

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 11.50** (From: Bt 10.00)

**Change in Numbers**
**Upside : 42.0%**

# AP (Thailand) Pcl. (AP TB)

## สวนทางกับแนวโน้มอุตสาหกรรม

แม้ความต้องการที่อยู่อาศัยยังคงต่ำสุดในรอบ 20 ปี ตั้งแต่ปี 2025 แต่ Presales ของ AP ยังเติบโตในปีที่จากตลาดที่ผู้ซื้อให้ความสำคัญกับคุณภาพมากขึ้น เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” AP ด้วยหุ้นมีมูลค่าถูก ช้อขายที่ 2027F PE เพียง 4.7 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนปันผลถึง 6.9/8.0% ในปี 2026-27F

### ปรับเพิ่มประมาณการกำไร คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายขึ้นโดยปรับมาใช้ฐาน 2027F เป็น 11.5 บาท จาก 10 บาท 1) เราเห็น AP ถูกที่สุดในกลุ่มอสังหาฯ ช้อขายที่ 2027F PE เพียง 4.7 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 6.9/8.0% ในปี 2026-27F 2) เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 5/7/12% ในปี 2026-28F สะท้อน presales 8M26 ที่ดีกว่าคาด 3) จากแนวโน้มที่ผู้ซื้อให้ความสำคัญกับคุณภาพมากขึ้น AP จึงรับแรงกดดันด้านอัตรากำไรได้ดีกว่าคู่แข่งที่เร่งลดสต็อกด้วยราคาต่ำเพื่อเพิ่มสภาพคล่อง โดยคาดอัตรากำไรขั้นต้นลดลงเล็กน้อยจาก 31.9% ในปี 2025 เหลือ 30.6% ปีนี้ โดยในปี 1H26 อยู่ที่ 30.3% 4) แม้อัตรากำไรลดลง แต่คาด EPS ของ AP จะยังเติบโต 7/17/12% ในปี 2026-28F

### ยอด presales เติบโต

ยอด presales ของ AP เพิ่มขึ้น 16% y-y เป็น 2.4 หมื่นลบ. ใน 1H26 เทียบกับ presales ของผู้พัฒนาอสังหาฯ รายใหญ่ 12 รายที่โดยเฉลี่ยลดลง 2% y-y ขณะที่หากไม่รวม AP ยอด presales ของอีก 11 บริษัทลดลงถึง 6% y-y ใน 1H26 ยอด Presales ที่แข็งแกร่งได้รับแรงหนุนจากส่วนแบ่งตลาดทาวน์เฮาส์ที่เพิ่มขึ้นในกรุงเทพฯ การขยายตลาดต่างจังหวัดที่ดีขึ้น และฐานยอดขายคอนโดที่ต่ำหลังเหตุแผ่นดินไหวใน 1H25 แม้เราคาดว่า presales ของ AP จะลดลง 5% y-y ในเดือน ก.ค.-ส.ค. และคาดว่า presales 2H26F จะลดลง 3% y-y (เทียบกับ +16% y-y ใน 1H26) แต่เราไม่มองว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงของแนวโน้ม แต่เป็นผลจากฐานที่สูงเนื่องจากการเปิดตัวหลายโครงการที่เลื่อนมาจากเหตุแผ่นดินไหวใน 1H25 ทั้งนี้ แนวโน้ม presales จริงๆ แล้วกำลังดีขึ้น โดยคาดว่าจะเติบโต 9% h-h ใน 2H26F เราปรับเพิ่มคาดการณ์ presales ขึ้น 6-12% ต่อปี เป็น 4.9/5.3/5.6/6.0 หมื่นลบ. ในปี 2026-29F

### จุดเปลี่ยนของกำไรในปี 2026F

กำไรของ AP ลดลง 18/13% ในปี 2024-25 แต่ปัจจุบันเราคาดว่าจะกลับมาเติบโต 7/17/12% ในปี 2026-28F โดยมีปัจจัยหลักจาก presales ที่เติบโต 5/7/7% เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะลดลงจาก 31.9% ในปี 2025 เหลือ 30.6% ในปี 2026F จากแรงกดดันด้านอัตรากำไรในอุตสาหกรรมและการระบายสต็อก แต่คาดว่าจะฟื้นตัวตั้งแต่นั้นเป็นต้นมา ตามเศรษฐกิจที่ดีขึ้นและแรงกดดันจากการระบายสต็อกที่ลดลง โดยคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะอยู่ที่ 30.6/31.7/32.8% ในปี 2026-28F

### กระแสเงินสดอิสระแข็งแกร่งหนุนอัตราผลตอบแทนปันผล

AP ตั้งเป้าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนไม่เกิน 0.7 เท่า และใช้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเป็นหลักในการซื้อที่ดิน ซึ่งได้แรงหนุนจากการหมุนเวียนที่ดินและโครงการได้รวดเร็ว แม้อัตรา Capex ปี 2026F อยู่ที่ 1.5 หมื่นลบ. (1.2 หมื่นลบ. ต่อปีในปี 2024-25) แต่คาดว่าอัตราผลตอบแทนกระแสเงินสดอิสระจะสูงถึง 11.6/13.2/14.4% ในปี 2026-28F ซึ่งรองรับอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.9/8.0/9.0% ที่อัตรากำไรจ่ายปันผลเพียง 38%

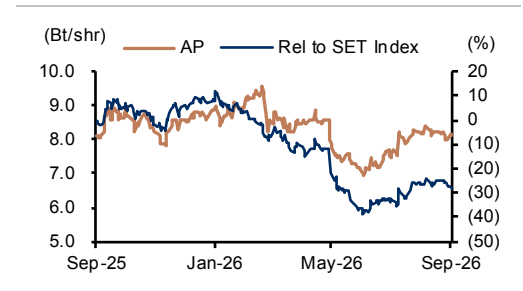

**RATA LIMSUTHIWANPOOM**

662-779-9119  
rata.lim@ttbwealth.co.th

### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|
| Sales             | 37,345 | 40,721 | 43,506 | 46,275 |
| Net profit        | 4,317  | 4,612  | 5,407  | 6,073  |
| Consensus NP      | —      | 4,575  | 4,884  | 5,169  |
| Diff frm cons (%) | —      | 0.8    | 10.7   | 17.5   |
| Norm profit       | 4,317  | 4,612  | 5,407  | 6,073  |
| Prev. Norm profit | —      | 4,405  | 5,068  | 5,426  |
| Chg frm prev (%)  | —      | 4.7    | 6.7    | 11.9   |
| Norm EPS (Bt)     | 1.37   | 1.47   | 1.72   | 1.93   |
| Norm EPS grw (%)  | (12.6) | 6.8    | 17.2   | 12.3   |
| Norm PE (x)       | 5.9    | 5.5    | 4.7    | 4.2    |
| EV/EBITDA (x)     | 10.6   | 10.2   | 8.5    | 7.2    |
| P/BV (x)          | 0.6    | 0.5    | 0.5    | 0.4    |
| Div yield (%)     | 6.4    | 6.9    | 8.0    | 9.0    |
| ROE (%)           | 9.6    | 9.7    | 10.6   | 11.1   |
| Net D/E (%)       | 63.7   | 57.2   | 50.1   | 43.7   |

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

|                                                        |                               |
|--------------------------------------------------------|-------------------------------|
| Price as of 8-Sep-26 (Bt)                              | 8.10                          |
| Market Cap (US\$ m)                                    | 773.9                         |
| Listed Shares (m shares)                               | 3,145.9                       |
| Free Float (%)                                         | 66.3                          |
| Avg. Daily Turnover (US\$ m)                           | 2.5                           |
| 12M Price H/L (Bt)                                     | 9.55/6.95                     |
| Sector                                                 | Property                      |
| Major Shareholder                                      | Anuphong Assavabhokhin 21.52% |
| Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates |                               |

### ESG Summary Report ..... P10

## Ex 1: AP Is The Cheapest Choice, On Our Estimates

|       | PE (x) | Earnings growth (%) |       | Dividend yields (%) |       |       |
|-------|--------|---------------------|-------|---------------------|-------|-------|
|       | 2027F  | 2026F               | 2027F | 2028F               | 2026F | 2027F |
| AP    | 4.7    | 6.8                 | 17.2  | 12.3                | 6.9   | 8.0   |
| SIRI  | 5.8    | (1.1)               | 9.7   | 10.9                | 8.0   | 8.6   |
| SPALI | 6.8    | 5.9                 | 8.6   | 16.4                | 7.8   | 8.4   |
| LH    | 11.9   | (2.2)               | 22.8  | 2.7                 | 4.8   | 5.9   |

