BUY

Initiation

TP: Bt 6.00

Upside : 39.6%

4 MARCH 2026

Small Cap Research

WHA Utilities & Power (WHAUP TB)

อยู่ในกระแสลงทุนแต่ยังราคาถูก

NUTTAPOP PRASITSUKSANT
662-779-9119
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

เราเริ่มทำบทวิเคราะห์ WHAUP ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมองว่า WHAUP เป็นบริษัทที่มีคุณภาพสำหรับการลงทุนเพื่อรับประโยชน์จาก FDI, ดาต้าเซ็นเตอร์ และความยั่งยืน แต่มูลค่าพื้นฐานยังถูกที่ PE 10 เท่า เทียบกับ EPS เติบโต 29/10% และอัตราผลตอบแทนปันผล 6% ในปี 2026–27F

เริ่มบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ"

เราเริ่มทำวิเคราะห์บมจ. ดับบลิวเอชเอยูทิลิตี้ส์ แอนด์พาวเวอร์ (WHAUP) ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" โดยมองว่าเป็นหุ้นที่อยู่ในกลุ่มที่เป็นกระแสการลงทุน คือ FDI, ดาต้าเซ็นเตอร์, ความยั่งยืน, และมีปันผลมั่นคง แต่ราคาหุ้นยังต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐานมาก เราชอบ WHAUP เนื่องจาก 1) เรามองธุรกิจการให้บริการสาธารณูปโภค (ไฟฟ้า น้ำ และบริการอื่นๆ) ที่อยู่ภายในนิคมฯ ของ WHA จะได้อานิสงส์จากแนวโน้ม FDI ที่ยังไหลเข้าแข็งแกร่ง และการเร่งพัฒนาดาต้าเซ็นเตอร์ในไทย 2) ธุรกิจสาธารณูปโภคดังกล่าวมีความยั่งยืนสูง โดยมีจำนวนลูกค้าในนิคมฯที่เพิ่มขึ้นหนุนการเติบโตกำไรและกระแสเงินสดในระยะยาว อีกทั้ง 46% ของกำลังการผลิตไฟฟ้าในปัจจุบันของ WHAUP ยังมาจากพลังงานทดแทนซึ่งสอดคล้องกับเทรนด์พลังงานสะอาด 3) มูลค่าพื้นฐานยังน่าสนใจที่ PE 10 เท่าเทียบกับ EPS ที่เราคาดเติบโต 29/10% ในปี 2026–27F และอัตราผลตอบแทนปันผล 6% ราคาเป้าหมายของเรา (อิงวิธี SOTP บนปีฐาน 2026F) อยู่ที่ 6.0 บาท/หุ้น

ธุรกิจไฟฟ้าเติบโตต่อเนื่อง

ธุรกิจการผลิตไฟฟ้าซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในรูปแบบการร่วมทุนคิดเป็นราว 80% ของกำไรการดำเนินงาน (EBIT รวมส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม) ของ WHAUP ซึ่งปัจจุบันมีกำลังการผลิตไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้น 1.0GW โดย 0.7GW เริ่มดำเนินงานแล้ว ส่วนอีก 0.3GW อยู่ระหว่างการพัฒนาซึ่งมีโรงไฟฟ้า IPP รวม 286MW และ SPP อีก 261MW ที่ดำเนินงานแล้ว สร้างกระแสเงินสดที่มั่นคง และมีการขยายโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์เพื่อรองรับความต้องการพลังงานสะอาดที่สูงขึ้นหนุนการเติบโตกำไร เราคาดโครงการโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ที่อยู่ระหว่างพัฒนารวม 312MW จะเริ่มดำเนินงานได้ครบถ้วนภายในปี 2030F

ความต้องการใช้น้ำภาคอุตสาหกรรมเร่งตัว

เรามองว่าธุรกิจการให้บริการน้ำของ WHAUP เติบโตตามจำนวนโรงงานในนิคมฯ ของ WHA ที่เพิ่มขึ้น โดยคาดปริมาณการขายน้ำสูงขึ้นเฉลี่ยปีละ 10% ในปี 2026–28F หนุนโดยการใช้น้ำปริมาณมากจากโครงการดาต้าเซ็นเตอร์ขนาดใหญ่ 2 แห่ง และการย้ายฐานการผลิตอุตสาหกรรมขั้นสูงจากจีนอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ WHAUP มีการเก็บค่ากำลังการผลิตส่วนเกินล่วงหน้าจากลูกค้าที่ใช้น้ำปริมาณมาก (รวมถึงดาต้าเซ็นเตอร์ขนาดใหญ่) เพื่อปกป้องการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานที่เตรียมให้เฉพาะ เราคาดรายได้ส่วนนี้ที่ 500/500/400 ลบ. ในปี 2026–28F หนุนการเติบโตกำไรระยะสั้นก่อนกลายเป็นรายได้การให้บริการที่สม่ำเสมอ เมื่อโครงการดาต้าเซ็นเตอร์เริ่มดำเนินงานในปี 2027–30F เรายังเห็นโอกาสการขยายธุรกิจน้ำในเวียดนาม เพื่อรองรับการใช้น้ำที่เพิ่มขึ้นตามการขยายนิคมฯ ของ WHA

