหนึ่งในคะแนนสูงสุดในกลุ่มนี้ - คะแนนด้านสังคมที่น่าประทับใจนี้ได้แรงหนุนจากนโยบายที่เกี่ยวกับชุมชนที่เข้มแข็งในกลุ่ม PTT ซึ่งให้การสนับสนุนและบริจาคเงินจำนวนมากแก่ชุมชนรอบๆ โรงไฟฟ้าเพื่อปรับปรุงเศรษฐกิจในท้องถิ่นและยกระดับคุณภาพชีวิตของประชาชน - GPSC มีประวัติการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง โดยมีผลการดำเนินงานด้านความน่าเชื่อถือและความปลอดภัยที่ได้รับการจัดอันดับสูงกว่ามาตรฐานสากลอย่างสม่ำเสมอ ไม่มีการร้องเรียนที่สำคัญใดๆ จากลูกค้า ซึ่งรวมถึงอุตสาหกรรมที่สำคัญ เช่น โรงกลั่นและปิโตรเคมี - เราชอบแพลตฟอร์มการพัฒนาพนักงานของ GPSC ซึ่งได้รับการออกแบบมาเพื่อให้พนักงานมีเส้นทางอาชีพที่ชัดเจน ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความเชื่อของบริษัทที่ว่าความสำเร็จทางธุรกิจขึ้นอยู่กับ 1) แผนการสืบทอดตำแหน่งภายในองค์กร 2) การเตรียมความพร้อมเพื่อให้พนักงานทันต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม และ 3) สร้างขวัญกำลังใจ/ความสามัคคีในหมู่พนักงาน ซึ่งมีส่วนสนับสนุนให้แบรนด์องค์กรแข็งแกร่ง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนน G เฉลี่ยของ GPSC ที่ 3.0 เนื่องจากเราพบว่าโครงสร้างคณะกรรมการที่ค่อนข้างอ่อนแอของบริษัท ได้รับการชดเชยด้วยการแสดงออกอย่างแข็งขันในการตัดสินใจอย่างอิสระในการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับนิติบุคคลภายในกลุ่ม PTT - คณะกรรมการของ GPSC ยังมีสัดส่วนที่ไม่เหมาะสม เนื่องจากมีกรรมการอิสระเพียง 7 คนจากสมาชิกทั้งหมด 15 คน (เทียบกับอัตราส่วนที่เหมาะสมคือ 2/3) โดยมีสมาชิกเป็นผู้หญิงเพียงคนเดียว ทั้งนี้ แม้ว่าประธานบริษัทจะเป็นอิสระ ซึ่งสอดคล้องกับมาตรฐานสากล - อย่างไรก็ตาม เราพอใจกับการตัดสินใจทางธุรกิจของบริษัท โดยเฉพาะที่เกี่ยวกับนิติบุคคลอื่นๆ ในกลุ่ม PTT เช่น ลูกค้าของโรงไฟฟ้า SPP ของบริษัทและผู้ร่วมพัฒนาโรงไฟฟ้าในเครือ ซึ่งเราเห็นว่า GPSC ยังคงสามารถทำกำไรจากการดำเนินงานเหล่านี้ได้ค่อนข้างมาก แม้ว่านิติบุคคลอื่นๆ จะประสบปัญหาอยู่ก็ตาม - เราเชื่อว่า GPSC มีความคิดริเริ่มที่ดีในการแสวงหาการลงทุนในธุรกิจพลังงานสีเขียวและการลดการปล่อยคาร์บอน แม้ว่าธุรกิจเหล่านี้จะยังไม่ประสบผลสำเร็จ เช่น เครื่องปฏิกรณ์นิวเคลียร์โมดูลาร์ขนาดเล็ก (SMR) หน่วยดักจับคาร์บอน และการผลิตไฮโดรเจนสีเขียว

