

BUY (Unchanged)

TP: Bt 5.80 (From: Bt 6.00)

Change in Numbers

Upside : 14.9%

Gunkul Engineering Pcl (GUNKUL TB)

การขายสินทรัพย์เพิ่มโอกาสการเข้าประมูลใหม่

เรารวมผลจากการขายสินทรัพย์พลังงานทดแทนของ โคเวตาสัญญาพลังงานทดแทนที่ต่ำกว่าคาดในร่าง PDP ใหม่ และโอกาสรับงาน EPC ที่มากขึ้นสำหรับ GUNKUL โดยเราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 5.80 บาท/หุ้น แต่ยังมองว่ามี upside จากการลงทุนใหม่ จึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” GUNKUL



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-779-9119

nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

การขายสินทรัพย์พลังงานทดแทน

GUNKUL ประกาศการขายสัดส่วนการถือหุ้น 50% ในโครงการพลังงานทดแทน 12 โครงการ รวมกำลังการผลิตตามสัญญา 673MW ซึ่งได้จากการประมูล ‘RE Biglot’ เมื่อปี 2023 และมีกำหนด COD ในช่วงปี 2027-30F ให้แก่ บมจ. กัลฟ์ ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF) เมื่อเดือนกันยายน ทำให้กำลังการผลิตรวมตามสัดส่วนการถือหุ้นในมือของ GUNKUL ลดลง 337MW หรือ 14% จากเดิมที่ 2.36GW เหลือ 2.03GW มูลค่าการขายสินทรัพย์ครั้งนี้อยู่ที่เพียง 446.5 ลบ. เนื่องจากโครงการส่วนใหญ่อยู่ในระยะเริ่มต้นหรือยังไม่ได้เริ่มก่อสร้าง เรามองว่า GUNKUL ทำดีลครั้งนี้เพื่อหวังเพิ่มผลตอบแทนของโครงการผ่าน Synergy ที่จะเกิดขึ้น เช่น การลดต้นทุนก่อสร้างและต้นทุนทางการเงิน จากการมีพันธมิตรเชิงกลยุทธ์รายใหญ่ และเราคาดว่า GUNKUL จะเข้าร่วมประมูลโครงการภาครัฐในอนาคตเพื่อทดแทนกำลังการผลิตที่ขายไปนี้

ผลกระทบจากการขายสินทรัพย์

หลังการขายสินทรัพย์ เราปรับประมาณการกำไรของ GUNKUL ขึ้น 2/5% ในช่วงปี 2027-28F แต่ปรับลดลง 9% ในปี 2029F และปรับลงเฉลี่ย 10% ต่อปีหลังจากนั้น ทำให้ราคาเป้าหมายของเราลดลง 0.35 บาท/หุ้น (จากเดิมที่ 6.00 บาท) กำไรที่เราคาดสูงขึ้นในปี 2027-28F มาจากการรับรู้รายได้งานก่อสร้างของโครงการที่ขายไป โดยใช้สมมติฐานว่า GUNKUL ยังเป็นผู้รับเหมาหลักให้บริษัท JV ที่ร่วมกับ GULF นี้ ส่วนกำไรที่ลดลงตั้งแต่ปี 2029F มาจากการรับรู้กำไรจากโครงการที่ลดลงตามสัดส่วนหลังขายหุ้นไป 50% เนื่องจากโครงการส่วนใหญ่จะ COD ช่วงปี 2029-30F

ผลกระทบจาก PDP ฉบับใหม่

นอกจากการขายสินทรัพย์แล้ว เรามีการปรับสมมติฐานเกี่ยวกับกำลังการผลิตใหม่และงาน EPC ที่เราคาดว่า GUNKUL จะได้รับจากแผน PDP-2026 1) จากโคเวตาพลังงานทดแทนในร่างแผน PDP-2026 ซึ่งเผยแพร่เมื่อต้นเดือน ก.ย. ที่ออกมาน้อยกว่าคาด ทำให้เราปรับสมมติฐานกำลังการผลิตที่ GUNKUL จะได้ลงเหลือ 800MW สำหรับโรงไฟฟ้าแสงอาทิตย์ และ 200MW จากโรงไฟฟ้าพลังงานลม (จากเดิมคาดไว้ที่ 1.0GW และ 500MW) ซึ่งรวมทั้งโครงการภาครัฐและภาคเอกชน ซึ่งส่งผลลดต่อราคาเป้าหมายของเรา 0.15 บาท/หุ้น และ 2) จากงบประมาณการลงทุนระบบส่งไฟฟ้าในร่างแผน PDP ที่ใหญ่และกินเวลานานกว่าคาด ทำให้ปรับเพิ่มประมาณการรายได้จากงานก่อสร้างของ GUNKUL ขึ้นราว 25% ต่อปีตั้งแต่ปี 2029F เป็นต้นไป ซึ่งส่งผลบวกต่อราคาเป้าหมายของเรา 0.30 บาท/หุ้น

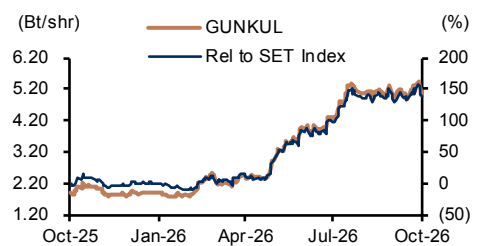
ผลกระทบรวมเป็นลบเล็กน้อย แต่ยังมี Upside เพิ่มเดิม; ยังแนะนำ “ซื้อ”