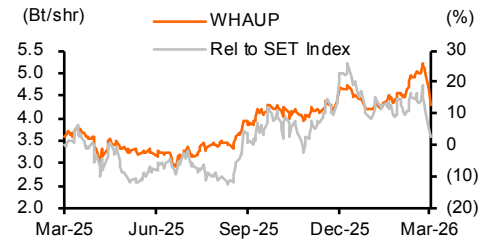
มูลค่ายังต่ำกว่าพื้นฐาน

เรามองว่า WHAUP เป็นหุ้นที่ถูกมองข้ามและยังมีมูลค่าพื้นฐานน่าสนใจ แม้มีความเกี่ยวโยงกับแนวโน้ม FDI และการเติบโตของดาต้าเซ็นเตอร์ ที่ PE เพียง 10 เท่าบนปี 2026F และผลตอบแทนปันผล 6% ด้วยการวางกลยุทธ์ที่สอดคล้องกับบริษัทแม่ และสถานะทางการเงินแข็งแกร่งที่อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิ 1.1 เท่า บนปี 2025 ทำให้เราเชื่อว่า WHAUP จะได้ประโยชน์จากความต้องการน้ำและไฟฟ้าที่สูงขึ้น จากการย้ายฐานเข้ามาในไทยของกลุ่ม hyperscalers โรงงานการผลิตจากจีนอย่างต่อเนื่อง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	3,194	3,547	4,070	4,458
Net profit	1,016	1,574	1,734	1,777
Consensus NP	—	1,499	1,649	1,969
Diff frm cons (%)	—	*5.0*	*5.2*	*(9.8)*
Norm profit	1,221	1,574	1,734	1,777
Prev. Norm profit	—	—	—	—
Chg frm prev (%)	—	—	—	—
Norm EPS (Bt)	0.3	0.4	0.5	0.5
Norm EPS grw (%)	119.9	28.9	10.2	2.4
Norm PE (x)	13.5	10.4	9.5	9.3
EV/EBITDA (x)	21.4	19.7	17.5	16.6
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.0
Div yield (%)	5.9	5.9	5.9	5.9
ROE (%)	9.0	11.4	12.0	11.6
Net D/E (%)	112.5	131.0	134.9	135.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 4-Mar-26 (Bt)	4.30
Market Cap (US$ m)	523.1
Listed Shares (m shares)	3,825.0
Free Float (%)	25.6
Avg Daily Turnover (US$ m)	0.9
12M Price H/L (Bt)	5.20/2.90
Sector	Utilities
Major Shareholder	Wha Industrial Dev. 70.45%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

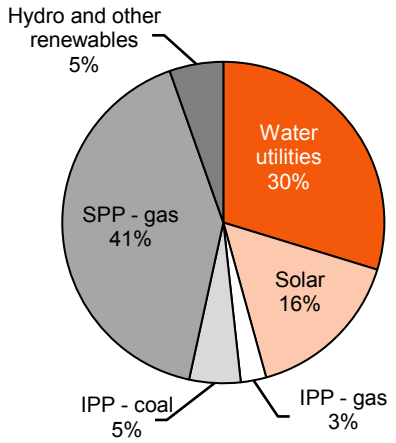
ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Thanachart Securities

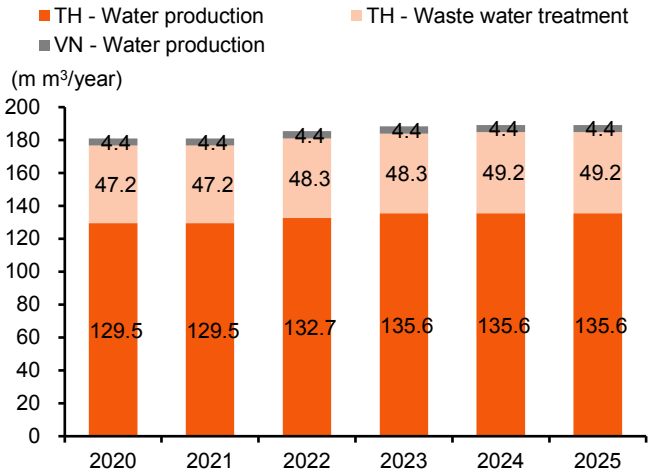
Ex 1: WHAUP's Operating Profit Breakdown (2025)



Sources: Company data, Thanachart estimates

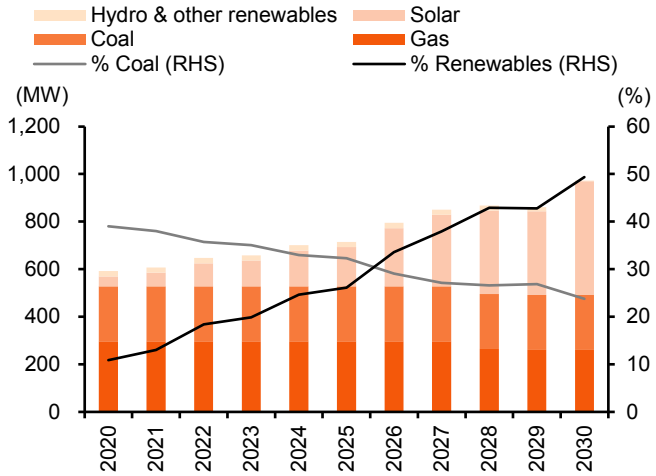
Note: Calculated from reported operating profit plus equity income.

Ex 2: Growing Water Production Capacity



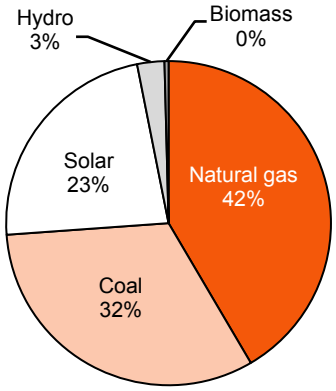
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Renewable-Led Power Capacity Expansion



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Power Generation Capacity Breakdown (2025)



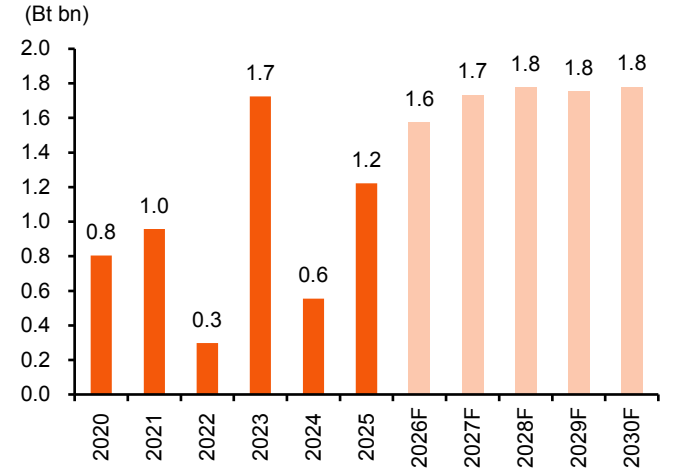
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Major Contracted Power Plants With EGAT Providing Stable Cash Flows

Project	Fuel type	Installed capacity (MW)	% stake	Equity capacity (MW)	Off-taker	Contract expiration
IPP contracts						
Glow IPP	Natural gas	713.0	5.0	35.7	EGAT	Jan-28
Houy Ho	Hydro	660.0	35.0	231.0	EGAT	Sep-29
Gheco-1	Coal	152.0	12.8	19.5	EGAT	Aug-37
Total IPP projects		**1,525.0**		**286.1**		
SPP contracts						
Gulf JP NLL	Natural gas	123.0	25.0	30.8	EGAT / IU	May-38
BCE	Natural gas	130.0	25.0	32.5	EGAT / IU	Nov-41
Gulf VTP	Natural gas	137.0	25.0	34.3	EGAT / IU	May-42
Gulf TS 1	Natural gas	134.0	25.0	33.5	EGAT / IU	Jul-42
Gulf TS 2	Natural gas	134.0	25.0	33.5	EGAT / IU	Sep-42
Gulf TS 3	Natural gas	130.0	25.0	32.5	EGAT / IU	Nov-42
Gulf TS 4	Natural gas	130.0	25.0	32.5	EGAT / IU	Jan-43
Gulf JP NLL 2	Natural gas	127.0	25.0	31.8	EGAT / IU	Jan-44
Total SPP projects		**1,045.0**		**261.3**		

