

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 3.00

Upside : 31.6%

(From: Bt 3.60)

6 JANUARY 2026

The Erawan Group Pcl (ERW TB)

กลับมาเติบโต

หลังคาดว่า EPS จะลดลง 15.1% ในปี 2025F เราคาดว่า EPS ของ ERW จะกลับมาเติบโตที่ 17.0/8.3% ในปี 2026-27F หนุนโดยการเพิ่มขึ้นของจำนวนนักท่องเที่ยว การขยายโรงแรม อัตรากำไรที่เพิ่มขึ้น และดอกเบี้ยจ่ายที่ลดลง ด้วยข้อขายที่ PE ที่ 12.0 เท่า ในปี 2026F เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ"



SIRIPORN ARUNOTHAI

662-779-9119

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

เติบโตที่มูลค่าน่าสนใจ แนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" ERW จาก 1) หลังคาดว่า EPS จะลดลง 15.1% ในปี 2025F จากจำนวนนักท่องเที่ยวที่อ่อนแอ เราคาดว่า ERW จะกลับมาเติบโต โดยคาดว่า EPS จะเติบโต 17.0/8.3% ในปี 2026-27F จากการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานและการขยายโรงแรม 2) เรามองว่าความขัดแย้งระหว่างจีนและญี่ปุ่นจะกระทบต่อโรงแรมในญี่ปุ่นของ ERW เล็กน้อย และไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่อการดำเนินงานโดยรวมของบริษัท 3) มูลค่าหุ้นยังดูน่าสนใจสำหรับบริษัทที่มีสินทรัพย์เป็นฐานและข้อขายที่ PE เพียง 12.0 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโต 17.0% ในปี 2026F โดย PE ที่ต่ำนี้ได้สะท้อนการปรับลดกำไรของเราในปี 2025-27F ลง 2.7/3.5/6.7% แล้ว ซึ่งได้สะท้อนดอกเบี้ยจ่ายที่สูงขึ้นจากการลงทุนที่เพิ่มขึ้น และภาษีเงินได้ที่สูงกว่าที่คาด ราคาเป้าหมายลดลงมาอยู่ที่ 3.0 บาท (จาก 3.6 บาท)

กลับมาเติบโตในปี 2026-27F

ปัจจัยหลักหนุนการเติบโตของ EPS ที่ 17.0/8.3% ในปี 2026-27F ได้แก่ 1) การเติบโตของรายได้จากโรงแรมเดิม และโรงแรมใหม่ที่จะเปิดในปี 2025-27F 2) อัตรากำไรขั้นต้นที่เพิ่มขึ้นเป็น 58.2/58.4% ในปี 2026-27F จาก 58.0% ในปี 2025F จากการประหยัดจากขนาด 3) ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่ลดลงจากแนวโน้มอัตราดอกเบี้ยที่ปรับลดลง และการรีไฟแนนซ์หนี้ด้วยต้นทุนทางการเงินที่ต่ำลง หนี้ทั้งหมดของ ERW มีอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (floating-rate) เราคาดว่ากำไรเติบโตของ EPS ในปี 2027F จะชะลอลง เนื่องจาก ERW กลับมาจ่ายภาษีเงินได้นิติบุคคลอีกครั้ง

ผลกระทบจากความตึงเครียดระหว่างญี่ปุ่น-จีน มีจำกัด

ERW ดำเนินธุรกิจโรงแรม HOP INN ในญี่ปุ่น 4 แห่ง ซึ่งสร้างรายได้คิดเป็น 4% ของรายได้รวมจากธุรกิจโรงแรมของ ERW ใน 9M25 โดยรายได้จากนักท่องเที่ยวชาวญี่ปุ่นในโรงแรมญี่ปุ่นของ ERW มีสัดส่วนเพียง 5% และส่วนใหญ่ไม่ใช่นักท่องเที่ยวแบบกรุ๊ปทัวร์ ลูกค้าหลัก 3 สัญชาติที่สร้างรายได้สูงสุดให้กับโรงแรมในญี่ปุ่นของ ERW ได้แก่ ชาวญี่ปุ่น (18%) ชาวไทย (15%) และชาวฟิลิปปินส์ (13%) ดังนั้น เราคาดว่าความตึงเครียดระหว่างญี่ปุ่น-จีนจะส่งผลกระทบต่อโรงแรมในญี่ปุ่นของ ERW เพียงเล็กน้อย ในด้านบวก ERW อาจได้ประโยชน์หากนักท่องเที่ยวจีนหันมาเดินทางท่องเที่ยวในไทยมากขึ้นในช่วงต้นปี โดย 9M25 นักท่องเที่ยวชาวจีนคิดเป็น 14% ของรายได้ของโรงแรม ERW ในไทย ครอบคลุมตั้งแต่กลุ่มโรงแรมราคาประหยัดจนถึงระดับหรู

