

**BUY** (From: SELL)

**TP: Bt 14.00** (From: Bt 12.00)

**Change in Recommendation**

**Upside : 14.8%**

# B.Grimm Power Pcl (BGRIM TB)

## EPS เติบโตสองเท่าในปีหน้า



**NUTTAPOP PRASITSUKSANT**

662-779-9119

nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

เราปรับคำแนะนำ BGRIM ขึ้นเป็น “ซื้อ” ด้วยราคาเป้าหมายสูงขึ้นเป็น 14.0 บาท โดยมองว่าราคาหุ้นที่ปรับลงมาได้สะท้อนอัตรากำลังกำไรของโรงไฟฟ้า SPP ที่จะหดตัวจากต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นช่วงสงครามอิหร่านไปแล้ว และเราคาด EPS จะฟื้นได้สูงถึง 127% ในปี 2027F ซึ่งน่าจะกลายเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น

### ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับคำแนะนำ BGRIM เป็น “ซื้อ” (จาก ขาย) เนื่องจาก 1) เราเชื่อว่าผลกระทบจากต้นทุนราคาพลังงานที่สูงต่ออัตรากำลังกำไรของ SPP ได้สะท้อนในราคาหุ้นแล้ว หลังราคาหุ้นปรับลงมา 20% ตั้งแต่เกิดสงครามอิหร่าน 2) แม้ปรับ EPS ลง 41% ในปี 2026F เพื่อสะท้อนอัตรากำลังกำไร SPP ที่หดตัวแต่เรคาดการฟื้นตัวของ EPS รวดเร็วที่ 127% ในปี 2027F เมื่ออัตรากำลังกำไรฟื้นตัว และการรับรู้กำไรเต็มใจจากโรงไฟฟ้าพลังงานลม นอกชายฝั่ง Nakwol-1 ขนาด 179MW 3) เรามองการทยอย COD ของโครงการ Nakwol-1 ตั้งแต่ปลายปี 2025 จะลดความกังวลของตลาด หลังโครงการล่าช้าจากแผนเดิมราวหนึ่งปี ทำให้เราปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) ขึ้นเป็น 14.0 บาท (เดิม 12.0 บาท) และ 4) หากมองข้ามผลกระทบจากสงคราม เรามอง BGRIM ไม่แพง ที่ 2027F PE ที่ 17 เท่า เทียบกับ EPS เติบโตเฉลี่ย 40% ต่อปี ในช่วงปี 2027-30F (127/11/49/3%) จากการเติบโตกำลังการผลิตที่มีสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) แล้ว

### เรคาดอัตรากำลังกำไร SPP หดตัวเพียงระยะสั้น

เรคาดว่า EPS ของ BGRIM จะลดลง 33% ในปี 2026F จากอัตรากำลังกำไร spark margin ของ SPP ในขายไฟฟ้าให้ลูกค้าอุตสาหกรรม (IUs) ที่หดตัวเหลือ 0.81 บาท/kWh จาก 1.17 บาท ในปี 2025 และระดับปกติที่ 1.20 บาท เนื่องจากเรามองว่าราคา gas pool จะเพิ่มขึ้นเป็น 340 บาท/mmbtu จาก 290 บาท ในปี 2025 ท่ามกลางราคาน้ำมัน และ LNG ในตลาดโลกที่ปรับตัวขึ้น ในขณะที่รัฐบาลปรับราคาไฟฟ้าขึ้นเพียงเล็กน้อยเป็น 3.95 บาท/kWh สำหรับช่วงเดือนพ.ค.-ส.ค. 2026 หรือเพิ่มขึ้น 2% จาก 3.88 บาท ในรอบก่อน (ม.ค.-เม.ย.) แต่ด้วยสมมติฐานของเราว่าสงครามจะยุติลงในเดือนนี้ทำให้ราคาพลังงานทยอยปรับลดลง เรคาด spark margin เฉลี่ยของ BGRIM จะฟื้นตัวได้เป็น 1.15/1.16 บาท/kWh ในปี 2027-28F ingsสมมติฐานราคา gas pool ลดลงเหลือ 300 บาท/mmbtu ขณะที่ค่าไฟฟ้ายังทรงตัวอยู่ที่ 3.95 บาท/หน่วย (Exhibit 7)

### โครงการ Nakwol ทยอยเริ่มดำเนินงาน

โรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่ง Nakwol เฟส 1 ของ BGRIM ในเกาหลีใต้ขนาดกำลังการผลิต 365MW (179MW ตามสัดส่วนการถือหุ้น 49%) เริ่มทยอย COD ตั้งแต่ 4Q25 จากเดิมที่ตั้งเป้า COD ครบทั้งหมดภายในปี 2025 จากความคืบหน้าของโครงการในปัจจุบันทำให้เรคาดว่ากำลังผลิตทั้ง 64 เครื่องจะสามารถเดินเครื่องได้ครบภายใน 4Q26F ซึ่งเร็วกว่าที่เรคาดไว้ก่อนหน้านี้ที่ 2Q27F และคาดว่าการโครงการนี้จะสร้างส่วนแบ่งกำไร 315 ลบ. ในปี 2026F และ 850 ลบ. จากการดำเนินงานเต็มปีในปี 2027F โดย BGRIM อยู่ระหว่างการยื่นประมูลใบรับรองพลังงานทดแทน (REC) สำหรับโครงการ Nakwol-2 อีก 376MW ซึ่งจะใช้โครงสร้างพื้นฐานร่วมกับเฟสแรก เราจึงรวมการ COD ของ Nakwol-2 ในปี 2029F เข้าในประมาณการแล้ว