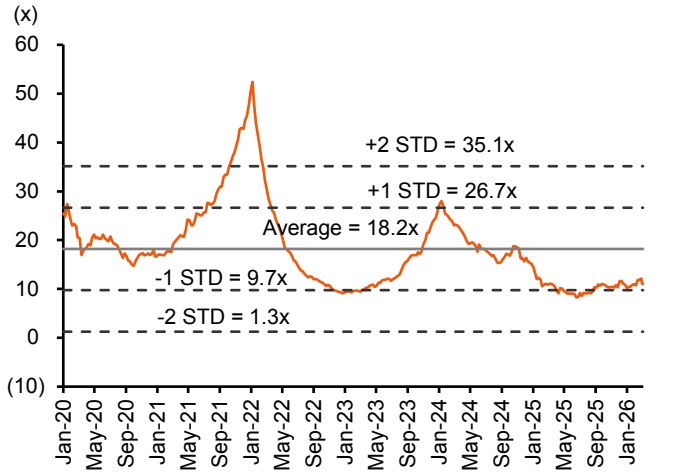
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Strong Near-Term Earnings Growth …



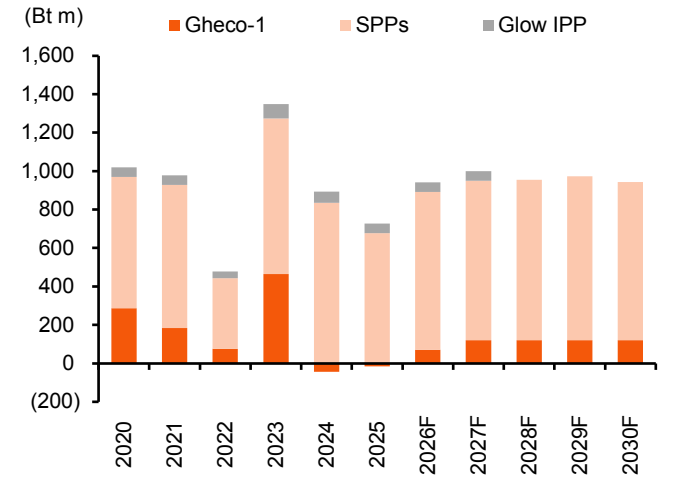
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: … While PE Multiple Remains Attractive



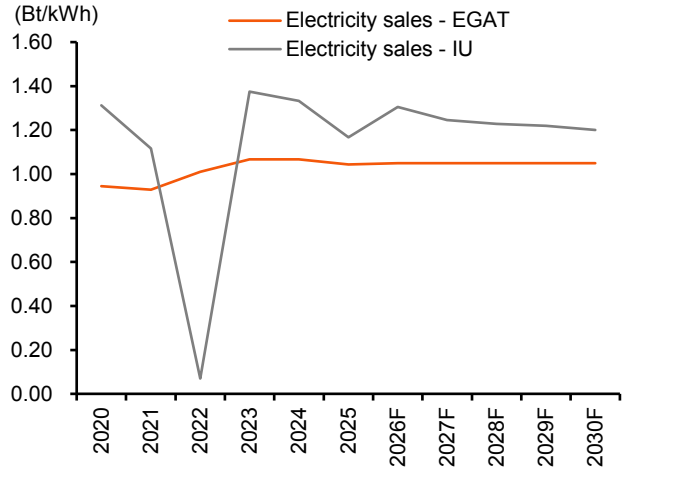
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Recovering Profits From Conventional Projects



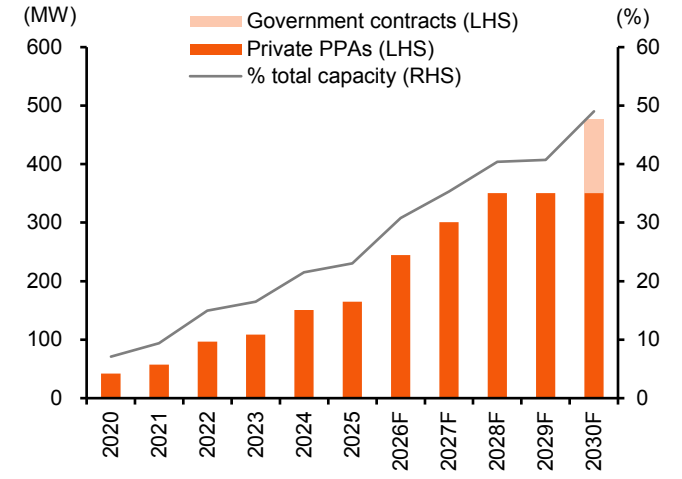
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Stabilizing SPP Spark Spread



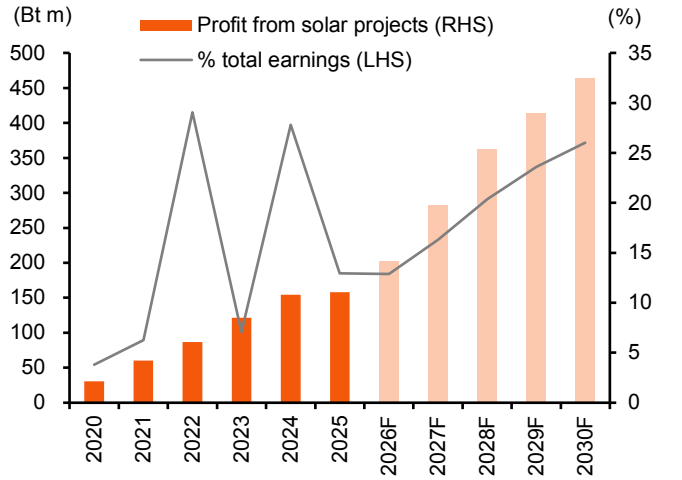
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Accelerating Solar Capacity Expansion