หลังการปรับสมมติฐานดังกล่าว เราปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2027F) ลดลงเหลือ 5.80 บาท/หุ้น (จาก 6.00 บาท) เนื่องจากผลลบจากการขายสินทรัพย์และโอกาสการลงทุนพลังงานทดแทนที่ลดลง มีน้ำหนักมากกว่าโอกาสงาน EPC ที่เพิ่มขึ้น แต่เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” GUNKUL ด้วย 3 เหตุผล คือ 1) เรามอง GUNKUL เป็นหนึ่งในผู้ได้ประโยชน์หลักจากการลงทุนโครงสร้างพื้นฐานไฟฟ้าของไทยรอบใหม่ ที่จะหนุนโดยการประกาศแผน PDP-2026 และการเติบโตของ Data Center ผ่านทั้งธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และธุรกิจ EPC ของบริษัท 2) เรามองมูลค่าพื้นฐานที่ 20 เท่า PE ในปี 2027F นั้นไม่แพงเมื่อเทียบกับ EPS ที่เติบโต 11/42% และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4/5% ในปี 2027-28F และ 3) เรามองโอกาสการลงทุนใหม่ของเงินที่ได้จากการขายสินทรัพย์ยังเป็น Upside ต่อประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	8,203	11,028	11,242	11,717
Net profit	1,769	2,015	2,239	3,187
Consensus NP	—	2,064	2,298	3,101
Diff frm cons (%)	—	(2.4)	(2.6)	2.8
Norm profit	1,761	2,015	2,239	3,187
Prev. Norm profit	—	2,042	2,200	3,026
Chg frm prev (%)	—	(1.3)	1.8	5.3
Norm EPS (Bt)	0.20	0.23	0.25	0.36
Norm EPS grw (%)	10.1	14.4	11.1	42.3
Norm PE (x)	25.5	22.3	20.0	14.1
EV/EBITDA (x)	20.6	17.0	16.8	16.9
P/BV (x)	3.2	3.0	3.0	2.7
Div yield (%)	2.4	4.0	4.0	5.0
ROE (%)	12.6	14.0	15.0	20.2
Net D/E (%)	77.7	59.3	52.8	49.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 2-Oct-26 (Bt)	5.05
Market Cap (US\$ m)	1,336.3
Listed Shares (m shares)	8,882.5
Free Float (%)	40.5
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	15.2
12M Price H/L (Bt)	5.45/1.77
Sector	Utilities
Major Shareholder	Gunkul Group Co.,Ltd. 50.68%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P8

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: GUNKUL's Power Generation Portfolio As Of 3Q26

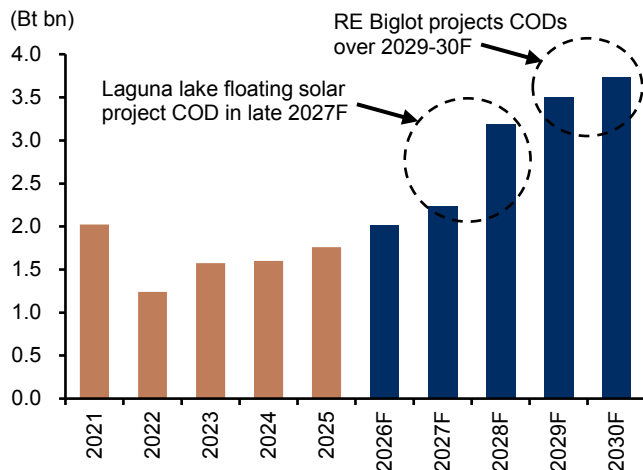
Project	Type	Location	Contracted capacity (MW)	Stake (%)	Equity capacity (MW)
1) Projects in operation					
GPG	Solar	Thailand	30.9	100.0%	30.9
GPS	Solar	Thailand	26.0	40.0%	10.4
NK Power	Solar	Thailand	1.0	100.0%	1.0
RNS	Solar	Thailand	87.0	100.0%	87.0
BMP solar	Solar	Thailand	8.0	100.0%	8.0
ECO	Solar	Thailand	5.0	51.0%	2.6
WED	Wind	Thailand	60.0	50.0%	30.0
GNP	Wind	Thailand	60.0	50.0%	30.0
KWE	Wind	Thailand	50.0	50.0%	25.0
Solar rooftop projects	Solar	Thailand	5.5	55.0%	3.0
Solar private PPAs	Solar	Thailand	122.3	100.0%	122.3
Subtotal - Thailand			455.7		350.2
Sendai	Solar	Japan	31.8	100.0%	31.8
Kimitsu	Solar	Japan	33.5	100.0%	33.5
Kenyir	Solar	Malaysia	30.0	70.0%	21.0
Tri Viet	Solar	Vietnam	60.0	100.0%	60.0
Phong Dien II	Solar	Vietnam	50.0	100.0%	50.0
Tan Chau	Solar	Vietnam	50.0	100.0%	50.0
Subtotal - Overseas			255.2		246.2
Total operating capacity (1)			710.9		596.4

Sources: Company data, ttb wealth estimates

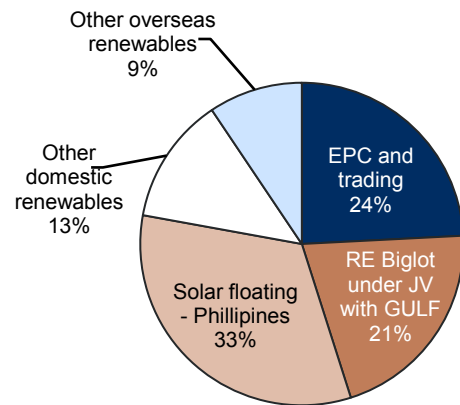
Ex 1: GUNKUL's Power Generation Portfolio As Of 3Q26 (Con't)

Project	Type	Location	Contracted capacity (MW)	Stake (%)	Equity capacity (MW)
2) Projects under development					
Solar private PPAs	Solar	Thailand	78.9	100.0%	78.9
RE Biglot 2023 - Solar	Solar	Thailand	1.6	100.0%	1.6
RE Biglot 2023 - Solar JV	Solar	Thailand	586.6	50.0%	293.3
RE Biglot 2023 - Solar ESS JV	Solar + ESS	Thailand	83.6	50.0%	41.8
RE Biglot 2023 - Wind JV	Wind	Thailand	464.0	50.0%	232.0
Subtotal - Thailand			1,214.7		647.6
Laguna Lake	Floating solar	Philippines	1,960.0	40.0%	784.0
Subtotal - Overseas			1,960.0		784.0
Total capacity under development (2)			3,174.7		1,431.6