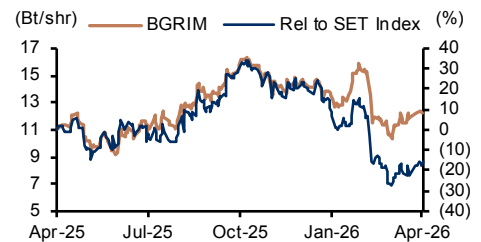
### ปัจจัยการเติบโตในอนาคต

ค่าดัชนีเตอร์จะเป็นปัจจัยหลักหนุนการเติบโตถัดไปของ BGRIM เรคาดโครงการค่าดัชนีเตอร์ 96MW ในชลบุรี ซึ่ง BGRIM ถือหุ้นอยู่ 50% จะทยอยเพิ่มอัตรากำลังดำเนินงานจนถึงจุดคุ้มทุนได้ในปี 2029F ทั้งนี้ BGRIM ตั้งเป้าขยายกำลังการผลิตค่าดัชนีเตอร์เป็น 300MW ทั่วภูมิภาคอาเซียน เพื่อพัฒนาไปสู่การเป็นผู้ให้บริการบริหารจัดการพลังงานแบบครบวงจรสำหรับโครงการเหล่านี้ และนิคมอุตสาหกรรมสำคัญในไทย แต่เรายังไม่ได้รวมแผนธุรกิจดังกล่าวในการประเมินมูลค่าของเรา

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	55,388	58,657	55,732	56,445
Net profit	1,675	1,734	2,767	2,977
Consensus NP	—	2,291	2,842	3,036
Diff frm cons (%)	—	(24.3)	(2.6)	(1.9)
Norm profit	2,141	1,734	2,767	2,977
Prev. Norm profit	—	2,307	2,677	3,356
Chg frm prev (%)	—	(24.8)	3.4	(11.3)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.3	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	0.0	(33.3)	126.9	11.4
Norm PE (x)	26.0	39.1	17.2	15.5
EV/EBITDA (x)	9.6	11.2	10.5	10.3
P/BV (x)	1.0	1.0	1.0	1.0
Div yield (%)	3.4	3.5	4.1	4.5
ROE (%)	6.2	5.3	8.7	9.4
Net D/E (%)	193.1	216.5	219.6	217.5

### PRICE PERFORMANCE



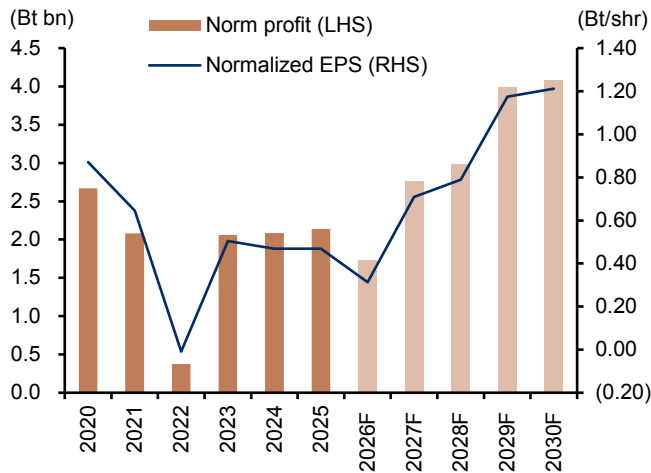
### COMPANY INFORMATION

Price as of 23-Apr-26 (Bt)	12.20
Market Cap (US\$ m)	979.3
Listed Shares (m shares)	2,606.9
Free Float (%)	31.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	6.4
12M Price H/L (Bt)	16.30/9.20
Sector	Utilities
Major Shareholder	B.Grimm Group 39.29%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

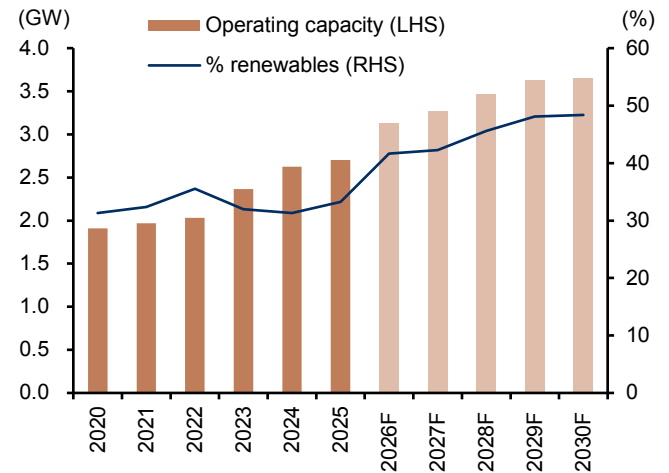
### ESG Summary Report ..... P7

**Ex 1: Sharp Earnings Turnaround Trajectory ...**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

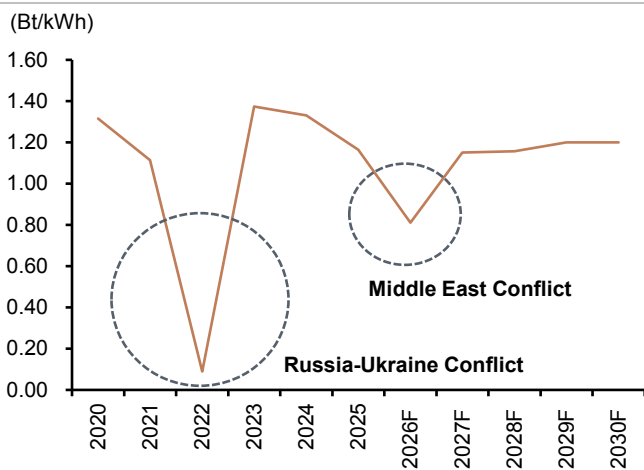
**Ex 2: ... Driven Mainly By Expanding Renewable Capacity**