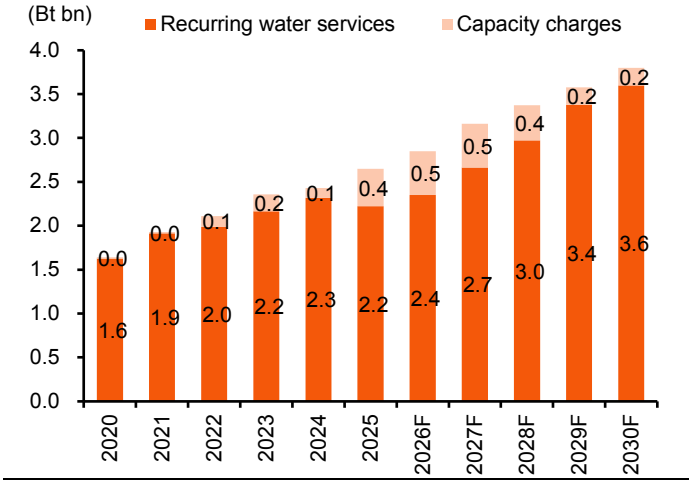
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Profit Contribution From Solar Projects



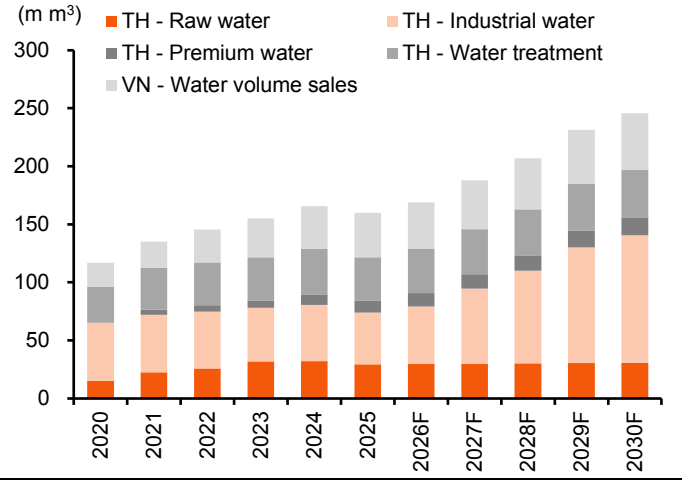
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Excess Charge Drives Near-Term Revenue ...



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: ... Before Turning To Recurring Water Demand



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal value
EBITDA	1,769	2,089	2,264	2,264	2,383	2,839	3,010	3,043	3,069	3,087	3,097	3,105	
Free cash flow	(1,901)	(452)	(101)	1,447	787	(4,658)	2,124	2,158	2,184	2,202	2,211	2,219	34,358
PV of free cash flow	(1,902)	(424)	(89)	1,196	610	(3,388)	1,450	1,381	1,311	1,241	1,169	1,101	21,172

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.1
WACC (%)	6.6
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	26,729
Net debt	15,184
Minority interest	0
Equity value	11,545
# of Shares	3,825
Equity Value / Share	**3.02**

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share (Bt)
Plus value from affiliates				
- Utilities business in Vietnam	DCF	10.0%	901	0.24
- SPP projects in Thailand	DCF	8.2-8.7%	7,799	2.04
- Gheco-1	DCF	15.0%	1,793	0.47
- Glow IPP	DCF	8.0%	89	0.02
- Houay Ho	DCF	8.0%	145	0.04
- Other renewables	DCF	7.8-9.4%	691	0.18
Total				**2.99**
Grand total				**6.00**

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 15: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth 26F (%)	EPS growth 27F (%)	PE 26F (x)	PE 27F (x)	P/BV 26F (x)	P/BV 27F (x)	EV/EBITDA 26F (x)	EV/EBITDA 27F (x)	Div yield 26F (%)	Div yield 27F (%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	22.4	(6.7)	15.3	16.4	1.2	1.2	65.9	na	4.1	4.1
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	6.3	10.0	10.3	9.4	0.8	0.8	10.3	9.4	5.3	6.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	3.5	5.0	6.5	6.2	0.8	0.7	7.1	6.7	6.0	6.3
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	2.4	3.1	16.0	15.5	1.6	1.6	10.1	9.8	4.4	4.4
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	5.9	2.5	19.7	19.2	1.5	1.5	na	na	4.5	4.5
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(7.0)	6.4	7.8	7.3	0.9	0.8	9.0	8.6	6.0	5.8
Tata Power	TPWR IN	India	4.9	22.3	27.0	22.1	3.0	2.7	12.6	10.8	0.7	0.7
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	14.6	5.0	16.7	15.9	1.4	1.4	7.4	7.1	3.7	3.9
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(21.2)	na	13.0	na	na	na	na	na	3.0	na
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(13.4)	2.7	10.3	10.1	1.0	0.9	7.4	6.9	3.0	3.2
Manila Electric	MER PM	Philippines	7.4	8.8	12.7	11.7	3.5	3.1	10.9	9.5	4.6	5.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	17.6	21.3	9.9	8.1	0.6	0.6	19.7	15.8	4.2	4.2
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	13.6	26.7	21.6	17.1	0.9	0.9	10.0	10.4	3.2	4.1
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	34.3	4.0	8.1	7.8	0.7	0.6	12.1	9.9	5.1	5.1
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	(0.5)	2.2	8.1	7.9	0.6	0.6	8.8	8.7	3.9	3.9
Energy Absolute Pcl*	EA TB	Thailand	41.3	(52.2)	4.7	9.9	0.3	0.3	6.1	6.4	0.0	0.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	46.5	(1.5)	6.3	6.4	0.5	0.5	25.4	25.3	5.9	5.9
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	27.0	19.3	15.2	12.7	0.8	0.8	9.7	8.9	3.6	4.7
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	16.4	12.7	24.1	21.4	2.0	1.9	34.7	31.3	2.5	2.8
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	8.2	13.9	10.2	8.9	1.3	1.2	10.1	9.6	4.6	4.6
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	37.8	(12.5)	7.4	8.5	0.6	0.6	23.2	25.2	5.5	5.5
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	28.9	10.2	10.4	9.5	1.2	1.1	19.7	17.5	5.9	5.9
Average			**13.5**	**4.9**	**12.8**	**12.0**	**1.2**	**1.1**	**16.0**	**12.5**	**4.1**	**4.3**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 4 March 2026 closing prices