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
Gross profit	10,045	11,423	11,713	12,868	13,435
% 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
Operating profit	7,795	8,852	9,186	10,290	10,830
% operating margin	8.6%	9.8%	10.0%	12.0%	13.2%
Depreciation & amortization	9,483	9,960	9,558	8,561	8,575
EBITDA	17,278	18,813	18,744	18,851	19,405
% 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)
Pre-tax profit	3,736	4,777	5,362	6,712	7,263
Income tax	405	249	268	537	726
After-tax profit	3,331	4,528	5,094	6,175	6,537
% 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
NET PROFIT	3,694	4,062	5,926	6,633	7,808
Normalized profit	3,596	4,113	5,126	6,633	7,808
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
ASSETS:					
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
Total assets	285,889	288,136	270,905	270,990	268,049
LIABILITIES:					
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
Total LT debt	109,423	125,832	104,820	101,839	95,360
Others LT liabilities	18,694	20,036	19,755	19,873	19,978
Total liabilities	167,150	168,994	148,087	144,342	136,903
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)
Retained earnings	25,007	26,560	29,439	32,304	35,780
Shareholders' equity	106,195	107,558	110,437	113,302	116,778
Liabilities & equity	285,889	288,136	270,905	270,990	268,049

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
Cash flow from operations	19,342	16,665	11,419	17,174	18,080
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
Cash flow from investments	(16,441)	(555)	2,489	(91)	(1,541)
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
Cash flow from financing	(3,770)	(3,986)	(24,400)	(7,083)	(11,539)
Free cash flow	6,477	10,640	10,419	16,174	15,647

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
(Bt)					
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
Growth Rate					
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
Operating performance					
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
DuPont					
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

BUY

(Unchanged)

TP: Bt 56.00

(From: Bt 55.00)

27 AUGUST 2025

Change in Numbers

Upside : 16.7%

Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB)

สามพันเพื่อการเติบโต

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 นอกจากนั้น ADVANC ยังเป็นแหล่งสร้างกระแสเงินสดที่สำคัญของ GULF ผ่านการจ่ายปันผลให้ปีละถึง 16-20 พันลบ.

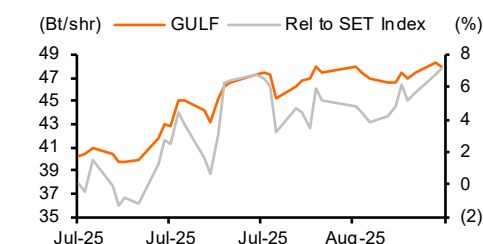
ปัจจัยการเติบโตใหม่

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%

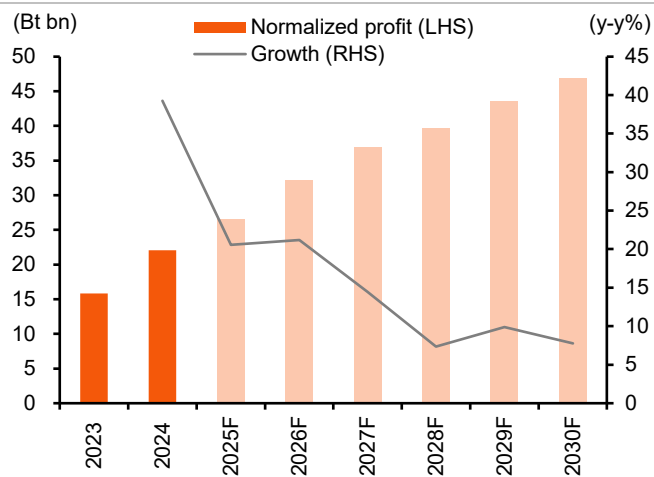
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P29

กรุณาดำเนินการตามฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

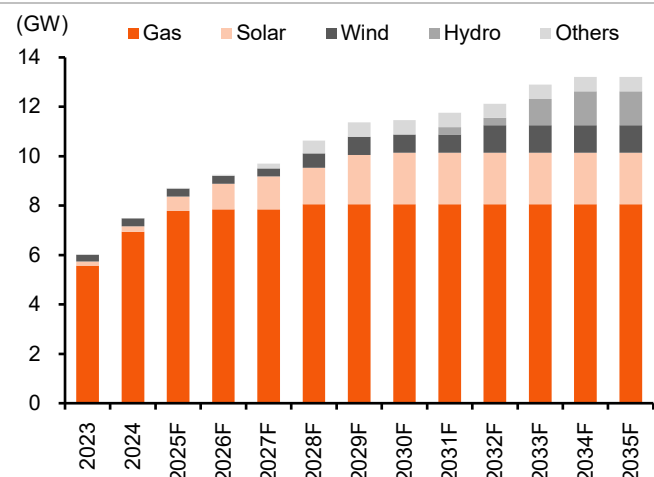
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนเท่านั้นและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Resilient Earnings Growth Outlook ...