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 2: Strong Earnings Growth Outlook Intact

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 3: Projected Earnings Contributors In 2030F

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 4: RE Projects Divested To GULF In June 2025

Project	Type	Contracted capacity (MW)	FiT rates (Bt/kWh)	Expected COD
PTN	Solar	60.0	2.6679	30-Nov-26
STN	Solar	70.0	2.1679	09-Dec-26
NWT 3	Solar	46.6	2.6679	31-Dec-26
SKA 3	Solar	46.6	2.1679	04-Jul-28
SKA 2	Solar	67.8	2.1679	09-Apr-29
NWT 2	Solar	77.6	2.6679	24-Oct-29
NWT 1	Solar	41.6	2.6679	15-Jan-30
Total - Solar		410.2		
NWT 4	Solar + ESS	17.6	3.3331	09-May-29
SKA 1	Solar + ESS	33.0	2.8331	09-Jun-30
Total - Solar ESS		50.6		

Sources: Company data, ttb wealth estimates

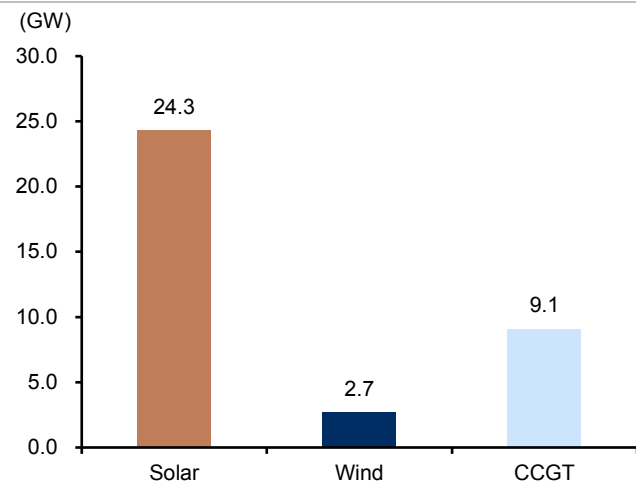
Note: GUNKUL sold 50% stake in these nine renewable projects to GULF for Bt704.0m in June 2025

Ex 5: RE Projects Divested To GULF In September 2026

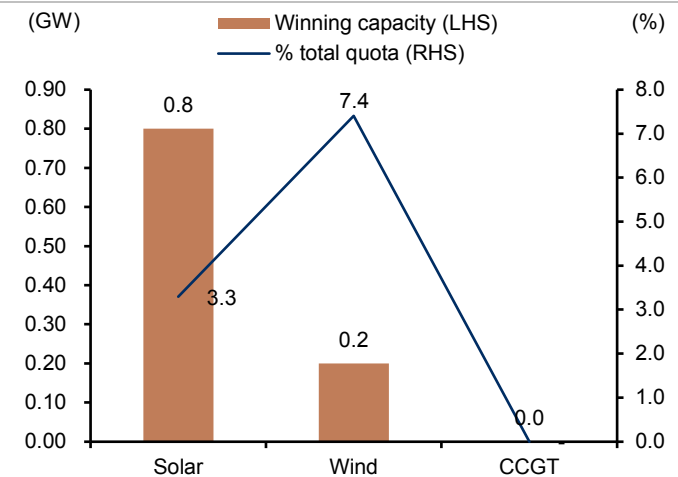
Project	Type	Contracted capacity (MW)	FiT rates (Bt/kWh)	Expected COD
KPT	Solar	19.4	2.1679	31-Dec-27
UDN1	Solar	31.0	2.1679	09-Feb-29
SPB	Solar	24.2	2.1679	16-Feb-29
SRN	Solar	63.0	2.1679	09-Oct-29
SNK	Solar	38.8	2.1679	09-Feb-30
Total - Solar		176.4		
UDN 2	Solar + ESS	33.0	2.8331	09-May-30
Total - Solar ESS		33.0		
GWD 1	Wind	41.6	3.1014	03-Jul-29
GWP 5	Wind	90.0	3.1014	19-Dec-29
GWP 3	Wind	90.0	3.1014	27-Mar-30
GWD 8	Wind	90.0	3.1014	17-Dec-30
GWD 6	Wind	90.0	3.1014	18-Dec-30
GWD 3	Wind	62.4	3.1014	19-Dec-30
Total - Wind		464.0		

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Note: GUNKUL sold 50% stake in these 12 renewable projects to GULF for Bt466.5m in September 2026

Ex 6: Lower-Than-Expected RE Quota In The Draft PDP

Sources: Energy Regulatory Commission (ERC), PDP-2026 draft for public hearing over 8-15 September 2026

Ex 7: We Assume Lower Potential Capacity For GUNKUL

Source: ttb wealth estimates

Ex 8: Approved Public Power Infrastructure Investments**1) Improvement and efficiency enhancement of the distribution system**

Project owner	Provincial Electricity Authority (PEA)
Budget	Bt20.9bn
Project duration	2026-28
Objective	To accommodate rising electricity demand and volatility from new technologies: EVs, peer-to-peer trading, demand response, and renewable energy
Scope of work	- Construction and improvement of the 22-33kV distribution system - Construction and improvement of distribution transformers and other equipment

2) Power system reliability upgrade towards a smart grid

Project owner	Provincial Electricity Authority (PEA)
Budget	Bt9.3bn
Project duration	2026-29
Objective	To reduce outage duration and speed up restoration following natural disasters; a pathway towards a smart grid
Scope of work	- Construction and improvement of 115kV and 22/33kV networks - Construction of substations and power lines - Installation of 115/22-33kV transformers

3) Transmission network expansion to serve large electricity users in the EEC area

