

BUY

(From: SELL)

TP: Bt 160.00

(From: Bt 120.00)

18 DECEMBER 2023

Change in Recommendation

Upside : 28.0%

# Electricity Generating (EGCO TB)

## กลับสู่หุ้นมูลค่า

เราปรับคำแนะนำ EGCO เป็น "ซื้อ" จากการขยายธุรกิจการผลิตไฟฟ้าในสหรัฐได้แข็งแกร่งกว่าคาด และความเสียงต่ำต่อนโยบายคุมราคาไฟฟ้าในประเทศ เรามองว่าอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5% ดึงดูดใจขึ้นในภาวะอัตราดอกเบี้ยใกล้ระดับสูงสุด เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 160 บาท หลังรวมการซื้อโรงไฟฟ้าก๊าซสหรัฐเพิ่มเติม และการลงทุนในอินโดนีเซีย

### ปรับคำแนะนำเป็น "ซื้อ"

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ EGCO เป็น "ซื้อ" (จาก ขาย) ด้วยเหตุผล 3 ข้อ คือ 1) เราคาดว่าแนวโน้มกำไรของ EGCO จะดีขึ้นจากการเติบโต 7% ต่อปี ในปี 2024-25F จากการเข้าซื้อธุรกิจพลังงานก๊าซของสหรัฐได้ในขนาดที่ใหญ่กว่าคาดและอัตรากำไรดีกว่าที่เราประเมินไว้ และการเข้าลงทุนธุรกิจสาธารณูปโภคในอินโดนีเซีย 2) EGCO มีความเสียงต่ำต่อนโยบายการควบคุมราคาไฟฟ้าในประเทศ เนื่องจากโรงไฟฟ้า SPP เป็นสัดส่วนต่ำกว่า 5% ของฐานกำไร และ 3) PE ที่ 7 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผล 5% ในปี 2024F บนสถานการณ์อัตราดอกเบี้ยที่น่าถึงจุดสูงสุดแล้วดูน่าสนใจขึ้นสำหรับเรา เราปรับราคาเป้าหมาย (หลังปรับเข้าปีฐาน 2024F) ขึ้นเป็น 160 บาท (จาก 120 บาท) หลังรวมมูลค่าจากการเข้าซื้อ 1) โรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐ ขนาด 652MW และ 2) ธุรกิจสาธารณูปโภคในอินโดนีเซีย

### ขยายธุรกิจในสหรัฐได้มากกว่าคาด

เราปรับกำไรของ EGCO ขึ้น 4/15% ในปี 2024-25F โดยมีสาเหตุหลักมาจาก 1) กำลังการผลิตรวมของโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐ ที่ซื้อกิจการเข้ามาในปีนั้นสูงกว่าคาด และ 2) อัตรากำไรที่ต่ำกว่าคาดของโครงการดังกล่าวโดย EGCO รุกเข้าสู่ธุรกิจการผลิตไฟฟ้าในสหรัฐ ตั้งแต่ปี 2021 โดยซื้อหุ้น 28% ในโรงไฟฟ้า Linden 972MW และสามารถเข้าซื้อกิจการได้อีกสองรายการในปีนั้นคือ คือ กำลังการผลิต 298MW ของโครงการ Risc และอีก 652MW จากสามโรงไฟฟ้าภายใต้ Compass portfolio ทำให้ปัจจุบัน EGCO มีกำลังการผลิตจากโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐ 1.2GW คิดเป็น 18% ของกำลังการผลิตรวม ความสามารถในการทำกำไรจากโรงไฟฟ้ากลุ่มนี้นั้นดีกว่าโรงไฟฟ้าที่ใกล้เคียงกัน โดยเราใช้สมมติฐานกำไรเฉลี่ยจากโรงไฟฟ้าเหล่านี้ที่ 2.5 ลบ./MW ต่อปี (จากเดิมที่ 1.5 ลบ.) การปรับกำไรลง 6% ในปี 2023F นั้นมาจากผลกระทบในระยะสั้นจากต้นทุนดอกเบี้ยที่สูงขึ้น