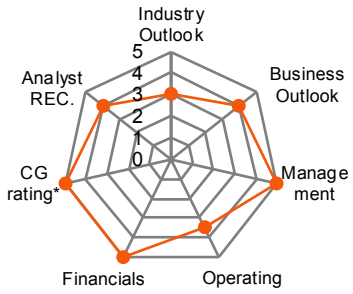
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (WHAUP) เป็นหน่วยธุรกิจลงทุนด้านสาธารณูปโภคของ กลุ่ม WHA บริษัทฯ ให้บริการโซลูชันน้ำสำหรับอุตสาหกรรม พร้อมกับการลงทุนในโครงการไฟฟ้าทั้งแบบ conventional (ดั้งเดิม) และ renewable (พลังงานทดแทน) ภายใต้สัญญา IPP, SPP และ Private PPA ส่วนใหญ่ดำเนินงานในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA โดยในปี 2025 พอร์ตการลงทุนของ WHAUP ประกอบด้วย: กำลังการผลิตน้ำอุตสาหกรรม 136 ล้านลบ.ม. ต่อปี กำลังการผลิตบำบัดน้ำเสีย 49 ล้านลบ.ม. กำลังการผลิตไฟฟ้าแบบดั้งเดิม 528MW โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน 187MW ซึ่งส่วนใหญ่เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; * No CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มีสิทธิพิเศษในการให้บริการสาธารณูปโภคน้ำภายในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA ที่กำลังขยายตัว
- มีบริการแบบครบวงจร ครอบคลุมน้ำอุตสาหกรรม ไฟฟ้าแบบดั้งเดิมที่มั่นคง และไฟฟ้าพลังงานสีเขียวจากพลังงานทดแทน
- มีผลงานการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในการให้บริการน้ำและไฟฟ้าที่สำคัญต่อภารกิจ (mission-critical) ด้วยมาตรฐานความน่าเชื่อถือสูง

W — Weakness

- กำไรส่วนใหญ่ยังคงมาจากธุรกิจไฟฟ้าแบบดั้งเดิมในไทย ซึ่งมีศักยภาพการเติบโตจำกัด และเสี่ยงต่อความเปลี่ยนแปลงด้านนโยบาย
- ประสบการณ์โดยตรงในการพัฒนาและดำเนินงานโรงไฟฟ้าแบบดั้งเดิมขนาดใหญ่ด้วยตัวเองจำกัด

O — Opportunity

- การไหลเข้ามาของ FDI และการขยายตัวของดาต้าเซ็นเตอร์ในประเทศไทยที่เพิ่มขึ้น
- ความต้องการที่เพิ่มขึ้นสำหรับ การบำบัดน้ำขั้นสูง และโซลูชันพลังงานหมุนเวียน ในภาคอุตสาหกรรมต่าง ๆ
- การขยายธุรกิจนอกนิคมอุตสาหกรรมของ WHA และศักยภาพการเติบโตในเวียดนาม

T — Threat

- มีความอ่อนไหวอย่างมากต่อการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบหรือนโยบายในไทยหรือเวียดนามที่อาจกระทบต่อการไหลเข้าของ FDI และการพัฒนาภาคอุตสาหกรรม
- เผชิญกับความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และการค้าโลก ซึ่งอาจทำให้การย้ายฐานการผลิตเข้าสู่หรือออกจากภูมิภาคนี้เปลี่ยนแปลงได้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	5.54	6.00	8%
Net profit 26F (Bt m)	1,499	1,574	5%
Net profit 27F (Bt m)	1,649	1,734	5%
Consensus REC	**BUY: 6**	**HOLD: 1**	**SELL: 0**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2026–27F ของเรา สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด 5% คาดเป็นเพราะเรามีมุมมองบวกที่มากกว่าต่อการเติบโตของปริมาณการขายน้ำในระยะสั้น และการฟื้นตัวของอัตรากำไร SPP ของ WHAUP
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด 8% ซึ่งน่าจะมาจากมุมมองบวกของเราที่มากกว่า ต่อประโยชน์ในระยะยาวจากการไหลเข้าของ FDI และการพัฒนาดาต้าเซ็นเตอร์ในไทยที่มีต่อ WHAUP

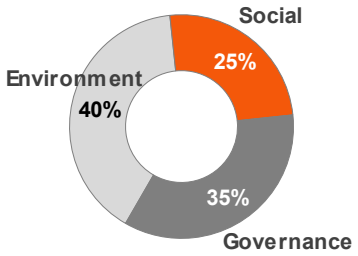
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

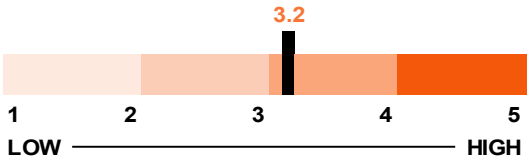
- การเปลี่ยนแปลงราคาเชื้อเพลิงในทิศทางที่ไม่เอื้ออำนวย หรือความไม่สอดคล้องของการปรับราคาไฟฟ้าในไทยต่อแนวโน้มต้นทุนเชื้อเพลิงที่เปลี่ยนแปลง เป็นความเสี่ยงหลักต่อประมาณการกำไรระยะสั้นของเรา เนื่องจากธุรกิจไฟฟ้าเป็นสัดส่วนใหญ่ที่สุดของกำไร WHAUP ปัจจุบัน
- ความต้องการใช้น้ำที่ต่ำกว่าคาดจากภาคอุตสาหกรรม ไม่ว่าจากดาต้าเซ็นเตอร์ หรือโรงงานอุตสาหกรรมอื่น เป็นอีกความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของเรา
- การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบในไทยหรือเวียดนาม ที่ทำให้การลงทุนดาต้าเซ็นเตอร์หรือการย้ายฐานการผลิตอุตสาหกรรมขั้นสูงล่าช้า หรือถูกยับยั้ง ถือเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อสมมติฐานการลงทุนของเรา

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
WHAUP	**YES**	**AAA**	**-**	**3.17**	**0**	**68.12**	**5.0**