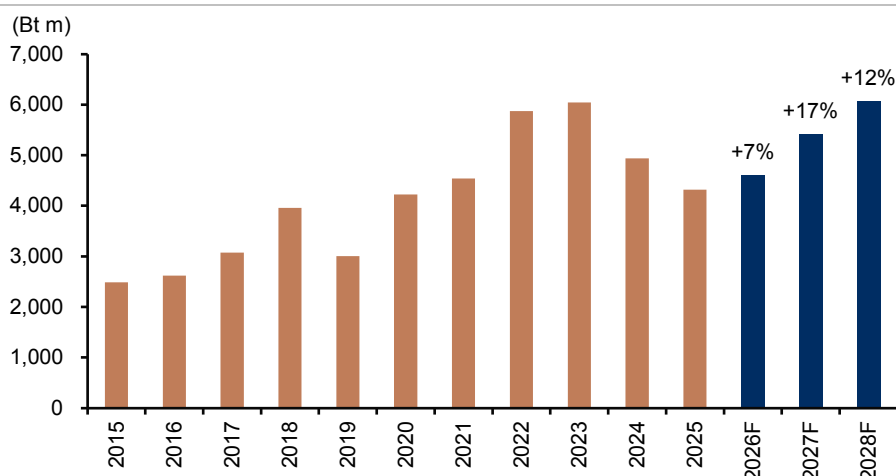
Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 2: Key Assumption Changes

|                          | 2024   | 2025   | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Presales (Bt m)</b>   |        |        |        |        |        |
| New                      | 46,752 | 46,865 | 49,208 | 52,653 | 56,339 |
| Old                      |        | 46,865 | 46,608 | 48,939 | 50,407 |
| Change (%)               |        |        | 5.6    | 7.6    | 11.8   |
| <b>Revenue (Bt m)</b>    |        |        |        |        |        |
| New                      | 36,988 | 37,345 | 40,721 | 43,506 | 46,275 |
| Old                      |        |        | 38,089 | 40,532 | 41,741 |
| Change (%)               |        |        | 6.9    | 7.3    | 10.9   |
| <b>Net profit (Bt m)</b> |        |        |        |        |        |
| New                      | 4,939  | 4,317  | 4,612  | 5,407  | 6,073  |
| Old                      |        |        | 4,405  | 5,068  | 5,426  |
| Change (%)               |        |        | 4.7    | 6.7    | 11.9   |

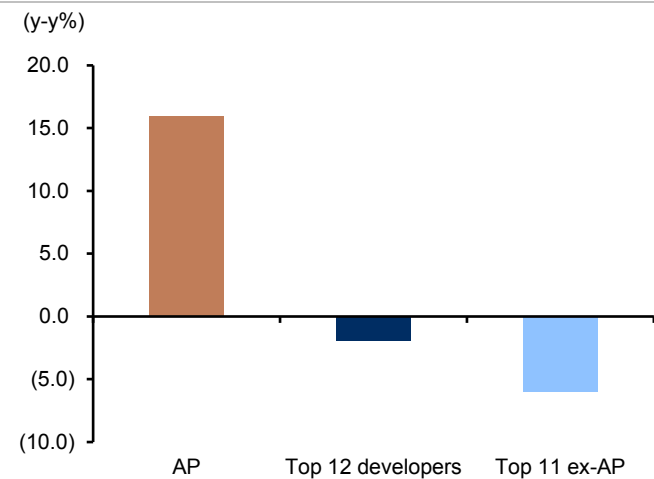
Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 3: Earnings Profile



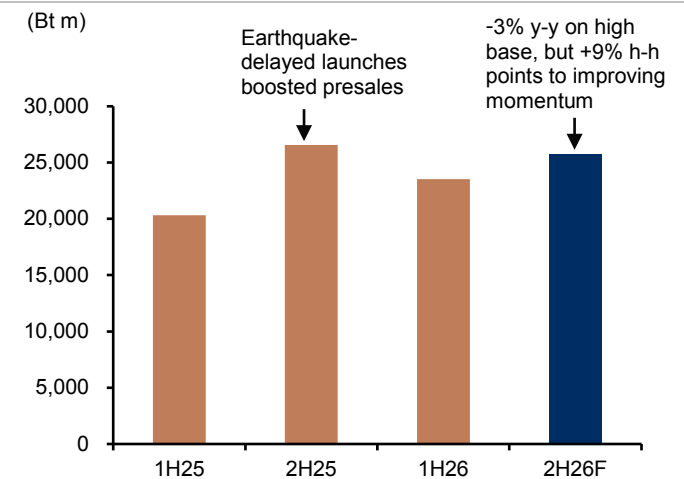
Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 4: 6M26 Presales Growth



Sources: Company data, ttb wealth compilation

## Ex 5: AP's Presales Momentum Is Improving



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 6: Quarterly Launch Plan

|                                  | 1Q25         | 2Q25         | 3Q25          | 4Q25          | 1Q26         | 2Q26          | 3Q26          | 4Q26          |
|----------------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>No. of projects</b>           |              |              |               |               |              |               |               |               |
| Low-rise                         | 1            | 6            | 13            | 21            | 2            | 11            | 15            | 12            |
| Condo                            | 1            | 0            | 1             | 1             | 1            | 1             | 2             | 2             |
| <b>Total</b>                     | <b>2</b>     | <b>6</b>     | <b>14</b>     | <b>22</b>     | <b>3</b>     | <b>12</b>     | <b>17</b>     | <b>14</b>     |
| <b>Total launch value (Bt m)</b> |              |              |               |               |              |               |               |               |
| Low-rise                         | 1,450        | 8,400        | 19,350        | 20,800        | 1,930        | 12,650        | 15,400        | 13,420        |
| Condo                            | 1,800        | -            | 4,600         | 3,200         | 3,600        | 4,500         | 2,500         | 2,000         |
| <b>Total</b>                     | <b>3,250</b> | <b>8,400</b> | <b>23,950</b> | <b>24,000</b> | <b>5,530</b> | <b>17,150</b> | <b>17,900</b> | <b>15,420</b> |

Source: Company data

## Ex 7: Condo Launches In 2026

| Project           | Life Ratchada-Rama 9 | Life Sukhumvit-Rama4 | Aspire Sathorn Taksin Priva | Good Day More Bang Mod | Good Day | Aspire   |
|-------------------|----------------------|----------------------|-----------------------------|------------------------|----------|----------|
| <b>Value</b>      | Bt3,600m             | Bt4,500m             | Bt1,200m                    | Bt1,300m               | Bt800m   | Bt1,200m |
| <b>Unit</b>       | 851                  | 1054                 | 381                         | 731                    | 378      | 440      |
| <b>Floors</b>     | 8                    | 46                   | 22                          | 8                      | n.a.     | n.a.     |
| <b>Size</b>       | 28.0-60.0 sqm        | 27.2-60.2 sqm        | 32.0-45.0 sqm               | 26.0-38.0 sqm          | n.a.     | n.a.     |
| <b>Price</b>      | Starts B3.89m        | Starts B3.49m        | Starts Bt2.49m              | Starts Bt2.19m         | n.a.     | n.a.     |
| <b>Completion</b> | 4Q27                 | 2Q28                 | 2Q28                        | 1Q28                   | 2Q28     | 1Q28     |
| <b>Presales</b>   | 1Q26                 | 2Q26                 | Sep-26                      | Sep-26                 | 4Q26     | 4Q26     |