### แนวทางสำหรับโรงไฟฟ้าถ่านหินที่จะหมดอายุ

เดิมเรามีความกังวลเรื่องการสิ้นสุดสัญญาซื้อขายไฟฟ้าของโรงไฟฟ้าถ่านหิน Quezon ขนาด 460MW ของ EGCO ในปี 2025F เนื่องจากโรงไฟฟ้าดังกล่าวมีขนาดใหญ่ถึง 34% ของฐานกำไรปัจจุบัน อย่างไรก็ตาม ในกรณีเลวร้ายที่สุดหากไม่สามารถต่อสัญญาระยะยาวได้ EGCO ได้มีแนวทางสำรองในการขายไฟฟ้าเข้าตลาดกลางโดยตรงหลังหมดอายุสัญญาได้ เราจึงปรับมูลค่าของโครงการขึ้น 11 บาทต่อหุ้น บนสมมติฐานว่า Quezon จะผลิตไฟฟ้าขายเข้าตลาดกลางต่อไปได้อีก 10 ปี (ถึงปี 2035) บนอัตรากำไรสุทธิที่ลดลงเหลือ 18% (จาก 34% ที่สัญญาปัจจุบัน) ซึ่งสั้นกว่าอายุที่เหลืออยู่ของโครงการที่คาดไว้ที่ 15 ปี เนื่องจากเรามองว่ามีความเสี่ยงที่โรงไฟฟ้าถ่านหินอาจถูกบังคับให้ปิดดำเนินการก่อนกำหนด

### มูลค่าพื้นฐานน่าสนใจ

เราเชื่อว่าราคาหุ้น EGCO ปรับตัวลงมากเกินไปบนแนวโน้มการเติบโตกำไรที่จำกัด และการมีกำไรจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับถ่านหินสูงถึง 25% ของฐานกำไรปี 2025F มูลค่าพื้นฐานที่ PE 7 เท่า บนปี 2024F นั้นต่ำที่สุดในกลุ่ม และมีอัตราผลตอบแทนสูงที่ 5% เราคาดว่ามีความเสี่ยงที่ต่ำต่อนโยบายราคาไฟฟ้าในประเทศ และอัตราดอกเบี้ยที่น่าจะแตะจุดสูงสุดแล้วจะดึงดูดความสนใจจากนักลงทุน และเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น EGCO ได้



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

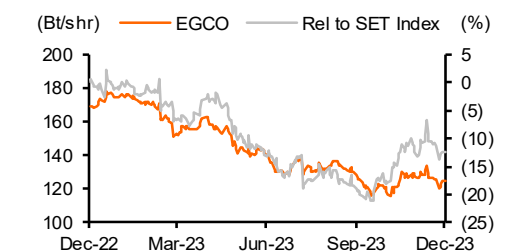
662 - 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	59,632	50,882	47,321	44,497
Net profit	2,683	9,103	9,775	10,479
Consensus NP	—	8,027	9,337	9,525
Diff frm cons (%)	—	13.4	4.7	10.0
Norm profit	12,677	9,103	9,775	10,479
Prev. Norm profit	—	9,673	9,365	9,085
Chg frm prev (%)	—	(5.9)	4.4	15.3
Norm EPS (Bt)	24.1	17.3	18.6	19.9
Norm EPS grw (%)	23.6	(28.2)	7.4	7.2
Norm PE (x)	5.2	7.2	6.7	6.3
EV/EBITDA (x)	14.8	19.5	19.9	19.1
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	5.2	5.2	5.2	5.2
ROE (%)	10.8	7.4	7.6	7.7
Net D/E (%)	63.9	78.7	69.5	58.3

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

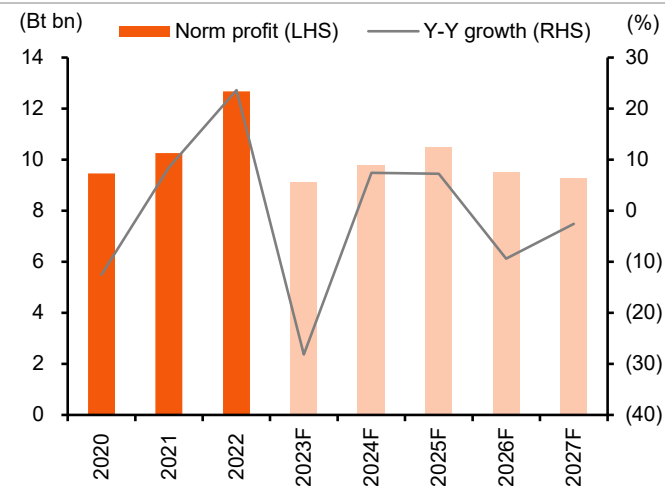
Price as of 18-Dec-23 (Bt)	125.00
Market Cap (US\$ m)	1,880.2
Listed Shares (m shares)	526.5
Free Float (%)	44.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.4
12M Price H/L (Bt)	178.00/116.00
Sector	Utilities
Major Shareholder	EGAT 25.41%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