Sources: Company data, ttb wealth estimates

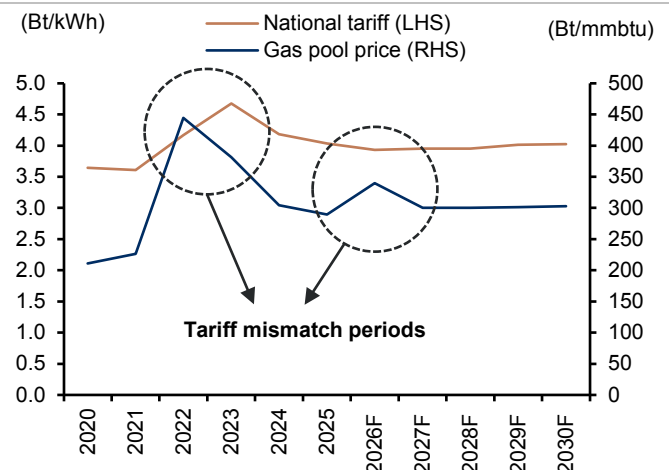
Note: Shown in pro-rata capacity

**Ex 3: We See The IU Margin Squeeze As Just A Hiccup**



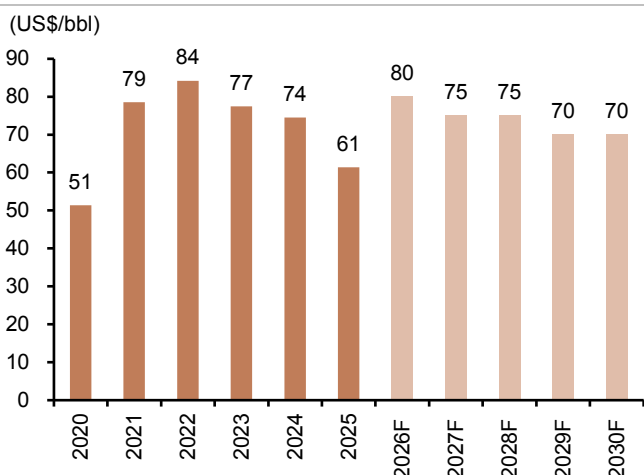
Sources: Company data, ttb wealth estimates

**Ex 4: Tariff Rates Rationalizing Against Fuel Costs**



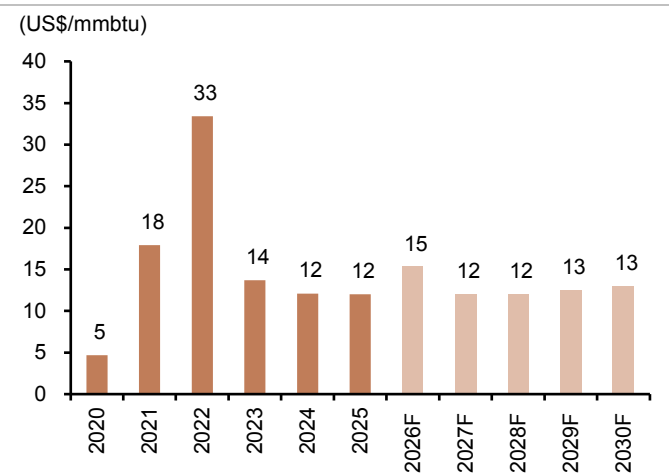
Sources: Energy Policy and Planning Office (EPPO), ttb wealth estimates

**Ex 5: Brent Oil Prices Should Decline Structurally ...**



Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

**Ex 6: ... Offset By Higher LNG Prices**



Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

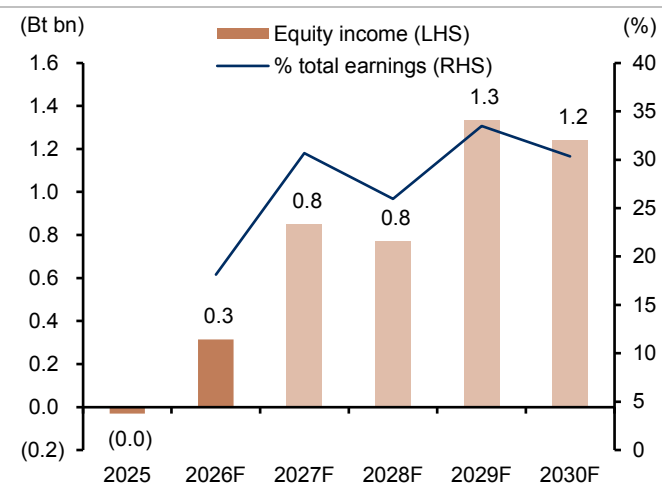
Note: Japan/Korea Marker (JKM) PLATTS spot LNG prices

## Ex 7: Key Assumption Changes

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>National tariff (Bt/kWh)</b>					
New	4.18	4.03	3.93	3.95	3.95
Old			3.76	3.60	3.65
Change (%)			4.5	9.7	8.2
<b>Gas pool price (Bt/mmbtu)</b>					
New	304	289	340	300	300
Old			296	280	279
Change (%)			14.9	7.1	7.5
<b>IU spark margin (Bt/kWh)</b>					
New	1.33	1.17	0.81	1.15	1.16
Old			1.31	1.18	1.19
Change (%)			(38.2)	(2.5)	(2.5)
<b>Normalized profit (Bt bn)</b>					
New	2.1	2.1	1.7	2.8	3.0
Old			2.3	2.7	3.4
Change (%)			(24.8)	3.4	(11.3)

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 8: Nakwol's Contributions A Key Earnings Driver



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 9: Nakwol Offshore Wind Farm In South Korea

	Phase 1	Phase 2
<b>Installed capacity (MW)</b>	365MW	376MW*
<b>Equity stake</b>	49.0%	49.0%
<b>Number of turbines</b>	64 x 5.7MW turbines	66 x 5.7MW turbines*
<b>Off-taker</b>	KOSPO	KOSPO*
<b>Electricity tariff (KRW/kWh)</b>	150.0	135.0*
<b>Electricity PPA life</b>	20 years	20 years*
<b>REC prices (KRW/kWh)</b>	157.0	141.0*
<b>REC contract life</b>	20 years	20 years*
<b>Expected COD*</b>	Over 4Q25 - 4Q26F	Over 4Q28F-4Q29F

Sources: Company data, ttb wealth estimates\*

**Ex 10: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP)-Based 12-month TP Calculation**

	Valuation method	WACC (%)	Value per BGRIM share (Bt)
<b>Gas-fired SPP plants</b> (ABP, ABPR, BPLC, BPWHA, BIP, BPAM, BGPAT, UVBGP, BGPR, U-Tapao)	DCF	7.0-10.0%	18.2
<b>Renewable projects</b>			13.7
Solar - Thailand	DCF	5.9%	3.0
Solar - Vietnam	DCF	7.8%	1.0
Solar - Malaysia	DCF	6.5%	0.2
Solar - Cambodia	DCF	7.8%	0.4
Wind - Thailand	DCF	6.8%	0.4
Hydro - Laos	DCF	9.4%	0.7
Hydro - US	DCF	6.5%	1.2
Renewables - South Korea	DCF	5.1%	6.1
Other renewables oversea	DCF	6.0-7.2%	0.6
<b>Datacenter business</b>	DCF	7.1%	0.9
<b>Net debt &amp; others</b>			(13.2)
- Perpetual bond			(5.6)
<b>Grand total</b>			14.0