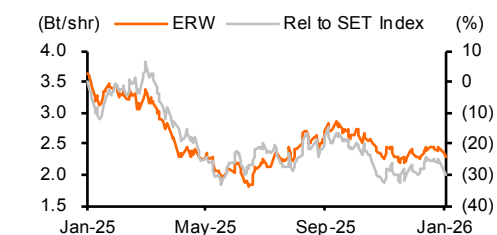
การลงทุนใหม่ และการปรับปรุงโรงแรม

นอกจากโรงแรมคอมโบแห่งใหม่ที่สุขุมวิทซอย 26 ซึ่งมีเป้าหมายจะเพิ่มเข้าสู่พอร์ตของ ERW ในปี 2029 แล้ว ล่าสุด ERW ยังประกาศแผนสร้างโรงแรมอีกแห่งบนที่ดินเช่าใกล้ BTS อโศก โดยโครงการนี้อาจใช้รูปแบบ midscale combo เช่นเดียวกับโครงการสุขุมวิทซอย 26 และมีกำหนดเปิดให้บริการในปี 2030 นอกจากนี้ บริษัทยังตั้งเป้าเปิดโรงแรม HOP INN ใหม่ปีละ 8-10 แห่งในปี 2026-28 หลังเปิดโรงแรมใหม่ไปแล้ว 10 แห่งในปี 2025 ขณะเดียวกัน ERW มีแผนปรับปรุงโรงแรมแกรนด์ ไฮแอท เอราวัณ แบบทยอยทีละเฟส โดยจะเริ่มในช่วง 2Q26 หลังจากเสร็จการปรับปรุง Naka Island, a Luxury Collection Resort & Spa ไปใน 3Q25

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	7,872	7,799	8,245	8,857
Net profit	1,281	794	930	1,006
Consensus NP	—	801	886	939
Diff frm cons (%)	—	(0.8)	4.9	7.1
Norm profit	917	794	930	1,006
Prev. Norm profit	—	817	963	1,079
Chg frm prev (%)	—	(2.7)	(3.5)	(6.7)
Norm EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2
Norm EPS grw (%)	17.4	(15.1)	17.0	8.3
Norm PE (x)	11.9	14.0	12.0	11.1
EV/EBITDA (x)	7.7	8.1	7.7	7.6
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1	1.1
Div yield (%)	3.9	2.5	2.9	3.2
ROE (%)	12.2	8.9	9.8	10.0
Net D/E (%)	96.3	91.7	91.1	99.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 6-Jan-26 (Bt)	2.28
Market Cap (US\$ m)	356.4
Listed Shares (m shares)	4,886.9
Free Float (%)	64.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	1.7
12M Price H/L (Bt)	3.64/1.82
Sector	Tourism
Major Shareholder	Vongkusolkrit & Wattanavekin
	Group 55%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Changes In Our Key Assumptions And Earnings Revisions

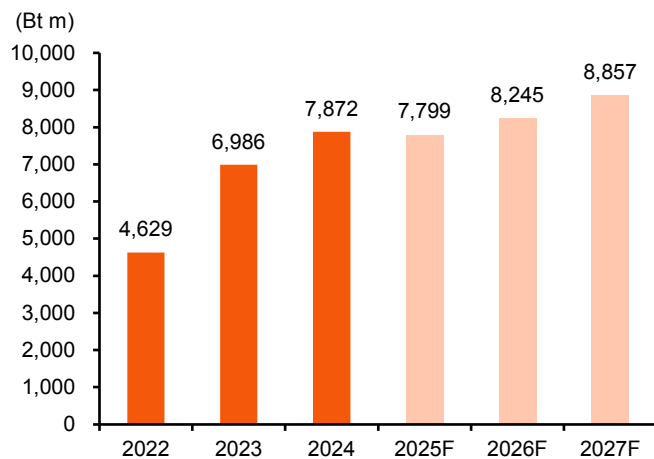
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Capex (Bt m)					
- New	2,270	3,709	2,300	2,400	3,500
- Old			2,100	1,700	2,200
- Change (%)			9.5	41.2	59.1
Interest expense (Bt m)					
- New	589	703	628	559	557
- Old			621	535	529
- Change (%)			1.1	4.5	5.3
Tax expense (Bt m)					
- New	(17)	9	48	85	201
- Old			44	54	192
- Change (%)			9.3	57.8	4.6
Normalized profit (Bt m)					
- New	762	917	794	930	1,006
- Old			817	963	1,079
- Change (%)			(2.7)	(3.5)	(6.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

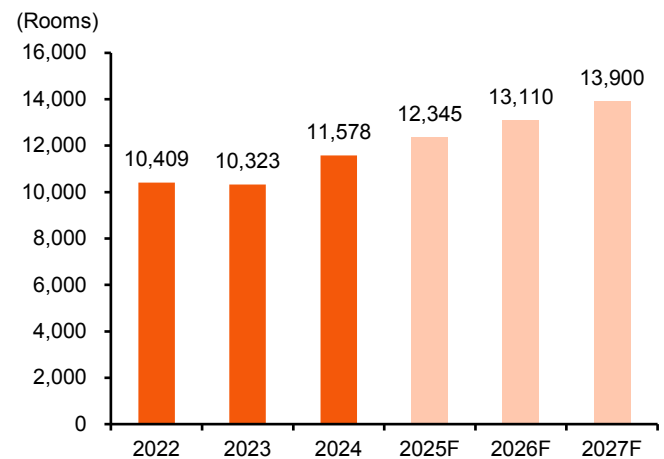
Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA excl. depre from right of use	2,701	2,940	3,132	3,217	3,445	3,688	3,893	4,075	4,195	4,325	4,470	—
Free cash flow	11	(1,002)	(312)	1,693	2,591	2,784	2,951	3,102	3,199	3,305	2,628	37,341
PV of free cash flow	11	(841)	(239)	1,191	1,670	1,644	1,596	1,536	1,451	1,373	1,000	14,207
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	24,600											
Net debt (2025F)	9,141											
Minority interest	823											
Equity value	14,636											
# of shares	4,887											
Target price/share (Bt)	3.00											