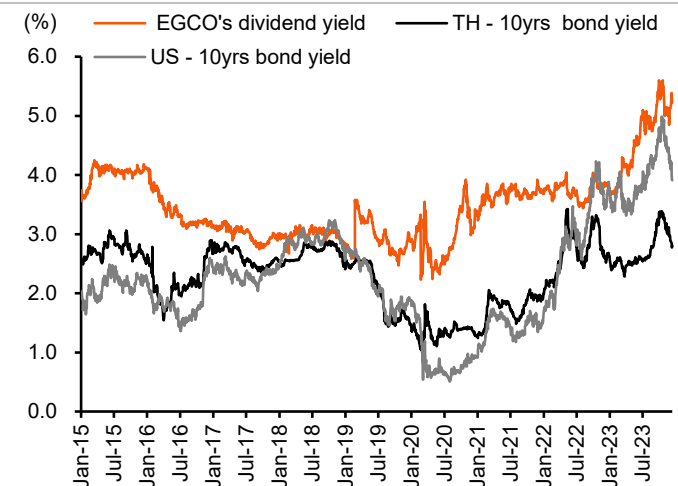
ESG Summary Report ..... P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

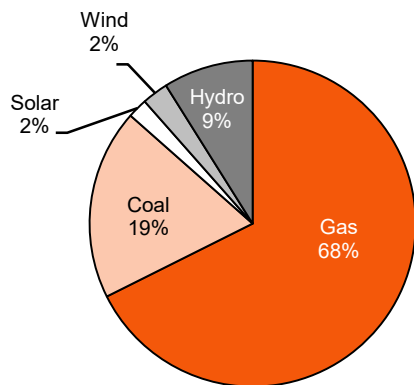
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: Resilient Earnings Outlook**

Sources: Company data, Thanachart estimates

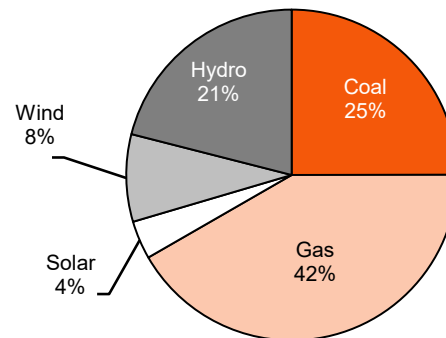
**Ex 2: More Attractive Amid Peaking Interest Rates**

Sources: SET smart, Bloomberg

**Ex 3: EGCO's Power Plant Capacity Breakdown By Fuel**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Based on committed projects in 2025F

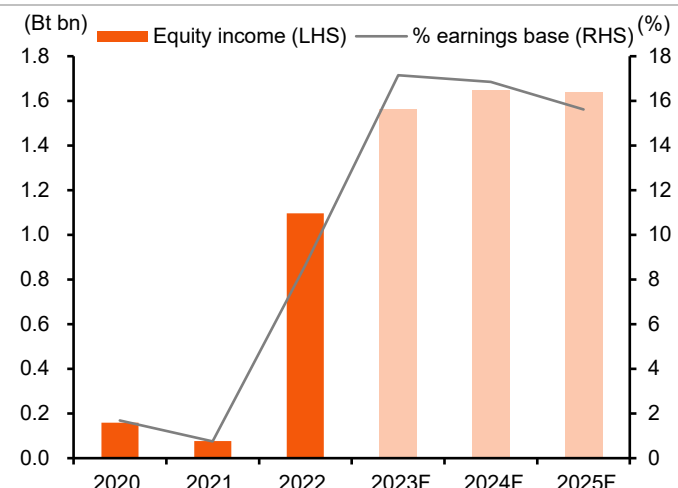
**Ex 4: EGCO's Earnings Breakdown In 2025F**