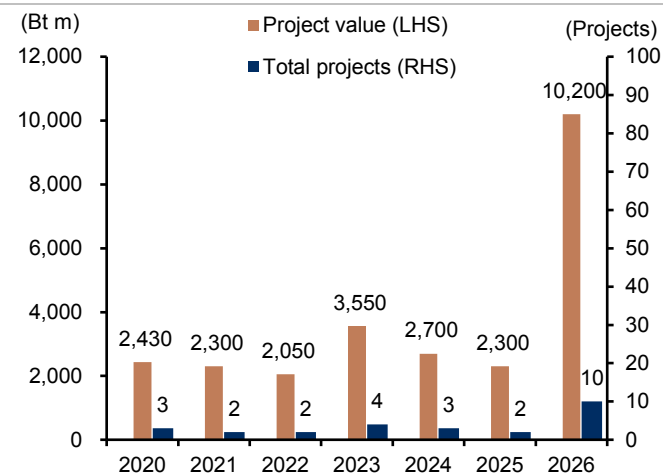
Source: Company data

### Ex 8: AP's Upcountry Expansion Under The Apitown Brand



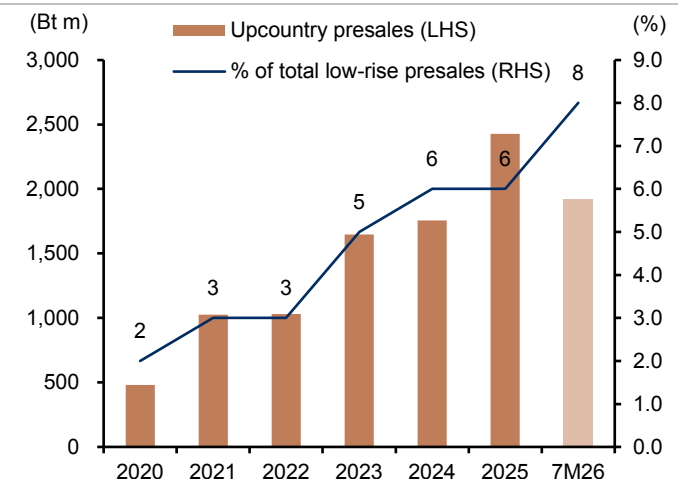
Source: Company data

### Ex 9: Upcountry Launches Per Year



Source: Company data

### Ex 10: Upcountry Presales



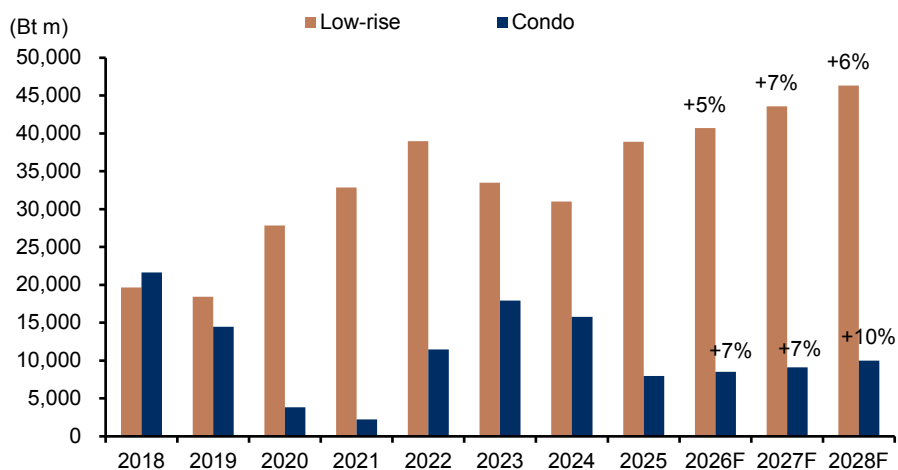
Source: Company data

### Ex 11: Upcountry Take-up Well Above The Average Of 20-25%

|                     | Project value<br>(Bt m) | No. of units | % sold<br>(as of 30/6/26) | Launch           |
|---------------------|-------------------------|--------------|---------------------------|------------------|
| Apitown Hua Hin     | 850                     | 163          | 34% (as of 30/6/26)       | 2Q26             |
| Apitown Saraburi    | 750                     | 151          | 46% (as of 30/6/26)       | 2Q26             |
| Apitown Chanthaburi | 1,000                   | 235          | 70% (as of 31/8/26)       | 3Q26 (1 Aug)     |
| Apitown Hatyai      | 1,300                   | 190          | 15% (as of 31/8/26)       | 3Q26 (29 August) |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 12: Growing Low-rise Presales



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 13: New Condominium Transfers In 2026

| 1Q26                                                                               | 1Q26                                                                               | 3Q26                                                                               | 3Q26                                                                                | 4Q26                                                                                 |
|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  |  |  |  |
| <b>aspire</b><br>ITSARAPHAP STATION                                                | <b>GOOD DAY</b><br>Sukhumvit 93                                                    | <b>RHYTHM</b><br>CHAROENNAKHON-ICONIC                                              | <b>Life</b><br>Sathorn - Narathiwas 22                                              | <b>Life</b><br>CHAROENNAKHON - SATHORN                                               |
| Bt950m (AP)                                                                        | Bt1,100m (AP)                                                                      | Bt5,000m (JV)                                                                      | Bt1,800m (JV)                                                                       | Bt2,500m (AP)                                                                        |
| 270 units                                                                          | 604 units                                                                          | 577 units                                                                          | 416 units                                                                           | 580 units                                                                            |
| SOLD 37%                                                                           | SOLD 66%                                                                           | SOLD 85%                                                                           | SOLD 30%                                                                            | SOLD 65%                                                                             |

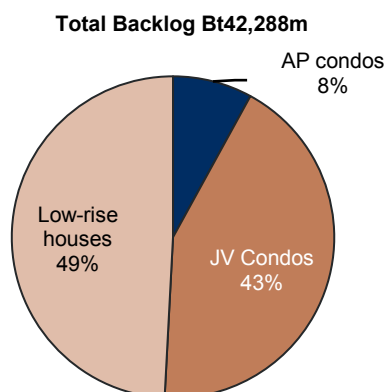
Source: Company data

## Ex 14: Condo Completion

|                               | Project value<br>(Bt m) | Units        | % sold<br>(30/6/26) | Launch | Start transfer | Last transfer |
|-------------------------------|-------------------------|--------------|---------------------|--------|----------------|---------------|
| <b>2026F</b>                  |                         |              |                     |        |                |               |
| Aspire Itsaraphap Station     | 950                     | 270          | 59                  | 3Q24   | 1Q26           | 4Q28          |
| Good Day Sukhumvit 93         | 1,100                   | 604          | 91                  | 4Q24   | 1Q26           | 2Q28          |
| Life Charoennakhon Sathorn    | 2,500                   | 580          | 68                  | 2Q24   | 4Q26           | 4Q28          |
| Rhythm Charoennakhon Iconic   | 5,000                   | 577          | 85                  | 4Q23   | 3Q26           | 2Q28          |
| Life Sathorn-Narathiwas 22    | 1,800                   | 416          | 35                  | 1Q25   | 3Q26           | 4Q28          |
| <b>Total</b>                  | <b>11,350</b>           | <b>2,447</b> | <b>72</b>           |        |                |               |
| <b>2027F</b>                  |                         |              |                     |        |                |               |
| Aspire Huaikwang              | 4,800                   | 1,274        | 67                  | 2Q24   | 2Q27           | 2Q29          |
| Aspire Sukhumvit 103          | 3,200                   | 1,126        | 34                  | 4Q25   | 2Q27           | 2Q29          |
| Life Ratchada-Rama 9          | 3,600                   | 851          | 31                  | 1Q26   | 4Q27           | 4Q29          |
| <b>Total</b>                  | <b>11,600</b>           | <b>3,251</b> | <b>47</b>           |        |                |               |
| <b>2028F</b>                  |                         |              |                     |        |                |               |
| Good Day More Bang Mod        | 1,300                   | 731          | 0                   | 3Q26   | 1Q28           | 2Q30          |
| JV condominium - Aspire       | 1,200                   | 440          | 0                   | 4Q26   | 1Q28           | 4Q29          |
| JV condominium - Good Day     | 800                     | 378          | 0                   | 4Q26   | 2Q28           | 2Q30          |
| Life Sukhumvit-Rama 4         | 4,500                   | 1,054        | 26                  | 2Q26   | 2Q28           | 4Q30          |
| Aspire Sathorn - Taksin Priva | 1,200                   | 381          | 0                   | 3Q26   | 2Q28           | 2Q30          |
| Life Udomsuk Station          | 4,600                   | 1,004        | 63                  | 3Q25   | 3Q28           | 2Q30          |
| <b>Total</b>                  | <b>13,600</b>           | <b>3,988</b> | <b>30</b>           |        |                |               |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 15: Backlog (as of 30 June 2026)