Project owner	Electricity Generating Authority of Thailand (EGAT)
Budget	Bt31.1bn
Project duration	2027-33
Objective	To support investment in the EEC area, including 16 data center projects totaling 3.8GW of IT load capacity
Scope of work	- Construction of high-voltage substations - Improvement and expansion of the transmission system - Installation of reactive power compensation equipment

Sources: Energy Regulatory Commission (ERC)

Note: * Yet to pass the approval process but included as an estimate in the draft PDP-2026 published for public hearings from 8-15 September 2026

Ex 8: Approved Public Power Infrastructure Investments (Con't)

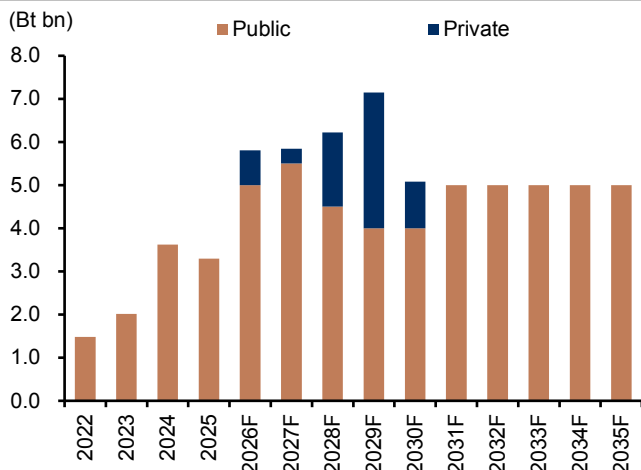
4) Renewable energy integration cost under PDP-2026*

Project owner	Electricity Generating Authority of Thailand (EGAT)
Budget	Bt360-700bn
Project duration	2029-50
Objective	To maintain stability and security in the national electricity grid with a higher renewable mix
Scope of work	- Expansion and improvement of the transmission system - Installation of STATCOM for voltage control - Integration of battery energy storage system - Installation of synchronous condensers

Sources: Energy Regulatory Commission (ERC)

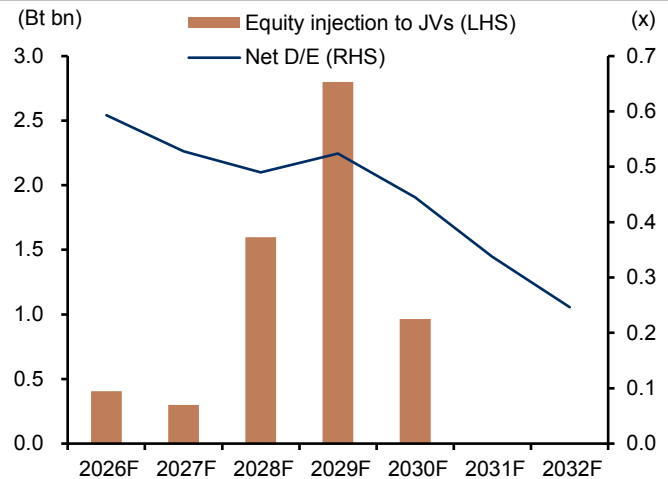
Note: * Yet to pass the approval process but included as an estimate in the draft PDP-2026 published for public hearings from 8-15 September 2026

Ex 9: Likely A Decade-long EPC Business Upcycle



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: Better Gearing Outlook After The Divestment



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 11: Our DCF-derived Sum-Of-The-Parts (SOTP)-Based 12-month TP Calculation

Valuation method		WACC (%)	Value per GUNKUL share (Bt)
Existing projects			
Solar farms TH	DCF	5.8%	0.75
Wind farms - TH	DCF	5.8%	0.73
Solar rooftop - TH	DCF	6.9%	0.68
RE Biglot PPAs	DCF	6.0-9.6%	1.21
Subtotal - Domestic			3.36
Solar farms - JP	DCF	5.8%	0.34
Solar farms - VN	DCF	7.4%	0.27
Solar farms - MY	DCF	5.8%	0.06
Solar floating - PH	DCF	7.4%	1.47
Subtotal - Overseas			2.14
Construction and equipment trading	DCF	8.5%	1.18
(+) PDP-2026 opportunities			0.19
- Solar 800MW			0.08
- Wind 200MW			0.12
Headquarter expenses	DCF	8.5%	(0.53)
Net debt			(0.55)
Grand total			5.80

Source: ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	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)	(%)	(%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	146.5	(58.8)	7.6	18.5	1.1	1.0	na	42.1	4.1	4.2
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	(39.0)	0.0	14.5	14.5	0.6	0.6	12.4	12.0	5.2	5.1
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	(11.3)	2.2	8.1	8.0	0.9	0.9	8.6	7.8	4.8	5.2
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	2.0	7.4	16.6	15.4	1.7	1.6	9.8	9.6	4.3	4.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	72.5	(40.7)	11.5	19.5	1.2	1.2	na	na	4.8	4.8
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(19.4)	6.9	9.1	8.5	1.0	0.9	9.0	8.5	5.0	5.3
Tata Power	TPWR IN	India	1.3	14.2	26.7	23.4	2.9	2.6	12.7	11.1	0.7	0.8
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	9.5	8.7	16.0	14.7	1.4	1.3	7.2	6.8	4.1	4.4
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(21.2)	na	17.2	na	1.6	1.5	8.9	7.9	2.2	2.2
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	(27.9)	15.8	26.4	22.8	2.1	2.1	14.1	11.9	1.3	1.5
Manila Electric	MER PM	Philippines	6.7	7.5	8.8	8.2	2.4	2.1	8.4	7.6	6.8	7.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	14.8	(20.8)	9.2	11.6	0.6	0.6	19.8	16.4	5.4	6.2
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	(16.6)	120.3	48.1	21.8	1.5	1.5	12.2	10.9	2.3	3.2
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	0.7	1.5	8.2	8.1	0.6	0.6	10.1	10.7	3.8	3.8
Energy Absolute Pcl*	EA TB	Thailand	30.7	(42.2)	5.5	9.6	0.3	0.3	6.3	6.6	0.0	0.0
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	41.7	5.5	7.4	7.0	0.6	0.6	23.3	23.1	5.1	5.1
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	5.0	29.0	26.0	20.2	1.3	1.3	13.2	11.3	3.1	3.2
Gulf Development Pcl *	GULF TB	Thailand	21.7	13.4	25.3	22.3	2.5	2.3	41.9	37.7	2.4	2.7
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	14.4	11.1	22.3	20.0	3.0	3.0	17.0	16.8	4.0	4.0
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	8.8	14.2	12.0	10.5	0.8	0.8	16.0	14.6	4.3	4.3
WHA Utilities & Power *	WHAUP TB	Thailand	(5.5)	35.9	23.0	17.0	1.9	1.9	25.3	22.5	3.6	3.6
Average			11.2	6.5	16.7	15.1	1.4	1.4	14.5	14.8	3.7	3.9