Sources: Thanachart estimates

**Ex 5: Sizable Expansion Into US Power Business**

Project	Equity capacity (MW)	Purchase price (US\$ m)	Current asset life (years)	Acquisition date
Linden	272.2	202.0	22.0	2Q21
Risec	298.4	214.9	21.1	1Q23
Marcus Hook	456.0	*300.0	19.0	1Q24F
Milford	102.5	*65.0	19.9	1Q24F
Dighton	93.5	*60.0	25.6	1Q24F
	<b>1,222.6</b>	<b>841.9</b>		

Sources: Company data, \*Thanachart estimates

**Ex 6: Projected Profit Contribution From US Gas Plants**

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 7: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

Projects	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
<b>TH Conventional – IPP</b>			<b>57.4</b>
- BLCP	DCF	0.0%	17.4
- GPG	DCF	7.3%	17.3
- KEGCO	DCF	4.7%	22.8
<b>TH Conventional – SPP</b>			<b>3.8</b>
- BPU	DCF	6.7%	2.7
- KLU	DCF	6.7%	1.1
<b>TH Renewables</b>			<b>25.9</b>
- Roi-et Green	DCF	4.8%	0.2
- GYG	DCF	4.8%	2.1
- NED	DCF	5.2%	2.4
- SPP 2-5	DCF	4.8%	3.2
- GPS	DCF	7.8%	1.9
- Solarco	DCF	4.5%	3.5
- CWF	DCF	4.8%	11.0
- TWF	DCF	5.1%	1.5
<b>Overseas power plants</b>			<b>210.6</b>
- Laos Hydro	DCF	5.8%	60.8
- Australia Wind	DCF	6.3%	8.1
- Philippines Coal	DCF	8.2%	29.5
- Korea Gas	DCF	5.4%	40.8
- Taiwan Wind	DCF	5.8%	8.7
- US Gas	DCF	5.9%	62.8
<b>Subtotal - existing projects</b>			<b>297.6</b>
<b>Other businesses &amp; net debts</b>			<b>(137.6)</b>
<b>Grand total</b>			<b>160.0</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 8: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	(15.7)	6.9	13.8	12.9	0.9	0.9	45.0	43.3	5.9	6.0
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	63.2	43.2	8.9	6.2	0.7	0.7	8.9	6.8	4.9	6.5
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	54.0	15.3	5.7	4.9	0.8	0.8	6.3	5.4	7.5	8.2
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	69.6	15.8	15.6	13.5	1.5	1.4	10.3	9.3	5.0	5.1
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	(12.2)	4.0	16.2	15.6	1.1	1.1	75.8	74.9	6.3	6.3
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	na	3.5	4.6	4.5	0.7	0.6	8.9	8.2	9.2	9.3
Tata Power	TPWR IN	India	81.0	0.2	30.2	30.1	4.2	3.4	18.6	14.1	0.6	0.7
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	(14.9)	16.0	15.0	12.9	1.0	0.9	6.9	6.8	4.1	4.6
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	na	132.9	25.5	10.9	1.5	1.3	11.3	6.5	1.8	4.5
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	na	107.1	14.3	6.9	1.3	1.1	10.1	6.7	2.4	3.0
Manila Electric	MER PM	Philippines	33.4	(1.4)	12.0	12.1	3.3	3.1	8.7	8.3	5.5	6.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	(29.7)	34.2	17.4	13.0	0.8	0.8	13.3	13.3	4.2	4.2
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB	Thailand	na	(36.2)	52.1	81.7	1.9	1.9	11.4	11.6	0.8	0.5
Banpu Power Pcl *	BPP TB	Thailand	54.6	12.2	12.8	11.4	0.9	0.8	32.3	23.7	4.9	4.9
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	(47.5)	31.5	20.5	15.6	1.0	1.0	10.8	10.5	2.7	2.7
EA Pcl*	EA TB	Thailand	55.2	2.6	18.8	18.3	3.7	3.2	14.8	14.2	1.6	1.6
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	(28.2)	7.4	7.2	6.7	0.5	0.5	19.5	19.9	5.2	5.2
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	1,728.1	(25.9)	34.4	46.3	1.3	1.3	14.9	17.0	1.6	1.3
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	40.0	30.5	33.3	25.5	4.6	4.3	28.2	23.2	1.8	2.4
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	47.8	9.2	12.7	11.6	1.5	1.4	13.3	11.7	3.2	3.4
RATCH Group *	RATCH TB	Thailand	0.7	33.0	9.8	7.4	0.7	0.6	17.2	16.0	4.6	6.1
<b>Average</b>			<b>22.0</b>	<b>23.4</b>	<b>17.3</b>	<b>16.1</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>18.6</b>	<b>16.7</b>	<b>4.1</b>	<b>4.6</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates