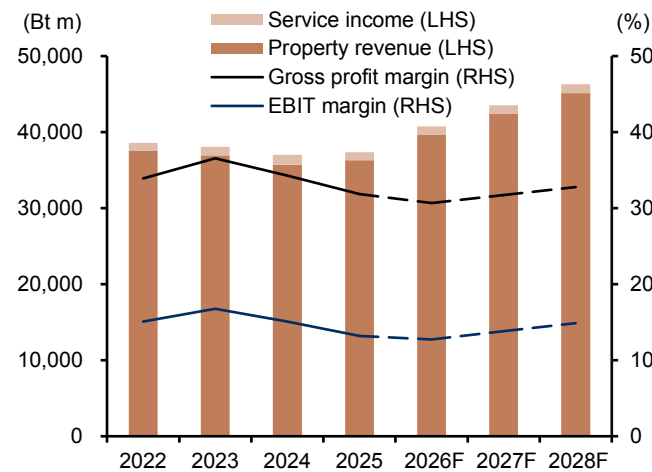
Source: Company data

## Ex 16: Condo Backlog

| (Bt m)                     | Backlog       | 2026F        | 2027F        | 2028F        | 2029F      |
|----------------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------------|
| <b>Condo backlog</b>       |               |              |              |              |            |
| AP condos                  | 3,242         | 599          | 2,150        | 493          | 0          |
| JV condos (100%)           | 18,184        | 5,532        | 7,124        | 4,932        | 596        |
| <b>Total backlog</b>       | <b>21,426</b> | <b>6,131</b> | <b>9,274</b> | <b>5,425</b> | <b>596</b> |
| Our forecast condo revenue |               | 10,847       | 12,425       | 11,835       | 8,569      |
| % secure                   |               | 92           | 91           | 63           | 30         |

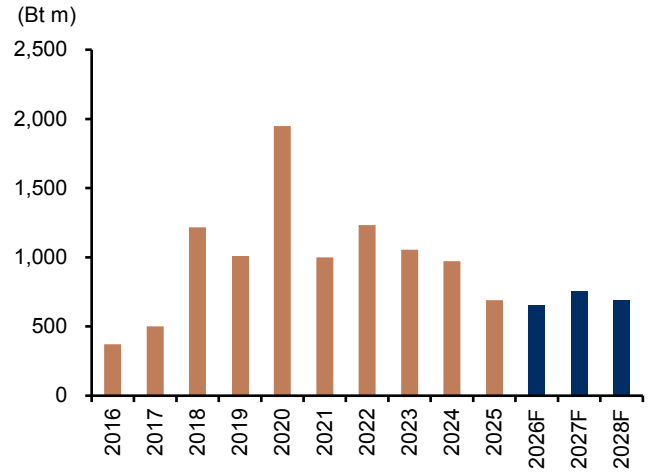
Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 17: Revenue And Margin



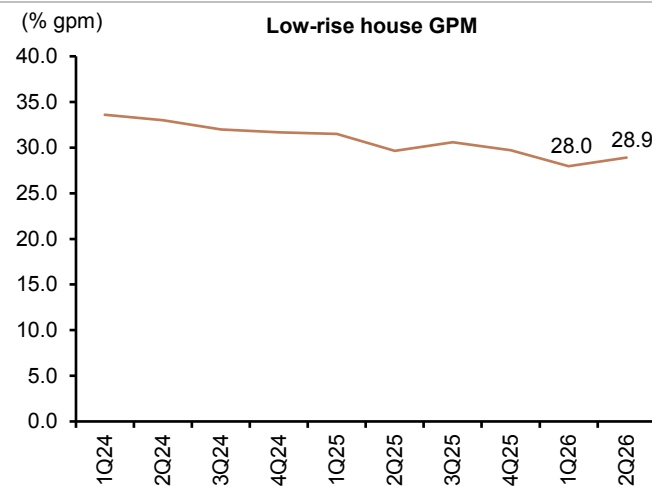
Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 18: Equity Income



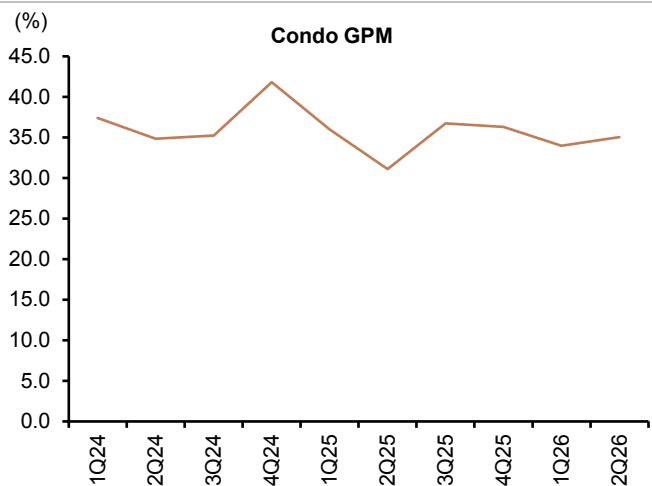
Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 19: Low-rise Gross Margin Bottoming Out



Source: Company data

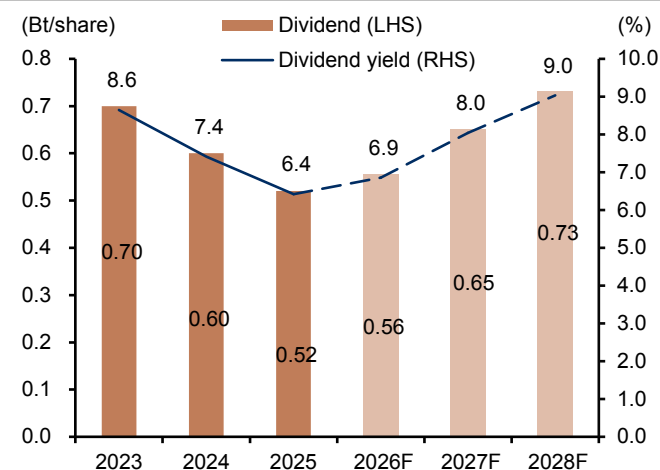
## Ex 20: Resilient Condo Gross Margin



Source: Company data

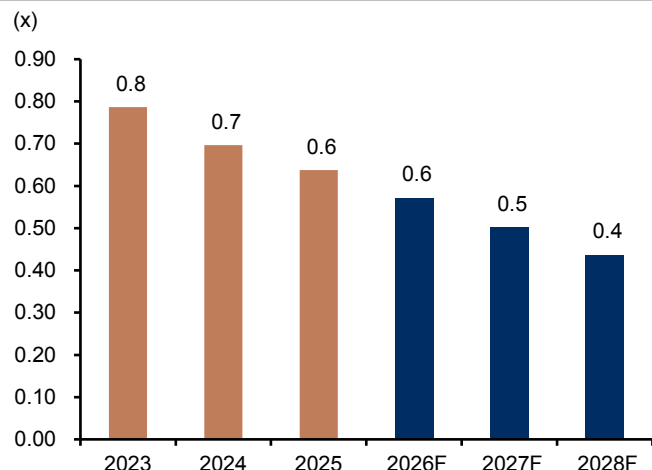
Note: GPM was low in 2Q25 due to a one-off low-margin project, which is now sold out.