Sources: Bloomberg, * ttb wealth estimates

Based on 2 October 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. กันกุลเอ็นจิเนียริง (GUNKUL) ดำเนินธุรกิจ 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ 1) การค้าและการผลิตอุปกรณ์ไฟฟ้า 2) บริการก่อสร้างโครงสร้างพื้นฐานด้านไฟฟ้า และ 3) โรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน โดยปัจจุบันมีการผลิตไฟฟ้าจากแหล่งพลังงานหมุนเวียนเป็นแหล่งรายได้หลัก ซึ่งมีกำลังการผลิตดำเนินงานแล้วรวม 596MW ณ ปี 2025 ประกอบด้วยโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมในประเทศไทย โรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในต่างประเทศ และโครงการโซลาร์รูฟท็อปสำหรับขายไฟฟ้าให้ลูกค้าเอกชนในไทย

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ก่อตั้งมานาน และมีชื่อเสียงที่ดีในตลาด
- มีความสัมพันธ์ที่ดีกับการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย
- มีกระแสเงินสดจำนวนมากจากโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียนที่ได้รับเงินอุดหนุน (adders) ในประเทศไทย

O — Opportunity

- เติบโตสอดคล้องกับบลงทุนของการไฟฟ้าแห่งประเทศไทย และ GDP ของประเทศ
- การขยายกำลังการผลิตพลังงานทดแทนในไทย ทั้งจากการประมูลของภาครัฐ และความต้องการของเอกชน

CONSENSUS COMPARISON

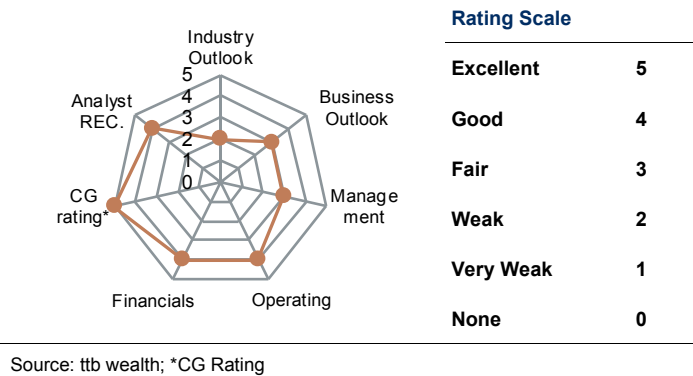
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	6.56	5.80	-12%
Net profit 26F (Bt m)	2,064	2,015	-2%
Net profit 27F (Bt m)	2,298	2,239	-3%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2026F ของเรต่ำกว่าของตลาดอยู่ 2-3% ซึ่งเราเชื่อว่าสาเหตุมาจากการที่เรามิ่มุมมองที่ระมัดระวังมากกว่าต่ออัตรากำไรจากโครงการ EPC ภาครัฐ
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า 12% เนื่องจากเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราได้สะท้อนมูลค่าที่สูงสูญเสียไปจากการขายสินทรัพย์พลังงานทดแทนในประเทศให้ GULF ล่าสุดไว้ในประมาณการเร็วกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- มีศักยภาพในการเติบโตในประเทศไทยที่จำกัด เนื่องจากสถานการณ์กำลังการผลิตไฟฟ้าที่สูงเกินความต้องการใช้งานของประเทศ
- ประสิทธิภาพการผลิตไฟฟ้าต้องอาศัยปัจจัยด้านสภาพอากาศเป็นอย่างมาก ซึ่งเป็นลักษณะปกติของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน

T — Threat

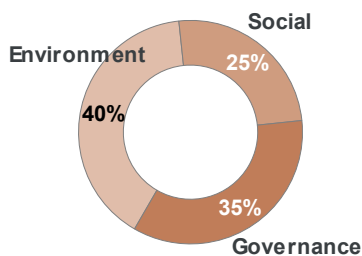
- ขาดความเชี่ยวชาญในเทคโนโลยีพลังงานใหม่ เช่น ระบบการซื้อขายแบบ peer-to-peer และการจัดเก็บแบตเตอรี่และไฟฟ้า
- การเพิ่มขึ้นของจำนวนบริษัทที่เข้ามาลงทุนในธุรกิจพลังงานหมุนเวียนเพื่อให้ได้ประโยชน์จากก้าวไปสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอน (carbon neutrality)

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

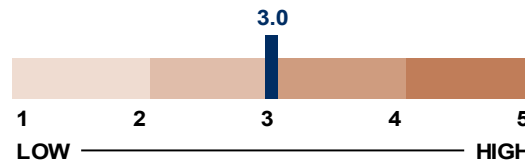
- สภาพธรรมชาติที่ไม่เอื้ออำนวยต่อการผลิตไฟฟ้า เช่น แสงอาทิตย์ต่ำและความเร็วลมต่ำ เป็นความเสี่ยงที่สำคัญประการหนึ่งต่อคาดการณ์ผลประกอบการของเรา
- กำลังการผลิตใหม่จากการร่วมทุนที่มีขนาดเล็กกว่าที่คาด และพัฒนาช้ากว่าคาดไว้เป็นความเสี่ยงรองลงมาต่อประมาณการมูลค่าของเรา
- ความล่าช้าหรือการยกเลิกการประมูลพลังงานทดแทนและโครงการโครงสร้างพื้นฐานโดยรัฐบาล เป็นอีกหนึ่งความเสี่ยงด้านลบต่อการเติบโตของธุรกิจของ GUNKUL และต่อประมาณการของเรา