Based on 18 December 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ธุรกิจของบริษัท ผลิตไฟฟ้า จำกัด (มหาชน) (EGCO) ดำเนินธุรกิจและลงทุนในโรงไฟฟ้าทั่วโลกด้วยเชื้อเพลิงหลายประเภท เช่น ก๊าซธรรมชาติ ถ่านหิน พลังงานแสงอาทิตย์ พลังงานลม และพลังงานน้ำ โดยมีกำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 6.8GW ณ ปี 2023F โดยมีเป้าหมายการเติบโตของกำลังการผลิตที่ 1.0GW ต่อปี EGCO ยังให้บริการเดินเครื่องและบำรุงรักษา (O&M) และงานก่อสร้างทางวิศวกรรมแก่อุตสาหกรรมไฟฟ้าและน้ำมันและก๊าซอีกด้วย นอกจากนี้บริษัทฯ กำลังจัดตั้งธุรกิจเทคโนโลยีพลังงานใหม่ โดยมีผู้ถือหุ้นรายใหญ่รายหนึ่งคือการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพโครงข่ายไฟฟ้าของประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

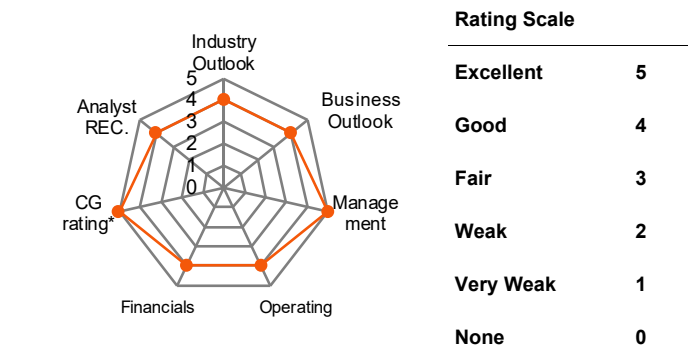
S — Strength

- มีการดำเนินงานที่มีลักษณะ defensive ค่าไฟฟ้าที่กำหนดไว้ตามอายุในสัญญา PPAs ซึ่งสร้างรายได้ และกำไรที่แน่นอนให้บริษัทฯ
- เข้าถึงแหล่งเงินทุนที่ถูก เนื่องจากธุรกิจมีความเสี่ยงต่ำโดยธรรมชาติ และมีผู้ถือหุ้นที่น่าเชื่อถือ และมีชื่อเสียง

O — Opportunity

- การขยายกำลังการผลิตจำนวนมากในประเทศในเอเชีย ทั้งกำลังการผลิตไฟฟ้าพลังงานทั่วไปและพลังงานทดแทน
- โอกาสในการนำเข้า LNG ในอาเซียน

COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

W — Weakness

- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าใหม่อาจจะส่งผลต่อกำลังการผลิตและทำให้ต้นทุน O&M เพิ่มขึ้น
- ค่าไฟฟ้าที่ลดลงจากโครงการใหม่ เนื่องจากแนวโน้มของโลก
- กระบวนการตัดสินใจช้า เนื่องจากรัฐวิสาหกิจเป็นหนึ่งในผู้ถือหุ้นรายใหญ่

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และความเข้มงวดด้านสิ่งแวดล้อมมาก โดยเฉพาะการขยายตัวในต่างประเทศ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	158.00	160.00	1%
Net profit 23F (Bt m)	8,027	9,103	13%
Net profit 24F (Bt m)	9,337	9,775	5%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2023-24F ของเราสูงกว่าของตลาดฯ 13/5% เชื่อว่าเป็นเพราะเรารวมมูลค่าจากการซื้อกิจการ และการลงทุนล่าสุดเข้าในประมาณการก่อนตลาด
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเรายังใกล้เคียงกับของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