Source: ttb wealth estimates

## Valuation Comparison

### Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG Code	Market	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div Yield	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	8.7	(1.5)	17.7	17.9	1.2	1.2	na	46.6	4.0	4.0
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(21.3)	5.5	14.0	13.3	0.8	0.8	11.9	11.4	4.5	4.9
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(7.8)	1.8	8.0	7.8	0.8	0.8	8.1	7.6	4.9	5.2
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	2.3	2.4	16.4	16.0	1.7	1.6	9.9	9.6	4.3	4.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	3.3	3.7	21.0	20.2	1.5	1.5	35.7	46.3	4.4	4.4
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(12.3)	5.1	8.7	8.3	0.9	0.8	8.4	8.0	5.1	5.5
Tata Power	TPWR IN	India	2.3	23.5	32.5	26.3	3.5	3.2	14.2	12.0	0.6	0.6
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	13.3	4.1	17.4	16.8	1.5	1.5	7.7	7.3	3.7	3.8
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(21.2)	na	15.5	na	1.5	1.4	8.4	7.7	2.5	2.5
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(12.4)	4.6	15.1	14.4	1.4	1.3	9.7	9.0	2.1	2.1
Manila Electric	MER PM	Philippines	9.0	8.3	13.3	12.2	3.7	3.3	11.1	10.0	4.3	4.7
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	17.6	21.3	9.6	7.9	0.6	0.6	19.5	15.7	4.3	4.3
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(33.3)	126.9	39.1	17.2	1.0	1.0	11.2	10.5	3.5	4.1
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	34.3	4.0	7.9	7.6	0.6	0.6	11.9	9.7	5.3	5.3
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)	5.0	10.6	0.3	0.3	6.2	6.4	0.0	0.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	46.5	(1.5)	6.2	6.3	0.5	0.5	25.2	25.2	5.9	5.9
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	5.2	25.0	19.2	15.3	1.0	0.9	11.1	9.8	4.2	4.2
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	16.4	12.7	25.1	22.3	2.1	2.0	35.8	32.2	2.4	2.7
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	8.0	8.2	11.0	10.2	1.4	1.3	11.4	11.1	5.1	5.1
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	8.9	14.2	9.4	8.2	0.7	0.6	14.4	13.2	5.5	5.5
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	28.9	10.2	11.5	10.5	1.3	1.2	20.7	18.3	5.3	5.3
<b>Average</b>			<b>6.2</b>	<b>10.9</b>	<b>15.1</b>	<b>13.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>14.3</b>	<b>15.3</b>	<b>3.9</b>	<b>4.0</b>

Source: Bloomberg

Note: \* ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 23 April 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

BGRIM ก่อตั้งขึ้นในปี 1993 เป็นหนึ่งในบริษัทย่อยของกลุ่ม B.Grimm โดยมุ่งเน้นการลงทุนในธุรกิจสาธารณูปโภคและโครงการผลิตไฟฟ้า และเป็นหนึ่งในผู้ผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย ภายใต้โครงการผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็ก (SPP) โดยจัดหาและผลิตไฟฟ้าและไอน้ำสำหรับเพื่อขายให้โครงข่ายไฟฟ้าแห่งชาติ และลูกค้าอุตสาหกรรมกว่า 200 รายในหลายนิคมอุตสาหกรรม และกำลังมีแผนขยายธุรกิจไฟฟ้าไปในเวียดนามและลาว บริษัท มีเป้าหมายที่จะขยายกำลังการผลิตติดตั้งทั้งหมดเป็น 10GW ภายในปี 2030 จาก 4.2GW ในปี 2025 ซึ่งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทดแทนเป็นปัจจัยที่บริษัทฯ ให้ความสำคัญ

Source: ttb wealth

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- มีทีมวิศวกรที่มีทักษะและประสบการณ์ด้านธุรกิจไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซมานานกว่า 20 ปี
- ได้รับประโยชน์ผ่านความสัมพันธ์ของกลุ่ม B.Grimm และพันธมิตรเชิงกลยุทธ์

## O — Opportunity

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

## CONSENSUS COMPARISON

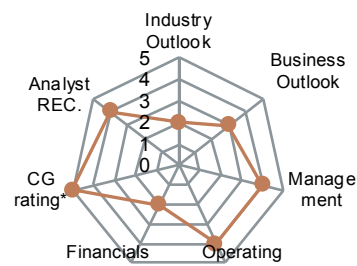
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	16.64	14.00	-16%
Net profit 26F (Bt m)	2,291	1,734	-24%
Net profit 27F (Bt m)	2,842	2,767	-3%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 7	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2026 ของเรต่ำกว่าตัวเลขของตลาด 24% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราได้นำผลกระทบเชิงลบจากความตึงเครียดในตะวันออกกลางมาพิจารณาเร็วกว่า
- ราคาเป้าหมายของเรต่ำกว่าตลาด 16% ซึ่งอาจเป็นเพราะเรายังคาดว่าผลกำไรในระยะยาวของโครงการ SPP จะต่ำลง นอกเหนือจากปัญหาอัตรากำไรในระยะสั้นด้วย

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## COMPANY RATING



Source: ttb wealth; \*CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- อัตราหนี้สินทางการเงินของบริษัทดูค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับบริษัทในกลุ่มเดียวกัน แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าขีดจำกัดเป้าหมายของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ หลังจากการออกหุ้นกู้ perpetual bonds ชุดที่สองเมื่อต้นปี 2023