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

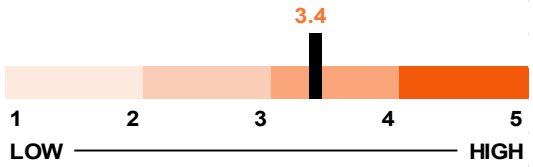
ESG Summary

- บริษัท ดับบลิวเอชเอ ยูทิลิตี้ส์ แอนด์ พาวเวอร์ จำกัด (มหาชน) (WHAUP) เป็นหน่วยธุรกิจด้านสาธารณูปโภคและไฟฟ้าของกลุ่ม WHA ให้บริการน้ำอุตสาหกรรม, การบำบัดน้ำเสีย และการจ่ายไฟฟ้าส่วนใหญ่ภายในนิคมอุตสาหกรรมของ WHA ในไทยและเวียดนาม สำหรับธุรกิจไฟฟ้า WHAUP ใช้รูปแบบบริษัทร่วมทุน (JV) ร่วมลงทุนในโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่ กับผู้พัฒนาในท้องถิ่นชั้นนำ โดยถือหุ้น 5–35% ขณะเดียวกันยังพัฒนาโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ผ่านบริษัทย่อยของตัวเอง ด้วยเหตุนี้ เรามองว่าโมเดลธุรกิจของ WHAUP เชื่อมโยงกับธีม ESG และการลงทุนอย่างยั่งยืน ได้แก่ การหมุนเวียนและฟื้นฟูน้ำ และการผลิตไฟฟ้าพลังงานสีเขียว
- เราให้คะแนน ESG แก่ WHAUP ที่ระดับค่อนข้างดีที่ 3.2 หนุนโดยคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และสังคม (S) ที่ดีที่ 3.4 แต่ถูกลดทอนบางส่วนจากคะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ที่อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8
- เรามองว่าด้านสิ่งแวดล้อม (E) เป็นจุดแข็งสำคัญ WHAUP มีบทบาทในการหมุนเวียนน้ำ (water circularity) และการขยายโครงการพลังงานแสงอาทิตย์ ซึ่งช่วยให้ลูกค้าในนิคมอุตสาหกรรมสามารถใช้น้ำสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero water usage) และลดการปล่อยคาร์บอน แม้ยังมีสินทรัพย์ก๊าซและถ่านหินดั้งเดิมร่วมทุนอยู่บ้าง แต่ WHAUP ยังคงขยายสัดส่วนพลังงานทดแทน และดำเนินมาตรการลดคาร์บอนภายในกิจการของตนเอง
- ด้านสังคม (S) ของ WHAUP มีความแข็งแกร่งเช่นกัน หนุนโดยความน่าเชื่อถือในการดำเนินงานสูง ซึ่งการจ่ายไฟฟ้าและน้ำบำบัดอย่างต่อเนื่องถือเป็นสิ่งสำคัญสำหรับลูกค้า บริษัทยังมีระบบความปลอดภัยที่เป็นโครงสร้าง และมีส่วนร่วมอย่างสร้างสรรค์กับชุมชนรอบข้าง
- คะแนนด้านสังคม (G) ดูจะเพียงพอในแง่ของกลไกการปฏิบัติตามกฎระเบียบและการกำกับดูแล อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดด้านความเป็นอิสระของคณะกรรมการและการถือครองหุ้นที่กระจุกตัวอยู่ในกลุ่ม WHA จำกัดความสามารถของบริษัทในการปฏิบัติตามมาตรฐานแนวปฏิบัติที่ดีที่สุดระดับโลกอย่างเต็มที่ในมุมมองของเรา

Sector: Resources | Energy & Utilities

We assign WHAUP a decent E score of 3.4, supported by its core businesses in water utilities and solar power generation. These are major enablers of net-zero water consumption and carbon reduction for Thailand's industrial sector, offering a good decarbonization roadmap for its own operations.

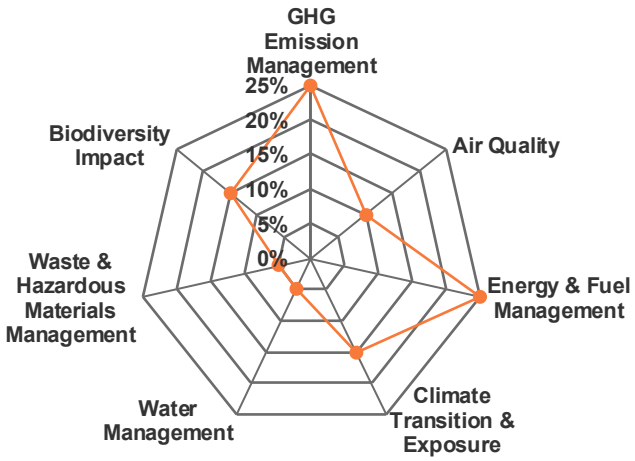
Thanachart Environment (E) Rating



ENVIRONMENT

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

SCALE WEIGHTING



Our Comments

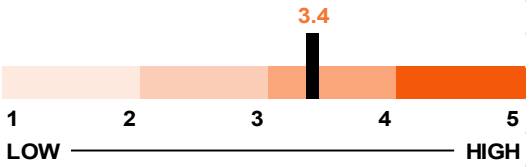
- We assign a decent 3.4 E score for WHAUP to reflect our view that its core water services and expanding green electricity supply are structurally aligned with global climate transition pathways.
- WHAUP's water management solutions business is its core environmental competitive strength. Its wastewater recycling service is an enabler for potential net-negative water consumption for industrial customers, while its use of reclaimed water as a primary input for industrial water supply services supports circular water usage within industrial estates and enhances its owned sustainability profile.
- For the power generation segment, WHAUP is accelerating solar capacity expansion through both private PPAs and public contracts. This renewable growth meaningfully offsets its legacy exposure to eight gas-fired power plants and one coal power project that operate under a joint-venture model.
- The company is also developing its own solar farms and rooftop solar projects to increase the share of renewables in electricity consumption for its internal operations.
- We raise a modest concern about WHAUP's expanding value-added water services, i.e., clarified and demineralized water, which involve intensive chemical usage. We will continue to monitor the company's hazardous waste handling and water treatment performance. That said, we view this as a tail risk, given WHAUP's strong regulatory compliance track record and the strict quality standards required by its customers.
- We believe WHAUP's operations have a limited biodiversity impact, as most assets are located within approved industrial estates that have already undergone environmental impact assessments and regulatory approvals.

Sources: Thanachart, Company data

Sector: Resources | Energy & Utilities

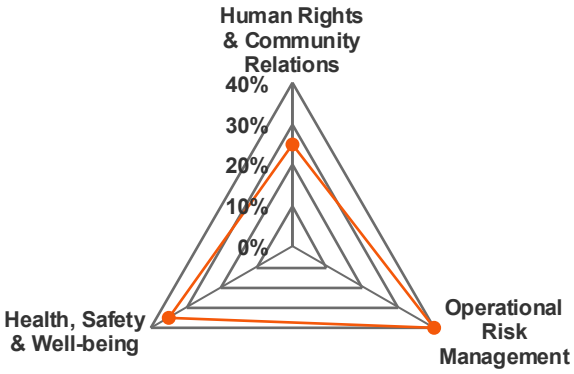
We assign WHAUP a decent 3.4 Social score for its strong track record in delivering reliable water and electricity services, which are critical to the business continuity of its industrial customers. The company also provides support to key stakeholders, including employees and local communities.