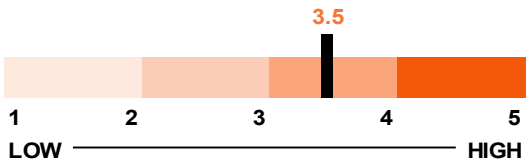
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความต้องการไฟฟ้าที่อ่อนแอกว่าที่คาดในประเทศที่โรงไฟฟ้าหลักของ EGCO ที่ตั้งอยู่ใน เช่น ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และสหรัฐอเมริกา จะทำให้ความสามารถในการทำกำไรของโรงไฟฟ้าเหล่านั้นลดลง และจะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ราคาเชื้อเพลิงที่พุ่งสูงขึ้นอาจส่งผลให้อัตรากำไรของบางโครงการหดตัว ซึ่งเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการหนึ่งต่อตัวเลขของเรา
- การปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยทั่วโลกที่เร็วหรือมากกว่าคาด อาจกดดันผลตอบแทนจากการลงทุนในขนาดของ EGCO และอาจก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อการประเมินมูลค่าของเรา

Source: Thanachart

EGCO ดำเนินงานธุรกิจโรงไฟฟ้า 6.8GW ณ ปี 2023F ซึ่ง 63% ใช้เชื้อเพลิง ก๊าซธรรมชาติ 20% เป็นถ่านหิน และอีก 17% เป็นพลังงานทดแทน โดยเพียง 46% ของกำลังการผลิตอยู่ในไทย และ 54% อยู่ในต่างประเทศ (เช่น ลาว ฟิลิปปินส์ เกาหลีใต้ และสหรัฐฯ) เราให้คะแนน ESG ที่ 3.5 เพื่อสะท้อนถึง เป้าหมายที่ชัดเจน และมุ่งเน้นไปที่เทคโนโลยีพลังงานที่เป็นนวัตกรรมเพื่อ ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากโรงไฟฟ้าที่ใช้ก๊าซเป็นเชื้อเพลิง และมี โรงไฟฟ้าถ่านหินปริมาณมาก และการทำกิจกรรมเพื่อสังคมและส่วนรวมที่ ชัดเจน

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
EGCO	YES	AA	YES	BB	49.29	63.72	85.00	-	5.0