## T — Threat

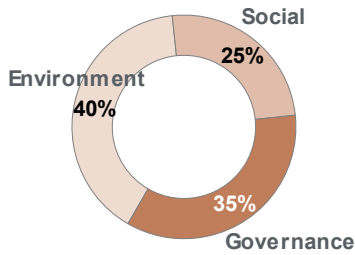
- พียงพานโยบายของรัฐบาลในการปรับสมดุลระหว่างการส่งต่อต้นทุนเชื้อเพลิงสำหรับโรงไฟฟ้ากับผลกระทบต่อเงินเพื่อที่อาจเกิดขึ้นต่อเศรษฐกิจ
- ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบจากธุรกิจในประเทศ

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

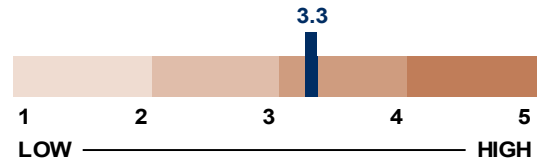
- เนื่องจากโครงการผลิตไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ (SPPs) ยังคงเป็นธุรกิจหลักของ BGRIM นโยบายลดราคาค่าไฟฟ้าในเชิงรุกของรัฐบาลชุดใหม่ และการเพิ่มขึ้นของราคาพลังงานโลกที่มากกว่าที่คาดการณ์ไว้ ยังคงเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อตัวเลขของเรา
- ความต้องการใช้ไฟฟ้าจากผู้ใช้ในภาคอุตสาหกรรมที่อ่อนแอเกินกว่าที่คาดการณ์ไว้ เป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์ของเรา
- โครงการพลังงานแสงอาทิตย์ของ BGRIM ในเวียดนาม (446MW คิดเป็น 15% ของกำลังการผลิตทั้งหมด) ปัจจุบันมีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบเกี่ยวกับการปรับราคาไฟฟ้า หากราคาลดต่ำกว่า US\$0.07/kWh สำหรับโครงการใดโครงการหนึ่ง จะส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานกำไรระยะยาวและราคาเป้าหมายของเรา
- การพัฒนาที่ช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ และผลตอบแทนที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้จากขั้นตอนการขายโครงการ Nakwol จะส่งผลกระทบต่อประเมินมูลค่าของเราเช่นกัน

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>BGRIM</b>	<b>YES</b>	<b>AAA</b>	-	<b>3.27</b>	<b>0</b>	<b>61.98</b>	<b>5.0</b>

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.

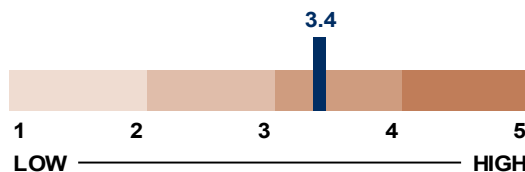


**ESG Summary**

- BGRIM เป็นผู้ผลิตไฟฟ้าเอกชนชั้นนำของประเทศไทย โดยมีกำลังการผลิตที่อยู่ระหว่างดำเนินการรวม 2.7 GW ณ ปี 2024 แบ่งเป็นโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 67% และพลังงานทดแทน 33% ทั้งนี้ สัดส่วนพลังงานทดแทนคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 54% ภายในปี 2030 เราให้คะแนน ESG ของ BGRIM ที่ระดับ 3.2 ซึ่งสะท้อนถึงคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่แข็งแกร่งที่ 3.2 และคะแนนด้านสังคม (S) ที่สูงที่ 4.0 โดยถูกหักล้างบางส่วนจากคะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ในระดับปานกลางที่ 2.6
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ BGRIM ที่ระดับ 3.2 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ดี สะท้อนถึงโครงสร้างกำลังการผลิตที่ค่อนข้างสะอาด โดยจากกำลังการผลิตที่อยู่ระหว่างดำเนินการรวม 2.7 GW แบ่งเป็นโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ 67% และพลังงานทดแทน 33% คะแนนดังกล่าวยังสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของ BGRIM ในการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนในอนาคต โดยเมื่อรวมกำลังการผลิตตามสัญญาที่รอรับรู้อีก 1.5 GW ซึ่งทั้งหมดเป็นพลังงานทดแทน สัดส่วนพลังงานทดแทนของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 33% ในปัจจุบัน เป็น 54% ในปี 2030 สัดส่วนนี้สูงกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ตั้งไว้ที่พลังงานทดแทน 50% ของกำลังการผลิตรวมภายในปี 2030
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) สูงที่สุดในกลุ่มสาธารณูปโภคแก่ BGRIM ที่ระดับ 4.0 สะท้อนถึงการดำเนินงานที่สอดคล้องกับปรัชญาบริษัท "Empowering the World Compassionately" อย่างแข็งแกร่ง
- BGRIM มองว่า "Social License to Operate" เป็นปัจจัยสำคัญต่อความยั่งยืนของธุรกิจ บริษัทสนับสนุนชุมชนผ่านโครงการให้การศึกษาแก่เยาวชน การสร้างโอกาสในการทำงาน การเข้าถึงสาธารณสุข และกิจกรรมทางวัฒนธรรมในทุกประเทศที่ขยายธุรกิจเข้าไป
- เรามองว่าด้านธรรมาภิบาล (G) เป็นเสาหลัก ESG ที่อ่อนแอที่สุดของ BGRIM โดยให้คะแนนเพียง 2.6
- BGRIM มีประธานที่ไม่เป็นอิสระ ซึ่งไม่ถือว่าเหมาะสม นอกจากนี้ กรรมการอิสระมีเพียง 5 คน จากทั้งหมด 10 คน ต่ำกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสมตามมาตรฐานสากลที่ควรมีอย่างน้อย 2/3 โดยมีกรรมการ 3 คนมาจากครอบครัวผู้ก่อตั้ง เรามองว่า โครงสร้างบอร์ดของบริษัทยังไม่สอดคล้องกับแนวปฏิบัติที่ดีที่สุดระดับโลก (global best practices)

We assign a good E score of 3.4 to BGRIM vs. the sector average of 3.1. This reflects BGRIM’s decent renewable exposure of 33% in 2025, while the remaining 67% of projects are conventional and rely solely on natural gas as a transitional fuel. The renewable ratio is also rising to 48% in 2030F based on its future projects with secured PPAs.