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)
GUNKUL	YES	AAA	-	2.99	0	64.32	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)

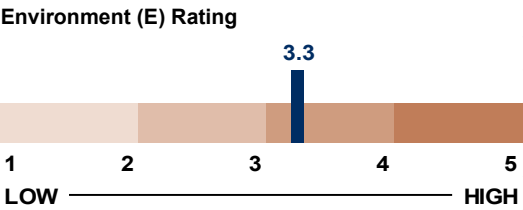
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- บมจ. กันกุลเอ็นจิเนียริง (GUNKUL) เป็นหนึ่งในผู้พัฒนาและผู้ดำเนินธุรกิจพลังงานทดแทนชั้นนำของประเทศไทย โดยมีจุดเด่นที่แตกต่างจากคู่แข่งผ่านการดำเนินธุรกิจแบบครบวงจรตั้งแต่ต้นน้ำ ไม่ว่าจะเป็นการผลิตอุปกรณ์ไฟฟ้า และการให้บริการด้านวิศวกรรม การจัดหา และการก่อสร้าง (EPC) ซึ่งช่วยสร้างความได้เปรียบด้านต้นทุนในการเข้าประมูลและดำเนินโครงการพลังงานทดแทนทั้งภาครัฐและเอกชน
- เราให้คะแนน ESG แก่ GUNKUL ที่ 3.0 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม สะท้อนให้เห็นถึงโปรไฟล์ด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่แข็งแกร่งผ่านธุรกิจพลังงานทดแทนหลัก ซึ่งช่วยลดการปล่อยมลพิษของตนเองและสนับสนุนเป้าหมายการลดคาร์บอนของประเทศ อย่างไรก็ตาม จุดเด่นนี้ถูกหักล้างบางส่วนด้วยด้านธรรมาภิบาล (G) ที่ค่อนข้างอ่อนแอ โดยเฉพาะโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังไม่สมบูรณ์แบบ
- เราประเมินให้ GUNKUL ได้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) อยู่ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.3 เนื่องจากธุรกิจหลักของบริษัทสอดคล้องกับแนวโน้มการลดการปล่อยคาร์บอนของโลก โครงการพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมของบริษัทมีการขยายตัวอย่างมีนัยสำคัญทั้งในประเทศและต่างประเทศ และยังคงเติบโตต่อเนื่อง
- เราประเมินให้ GUNKUL ได้คะแนนด้านสังคม (S) อยู่ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.1 โดยมีพื้นฐานจากผลงานที่แข็งแกร่งในการส่งมอบไฟฟ้าพลังงานทดแทนและบริการ EPC ซึ่งทั้งสองส่วนมีความสำคัญอย่างยิ่งต่อกลุ่มลูกค้า อีกทั้งยังมีมาตรฐานที่เหมาะสมในด้านความปลอดภัยของพนักงานและการมีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้เสีย
- เราให้คะแนน G ในระดับปานกลางที่ 2.6 แม้ว่าเราจะมองว่ากรอบการปฏิบัติตามกฎระเบียบและการบริหารความเสี่ยงของบริษัทนั้นเพียงพอแล้ว แต่โครงสร้างคณะกรรมการยังคงไม่เป็นไปตามมาตรฐานสากล ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงรูปแบบทั่วไปที่พบในบริษัทไทยที่ก่อตั้งโดยผู้ก่อตั้ง ประธานคณะกรรมการเป็นกรรมการที่ไม่เป็นอิสระ และสัดส่วนของกรรมการอิสระต่ำกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสม 2/3

GUNKUL’s Environmental profile, with a decent 3.3 score, is its key ESG strength. Its power business is purely exposed to renewables. However, the company also has an EPC construction business that still needs to make further progress in reducing its operational emissions.



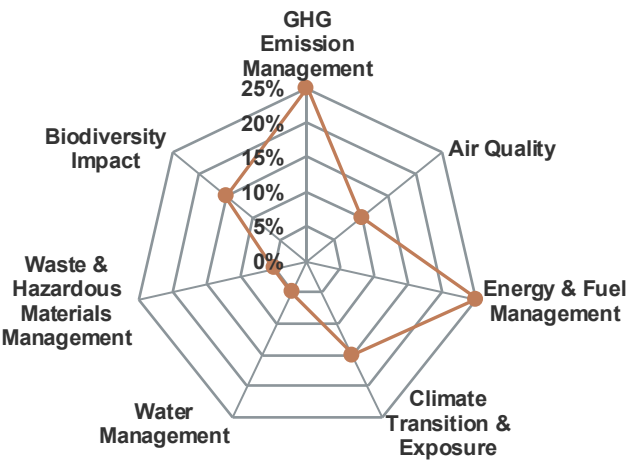
ENVIRONMENT

Our Comments

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

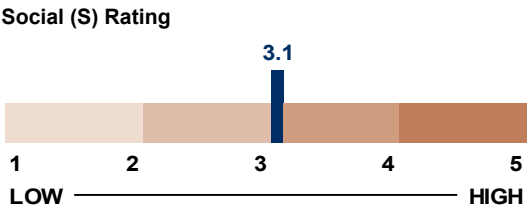
- We assign GUNKUL a decent E score of 3.3, primarily supported by its pure exposure to renewable electricity generation, comprising solar and wind assets with no fossil fuel-based operations. As of 2025, its operational power capacity included 350MW from domestic solar farms, rooftop solar, and wind projects, and 246MW from overseas solar projects.
- The absence of fossil fuel generation significantly limits both carbon emissions and air pollutants.
- However, its manufacturing and construction service segments still carry operational emission footprints. We have yet to see strong initiatives or policies aimed at reducing these emissions, aside from the company’s ongoing shift toward renewable electricity consumption, leveraging its own solar rooftop development capabilities.
- While solar operations require regular panel cleaning and manufacturing processes involve water usage, we view its current water management practices as largely basic.
- We also see potential biodiversity risks from renewable project development, particularly land use for solar and wind farms. Nonetheless, GUNKUL’s track record remains acceptable, despite a minor legal case related to land use in one of its wind power assets.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

GUNKUL’s decent S score of 3.1 is supported by its role in delivering critical electricity and construction services, along with acceptable community engagement and workforce safety standards. Its power engineering activities carry a higher operational risk than typical construction services.