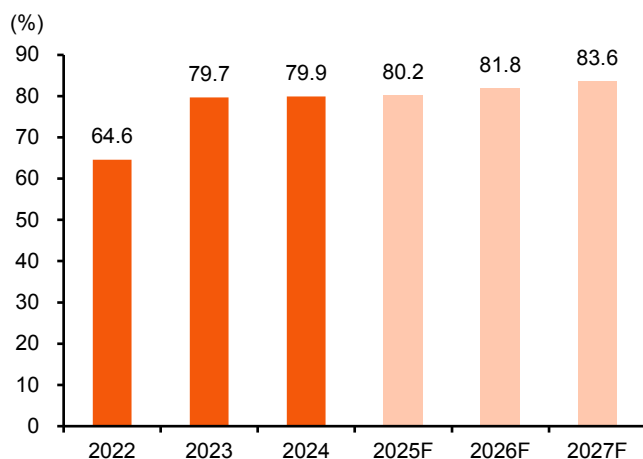
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: ERW's Revenue

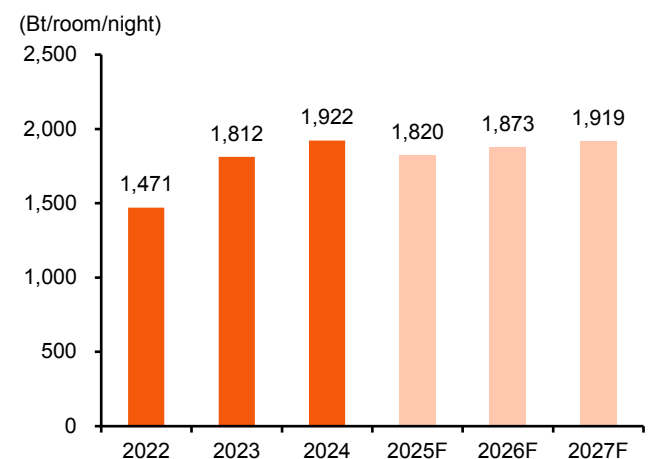
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: ERW's Number Of Rooms

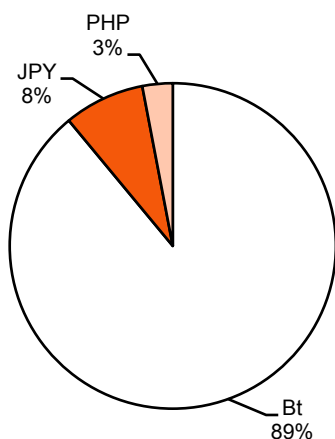
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: ERW's Occupancy Rate At Existing Hotels

Sources: Company data, Thanachart estimates

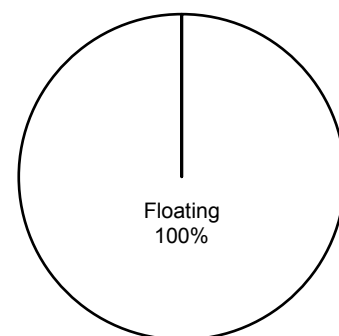
Ex 6: ERW's ARR At Existing Hotels

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Interest-Bearing Debt Breakdown By Currency *