Environment (E) Rating



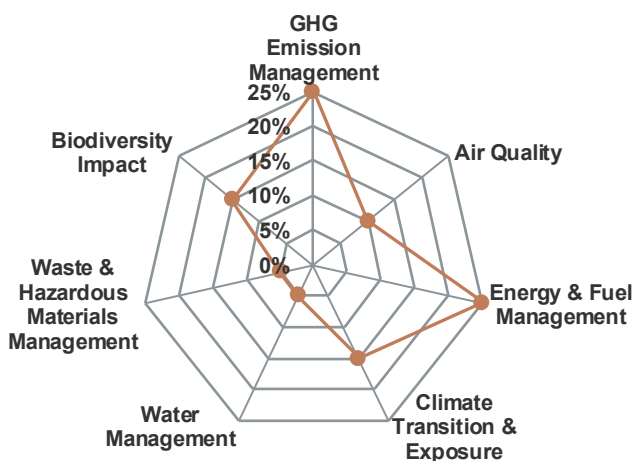
**ENVIRONMENT**

**Our Comments**

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

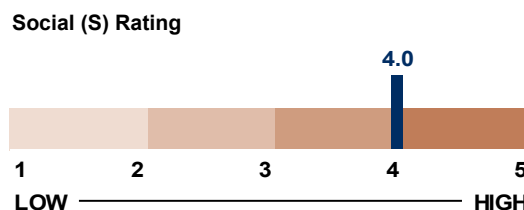
- We assign BGRIM a decent E score of 3.4, above the sector average of 3.1. This reflects its rising renewable power mix and clear emission targets. Meanwhile, its legacy conventional assets are purely gas-based, which align well with the global energy transition pathway.
- BGRIM has a net-zero emission target of 2050 and has been making good progress to achieve it. Its renewable capacity mix rose from 10% in 2018 to 33% in 2025. And with on-hand future projects with secured PPAs, we expect the mix to rise to 48% in 2030F, vs. the company’s target of 50%.
- BGRIM achieved a carbon intensity of 0.37 tCO<sub>2</sub>/MWh in 2025, which is well below Thailand’s grid average of 0.50 tCO<sub>2</sub>/MWh. The company targets a further reduction to below 0.28 tCO<sub>2</sub>/MWh by 2030.
- Biodiversity protection is also its stand-out strength among Thai corporates, likely influenced by a strong personal commitment from the founding family. BGRIM has committed to conducting comprehensive assessments on land use to ensure a “net positive impact” on ecosystems, including conservation and restoration investments, avoidance of sensitive wildlife habitats, and a strict no-net deforestation policy. Its ranger and tiger conservation initiative in Thailand is the company’s key flagship program.
- Despite the company’s strong energy efficiency and consumption policies, the performance is on par with industry standards. This could be due to efficiency gains at newer, technologically advanced projects being partially offset by below-optimal utilization at older facilities.
- Air quality and water management are also on par with the industry. Emissions of NO<sub>x</sub>, SO<sub>x</sub>, and particulate matter are on a declining trend but not better than peers. We flag water resource management as a moderate concern, particularly given tightening water supply conditions in the Eastern Economic Corridor (EEC), where its major assets are located, and the importance of water availability for its emerging data center business.
- BGRIM’s climate risk disclosure is comprehensive, clearly identifying climate-related risks and opportunities and how the company incorporates them into strategic planning. That said, we see limited concrete initiatives to mitigate or capitalize on climate risks. In particular, physical risks such as water scarcity, flooding, and energy security, which are highly relevant in its core EEC area, are not yet addressed with sufficiently strong, project-level mitigation measures.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

We assign a strong S score of 4.0 to BGRIM. That is the highest in the sector, which averages 3.4. This reflects its strong commitments and track record across the social dimensions of operational reliability, risk management, staff well-being, and social contributions.

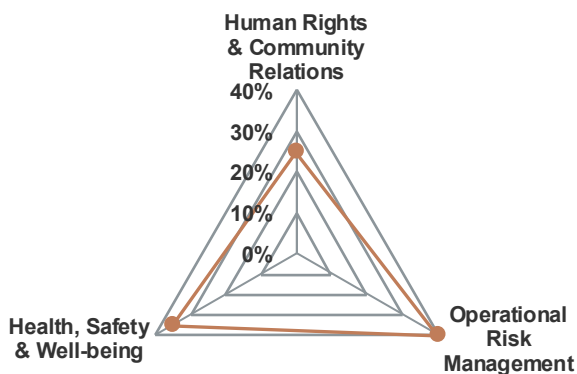


**SOCIAL** **Our Comments**

- Health, Safety & Well-being
- Human Rights & Community Relations
- Operational Risk Management

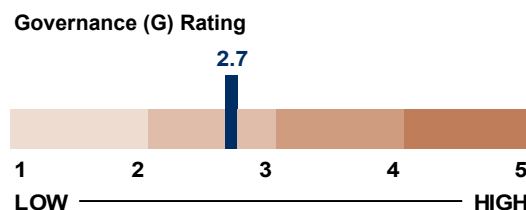
- We assign BGRIM a strong S score of 4.0. That is the highest score among the utilities stocks under our coverage. The sector average is 3.4. This reflects strong execution of its philosophy, “Empowering the World Compassionately,” and a well-established track record across the operations of major power plants.
- As a critical electricity supplier with a large base of industrial and public-sector clients, BGRIM places strong emphasis on operational reliability and risk management that results in customer trust and long-term relationships. This is evidenced by a 98% customer satisfaction score in 2025. We also view positively BGRIM’s proactive response to rising customer demand for green energy, with a strategic shift toward becoming an integrated energy solutions provider, offering tailored decarbonization solutions and clean electricity to help customers reduce their GHG footprints.
- BGRIM explicitly recognizes its “Social License to Operate” vision as a cornerstone to expand its business sustainably, via support for local communities through education programs, job creation, healthcare access, and cultural preservation initiatives. BGRIM highlights that its successful entry into the South Korean power market was partly driven by strong cooperation with local authorities during natural disasters and proactive knowledge-sharing about renewable energy. We see this community-first approach as BGRIM’s strength to expand its business in Europe and the US.
- To contribute back to its home country, BGRIM provides support to develop STEM skills for Thais: Science, Technology, Engineering, and Mathematics, including youths and local residents near its project sites. BGRIM also continuously promotes sports, health, and arts, together with cultural activities for the sustainability of Thai and local cultures.
- BGRIM demonstrates a strong commitment to employee development, well-being, and safety. It provides training, leadership development, and succession planning programs to support long-term talent retention, with continued upskilling in renewable energy and advanced power technologies to keep its staff up to date with fast-changing trends in the power industry.
- Occupational health and safety is a top priority, supported by internationally recognized management systems and a zero-fatality target for both employees and contractors. We view this strong people and safety culture as a key enabler of operational stability and sustainable growth.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