## Ex 21: Decent Dividend Yields



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 22: Net D/E



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 23: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2027F

| (Bt m)                             |        | 2027F | 2028F | 2029F | 2030F | 2031F | 2032F | 2033F | 2034F  | 2035F  | 2036F  | 2037F  | Terminal value |
|------------------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| EBITDA                             |        | 6,129 | 7,018 | 7,894 | 8,294 | 8,757 | 9,275 | 9,818 | 10,387 | 10,919 | 11,497 | 12,104 |                |
| Free cash flow                     |        | 2,609 | 2,930 | 3,524 | 3,936 | 4,857 | 5,383 | 5,861 | 6,369  | 6,013  | 4,178  | 7,816  | 99,689         |
| PV of free cash flow               |        | 2,602 | 2,421 | 2,648 | 2,688 | 3,016 | 3,039 | 3,008 | 2,971  | 2,550  | 1,611  | 2,739  | 34,933         |
| Risk-free rate (%)                 | 2.5    |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| Market risk premium (%)            | 8.0    |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| Beta                               | 1.2    |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| WACC (%)                           | 10.0   |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| Terminal growth (%)                | 2.0    |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| Enterprise value - add investments | 64,227 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| Net debt (2026F)                   | 28,051 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| Minority interest                  | (16)   |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| Equity value                       | 36,192 |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| # of shares (m)                    | 3,146  |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |
| Target price/share (Bt)            | 11.50  |       |       |       |       |       |       |       |        |        |        |        |                |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 24: Valuation Comparison With Regional Peers

| Name                         | BBG Code   | Country   | EPS growth |      | — PE — |      | — P/BV — |     | EV/EBITDA |      | Div yield |     |
|------------------------------|------------|-----------|------------|------|--------|------|----------|-----|-----------|------|-----------|-----|
|                              |            |           | 26F        | 27F  | 26F    | 27F  | 26F      | 27F | 26F       | 27F  | 26F       | 27F |
|                              |            |           | (%)        | (%)  | (x)    | (x)  | (x)      | (x) | (x)       | (x)  | (%)       | (%) |
| Country Garden Holdings      | 2007 HK    | China     | (4.8)      | 36.4 | na     | na   | na       | na  | na        | na   | 0.0       | 0.0 |
| China Overseas Land & Invest | 688 HK     | Hong Kong | (14.4)     | 5.1  | 11.5   | 11.0 | 0.4      | 0.4 | 12.9      | 12.3 | 3.3       | 3.5 |
| China Resources Land         | 1109 HK    | Hong Kong | (6.3)      | 4.5  | 9.8    | 9.3  | 0.7      | 0.7 | 9.9       | 9.4  | 3.7       | 3.9 |
| Hang Lung Properties         | 101 HK     | Hong Kong | (7.3)      | 9.6  | 12.1   | 11.0 | 0.3      | 0.3 | 15.3      | 14.3 | 7.4       | 7.4 |
| Henderson Land Development   | 12 HK      | Hong Kong | 8.6        | 10.4 | 15.4   | 14.0 | 0.4      | 0.4 | 22.3      | 19.9 | 4.7       | 4.7 |
| Sun Hung Kai Properties      | 16 HK      | Hong Kong | 4.4        | 7.3  | 14.9   | 13.9 | 0.6      | 0.5 | 13.6      | 11.5 | 3.3       | 3.5 |
| Sino Land                    | 83 HK      | Hong Kong | (10.8)     | 0.6  | 20.4   | 20.3 | 0.6      | 0.6 | 14.1      | 14.4 | 5.5       | 5.5 |
| City Developments            | CIT SP     | Singapore | 10.4       | 15.7 | 17.6   | 15.2 | 0.8      | 0.7 | 18.7      | 16.5 | 2.2       | 2.3 |
| Asian Property Devt          | AP TB *    | Thailand  | 6.8        | 17.2 | 5.5    | 4.7  | 0.5      | 0.5 | 10.2      | 8.5  | 6.9       | 8.0 |
| Land and Houses              | LH TB *    | Thailand  | (2.2)      | 22.8 | 14.7   | 11.9 | 0.8      | 0.8 | 36.8      | 26.2 | 4.8       | 5.9 |
| Quality Houses               | QH TB *    | Thailand  | 28.5       | 9.0  | 6.8    | 6.2  | 0.5      | 0.5 | 23.8      | 17.4 | 8.1       | 8.8 |
| Sansiri                      | SIRI TB *  | Thailand  | 1.7        | 9.4  | 6.3    | 5.8  | 0.5      | 0.5 | 26.6      | 23.4 | 8.0       | 8.6 |
| Supalai                      | SPALI TB * | Thailand  | 5.9        | 8.6  | 7.3    | 6.8  | 0.6      | 0.5 | 15.3      | 13.4 | 7.8       | 8.4 |
| L.P.N. Development Pcl       | LPN TB     | Thailand  | (46.8)     | 60.0 | 31.2   | 19.5 | 0.2      | 0.2 | 24.5      | 22.3 | 5.1       | 5.2 |
| Pruksa Holding Pcl           | PSH TB     | Thailand  | (19.8)     | 11.7 | 18.3   | 16.3 | 0.2      | 0.2 | 12.9      | 11.9 | 4.1       | 4.9 |
| Average                      |            |           | (3.1)      | 15.2 | 13.7   | 11.9 | 0.5      | 0.5 | 18.3      | 15.8 | 5.0       | 5.4 |

Sources: Bloomberg consensus, \*\*ttb wealth estimates

Based on 8 September 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอเชียน พร็อพเพอร์ตี้ ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทพัฒนาที่อยู่อาศัยในกรุงเทพฯ โดยบริษัท ดำเนินโครงการประเภทต่างๆ ดังนี้ โครงการทาวน์เฮ้าส์ ภายใต้แบรนด์ บ้านกลางเมือง และ The Pleno โครงการบ้านเดี่ยว ภายใต้แบรนด์ บ้านกลางกรุง, The City, The Centro, และ The Palazzo; และโครงการคอนโด ภายใต้แบรนด์ The Address, The Rhythm, The Life, และ The Aspire

Source: ttb wealth

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

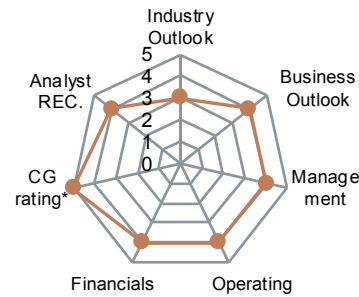
## S — Strength

- มีความยืดหยุ่นในการปรับผลิตภัณฑ์สูง
- เป็นผู้นำในตลาดทาวน์เฮ้าส์ในเมือง และคอนโด และมีส่วนแบ่งตลาดบ้านแนวราบเพิ่มขึ้น
- มีผลิตภัณฑ์ที่หลากหลาย

## O — Opportunity

- การขยายตัวของกลุ่มเป้าหมาย และภูมิศาสตร์
- เจาะตลาดระดับ mid-to-low end

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: ttb wealth; \*CG Rating

## W — Weakness

- รุกตลาด low-end ที่ซึ่งมีความต้องการสูงที่สุดน้อย
- เจาะตลาดต่างจังหวัดน้อย

## T — Threat

- การแข่งขัน/ความต้องการของคอนโด CBD ที่ผันผวน
- ภาษีที่ดินและสิ่งปลูกสร้างใหม่

## CONSENSUS COMPARISON

|                       | Consensus | ttb wealth | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 9.60      | 11.50      | 20%     |
| Net profit 26F (Bt m) | 4,575     | 4,612      | 1%      |
| Net profit 27F (Bt m) | 4,884     | 5,407      | 11%     |
| Consensus REC         | BUY: 19   | HOLD: 0    | SELL: 0 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2026F ของเราสอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา
- อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2027F และราคาเป้าหมายสูงกว่าของตลาด เนื่องจากมองว่าความต้องการอสังหาฯ และอัตรากำไรขั้นต้นจะฟื้นตัวตามการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ

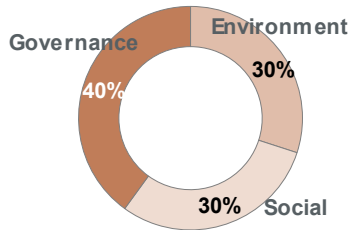
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

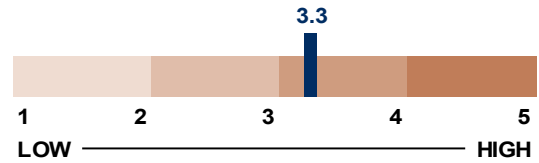
- เศรษฐกิจเติบโตต่ำกว่าคาด อาจกระทบดีมานด์ที่อยู่อาศัยและแนวโน้มการเติบโตในอนาคต ซึ่งเป็นความเสี่ยงหลักต่อคำแนะนำของเรา
- สำหรับธุรกิจคอนโดประมาณการกำไรของเราอาจต่ำกว่าคาด หากเกิดการยกเลิกการซื้อหรือการก่อสร้างล่าช้า
- การฟื้นตัวของอัตราดอกเบี้ยเป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงสำคัญ หากการแข่งขันด้านราคายังคงรุนแรง มีการจัดโปรโมชั่นมากขึ้น หรือการระบายสต็อกทำได้ช้ากว่าคาด อาจทำให้แรงกดดันต่ออัตรากำไรยืดเยื้อ และชะลอการฟื้นตัว ส่งผลกระทบต่อประมาณการกำไรของเรา