Source: Company data

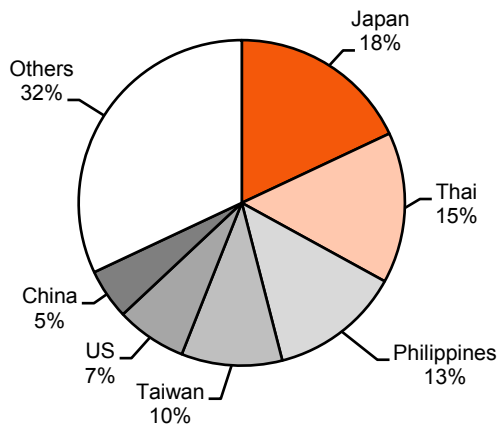
Note: * At end-3Q25

Ex 8: Interest-Bearing Debt Breakdown By Interest Rate *

Source: Company data

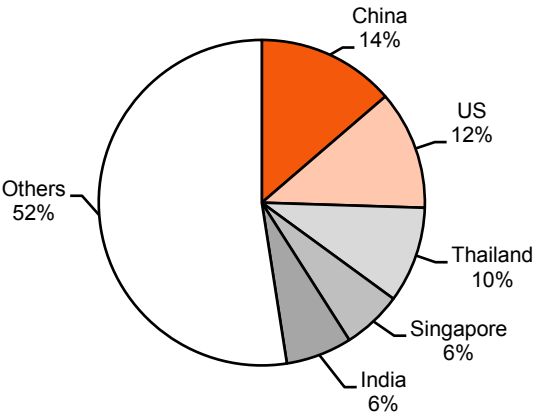
Note: * At end-3Q25

Ex 9: Japan Hotel Portfolio’s Revenue Breakdown In 9M25



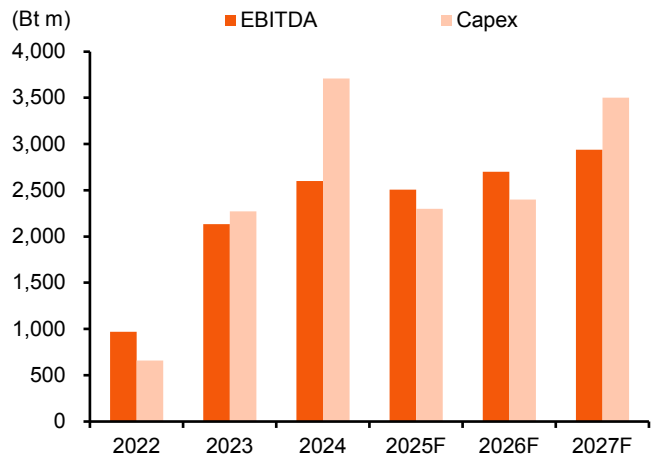
Source: Company data

Ex 10: ERW’s Customer Breakdown By Nationality In 9M25*



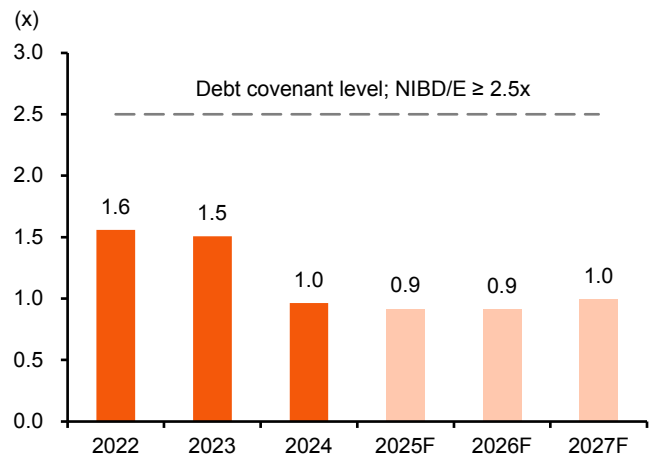
Source: Company data
Note: * Thailand portfolio excluding budget segment (HOP INN)

Ex 11: EBITDA And Capex



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Net Interest-Bearing Debt



Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield—	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Accor SA	AC FP	France	(10.7)	16.6	21.3	18.3	2.5	2.6	12.2	11.3	2.9	3.2
Indian Hotels	IH IN	India	(11.3)	20.7	61.1	50.6	9.4	8.1	37.4	31.5	0.3	0.4
Resorttrust	4681 JP	Japan	(7.5)	10.6	22.2	20.0	2.9	2.7	11.4	10.4	1.5	1.7
Hotel Shilla	008770 KS	S. Korea	na	na	na	20.1	1.5	1.4	18.4	11.3	0.4	0.5
Minor Hotels Europe & Americas	NHH SM	Spain	(18.7)	(19.0)	na	na	na	na	na	na	na	na
Hongkong & Shanghai	45 HK	Hong Kong	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Shangri-La Asia	69 HK	Hong Kong	(20.7)	13.9	129.2	113.4	5.6	5.6	15.7	14.9	0.5	0.5
InterContinental Hotels	IHG US	US	34.2	13.3	26.3	23.2	na	na	18.2	17.0	1.5	1.6
Marriott International	MAR US	US	20.5	12.6	30.9	27.4	na	na	18.4	17.3	0.8	0.9
Hilton Worldwide Holdings	HLT US	US	30.1	13.3	35.4	31.3	na	na	20.8	19.3	0.2	0.2
Asset World Corp	AWC TB	Thailand	(67.2)	73.3	35.0	20.2	0.7	0.7	23.6	19.9	2.4	3.8
Central Plaza Hotel *	CENTEL TB	Thailand	(10.5)	15.8	26.3	22.7	2.0	1.9	11.8	11.6	1.7	2.0
Erawan Group *	ERW TB	Thailand	(15.1)	17.0	14.0	12.0	1.2	1.1	8.1	7.7	2.5	2.9
Minor International *	MINT TB	Thailand	11.4	16.3	18.4	15.9	1.5	1.5	5.8	5.6	3.1	3.6
Average			(5.5)	17.0	38.2	31.3	3.0	2.8	16.8	14.8	1.5	1.8

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: * Thanachart estimates, using normalized EPS
Based on 6 January 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดีเอราวิ้นกรุ๊ป จำกัด (มหาชน) (ERW) ก่อตั้งเมื่อวันที่ 29 ธ.ค.1982 ERW ธุรกิจหลักของบริษัท คือการลงทุนและพัฒนาโรงแรมในหลากหลายพื้นที่และหลากหลายกลุ่ม (ระดับ 5 ดาว, ระดับกลาง, ระดับประหยัด และระดับราคาย่อมเยา) ทั่วประเทศไทย ERW กำลังลงทุนในกลุ่มโรงแรมราคาประหยัดในประเทศฟิลิปปินส์และญี่ปุ่น ขณะที่ ณ สิ้น 3Q25 ERW เป็นเจ้าของโรงแรมและพื้นที่ให้เช่าร้านค้าจำนวน 101 แห่ง

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

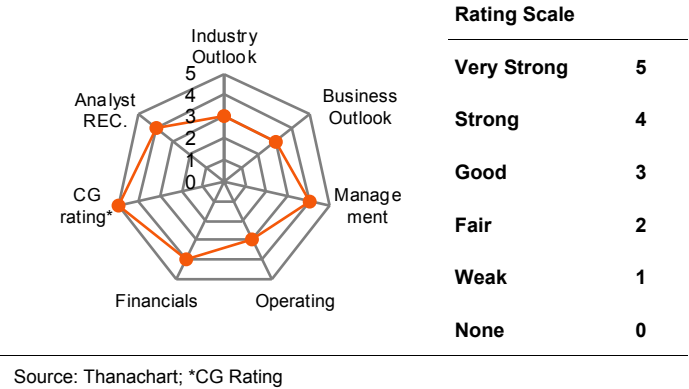
S — Strength

- มีชื่อเสียงเป็นที่รู้จัก ด้วยมีกลุ่มเครือข่ายโรงแรมที่แข็งแกร่ง เช่น Hyatt, Marriott, Novotel, Holiday Inn และ Mercure ซึ่งเป็นพันธมิตรทางธุรกิจในประเทศไทยของ ERW
- มีสินทรัพย์อยู่ในทำเลที่เป็นแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยว

O — Opportunity

- เน้นกลุ่มที่มีการเติบโตสูง; โรงแรมขนาดกลาง โรงแรมราคาประหยัด และระดับราคาย่อมเยา
- โอกาสในการขยายตัวในอาเซียน

COMPANY RATING



W — Weakness

- โรงแรมยังกระจุกตัวในกรุงเทพฯ ประเทศไทย
- อุปทานโรงแรมหรูลดตลาดในประเทศไทย

T — Threat

- การแข่งขันที่รุนแรงระหว่างผู้ประกอบการโรงแรม
- การเมือง ภัยธรรมชาติ และการระบาดของโรค

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.22	3.00	-7%
Net profit 25F (Bt m)	801	794	-1%
Net profit 26F (Bt m)	886	930	5%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 3	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อเส้นทางการเติบโตในระยะยาวของ ERW

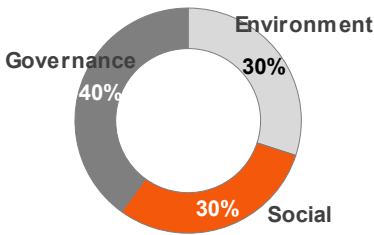
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- สถานการณ์ทางการเมืองของประเทศไทย และข้อพิพาทชายแดนไทย-กัมพูชา เป็นความเสี่ยงหลักของประมาณการของเรา
- การฟื้นตัวของความต้องการของนักท่องเที่ยวไทยและต่างชาติที่ช้ากว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การแข่งขันที่สูงขึ้นของการท่องเที่ยวในไทยและทั่วโลกจะส่งผลกระทบต่อประมาณการของเรา
- หากต้นทุนดำเนินงานเพิ่มขึ้นมากกว่าคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

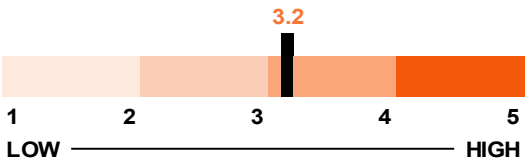
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
ERW	YES	-	-	-	-	65.33	30.00	-	5.0

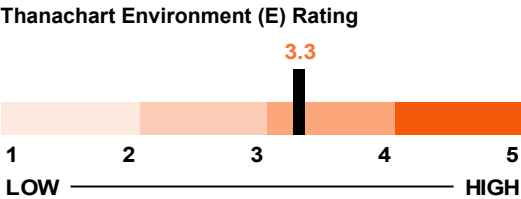
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

ESG Summary

- ERW เป็นผู้ประกอบธุรกิจโรงแรมในประเทศไทย โดยมีแบรนด์ในเครือ เช่น Hyatt, Marriott, Holiday Inn, Mercure, Novotel และ Ibis รวมถึงมีแบรนด์ที่บริษัทเป็นเจ้าของเองคือ "HOP INN" ในกลุ่มโรงแรมราคาประหยัด คะแนน ESG ของ ERW อยู่ที่ 3.2 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ดี แต่ยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมเล็กน้อยที่ 3.4 โดยเราให้คะแนนสูงสุดในด้านสังคม (S) รองลงมาคือ สิ่งแวดล้อม (E) และ ทรัพยากรบุคคล (G)
- ERW มีคะแนน ESG อยู่ในระดับที่ดี แต่ในมุมมองของเรา ยังไม่ใช้หุ้นเด่นด้าน ESG โดยบริษัทดำเนินธุรกิจในลักษณะปกติ และยังไม่มีการลงทุนซึ่งเชื่อมโยงกับธีม ESG ที่แข็งแกร่ง
- ERW มีความโดดเด่นด้านมิติทางสังคม (Social) ซึ่งเป็นปัจจัยที่แข็งแกร่งที่สุดในบรรดา ESG ทั้งสามด้าน โดยบริษัทมีแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนที่ดี ให้ความสำคัญกับสวัสดิภาพและการฝึกอบรมพนักงาน มีการจ้างงานอย่างครอบคลุม และมีมาตรฐานที่เข้มแข็งด้านสิทธิและการคุ้มครองข้อมูลของลูกค้า ซึ่งทั้งหมดนี้ช่วยสนับสนุนเสถียรภาพในการดำเนินงานและความน่าเชื่อถือของแบรนด์
- เรามองว่ามิติด้านธรรมาภิบาล (Governance) เป็นจุดอ่อนที่สุดเมื่อเทียบกับอีกสองด้าน โดยในมุมมองของเรา โครงสร้างคณะกรรมการยังไม่แข็งแกร่ง และมีความเสี่ยงต่อความยั่งยืนของธุรกิจจากการต่ออายุสัญญาเช่าโรงแรม แกรนด์ ไฮแอท เอราวัณ (GHE) ซึ่งเป็นแหล่งรายได้สำคัญของบริษัท (คิดเป็นประมาณ 15-20% ของรายได้รวมในปี 2024)
- ERW กำลังดำเนินการทางกฎหมายเพื่อเร่งการต่ออายุสัญญาเช่าหลัก (master lease) ของโรงแรม GHE ซึ่งมีความล่าช้ามาตั้งแต่ปี 2015 และที่ผ่านมาได้รับการต่ออายุในลักษณะสัญญาระยะสั้น อย่างไรก็ตาม การดำเนินงานยังไม่ได้รับผลกระทบ โดยบริษัทได้ขยายสัญญาเช่าออกไปจนถึงช่วงต้นเดือนกรกฎาคม 2026 ประเด็นนี้ถือเป็นปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม เนื่องจากหากการต่ออายุสัญญาประสบความสำเร็จ จะช่วยเสริมความมั่นคงทางธุรกิจของ ERW และอาจส่งผลให้คะแนน ESG ของบริษัทปรับดีขึ้น รวมถึงทำหน้าที่เป็นปัจจัยบวกต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนและราคาหุ้น