We assign a moderate G score of 2.7 to BGRIM, which is at the sector average level. This primarily reflects BGRIM’s weak board structure, high business concentration risk, and significant exposure to policy risk related to power regulations. Evidence of policy risk is evident in its sizable portfolio exposure to Thailand and Vietnam.



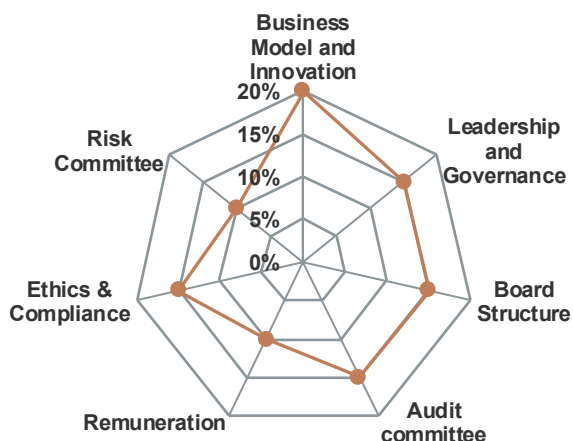
**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY**

**Our Comments**

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

- We view G as the weakest pillar in BGRIM’s ESG profile and assign a 2.7 score, on par with the sector average. This reflects its weaknesses in board structure, as well as high business concentration and policy-exposure risks, as evidenced by developments in Thailand and Vietnam in recent years. These concerns are partly mitigated by the company’s relatively well-structured oversight framework and its proactive efforts to adopt new technologies to diversify its generation portfolio toward cleaner energy.
- BGRIM’s board composition falls short of best-practice standards in our view. The board chairman is not an independent director and is a member of the founding family, which we see as suboptimal for protecting minority shareholder interests. In addition, independent directors account for only five out of 10 board members, below the ideal 2/3 threshold. Including two additional founding-family representatives, family-linked directors make up 30% of the board, reinforcing concerns over concentrated influence.
- BGRIM has high business concentration risk and is exposed to policy risk. A past negative impact during the Russia-Ukraine war in 2022-23 was a SPP margin squeeze from rising gas costs but a limited increase in the regulated tariff. The SPP business accounted for over 80% of its earnings at the time. In 2025, this fell to around 70% but it was still high.
- We see the same risk with its solar exposure in Vietnam, which contributed 15% of earnings in 2025. The projects there are facing uncertainty over tariff adjustment mechanisms. BGRIM has taken steps to mitigate these risks by diversifying into 1) other Asian markets, 2) more liberalized power markets, and 3) developed markets in Europe and the US. However, earnings contributions from these new regions remain limited.
- We view BGRIM’s exploration of emerging technologies, such as hydrogen co-firing and integrated clean energy solutions, as a positive step, particularly in supporting its long-term net-zero target by 2050. Execution and commercialization of these initiatives will be key governance metrics that we will continue to monitor.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	55,853	55,388	58,657	55,732	56,445
Cost of sales	45,247	45,128	49,185	45,179	45,538
<b>Gross profit</b>	<b>10,606</b>	<b>10,260</b>	<b>9,473</b>	<b>10,554</b>	<b>10,907</b>
% gross margin	19.0%	18.5%	16.1%	18.9%	19.3%
Selling & administration expenses	2,502	2,776	3,109	3,059	3,133
<b>Operating profit</b>	<b>8,104</b>	<b>7,483</b>	<b>6,364</b>	<b>7,495</b>	<b>7,773</b>
% operating margin	14.5%	13.5%	10.8%	13.4%	13.8%
Depreciation & amortization	5,926	5,973	6,065	6,180	6,471
<b>EBITDA</b>	<b>13,857</b>	<b>13,269</b>	<b>12,242</b>	<b>13,474</b>	<b>14,030</b>
% EBITDA margin	24.8%	24.0%	20.9%	24.2%	24.9%
Non-operating income	1,170	1,413	1,173	1,115	1,129
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,231)	(5,033)	(5,335)	(5,586)	(5,738)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>4,043</b>	<b>3,863</b>	<b>2,201</b>	<b>3,023</b>	<b>3,164</b>
Income tax	396	722	330	544	569
<b>After-tax profit</b>	<b>3,647</b>	<b>3,141</b>	<b>1,871</b>	<b>2,479</b>	<b>2,594</b>
% net margin	6.5%	5.7%	3.2%	4.4%	4.6%
Shares in affiliates' Earnings	40	388	976	1,704	1,928
Minority interests	(1,604)	(1,387)	(1,114)	(1,416)	(1,546)
Extraordinary items	(526)	(466)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,557</b>	<b>1,675</b>	<b>1,734</b>	<b>2,767</b>	<b>2,977</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,083</b>	<b>2,141</b>	<b>1,734</b>	<b>2,767</b>	<b>2,977</b>
EPS (Bt)	0.3	0.3	0.3	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.5	0.5	0.3	0.7	0.8