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) |
|----|---------------|-------------------|------------|---------------------------------|----------------|------------------|-----------------|
| AP | YES           | AA                | -          | 3.32                            | 0              | 57.57            | 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)

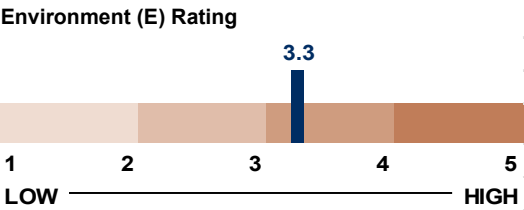
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



## ESG Summary

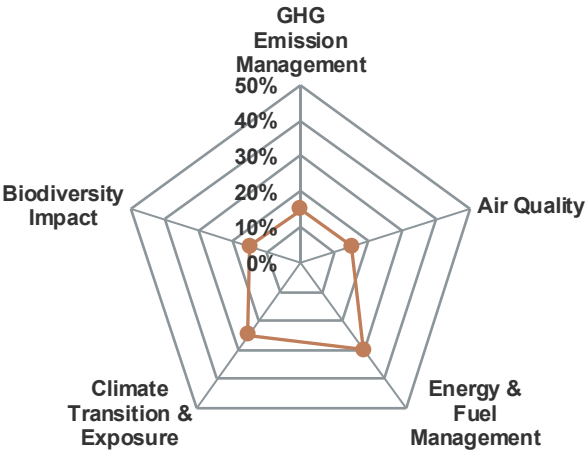
- AP เป็นหนึ่งในผู้พัฒนาอสังหาริมทรัพย์เพื่อที่อยู่อาศัยรายใหญ่ที่สุดของประเทศไทย โดยมีผลิตภัณฑ์หลากหลาย ตั้งแต่ทาวน์เฮาส์และบ้านเดี่ยว ขณะที่โครงการคอนโดมิเนียมส่วนใหญ่พัฒนาผ่านการร่วมทุนกับมิตซูบิชิ เอสเตท ซึ่ง AP ถือหุ้น 51% ธุรกิจหลักของบริษัทเน้นที่กรุงเทพฯ และเขตชานเมือง โดยยอดขายในต่างจังหวัดคิดเป็น 5% ในปี 2025 และตั้งเป้าไว้ที่ 10% ภายในสามปี
- เราให้คะแนน ESG แก่ AP ในระดับที่ค่อนข้างสูงถึง 3.3 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของภาคอุตสาหกรรมที่ 3.1 AP แสดงให้เห็นถึงการจัดการด้านสิ่งแวดล้อมที่ครอบคลุมและแนวปฏิบัติด้านสังคมที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งด้านธรรมาภิบาลซึ่งเป็นเสาหลักที่แข็งแกร่งที่สุด
- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) แก่ AP ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.4 โดยได้รับการสนับสนุนจากรูปแบบธุรกิจที่ยืดหยุ่นและมุ่งเน้นลูกค้า รวมถึงทักษะของคณะกรรมการที่สอดคล้องกับทิศทางเชิงกลยุทธ์ของบริษัทเป็นอย่างดี ส่วนที่ควรปรับปรุง ได้แก่ การเพิ่มความเป็นอิสระของคณะกรรมการและความหลากหลายทางเพศ
- นอกจากนี้ เรายังให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ AP ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.3 แม้ว่าการพัฒนาที่อยู่อาศัยจะไม่ใช่อุตสาหกรรมที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกหลัก แต่ AP ก็แสดงให้เห็นถึงการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม การขาดการวิเคราะห์สถานการณ์สภาพภูมิอากาศอย่างเป็นทางการ การเปิดเผยข้อมูลพิษทางอากาศในวงกว้าง และตัวชี้วัดประสิทธิภาพด้านความหลากหลายทางชีวภาพที่วัดได้ในระดับพอร์ตโฟลิโอ อธิบายได้ว่าทำไมบริษัทจึงไม่ได้รับคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่สูงกว่านี้
- คะแนนด้านสังคม (S) ของ AP ก็ค่อนข้างแข็งแกร่งเช่นกันที่ 3.3 ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงแนวปฏิบัติด้านสังคมที่ฝังอยู่ตลอดห่วงโซ่อุปทาน รวมถึงความปลอดภัยของลูกค้า ความปลอดภัยในสถานที่ก่อสร้าง การจัดการผลกระทบต่อชุมชน และการพัฒนาพนักงาน โดยยังมีช่องว่างในการเปิดเผยข้อมูลในส่วนของการผลกระทบต่อชุมชนและความปลอดภัยของซัพพลายเออร์

We assign AP a decent E score of 3.3 to reflect clear targets and good execution across GHG reduction, electricity and energy management, and green building design. We see areas for improvement in formal climate scenario analysis and broader air pollutant disclosure.



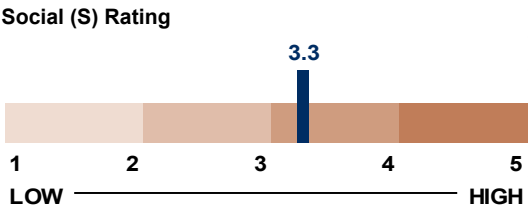
| ENVIRONMENT                                                                                                                                                                                                       | Our Comments                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <div><ul style="list-style-type: none"><li>Air Quality</li><li>Biodiversity Impact</li><li>Climate Transition &amp; Exposure</li><li>Energy &amp; Fuel Management</li><li>GHG Emission Management</li></ul></div> | <ul style="list-style-type: none"><li>We assign AP a decent E score of 3.3 vs. the sector average of 2.9, reflecting stronger environmental execution than peers.</li><li>On a positive note, AP demonstrates clear climate commitment through its Carbon Neutrality 2050 ambition, green design principles, and environmental risk screening embedded at the project feasibility stage.</li><li>GHG is well managed. Scope 1 and 2 emissions declined by 66% over two years to 1,409 tCO<sub>2</sub>e in 2024, driven by electricity efficiency, green building design, and resource management. AP targets a further 5% reduction in 2025 and 20% by 2029 from the 2024 base year.</li><li>Energy management supports this performance. Purchased electricity fell by over 93% from 2022 levels, while solar generation reached 1.1m kWh in 2024, representing 42% of total electricity consumption. Fuel consumption also declined 23% over two years. The company targets an additional 10% reduction in purchased electricity by 2029 from the 2024 base year.</li><li>Green building integration is well executed. Environmentally friendly materials accounted for 53% of total materials used in 2024, significantly exceeding the 25% target. AP aims to lift this share to ≥60% by 2029.</li><li>However, there are some areas for improvement. While the company adopts the TCFD framework for climate risk identification, there is no evidence of formal climate scenario analysis, such as pathway modelling or quantified physical and transition risk stress testing.</li><li>Air quality management currently focuses on PM10 dust control at construction sites, with results reported below regulatory thresholds. However, there is no disclosure of NOx, SOx, or a broader air pollutant inventory, limiting visibility into combustion-related pollution management.</li><li>Biodiversity practices are visible at the project level through surveys and tree planting.</li></ul> |

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign AP a decent 3.3 S score, reflecting social practices embedded in its development process, particularly in community protection, construction safety, and employee development, aligned with the United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights.