We assign ERW a decent Environmental (E) score of 3.3, though it is below the peer average. While the company has set medium- and long-term climate and resource-efficiency targets, its environmental plans remain less defined than peers, with execution expected to be gradual.

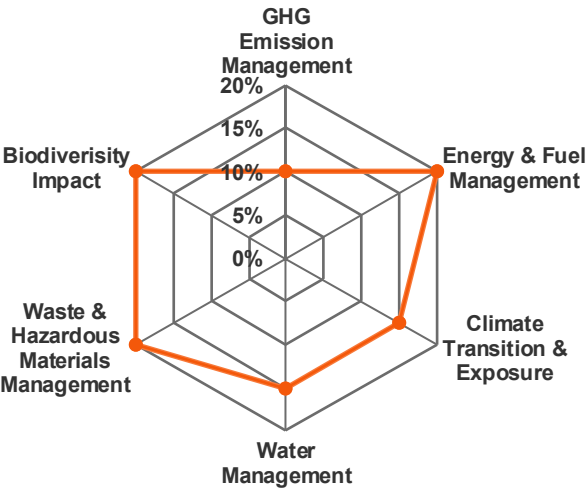


ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Energy & Fuel Management
- Climate Transition & Exposure
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management
- Biodiversity Impact

SCALE WEIGHTING

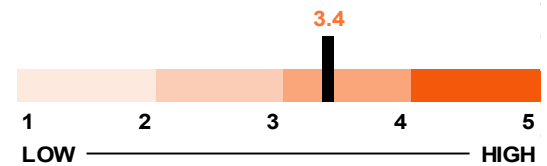


- We assign an Environmental (E) score for ERW of 3.3, which is decent but below its peer average of 3.5, due to its less defined plans for managing environmental issues compared to its peers.
- ERW focuses on reducing its environmental impact and aligning its operations with Thailand’s net-zero target by 2065. The company aims to achieve carbon neutrality by 2030 and plans to cut Scope 1 and Scope 2 emissions by 10% by 2035 and 20% by 2045, using 2023 as its base year. Key actions include expanding solar rooftop installations, upgrading equipment to save energy, and adopting low-carbon designs and materials in new hotels and renovations. ERW also regularly tracks and reports its Scope 1 and 2 emissions. We believe its clear medium- and long-term targets, together with measurable actions, providing good visibility for ERW’s climate transition path and helping mitigate long-term regulatory and cost risks.
- For energy use, ERW targets a 10% increase in electricity from renewable sources by 2027. The company continues to roll out solar panels, improve cooling and lighting systems, and replace older equipment with more energy-efficient alternatives to lower energy consumption over time. Greater use of renewables and energy-efficient systems should help contain energy costs, while also lowering the company’s carbon footprint.
- For water management, ERW aims to reduce water withdrawal by 5% by 2027. Efforts focus on using water more efficiently in daily operations, improving wastewater treatment, and reusing treated water for landscaping at selected hotels.
- ERW applies circular economy principles by focusing on waste reduction, reuse, and recycling. While no quantitative waste reduction target has been set, the company prioritizes food waste reduction through better inventory and portion management, waste segregation, and partnerships such as the “Fry Not Waste” project, which converts used cooking oil into Sustainable Aviation Fuel (SAF), helping to lower waste volumes and carbon emissions.
- ERW operates in line with international environmental standards such as ISO 14001 and ISO 50001, and has reported no environmental legal violations in recent years. The company also supports environmental projects such as tree planting and green space development, contributing to carbon absorption and greater environmental awareness in local communities. Strong compliance and a clean environmental track record help reduce regulatory risk and reinforce ERW’s sustainability credentials with stakeholders, in our view.

Sources: Thanachart, Company data

We assign ERW a Social (S) score of 3.4, the strongest pillar in its ESG profile. The score reflects solid human rights practices, employee development, and robust standards in customer protection and community engagement, supporting operational stability and long-term growth.