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

Factors	Our Comments
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>EGCO มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน โดยตั้งเป้าจะมี 30% ของกำลังการผลิตมาจากพลังงานหมุนเวียน ภายในปี 2030 (จาก 18% ในปี 2022) ซึ่งคาดว่าจะลดความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนลงได้ 10% จากปีฐาน 2022 และตั้งเป้าหมายการเข้าสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และปล่อยคาร์บอนเป็นศูนย์ภายในปี 2065</li><li>EGCO ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ 0.49 ตันเทียบเท่าต่อการผลิตไฟฟ้าเมกะวัตต์-ชั่วโมงในปี 2022 ซึ่งคงที่จากปีที่แล้ว แต่อาจเกินเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 0.503 ตัน</li><li>EGCO ใช้หลักการ "3Rs" (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) เพื่อรักษาแหล่งน้ำสำหรับการดำเนินงานของตนเอง และป้องกันผลกระทบที่ไม่เอื้ออำนวยต่อสิ่งแวดล้อมโดยรอบ ขั้นตอนเดียวกันนี้ขยายไปถึงแนวทางการจัดการเชื้อเพลิงเพื่อให้แน่ใจว่ามีการจ่ายเชื้อเพลิงเพียงพอสำหรับการผลิตไฟฟ้า</li></ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขภาพและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>EGCO ยึดตามหลักการชี้แนะของสหประชาชาติ (UNGP) ว่าด้วยสิทธิมนุษยชนในการปกป้องพนักงานจากการเลือกปฏิบัติและการล่วงละเมิด โดยเฉพาะการใช้แรงงานเด็กและการค้ามนุษย์ โดยได้ขยายนโยบายดังกล่าวไปถึงคู่ค้าและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้อง</li><li>EGCO ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวที่มั่นคงสำหรับแผนการจัดการพนักงาน มีแผนสำหรับโปรแกรมการวางแผนสืบทอดตำแหน่งพนักงาน 100% เพื่อรับรองความยั่งยืนในการปฏิบัติงาน นอกจากนี้ยังตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มพนักงานหญิงให้กลายเป็น 30% ของพนักงานทั้งหมดภายในปี 2025</li><li>EGCO มีผู้ถือหุ้นหลัก (25%) คือ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจ จึงมีการทำงานร่วมกันอย่างเข้มข้นด้านกิจกรรมลดผลกระทบจากการดำเนินงานที่มีต่อชุมชน บริษัทได้ริเริ่มโครงการหลายด้านเพื่อสนับสนุนการจ้างงานในท้องถิ่น พัฒนาทักษะและให้การศึกษาแก่เด็กในชุมชน และปรับปรุงคุณภาพชีวิตของชาวบ้าน</li></ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li><li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li><li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li><li>การบริหารความเสี่ยง</li><li>นวัตกรรม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>คณะกรรมการของ EGCO ประกอบด้วยสมาชิก 15 คน ซึ่งถือว่าใหญ่เกินไปในความเห็นของเรา นอกจากนี้ส่วนใหญ่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้เหลือกรรมการอิสระเพียง 6 คนเท่านั้น</li><li>EGCO มีการแจ้งแผนการลงทุนให้สาธารณชนทราบได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามโครงการที่ลงทุนส่วนใหญ่อยู่นอกงบดุล ดังนั้นจึงยากที่จะติดตามผลการดำเนินงานอย่างใกล้ชิด</li><li>เราชอบพอร์ตผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าที่มีความหลากหลายของ EGCO ทั้งในแง่ของประเภทเชื้อเพลิงและเทคโนโลยีการผลิต และความหลากหลายทางภูมิศาสตร์ในประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาทั่วทั้งภูมิภาค</li><li>เรายังขอความคิดเห็นในการใช้ประโยชน์จากงบดุลที่แข็งแกร่ง ด้วยใช้กระแสเงินสดที่ยืดหยุ่นจากโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานอยู่ เพื่อลงทุนในเทคโนโลยีโซลูชันพลังงานที่เป็นนวัตกรรมใหม่เพื่อความยั่งยืนทางธุรกิจในระยะยาว ปัจจุบันบริษัทฯ มีความมุ่งมั่นอย่างยิ่งในการนำเชื้อเพลิงไฮโดรเจนเข้าสู่อุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าเพื่อช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนให้กับประเทศไทย</li></ul>

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	35,903	59,632	50,882	47,321	44,497
Cost of sales	27,560	50,512	42,162	39,359	36,926
<b>Gross profit</b>	<b>8,343</b>	<b>9,120</b>	<b>8,720</b>	<b>7,962</b>	<b>7,572</b>
% gross margin	23.2%	15.3%	17.1%	16.8%	17.0%
Selling & administration expenses	2,646	2,754	3,428	3,308	3,192
<b>Operating profit</b>	<b>5,697</b>	<b>6,366</b>	<b>5,292</b>	<b>4,654</b>	<b>4,379</b>
% operating margin	15.9%	10.7%	10.4%	9.8%	9.8%
Depreciation & amortization	3,124	3,285	3,205	3,291	3,330
<b>EBITDA</b>	<b>8,821</b>	<b>9,651</b>	<b>8,497</b>	<b>7,945</b>	<b>7,709</b>
% EBITDA margin	24.6%	16.2%	16.7%	16.8%	17.3%
Non-operating income	2,234	2,093	2,876	2,028	1,813
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,714)	(4,019)	(7,133)	(7,612)	(7,205)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>4,216</b>	<b>4,440</b>	<b>1,035</b>	<b>(930)</b>	<b>(1,012)</b>
Income tax	818	1,120	207	0	0
<b>After-tax profit</b>	<b>3,398</b>	<b>3,320</b>	<b>828</b>	<b>(930)</b>	<b>(1,012)</b>
% net margin	9.5%	5.6%	1.6%	-2.0%	-2.3%
Shares in affiliates' Earnings	6,873	9,300	8,285	10,714	11,500
Minority interests	(13)	57	(10)	(9)	(9)
Extraordinary items	(6,154)	(9,994)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>4,104</b>	<b>2,683</b>	<b>9,103</b>	<b>9,775</b>	<b>10,479</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>10,258</b>	<b>12,677</b>	<b>9,103</b>	<b>9,775</b>	<b>10,479</b>
EPS (Bt)	7.8	5.1	17.3	18.6	19.9
Normalized EPS (Bt)	19.5	24.1	17.3	18.6	19.9