Thanachart Social (S) Rating



SOCIAL	Our Comments
– **Human Rights & Community Relations** – **Operational Risk Management** – **Health, Safety & Well-being**	▪ We assign a 3.4 S score to WHAUP, reflecting its highly dependable operations with services that are critical to customers in terms of continuity, reliability, and quality. The company also develops programs that support employee development and community engagement. ▪ As a utilities provider within industrial estates, uninterrupted electricity and treated water supply are critical for tenants' operations. WHAUP's ability to maintain reliability standards and consistent service quality represents its core social responsibility, in our view. ▪ The company operates under well-structured occupational health and safety systems across its power plants and water treatment facilities. Given the technical and operational nature of its businesses, workforce safety management is particularly important to us, and we see WHAUP's framework appears as being established appropriately. ▪ WHAUP engages local communities surrounding its water and power projects to mitigate potential social impacts. The company also supports local stakeholders via contributions to cultural activities, healthcare initiatives, and education programs, promoting shared growth alongside industrial development. ▪ As a result, the company has not reported any serious complaints from nearby communities, which we view as a constructive indicator of its social acceptance and operational legitimacy by locals.

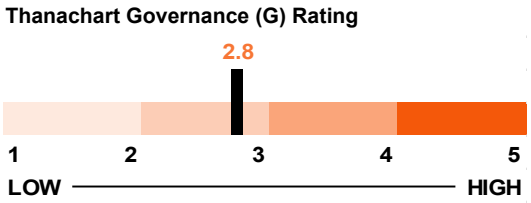
SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

Sector: Resources | Energy & Utilities

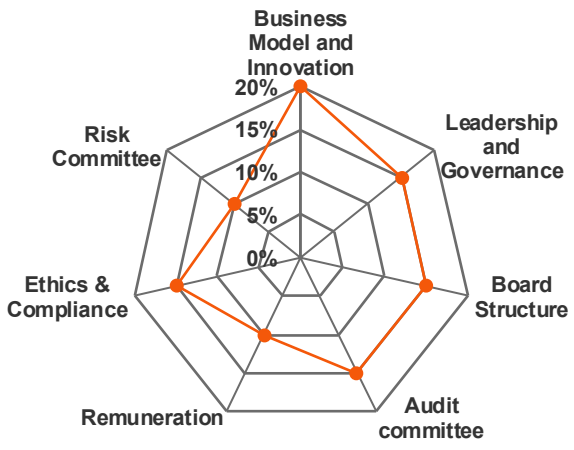
We assign a moderate 2.8 G score to WHAUP, reflecting a relatively weak board composition compared with global best practice standards. However, that is partly offset by the company's strong business sustainability, backed by an alignment of its core businesses with global megatrends, and its disciplined compliance with local regulations.



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY	Our Comments

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

SCALE WEIGHTING



- We assign a G score of 2.8 to WHAUP as we see its board composition remains falling short of global best practices, which is partially offset by the company's well-structured sub-committee groups and its strong business sustainability.
- As a subsidiary within the WHA Group, we believe ownership concentration and high related-party exposures would require extra transparency and clear disclosure to safeguard minority shareholders.
- That said, the composition of WHAUP's board of directors has yet to meet global best practice standards with only four from 10 directors are independent members (vs. the 2/3 ideal ratio), while its board chairwoman is also the founder of its parent entity.
- On the positive side, WHAUP has well-structured sub-committee groups, including audit and risk oversight mechanisms, which provide a degree of balance and procedural discipline despite board composition constraints.
- We are satisfied with WHAUP's capital allocation and risk management discipline, reflected in its gradual expansion of core water utilities and renewable capacity, particularly in Vietnam where regulatory complexity is high. The introduction of mechanisms such as excess water surcharges for large hyperscale data centers demonstrates the company's prudent commercial structuring to protect its investment returns.
- WHAUP has demonstrated a strong operational compliance track record, maintaining constructive relationships with both industrial customers and surrounding communities, despite operating within sensitive industrial segments.
- We are also impressed by WHAUP's proactive strategic business positioning, particularly its alignment with emerging global megatrends in "Water Neutrality" (water recycling and reclamation) and "Carbon Neutrality" (private renewable energy solutions), to grow sustainably by leveraging the strong industrial estate foundation of its group.

Sources: Thanachart, Company data

Excess water capacity charge drives near-term earnings uplift

Healthy balance sheet supporting power and water business growth

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	2,272	3,194	3,547	4,070	4,458
Cost of sales	1,872	1,884	2,015	2,281	2,547
Gross profit	**399**	**1,311**	**1,531**	**1,789**	**1,911**
% gross margin	17.6%	41.0%	43.2%	44.0%	42.9%
Selling & administration expenses	344	410	443	509	557
Operating profit	**55**	**901**	**1,088**	**1,281**	**1,354**
% operating margin	2.4%	28.2%	30.7%	31.5%	30.4%
Depreciation & amortization	508	575	681	808	909
EBITDA	**563**	**1,476**	**1,769**	**2,089**	**2,264**
% EBITDA margin	24.8%	46.2%	49.9%	51.3%	50.8%
Non-operating income	124	107	124	142	156
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(536)	(545)	(600)	(685)	(730)
Pre-tax profit	**(357)**	**463**	**612**	**738**	**780**
Income tax	17	92	122	148	156
After-tax profit	**(373)**	**371**	**490**	**590**	**624**
% net margin	-16.4%	11.6%	13.8%	14.5%	14.0%
Shares in affiliates' Earnings	929	851	1,084	1,144	1,152
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(90)	(205)	0	0	0
NET PROFIT	**465**	**1,016**	**1,574**	**1,734**	**1,777**
Normalized profit	**555**	**1,221**	**1,574**	**1,734**	**1,777**
EPS (Bt)	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5
Normalized EPS (Bt)	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	2,389	2,162	2,576	2,735	2,853
Cash & cash equivalent	1,598	1,201	1,500	1,500	1,500
Account receivables	484	616	729	836	916
Inventories	0	0	0	0	0
Others	307	345	348	399	437
Investments & loans	15,218	14,958	14,958	14,958	14,958
Net fixed assets	8,960	9,861	12,721	14,363	15,754
Other assets	4,680	4,668	5,183	5,949	6,516
Total assets	**31,247**	**31,648**	**35,438**	**38,005**	**40,081**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	3,912	4,600	4,904	5,346	5,669
Account payables	569	581	607	687	768
Bank overdraft & ST loans	100	150	200	216	227
Current LT debt	3,119	3,699	3,953	4,270	4,488
Others current liabilities	123	170	144	173	186
Total LT debt	**12,846**	**12,535**	**15,814**	**17,079**	**17,953**
Others LT liabilities	927	1,021	620	712	779
Total liabilities	**17,685**	**18,156**	**21,337**	**23,136**	**24,401**
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,825	3,825	3,825	3,825	3,825
Share premium	2,558	2,558	2,558	2,558	2,558
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,062	2,942	2,942	2,942	2,942
Retained earnings	**4,117**	**4,168**	**4,776**	**5,544**	**6,355**
Shareholders' equity	13,562	13,492	14,100	14,869	15,679
Liabilities & equity	**31,247**	**31,648**	**35,438**	**38,005**	**40,081**