Thanachart Social (S) Rating



SOCIAL

Our Comments

- Human Rights & Community Relations
- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Product Quality & Safety
- Operational Risk Management
- Health, Safety & Well-being
- Diversity & Inclusion
- Recruitment, Development & Retention

SCALE WEIGHTING

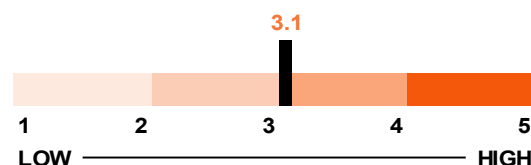


- We assign a decent Social (S) score of 3.4 to ERW, which is higher than its Environmental (E) and Governance (G) scores.
- ERW operates under a Human Rights Policy aligned with international standards and applies Human Rights Due Diligence across its operations and supply chain. The company targets zero human rights violations and zero labor disputes and has reported no significant incidents in recent years. In our view, a clear policy framework and a clean track record help reduce reputational and operational risks, which is particularly important for its labor-intensive hotel business.
- ERW focuses on employee well-being, fair compensation, and skills development. The company aims to increase average training hours from 60 hours per employee per year in 2023 to 80 hours by 2030, while maintaining a zero-workplace accident target. We believe that continued investment in training and safety should support service quality and staff retention, especially amid tight labor conditions in the hospitality sector.
- ERW promotes equal opportunities across gender, age, and backgrounds, with solid female representation across operational, management, and executive levels. ERW also supports the employment of people with disabilities and inclusive hiring practices. We see these practices enhancing workforce stability and aligning well with global ESG expectations, particularly for international hotel brands and partners.
- ERW emphasizes customer safety, fair treatment, accessibility, and personal data protection. The company targets zero customer rights violations and zero data breach incidents, and has not reported any major issues to date. We believe that maintaining high standards in customer rights and data protection is essential to preserving brand trust and long-term customer loyalty.
- ERW supports local employment, partners with local suppliers, and participates in community programs such as the HOP INN capacity-building initiative, Ban Laem Happy Home, and Happy Stay programs. We believe these efforts foster sustainable tourism, share economic benefits, and strengthen community relationships that help secure its social license to operate and underpin long-term growth.
- The company requires suppliers and business partners to comply with its Business Partner Code of Conduct, covering labor rights and ethical practices, and targets zero social or human rights violations involving partners. We view supply chain oversight as reducing ESG risks and supporting consistent service and brand standards across the group.

Sources: Thanachart, Company data

We assign ERW a Governance (G) score of 3.1, as governance is the weakest pillar of the company's ESG profile. The below-average score reflects weaknesses in board independence and business risk oversight.

Thanachart Governance (G) Rating



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure:
- Audit committee:
- Remuneration:
- Ethics & Compliance:
- Risk Committee:

SCALE WEIGHTING



- We view Governance (G) as the weakest pillar in ERW's ESG profile and assign a below-average score of 3.1, reflecting weaknesses in board independence and business risk oversight.
- We assign a lower score to ERW's business sustainability than to peers due to uncertainty surrounding the renewal of the master lease for the Grand Hyatt Erawan (GHE), which contributes around 15% of ERW's total revenue. ERW has operated GHE since 1987 under an initial 30-year lease with a 20-year renewal option. The renewal process, ongoing since 2015, has been delayed by government agencies, resulting in repeated annual short-term lease extensions. ERW is therefore pursuing legal action to expedite the renewal of the master lease, with the aim of safeguarding shareholder interests and enhancing investor confidence.
- ERW has a dedicated working team responsible for initiating and evaluating technology and innovation projects. Measures such as contactless check-in and check-out, mobile keys replacing physical key cards, and wider adoption of e-payment systems are expected to improve operational efficiency and customer experience. We believe continued investment in technology supports operational resilience, cost efficiency, and service quality, which are increasingly important in the competitive hospitality sector.
- We assign a low score to ERW's board structure, as the board composition falls short of global best-practice standards. The chairman is not independent, and only four of the 12 directors are independent, below the commonly preferred two-thirds independence threshold. The board includes four female directors, providing some degree of gender diversity.
- On a positive note, ERW has established all key board committees, including Audit, Remuneration, and Risk Management Committees. The company places strong emphasis on risk management to support stable operations and long-term sustainable growth. This comprehensive committee structure and clear focus on risk management help mitigate operational and financial risks, partially offsetting concerns over board independence.
- ERW has sound ethics and compliance practices, supported by clear policies, whistleblowing channels, and human rights due diligence across its operations and supply chain. The company has not reported any major legal, ethical, or human rights violations, suggesting that internal controls are generally effective.

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

Falling Chinese tourist numbers hit 2025F earnings

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	6,986	7,872	7,799	8,245	8,857
Cost of sales	3,035	3,276	3,275	3,446	3,689
Gross profit	3,952	4,596	4,525	4,799	5,168
% gross margin	56.6%	58.4%	58.0%	58.2%	58.4%
Selling & administration expenses	2,720	2,992	3,044	3,210	3,386
Operating profit	1,232	1,604	1,481	1,589	1,782
% operating margin	17.6%	20.4%	19.0%	19.3%	20.1%
Depreciation & amortization	901	995	1,027	1,112	1,157
EBITDA	2,133	2,599	2,508	2,701	2,940
% EBITDA margin	30.5%	33.0%	32.2%	32.8%	33.2%
Non-operating income	60	52	31	29	30
Non-operating expenses	23	0	1	0	0
Interest expense	(589)	(703)	(628)	(559)	(557)
Pre-tax profit	726	954	885	1,059	1,255
Income tax	(17)	9	48	85	201
After-tax profit	742	946	837	974	1,055
% net margin	10.6%	12.0%	10.7%	11.8%	11.9%
Shares in affiliates' Earnings	36	3	0	0	0
Minority interests	(17)	(32)	(43)	(45)	(48)
Extraordinary items	(19)	364	0	0	0
NET PROFIT	743	1,281	794	930	1,006
Normalized profit	762	917	794	930	1,006
EPS (Bt)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