SOCIAL

Our Comments

- Access & Affordability
- Customer Welfare
- Diversity & Inclusion
- Fair Labor Practices
- Health, Safety & Well-being
- Human Rights & Community Relations
- Labor Relations
- Product Quality & Safety
- Social Supply Chain Management

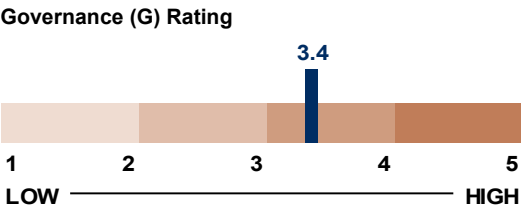
SCALE WEIGHTING



- We assign a decent 3.3 S score to AP, reflecting solid social management embedded throughout its real estate development value chain, with disclosure gaps across community impact and supplier safety.
- A key strength for AP is maintaining trust with surrounding communities. Community and customer safety are embedded into the project development process. Before project initiation, AP conducts environmental and social impact assessments and community considerations as part of land acquisition and feasibility studies. During construction, the company controls dust (PM10), noise, and pollution to remain within regulatory standards and provides complaint channels for communities. No environmental or community complaints were reported in 2024.
- Contractor and worker safety is another strength. AP requires contractors, construction supervisors, and project teams to comply with occupational health, safety, and environmental controls throughout construction. The Lost-Time Injury Frequency Rate (LTIFR) improved to 0.6 per 1m working hours in 2024, down from 0.8 in 2023, while the fatality rate was zero for both AP and suppliers/vendors.
- Human capital development is also a key operational focus through AP Academy and structured internal programs emphasizing design thinking, outward mindset, and leadership development. In 2024, training hours averaged 23, increasing from 20 per employee in 2023, higher than its 16-hour target. AP was ranked the 7th most attractive Thai firm to work at by QGEN Consultant in 2025.
- AP has good gender diversity with females at 49% of its workforce and promotes disabilities employment (32 people or 0.95%).
- AP conducts its risk and impact assessment in accordance with the United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights, using UNGP as a framework for operational decision-making and sustainability policy. In 2024, no complaints were reported regarding human rights violations and labor issues.
- We see room for improvement due to limited visibility on other construction-related emissions (e.g., NOx, SOx, and combustion pollutants) that may affect nearby communities. In addition, detailed injury rate data for suppliers and vendors is not disclosed, limiting transparency across the value chain.

Sources: ttb wealth, Company data

We assign AP a decent 3.4 G score. The company's governance score is higher than that of its peers, supported by a flexible, customer-focused business model. Areas for improvement include increasing board independence and gender diversity to fully meet best-practice standards.

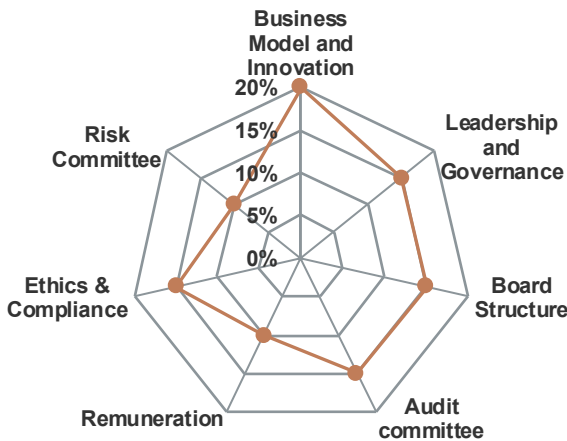


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

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

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

- We assign a decent 3.4 G score to AP, higher than the 3.1 sector average.
- On the positive side, AP's business model and innovation stand out vs. peers, being flexible and responsive to changing customer demands, while supporting well-being and sustainable living communities.
- AP has all key committees, including audit, remuneration, risk management, and corporate governance & sustainability and they are chaired by independent directors, ensuring strong oversight and accountability.
- AP maintains a comprehensive anti-corruption framework covering directors, executives, employees, and business partners, with systematic risk assessments, monitoring, and a robust whistleblowing system. No material corruption incidents were reported in 2024.
- The board structure is decent but not ideal. Despite being chaired by an independent director, the ratio of independent board members is only 54% (seven out of 13) which is below the ideal ratio of two-thirds. Board members possess expertise in real estate, finance, governance, risk, and audit. Gender diversity is limited, with just one female director (8%), and age diversity is concentrated between 50-70. Enhancing board composition and diversity could help AP progress toward a top-tier governance rating.

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2024A         | 2025A         | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales                             | 36,988        | 37,345        | 40,721        | 43,506        | 46,275        |
| Cost of sales                     | 24,316        | 25,450        | 28,245        | 29,707        | 31,118        |
| <b>Gross profit</b>               | <b>12,673</b> | <b>11,895</b> | <b>12,476</b> | <b>13,799</b> | <b>15,157</b> |
| % gross margin                    | 34.3%         | 31.9%         | 30.6%         | 31.7%         | 32.8%         |
| Selling & administration expenses | 7,099         | 6,965         | 7,289         | 7,788         | 8,283         |
| <b>Operating profit</b>           | <b>5,574</b>  | <b>4,930</b>  | <b>5,187</b>  | <b>6,011</b>  | <b>6,874</b>  |
| % operating margin                | 15.1%         | 13.2%         | 12.7%         | 13.8%         | 14.9%         |
| Depreciation & amortization       | 275           | 236           | 83            | 118           | 144           |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>5,849</b>  | <b>5,166</b>  | <b>5,270</b>  | <b>6,129</b>  | <b>7,018</b>  |
| % EBITDA margin                   | 15.8%         | 13.8%         | 12.9%         | 14.1%         | 15.2%         |
| Non-operating income              | 263           | 281           | 296           | 316           | 335           |
| Non-operating expenses            | (27)          | (14)          | 0             | 0             | 0             |
| Interest expense                  | (709)         | (629)         | (535)         | (509)         | (481)         |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>5,099</b>  | <b>4,569</b>  | <b>4,948</b>  | <b>5,818</b>  | <b>6,728</b>  |
| Income tax                        | 1,132         | 942           | 990           | 1,164         | 1,346         |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>3,967</b>  | <b>3,626</b>  | <b>3,959</b>  | <b>4,654</b>  | <b>5,383</b>  |
| % net margin                      | 10.7%         | 9.7%          | 9.7%          | 10.7%         | 11.6%         |
| Shares in affiliates' Earnings    | 972           | 690           | 653           | 753           | 690           |
| Minority interests                | (0)           | 1             | 0             | 0             | 0             |
| Extraordinary items               | 81            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>5,020</b>  | <b>4,317</b>  | <b>4,612</b>  | <b>5,407</b>  | <b>6,073</b>  |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>4,939</b>  | <b>4,317</b>  | <b>4,612</b>  | <b>5,407</b>  | <b>6,073</b>  |
| EPS (Bt)                          | 1.60          | 1.37          | 1.47          | 1.72          | 1.93          |
| Normalized EPS (Bt)               | 1.57          | 1.37          | 1.47          | 1.72          | 1.93          |

Despite the weak property market, we expect AP to see profit growth

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2024A         | 2025A         | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |               |               |               |               |               |
| Current assets:                 | 74,898        | 76,264        | 78,384        | 80,742        | 83,490        |
| Cash & cash equivalent          | 2,565         | 1,856         | 1,856         | 1,856         | 1,856         |
| Account receivables             | 193           | 173           | 190           | 203           | 216           |
| Inventories                     | 71,240        | 73,066        | 75,062        | 77,320        | 79,968        |
| Others                          | 899           | 1,170         | 1,276         | 1,363         | 1,450         |
| Investments & loans             | 7,667         | 7,128         | 7,128         | 7,128         | 7,128         |
| Net fixed assets                | 205           | 182           | 320           | 423           | 501           |
| Other assets                    | 2,124         | 2,087         | 2,260         | 2,406         | 2,551         |
| <b>Total assets</b>             | <b>84,893</b> | <b>85,661</b> | <b>88,091</b> | <b>90,698</b> | <b>93,669</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |               |               |               |               |               |
| Current liabilities:            | 18,608        | 17,222        | 18,543        | 18,501        | 18,444        |
| Account payables                | 2,641         | 2,665         | 2,958         | 3,111         | 3,258         |
| Bank overdraft & ST loans       | 4,674         | 2,414         | 4,486         | 4,242         | 4,001         |
| Current LT debt                 | 6,444         | 7,259         | 5,847         | 5,528         | 5,214         |
| Others current liabilities      | 4,849         | 4,884         | 5,253         | 5,620         | 5,971         |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>21,836</b> | <b>21,545</b> | <b>19,574</b> | <b>18,508</b> | <b>17,456</b> |
| Others LT liabilities           | 804           | 816           | 921           | 977           | 1,032         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>41,248</b> | <b>39,584</b> | <b>39,038</b> | <b>37,986</b> | <b>36,933</b> |
| Minority interest               | (20)          | (16)          | (16)          | (16)          | (16)          |
| Preferreds shares               | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Paid-up capital                 | 3,146         | 3,146         | 3,146         | 3,146         | 3,146         |
| Share premium                   | 89            | 89            | 89            | 89            | 89            |
| Warrants                        | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Surplus                         | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>40,429</b> | <b>42,858</b> | <b>45,834</b> | <b>49,493</b> | <b>53,517</b> |
| Shareholders' equity            | 43,664        | 46,094        | 49,069        | 52,728        | 56,752        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>84,893</b> | <b>85,661</b> | <b>88,091</b> | <b>90,698</b> | <b>93,669</b> |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