SOCIAL

Our Comments

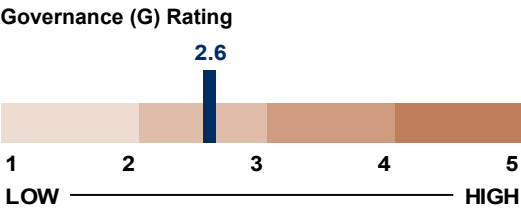
- Health, Safety & Well-being
 - Human Rights & Community Relations
 - Operational Risk Management
- We assign a decent S score of 3.1 to GUNKUL, backed by its solid operational track record in delivering renewable electricity and standard construction services, which are critical in maintaining grid stability and ensuring sufficient electricity supply for the country.
 - We believe GUNKUL’s integrated business model, spanning upstream equipment manufacturing and procurement, development and construction, and renewable power operations, plays an important role in maintaining quality and execution standards across its engineering and construction services for customers in both public and private sectors.
 - Despite GUNKUL’s high exposure to construction-intensive and engineering environments, where safety is highly critical, we see its structured safety systems and workforce training as adequate in managing these operational risks.
 - GUNKUL has established employee development programs to support the technical and operational capabilities of its staff, which we see as important in enabling the company’s continuous expansion into new projects (i.e., renewable plants with battery energy storage) and new geographies (i.e. more countries in Asia).
 - GUNKUL also performs good engagement activities with local communities around its project sites, particularly for renewable developments that involve land use and may affect local livelihoods. While no major disputes or protests have been observed, we note that disclosure of community impacts remains relatively limited.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign a moderate G score of 2.6 to GUNKUL. We see its compliance and risk management frameworks as adequate, but its board structure remains relatively weak, which is typical of founder-led listed Thai companies.

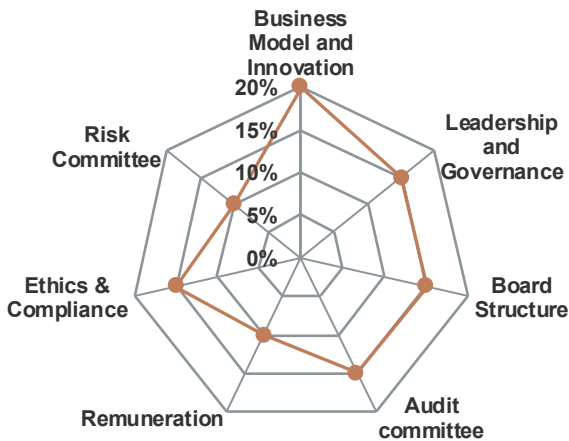


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

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 moderate G score of 2.6 to GUNKUL, slightly below the industry average, mainly reflecting its weaker board independence relative to the global best practices. In addition, we view its earlier expansion into cannabis-related businesses during the regulatory liberalization period, which was later reversed, as a factor that slightly weakens its business model, innovation, and risk management.
- GUNKUL has established a clear strategic positioning as a renewable-focused power company, with ambitions to expand its presence across ASEAN. However, we see a limited emphasis on business innovation and technology-driven initiatives, which may constrain its ability to sustain strong profitability amid intensifying competition in renewable power development.
- Board composition is the weakest aspect of GUNKUL’s governance profile, in our view. The presence of a non-independent director, who is also the company’s ultimate founder, serving as board chairman is not aligned with global best practices. Overall board independence, with six independent directors out of a total of 11 members, also falls short of the ideal 2/3 ratio. That said, we view the relatively high representation of four female directors as a positive for board diversity.
- Nevertheless, the company maintains established governance structures and internal control mechanisms in line with regulatory requirements, which we consider sufficient for its current scale of operations.
- We believe GUNKUL’s risk management framework adequately covers key areas such as project execution, regulatory exposure, and expansion risks, as reflected in its cautious approach to entering new markets and preference for government-backed contracts in new geographies.
- Disclosure on remuneration and incentive alignment is clearly presented in its annual report, although we believe further enhancement is warranted, particularly in linking management incentives with long-term ESG outcomes.

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	9,451	8,203	11,028	11,242	11,717
Cost of sales	6,504	5,362	7,753	8,007	8,468
Gross profit	2,946	2,841	3,275	3,235	3,249
% gross margin	31.2%	34.6%	29.7%	28.8%	27.7%
Selling & administration expenses	1,244	1,220	1,210	1,203	1,240
Operating profit	1,703	1,621	2,064	2,032	2,008
% operating margin	18.0%	19.8%	18.7%	18.1%	17.1%
Depreciation & amortization	996	1,085	1,085	1,106	1,122
EBITDA	2,699	2,707	3,150	3,139	3,130
% EBITDA margin	28.6%	33.0%	28.6%	27.9%	26.7%
Non-operating income	137	215	190	194	202
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(717)	(632)	(461)	(396)	(382)
Pre-tax profit	1,123	1,203	1,794	1,831	1,828
Income tax	330	327	448	421	402
After-tax profit	793	876	1,345	1,410	1,426
% net margin	8.4%	10.7%	12.2%	12.5%	12.2%
Shares in affiliates' Earnings	807	885	679	837	1,769
Minority interests	(0)	(0)	(9)	(8)	(9)
Extraordinary items	61	8	0	0	0
NET PROFIT	1,661	1,769	2,015	2,239	3,187
Normalized profit	1,600	1,761	2,015	2,239	3,187
EPS (Bt)	0.19	0.20	0.23	0.25	0.36
Normalized EPS (Bt)	0.18	0.20	0.23	0.25	0.36