BALANCE SHEET

Planning to open more hotels through 2027

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	1,885	2,180	1,797	1,829	1,867
Cash & cash equivalent	1,217	1,612	1,200	1,200	1,200
Account receivables	170	222	235	248	267
Inventories	49	43	45	47	51
Others	450	302	317	333	349
Investments & loans	83	0	0	0	0
Net fixed assets	16,185	18,900	20,173	21,461	23,804
Other assets	5,521	5,166	5,238	5,311	5,385
Total assets	23,675	26,246	27,209	28,601	31,056
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,058	2,981	2,483	2,609	2,833
Account payables	227	266	269	283	303
Bank overdraft & ST loans	820	685	517	545	623
Current LT debt	932	1,067	491	518	592
Others current liabilities	1,079	963	1,205	1,264	1,314
Total LT debt	9,067	8,999	9,333	9,834	11,251
Others LT liabilities	5,180	4,775	5,423	5,516	5,614
Total liabilities	17,305	16,754	17,239	17,959	19,698
Minority interest	40	780	823	867	916
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	4,532	4,887	4,887	4,887	4,887
Share premium	910	1,621	1,621	1,621	1,621
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,718	2,092	2,092	2,092	2,092
Retained earnings	(830)	112	547	1,175	1,843
Shareholders' equity	6,330	8,712	9,147	9,775	10,443
Liabilities & equity	23,675	26,246	27,209	28,601	31,056

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT*Strong cash flow from operations*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	726	954	885	1,059	1,255
Tax paid	27	20	(62)	(76)	(202)
Depreciation & amortization	901	995	1,027	1,112	1,157
Chg In working capital	(23)	(7)	(12)	(2)	(2)
Chg In other CA & CL / minorities	203	714	241	(8)	(27)
Cash flow from operations	1,833	2,675	2,080	2,085	2,182
Capex	(2,270)	(3,709)	(2,300)	(2,400)	(3,500)
Right of use	(741)	481	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(21)	83	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	624	(168)	627	112	136
Cash flow from investments	(2,408)	(3,313)	(1,723)	(2,338)	(3,414)
Debt financing	372	(69)	(410)	555	1,571
Capital increase	0	1,066	(0)	0	0
Dividends paid	0	(317)	(359)	(302)	(339)
Warrants & other surplus	(112)	353	0	0	0
Cash flow from financing	260	1,033	(768)	253	1,232
Free cash flow	(437)	(1,034)	(220)	(315)	(1,318)

VALUATION*Inexpensive valuation, in our view*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	14.0	11.9	14.0	12.0	11.1
Normalized PE - at target price (x)	18.4	15.7	18.5	15.8	14.6
PE (x)	14.3	8.5	14.0	12.0	11.1
PE - at target price (x)	18.9	11.2	18.5	15.8	14.6
EV/EBITDA (x)	9.5	7.7	8.1	7.7	7.6
EV/EBITDA - at target price (x)	11.1	9.0	9.5	9.0	8.8
P/BV (x)	1.7	1.3	1.2	1.1	1.1
P/BV - at target price (x)	2.2	1.7	1.6	1.5	1.4
P/CFO (x)	5.8	4.1	5.4	5.3	5.1
Price/sales (x)	1.6	1.4	1.4	1.4	1.3
Dividend yield (%)	3.0	3.9	2.5	2.9	3.2
FCF Yield (%)	(4.1)	(9.5)	(2.0)	(2.8)	(11.8)
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
EPS	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
BV/share	1.4	1.8	1.9	2.0	2.1
CFO/share	0.4	0.6	0.4	0.4	0.4
FCF/share	(0.1)	(0.2)	(0.0)	(0.1)	(0.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

We foresee a low risk of financial stress

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	50.9	12.7	(0.9)	5.7	7.4
Net profit (%)	na	72.5	(38.0)	17.0	8.3
EPS (%)	na	68.2	(39.2)	17.0	8.3
Normalized profit (%)	na	20.4	(13.4)	17.0	8.3
Normalized EPS (%)	na	17.4	(15.1)	17.0	8.3
Dividend payout ratio (%)	42.7	34.3	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	56.6	58.4	58.0	58.2	58.4
Operating margin (%)	17.6	20.4	19.0	19.3	20.1
EBITDA margin (%)	30.5	33.0	32.2	32.8	33.2
Net margin (%)	10.6	12.0	10.7	11.8	11.9
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.1	1.0	1.0	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.0	0.9	0.9	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	2.3	2.4	2.8	3.2
Interest coverage - EBITDA (x)	3.6	3.7	4.0	4.8	5.3
ROA - using norm profit (%)	3.4	3.7	3.0	3.3	3.4
ROE - using norm profit (%)	12.7	12.2	8.9	9.8	10.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.3	12.6	9.4	10.3	10.4
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	18.8	21.0	19.4	19.6	20.5
- leverage (x)	3.8	3.3	3.0	2.9	3.0
- interest burden (%)	55.2	57.6	58.5	65.4	69.3
- tax burden (%)	102.3	99.1	94.6	92.0	84.0
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	8.6	10.0	7.8	8.0	7.7
NOPAT (Bt m)	1,260	1,590	1,401	1,462	1,497
invested capital (Bt m)	15,932	17,850	18,288	19,471	21,709

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.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

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 "หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวิสรา สุวรรณอำไพ rawisara.suw@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

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

Thanachart Securities Pcl.

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