| <b>FY ending Dec (Bt m)</b>       | <b>2024A</b>   | <b>2025A</b>   | <b>2026F</b>   | <b>2027F</b>   | <b>2028F</b>   |
|-----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Earnings before tax               | 5,099          | 4,569          | 4,948          | 5,818          | 6,728          |
| Tax paid                          | (1,279)        | (982)          | (940)          | (1,153)        | (1,317)        |
| Depreciation & amortization       | 275            | 236            | 83             | 118            | 144            |
| Chg In working capital            | 25             | (1,781)        | (1,721)        | (2,117)        | (2,514)        |
| Chg In other CA & CL / minorities | 588            | 293            | 637            | 804            | 719            |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>4,708</b>   | <b>2,334</b>   | <b>3,007</b>   | <b>3,469</b>   | <b>3,762</b>   |
| Capex                             | (128)          | (192)          | (200)          | (200)          | (200)          |
| Right of use                      | 117            | 52             | 5              | 1              | 1              |
| ST loans & investments            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| LT loans & investments            | (965)          | 540            | 0              | 0              | 0              |
| Adj for asset revaluation         | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Chg In other assets & liabilities | 35             | 181            | 135            | 107            | 95             |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(941)</b>   | <b>580</b>     | <b>(60)</b>    | <b>(93)</b>    | <b>(105)</b>   |
| Debt financing                    | (1,130)        | (1,736)        | (1,312)        | (1,628)        | (1,608)        |
| Capital increase                  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Dividends paid                    | (2,200)        | (1,888)        | (1,636)        | (1,748)        | (2,049)        |
| Warrants & other surplus          | 87             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(3,243)</b> | <b>(3,623)</b> | <b>(2,947)</b> | <b>(3,376)</b> | <b>(3,657)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>3,767</b>   | <b>2,914</b>   | <b>2,947</b>   | <b>3,376</b>   | <b>3,657</b>   |

**VALUATION**

| <b>FY ending Dec</b>                | <b>2024A</b> | <b>2025A</b> | <b>2026F</b> | <b>2027F</b> | <b>2028F</b> |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Normalized PE (x)                   | 5.2          | 5.9          | 5.5          | 4.7          | 4.2          |
| Normalized PE - at target price (x) | 7.3          | 8.4          | 7.8          | 6.7          | 6.0          |
| PE (x)                              | 5.1          | 5.9          | 5.5          | 4.7          | 4.2          |
| PE - at target price (x)            | 7.2          | 8.4          | 7.8          | 6.7          | 6.0          |
| EV/EBITDA (x)                       | 9.6          | 10.6         | 10.2         | 8.5          | 7.2          |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 11.4         | 12.7         | 12.2         | 10.2         | 8.7          |
| P/BV (x)                            | 0.6          | 0.6          | 0.5          | 0.5          | 0.4          |
| P/BV - at target price (x)          | 0.8          | 0.8          | 0.7          | 0.7          | 0.6          |
| P/CFO (x)                           | 5.4          | 10.9         | 8.5          | 7.3          | 6.8          |
| Price/sales (x)                     | 0.7          | 0.7          | 0.6          | 0.6          | 0.6          |
| Dividend yield (%)                  | 7.4          | 6.4          | 6.9          | 8.0          | 9.0          |
| FCF Yield (%)                       | 14.8         | 11.4         | 11.6         | 13.2         | 14.4         |
| <b>(Bt)</b>                         |              |              |              |              |              |
| Normalized EPS                      | 1.57         | 1.37         | 1.47         | 1.72         | 1.93         |
| EPS                                 | 1.60         | 1.37         | 1.47         | 1.72         | 1.93         |
| DPS                                 | 0.60         | 0.52         | 0.56         | 0.65         | 0.73         |
| BV/share                            | 13.88        | 14.65        | 15.60        | 16.76        | 18.04        |
| CFO/share                           | 1.50         | 0.74         | 0.96         | 1.10         | 1.20         |
| FCF/share                           | 1.20         | 0.93         | 0.94         | 1.07         | 1.16         |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*Undemanding PE multiples,  
in our view*

## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2024A  | 2025A  | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Growth Rate</b>               |        |        |        |        |        |
| Sales (%)                        | (2.8)  | 1.0    | 9.0    | 6.8    | 6.4    |
| Net profit (%)                   | (17.1) | (14.0) | 6.8    | 17.2   | 12.3   |
| EPS (%)                          | (17.1) | (14.0) | 6.8    | 17.2   | 12.3   |
| Normalized profit (%)            | (18.3) | (12.6) | 6.8    | 17.2   | 12.3   |
| Normalized EPS (%)               | (18.3) | (12.6) | 6.8    | 17.2   | 12.3   |
| Dividend payout ratio (%)        | 37.6   | 37.9   | 37.9   | 37.9   | 37.9   |
| <b>Operating performance</b>     |        |        |        |        |        |
| Gross margin (%)                 | 34.3   | 31.9   | 30.6   | 31.7   | 32.8   |
| Operating margin (%)             | 15.1   | 13.2   | 12.7   | 13.8   | 14.9   |
| EBITDA margin (%)                | 15.8   | 13.8   | 12.9   | 14.1   | 15.2   |
| Net margin (%)                   | 10.7   | 9.7    | 9.7    | 10.7   | 11.6   |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.8    | 0.7    | 0.6    | 0.5    | 0.5    |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 0.7    | 0.6    | 0.6    | 0.5    | 0.4    |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 7.9    | 7.8    | 9.7    | 11.8   | 14.3   |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 8.2    | 8.2    | 9.9    | 12.0   | 14.6   |
| ROA - using norm profit (%)      | 5.9    | 5.1    | 5.3    | 6.0    | 6.6    |
| ROE - using norm profit (%)      | 11.7   | 9.6    | 9.7    | 10.6   | 11.1   |
| <b>DuPont</b>                    |        |        |        |        |        |
| ROE - using after tax profit (%) | 9.4    | 8.1    | 8.3    | 9.1    | 9.8    |
| - asset turnover (x)             | 0.4    | 0.4    | 0.5    | 0.5    | 0.5    |
| - operating margin (%)           | 15.7   | 13.9   | 13.5   | 14.5   | 15.6   |
| - leverage (x)                   | 2.0    | 1.9    | 1.8    | 1.8    | 1.7    |
| - interest burden (%)            | 87.8   | 87.9   | 90.2   | 92.0   | 93.3   |
| - tax burden (%)                 | 77.8   | 79.4   | 80.0   | 80.0   | 80.0   |
| WACC (%)                         | 10.0   | 10.0   | 10.0   | 10.0   | 10.0   |
| ROIC (%)                         | 6.0    | 5.3    | 5.5    | 6.2    | 6.9    |
| NOPAT (Bt m)                     | 4,336  | 3,913  | 4,150  | 4,809  | 5,499  |
| invested capital (Bt m)          | 74,053 | 75,456 | 77,120 | 79,150 | 81,567 |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*Balance sheet looks  
well under control,  
with net D/E at less  
than 1x*

## ESG Information - Third Party Terms

[www.Settrade.com](http://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](http://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 tracks 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) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ด. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรองรับ 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์ท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPPTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอสสิริ จำกัด (มหาชน) (SIRI) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสร่า สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

ณลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

nariporn.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

ศักดิ์สิทธิ์ 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, นิคมฯ, 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

วิชรัตน์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงสกุล

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 ลิมาวงษ์ปราวณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สดภาพร

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