Booming EPC work drives
near-term earnings growth

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	6,800	7,437	8,040	7,685	7,987
Cash & cash equivalent	2,235	2,003	1,500	1,000	1,000
Account receivables	2,034	1,774	2,266	2,310	2,408
Inventories	988	835	1,274	1,316	1,392
Others	1,543	2,825	3,000	3,058	3,187
Investments & loans	5,004	5,913	6,318	6,618	8,215
Net fixed assets	14,564	11,841	11,556	11,050	10,476
Other assets	6,335	6,352	4,514	4,594	4,676
Total assets	32,704	31,544	30,428	29,946	31,353
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,562	6,666	6,811	6,751	6,923
Account payables	1,387	2,416	3,186	3,290	3,480
Bank overdraft & ST loans	1,898	271	102	90	90
Current LT debt	2,648	3,048	2,533	2,233	2,235
Others current liabilities	629	932	989	1,137	1,118
Total LT debt	11,249	9,647	7,600	6,698	6,705
Others LT liabilities	1,013	1,111	1,295	1,306	1,341
Total liabilities	18,824	17,425	15,706	14,754	14,969
Minority interest	50	1	10	18	27
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,221	2,221	2,221	2,221	2,221
Share premium	5,179	5,179	5,179	5,179	5,179
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(2,764)	(3,222)	(3,222)	(3,222)	(3,222)
Retained earnings	9,194	9,940	10,533	10,996	12,179
Shareholders' equity	13,830	14,118	14,712	15,174	16,357
Liabilities & equity	32,704	31,544	30,428	29,946	31,353

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	1,123	1,203	1,794	1,831	1,828
Tax paid	(271)	(281)	(435)	(397)	(405)
Depreciation & amortization	996	1,085	1,085	1,106	1,122
Chg In working capital	(1,148)	1,441	(161)	19	16
Chg In other CA & CL / minorities	799	(222)	549	902	1,624
Cash flow from operations	1,501	3,227	2,832	3,460	4,186
Capex	(594)	1,637	(800)	(600)	(548)
Right of use	33	(177)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	518	(909)	(405)	(300)	(1,597)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(677)	334	2,021	(69)	(46)
Cash flow from investments	(720)	885	817	(969)	(2,191)
Debt financing	468	(2,863)	(2,730)	(1,215)	8
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(688)	(1,032)	(1,421)	(1,777)	(2,004)
Warrants & other surplus	(1,076)	(449)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,296)	(4,344)	(4,152)	(2,991)	(1,995)
Free cash flow	781	4,112	3,648	2,491	1,995

*Lower near-term capex
required given the now JV
investment model*

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	28.0	25.5	22.3	20.0	14.1
Normalized PE - at target price (x)	32.2	29.3	25.6	23.0	16.2
PE (x)	27.0	25.4	22.3	20.0	14.1
PE - at target price (x)	31.0	29.1	25.6	23.0	16.2
EV/EBITDA (x)	21.6	20.6	17.0	16.8	16.9
EV/EBITDA - at target price (x)	24.1	23.1	19.1	19.0	19.0
P/BV (x)	3.2	3.2	3.0	3.0	2.7
P/BV - at target price (x)	3.7	3.6	3.5	3.4	3.1
P/CFO (x)	29.9	13.9	15.8	13.0	10.7
Price/sales (x)	4.7	5.5	4.1	4.0	3.8
Dividend yield (%)	3.2	2.4	4.0	4.0	5.0
FCF Yield (%)	1.7	9.2	8.1	5.6	4.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.18	0.20	0.23	0.25	0.36
EPS	0.19	0.20	0.23	0.25	0.36
DPS	0.16	0.12	0.20	0.20	0.25
BV/share	1.56	1.59	1.66	1.71	1.84
CFO/share	0.17	0.36	0.32	0.39	0.47
FCF/share	0.09	0.46	0.41	0.28	0.22

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*Attractive valuation in our
view, at 20x 2027F PE with
a 4% dividend yield*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	24.4	(13.2)	34.4	1.9	4.2
Net profit (%)	12.6	6.5	13.9	11.1	42.3
EPS (%)	12.6	6.5	13.9	11.1	42.3
Normalized profit (%)	1.5	10.1	14.4	11.1	42.3
Normalized EPS (%)	1.5	10.1	14.4	11.1	42.3
Dividend payout ratio (%)	85.6	60.3	88.2	79.3	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.2	34.6	29.7	28.8	27.7
Operating margin (%)	18.0	19.8	18.7	18.1	17.1
EBITDA margin (%)	28.6	33.0	28.6	27.9	26.7
Net margin (%)	8.4	10.7	12.2	12.5	12.2
D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.9	0.7	0.6	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	0.6	0.5	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	2.6	4.5	5.1	5.3
Interest coverage - EBITDA (x)	3.8	4.3	6.8	7.9	8.2
ROA - using norm profit (%)	4.9	5.5	6.5	7.4	10.4
ROE - using norm profit (%)	11.5	12.6	14.0	15.0	20.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.7	6.3	9.3	9.4	9.0
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	19.5	22.4	20.4	19.8	18.9
- leverage (x)	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9
- interest burden (%)	61.0	65.5	79.5	82.2	82.7
- tax burden (%)	70.6	72.8	75.0	77.0	78.0
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	4.6	4.3	6.2	6.7	6.8
NOPAT (Bt m)	1,203	1,180	1,548	1,565	1,566
invested capital (Bt m)	27,390	25,081	23,448	23,195	24,387

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

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 ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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