Sources: Company data, Thanachart estimates

IPP and SPP projects still provide steady cash flows

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	(357)	463	612	738	780
Tax paid	(23)	(53)	(135)	(131)	(156)
Depreciation & amortization	508	575	681	808	909
Chg In working capital	55	(119)	(87)	(28)	0
Chg In other CA & CL / minorities	892	829	1,036	1,105	1,128
Cash flow from operations	**1,075**	**1,696**	**2,107**	**2,493**	**2,662**
Capex	(1,749)	(1,425)	(3,490)	(2,400)	(2,250)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	(10)	(9)	32	0	0
LT loans & investments	(39)	261	0	0	0
Adj for asset revaluation	(158)	(120)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	194	178	(966)	(725)	(550)
Cash flow from investments	**(1,762)**	**(1,116)**	**(4,424)**	**(3,125)**	**(2,800)**
Debt financing	1,301	(11)	3,582	1,597	1,104
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(966)	(966)	(966)	(966)	(966)
Warrants & other surplus	654	(0)	0	0	0
Cash flow from financing	**989**	**(976)**	**2,616**	**632**	**138**
Free cash flow	**(674)**	**270**	**(1,383)**	**93**	**412**

Undemanding 10x 2026F PE with over 5% dividend yields looks attractive

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	29.6	13.5	10.4	9.5	9.3
Normalized PE - at target price (x)	41.4	18.8	14.6	13.2	12.9
PE (x)	35.4	16.2	10.4	9.5	9.3
PE - at target price (x)	49.4	22.6	14.6	13.2	12.9
EV/EBITDA (x)	54.9	21.4	19.7	17.5	16.6
EV/EBITDA - at target price (x)	66.5	25.8	23.4	20.6	19.5
P/BV (x)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0
P/BV - at target price (x)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.5
P/CFO (x)	15.3	9.7	7.8	6.6	6.2
Price/sales (x)	7.2	5.1	4.6	4.0	3.7
Dividend yield (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
FCF Yield (%)	(4.1)	1.6	(8.4)	0.6	2.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5
EPS	0.1	0.3	0.4	0.5	0.5
DPS	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
BV/share	3.5	3.5	3.7	3.9	4.1
CFO/share	0.3	0.4	0.6	0.7	0.7
FCF/share	(0.2)	0.1	(0.4)	0.0	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Increasing mix of value-added water services drives margin expansion

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(18.3)	40.6	11.0	14.8	9.5
Net profit (%)	(71.5)	118.6	54.9	10.2	2.4
EPS (%)	(71.5)	118.6	54.9	10.2	2.4
Normalized profit (%)	(67.8)	119.9	28.9	10.2	2.4
Normalized EPS (%)	(67.8)	119.9	28.9	10.2	2.4
Dividend payout ratio (%)	207.8	95.0	61.4	55.7	54.4
Operating performance					
Gross margin (%)	17.6	41.0	43.2	44.0	42.9
Operating margin (%)	2.4	28.2	30.7	31.5	30.4
EBITDA margin (%)	24.8	46.2	49.9	51.3	50.8
Net margin (%)	(16.4)	11.6	13.8	14.5	14.0
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.2	1.4	1.5	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.1	1.3	1.3	1.4
Interest coverage - EBIT (x)	0.1	1.7	1.8	1.9	1.9
Interest coverage - EBITDA (x)	1.1	2.7	2.9	3.0	3.1
ROA - using norm profit (%)	1.8	3.9	4.7	4.7	4.6
ROE - using norm profit (%)	4.1	9.0	11.4	12.0	11.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	2.7	3.6	4.1	4.1
- asset turnover (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
- operating margin (%)	na	31.6	34.2	35.0	33.9
- leverage (x)	2.3	2.3	2.4	2.5	2.6
- interest burden (%)	(199.2)	45.9	50.5	51.8	51.7
- tax burden (%)	na	80.1	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6
ROIC (%)	0.2	2.6	3.0	3.1	3.1
NOPAT (Bt m)	55	721	870	1,024	1,083
invested capital (Bt m)	28,029	28,676	32,567	34,933	36,847

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. 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

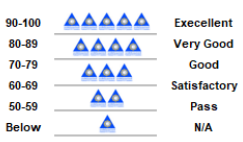
ESG Book's Disclaimer
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with 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 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.

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.



General Disclaimers And Disclosures:

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TTB or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TTB nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TTB and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TTB and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TTB, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TTB or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities

Investment Banking Relationship

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies:

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA
Head of Research, Strategy
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant
Telecom, Utilities
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom
Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund
rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai
Small Cap, Healthcare, Hotel
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat
Analyst, Retail Market Strategy
sittichet.run@thanachartsec.co.th

Chod Reankittiwat
Assistant Analyst
chod.rea@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA
Retail Market Strategy
adisak.phu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak
Electronics, Food & Beverage, Shipping
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Rawisara Suwanumphai
Bank, Finance
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

Yupapan Polpornprasert
Energy, Petrochemical
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan
Analyst, Retail Market Strategy
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat
Senior Technical Analyst
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiyapittayarut
Property, Retail
phannarai.von@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak
Construction, Transportation
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong
Technical Analyst
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

Nariporn Klangpremchitt, CISA
Analyst, Retail Market Strategy
nariporn.kla@thanachartsec.co.th