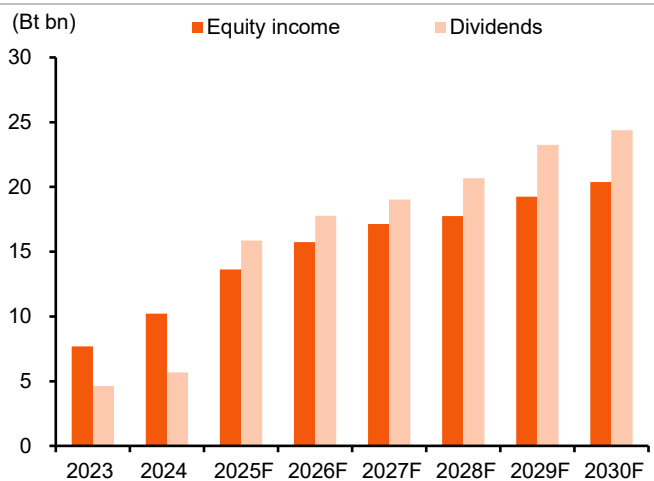
Sources: Company data, Thanachart estimates

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



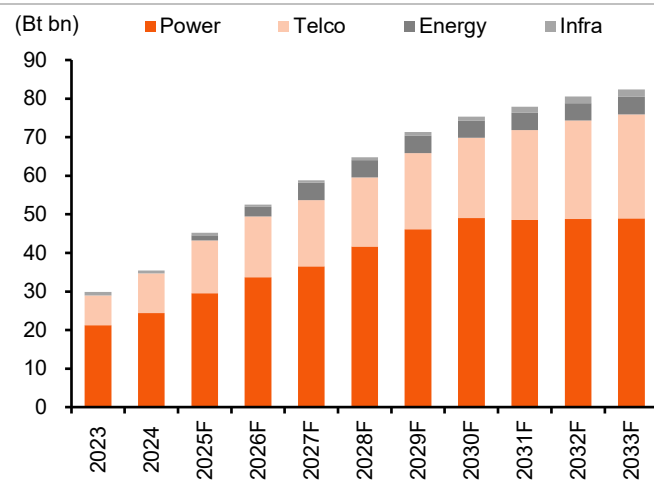
Sources: Company data, Thanachart estimates