*Earnings bottoming out in 2026F with recovering SPP margins and new capacity*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	46,426	41,220	40,582	37,656	34,868
Cash & cash equivalent	18,785	23,080	20,000	18,000	15,000
Account receivables	14,851	12,110	14,463	13,742	13,918
Inventories	1,059	1,120	1,078	990	998
Others	11,731	4,910	5,040	4,923	4,952
Investments & loans	15,542	21,138	31,145	33,737	38,566
Net fixed assets	92,118	88,665	85,137	87,011	85,456
Other assets	26,815	32,023	32,634	33,241	33,797
<b>Total assets</b>	<b>180,901</b>	<b>183,046</b>	<b>189,497</b>	<b>191,644</b>	<b>192,687</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	31,514	23,915	33,128	32,895	32,874
Account payables	7,744	8,791	8,085	7,427	7,486
Bank overdraft & ST loans	7,668	1,764	6,295	6,390	6,361
Current LT debt	15,434	12,549	17,940	18,211	18,127
Others current liabilities	668	811	808	868	900
<b>Total LT debt</b>	<b>92,650</b>	<b>104,098</b>	<b>101,662</b>	<b>103,193</b>	<b>102,722</b>
Others LT liabilities	5,065	5,673	5,804	5,552	5,495
<b>Total liabilities</b>	<b>129,229</b>	<b>133,686</b>	<b>140,594</b>	<b>141,641</b>	<b>141,091</b>
Minority interest	15,585	15,924	17,037	18,453	19,999
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,214	5,214	5,214	5,214	5,214
Share premium	9,644	9,644	9,644	9,644	9,644
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	15,464	13,356	13,356	13,356	13,356
<b>Retained earnings</b>	<b>5,765</b>	<b>5,222</b>	<b>3,652</b>	<b>3,337</b>	<b>3,383</b>
Shareholders' equity	36,086	33,436	31,866	31,551	31,597
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>180,901</b>	<b>183,046</b>	<b>189,497</b>	<b>191,644</b>	<b>192,687</b>

*Tight balance sheet but still manageable with stable cash flow streams*

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	4,043	3,863	2,201	3,023	3,164
Tax paid	(396)	(722)	(330)	(544)	(569)
Depreciation & amortization	5,753	5,786	5,879	5,979	6,256
Chg In working capital	(5,276)	3,728	(3,018)	151	(124)
Chg In other CA & CL / minorities	409	1,694	843	1,882	1,932
<b>Cash flow from operations</b>	<b>4,532</b>	<b>14,349</b>	<b>5,575</b>	<b>10,490</b>	<b>10,658</b>
Capex	(3,867)	(2,224)	(2,241)	(7,743)	(4,591)
Right of use	(80)	(55)	(14)	1	64
ST loans & investments	2,913	5,982	0	0	0
LT loans & investments	(10,257)	(5,596)	(10,007)	(2,592)	(4,830)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(4,752)	(5,647)	(575)	(971)	(788)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(16,043)</b>	<b>(7,540)</b>	<b>(12,837)</b>	<b>(11,304)</b>	<b>(10,144)</b>
Debt financing	5,455	1,812	7,487	1,896	(583)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,801)	(2,041)	(3,305)	(3,082)	(2,931)
Warrants & other surplus	(1,798)	(2,284)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>1,856</b>	<b>(2,514)</b>	<b>4,182</b>	<b>(1,186)</b>	<b>(3,514)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(11,511)</b>	<b>6,809</b>	<b>(7,262)</b>	<b>(814)</b>	<b>514</b>

*Majority of capex outflows is for renewable expansions overseas*

## VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	26.0	26.0	39.1	17.2	15.5
Normalized PE - at target price (x)	29.9	29.9	44.8	19.8	17.7
PE (x)	45.8	42.1	39.1	17.2	15.5
PE - at target price (x)	52.5	48.3	44.8	19.8	17.7
EV/EBITDA (x)	9.3	9.6	11.2	10.5	10.3
EV/EBITDA - at target price (x)	9.6	9.9	11.6	10.9	10.6
P/BV (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2
P/CFO (x)	7.0	2.2	5.7	3.0	3.0
Price/sales (x)	0.6	0.6	0.5	0.6	0.6
Dividend yield (%)	3.5	3.4	3.5	4.1	4.5
FCF Yield (%)	(36.2)	21.4	(22.8)	(2.6)	1.6
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.5	0.5	0.3	0.7	0.8
EPS	0.3	0.3	0.3	0.7	0.8
DPS	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
BV/share	13.8	12.8	12.2	12.1	12.1
CFO/share	1.7	5.5	2.1	4.0	4.1
FCF/share	(4.4)	2.6	(2.8)	(0.3)	0.2

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(2.2)	(0.8)	5.9	(5.0)	1.3
Net profit (%)	(17.6)	7.6	3.5	59.6	7.6
EPS (%)	(39.2)	8.8	7.8	126.9	11.4
Normalized profit (%)	1.0	2.8	(19.0)	59.6	7.6
Normalized EPS (%)	(7.1)	0.0	(33.3)	126.9	11.4
Dividend payout ratio (%)	161.4	142.2	137.7	70.0	70.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	19.0	18.5	16.1	18.9	19.3
Operating margin (%)	14.5	13.5	10.8	13.4	13.8
EBITDA margin (%)	24.8	24.0	20.9	24.2	24.9
Net margin (%)	6.5	5.7	3.2	4.4	4.6
D/E (incl. minor) (x)	2.2	2.4	2.6	2.6	2.5
Net D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.9	2.2	2.2	2.2
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	1.5	1.2	1.3	1.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.6	2.6	2.3	2.4	2.4
ROA - using norm profit (%)	1.2	1.2	0.9	1.5	1.5
ROE - using norm profit (%)	5.6	6.2	5.3	8.7	9.4
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	9.8	9.0	5.7	7.8	8.2
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	16.6	16.1	12.8	15.4	15.8
- leverage (x)	4.8	5.2	5.7	6.0	6.1
- interest burden (%)	43.6	43.4	29.2	35.1	35.5
- tax burden (%)	90.2	81.3	85.0	82.0	82.0
WACC (%)	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
ROIC (%)	6.1	4.6	4.2	4.5	4.5
NOPAT (Bt m)	7,310	6,084	5,409	6,146	6,374
invested capital (Bt m)	133,054	128,767	137,763	141,344	143,808

*Recovering SPP  
profitability is among its  
major growth drivers*

Sources: Company data, ttb wealth 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 disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

**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 บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยชนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited (“ttb wealth”) using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### 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: ธนาคารทหารไทยชนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสราร สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

narinorn.kla@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

### ยานยนต์, นิตมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

### วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

## ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th