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

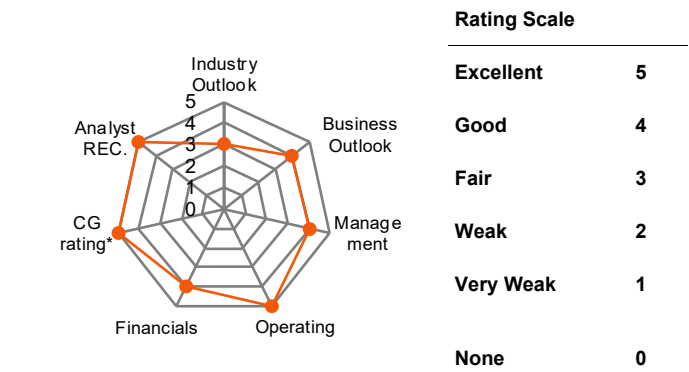
S — Strength

- 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

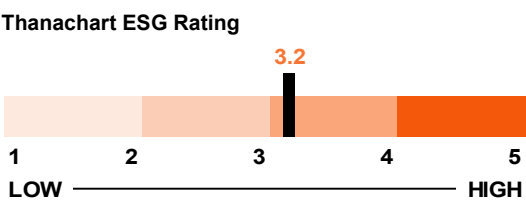
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลกระทบจากความเสี่ยงด้านนโยบายที่รุนแรงกว่าที่คาดต่ออัตราค่าไฟของ 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) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ GULF ในระดับปานกลางที่ 3.1 โดย GULF กำลังดำเนินการปรับปรุงพอร์ตโฟลิโอไฟฟ้าไปสู่พลังงานสีเขียวอย่างชัดเจน แต่ยังคงมีการใช้พลังงานจากฟอสซิลในระดับสูงอยู่ในปัจจุบัน - GULF ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 ซึ่งเร็วกว่าที่ประเทศตั้งเป้าไว้ที่ปี 2065 แต่เป้าหมายในการมีสัดส่วนพลังงานทดแทนที่ 40% ภายในปี 2035 ยังตามหลังเป้าหมายของประเทศที่มากกว่า 50% ภายในปี 2037 เล็กน้อย - สัดส่วนพลังงานทดแทนของ GULF อยู่ที่ 7% ในปี 2024 แต่มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้าที่ได้รับการรับรอง (PPA) เพื่อเพิ่มสัดส่วนนี้เป็น 33% ภายในปี 2035 โดยโรงไฟฟ้าส่วนใหญ่ของ GULF ยังเป็นโรงไฟฟ้าก๊าซ - GULF ใช้น้ำในปริมาณมาก โดยเฉพาะโรงไฟฟ้าก๊าซและโรงไฟฟ้าชีวมวล โดยบริษัทฯ มีการรีไซเคิลน้ำมากในกระบวนการผลิต กักเก็บน้ำเสียกลับมาใช้ในรูปแบบไอน้ำสำหรับผู้ใช้ในอุตสาหกรรมใกล้เคียง และแบ่งปันน้ำที่ผ่านการบำบัดกับชุมชนในพื้นที่
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ GULF ในระดับที่ดีที่ 3.7 สะท้อนถึงความน่าเชื่อถือในการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและการมีส่วนร่วมอย่างลึกซึ้งกับชุมชน - GULF แสดงผลการดำเนินงานที่สม่ำเสมอผ่าน 1) การส่งมอบโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซและพลังงานทดแทนขนาด 7.5 GW อย่างตรงเวลาและบ่อยครั้งเร็วกว่ากำหนด และ 2) ไม่มีการปิดโรงงานนอกแผนและไม่มีอุบัติเหตุในทำงานในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา - GULF ดำเนินโครงการ Gulf SPARK เพื่อสนับสนุนชุมชนท้องถิ่น ซึ่งประกอบด้วย 1) การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและสาธารณูปโภคในชุมชน 2) บริการทางการแพทย์ฟรี 3) โครงการแลกเปลี่ยนความรู้ด้านเกษตรกรรม และ 4) การสนับสนุนด้านการศึกษาและทุนการศึกษา - GULF ได้เพิ่มจำนวนพนักงานอย่างมากในช่วงไม่กี่ปีที่ผ่านมาเพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจ โดยพิจารณาความหลากหลายด้านอายุและเพศในกระบวนการสรรหา และยังคงลงทุนในการพัฒนาทักษะของพนักงาน พร้อมทั้งให้การสนับสนุนด้านสุขภาพและความเป็นอยู่ที่ดีอย่างต่อเนื่อง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) แก่ GULF ในระดับปานกลางที่ 3.1 สะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่แข็งแกร่ง แต่ยังมีบางจุดที่ควรปรับปรุง - ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ แต่จากสมาชิกคณะกรรมการทั้งหมด 12 คน มีกรรมการอิสระเพียง 6 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมที่ควรมีอย่างน้อย 2 ใน 3 - ทักษะของคณะกรรมการแข็งแกร่งมาก ด้วยประสบการณ์หลากหลายจากผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมต่างๆ ของประเทศไทย แม้ว่าจะทำให้เกิดช่องว่างในเรื่องความหลากหลายของช่วงอายุ - เรามองว่าการที่ GULF ขยายธุรกิจไปยังเมกะเทรนด์ระดับโลก เป็นจุดแข็งที่จะช่วยเพิ่มความยั่งยืนของธุรกิจและศักยภาพการเติบโตในระยะยาว - การที่ 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 ผู้พิพัฒนหิรัญกุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี 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