*Earnings base more  
stable after recent  
acquisitions*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	38,495	61,649	63,638	59,308	63,878
Cash & cash equivalent	17,898	37,458	35,000	30,000	35,000
Account receivables	7,060	10,123	7,667	7,779	7,315
Inventories	2,947	4,180	4,621	4,852	4,552
Others	10,591	9,888	16,350	16,677	17,011
Investments & loans	124,462	113,899	137,336	137,955	137,955
Net fixed assets	49,597	48,160	47,958	46,170	43,343
Other assets	29,377	30,335	29,859	29,427	29,035
<b>Total assets</b>	<b>241,932</b>	<b>254,043</b>	<b>278,791</b>	<b>272,860</b>	<b>274,211</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	27,019	31,373	29,942	27,857	26,798
Account payables	4,380	6,322	5,198	4,852	4,552
Bank overdraft & ST loans	0	56	0	0	0
Current LT debt	19,670	20,528	20,180	18,345	17,489
Others current liabilities	2,970	4,467	4,564	4,659	4,757
<b>Total LT debt</b>	<b>89,747</b>	<b>94,026</b>	<b>114,355</b>	<b>103,955</b>	<b>99,106</b>
Others LT liabilities	11,129	7,847	8,006	8,197	8,390
<b>Total liabilities</b>	<b>127,895</b>	<b>133,246</b>	<b>152,303</b>	<b>140,008</b>	<b>134,294</b>
Minority interest	596	303	313	323	331
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,265	5,265	5,265	5,265	5,265
Share premium	8,601	8,601	8,601	8,601	8,601
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3,702)	4,038	4,038	4,038	4,038
<b>Retained earnings</b>	<b>103,277</b>	<b>102,590</b>	<b>108,271</b>	<b>114,625</b>	<b>121,681</b>
Shareholders' equity	113,441	120,494	126,175	132,528	139,585
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>241,932</b>	<b>254,043</b>	<b>278,791</b>	<b>272,860</b>	<b>274,211</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates



## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	4,216	4,440	1,035	(930)	(1,012)
Tax paid	(818)	(1,120)	(207)	0	0
Depreciation & amortization	3,124	3,285	3,205	3,291	3,330
Chg In working capital	(565)	(2,355)	891	(689)	464
Chg In other CA & CL / minorities	6,826	9,473	2,089	10,510	11,291
<b>Cash flow from operations</b>	<b>12,782</b>	<b>13,723</b>	<b>7,014</b>	<b>12,182</b>	<b>14,073</b>
Capex	(2,971)	(1,847)	(3,000)	(1,500)	(500)
Right of use	(71)	40	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	(91)	1,779	(170)	(27)	(28)
LT loans & investments	(26,559)	10,563	(23,438)	(619)	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,685)	(12,457)	681	670	632
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(35,377)</b>	<b>(1,922)</b>	<b>(25,976)</b>	<b>(1,525)</b>	<b>54</b>
Debt financing	16,162	3,390	19,926	(12,235)	(5,705)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,565)	(3,422)	(3,422)	(3,422)	(3,422)
Warrants & other surplus	10,659	7,793	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>23,255</b>	<b>7,760</b>	<b>16,504</b>	<b>(15,657)</b>	<b>(9,127)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>9,811</b>	<b>11,875</b>	<b>4,014</b>	<b>10,682</b>	<b>13,573</b>

Significant debt  
headroom to gear up for  
more investments

## VALUATION

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	6.4	5.2	7.2	6.7	6.3
Normalized PE - at target price (x)	8.2	6.6	9.3	8.6	8.0
PE (x)	16.0	24.5	7.2	6.7	6.3
PE - at target price (x)	20.5	31.4	9.3	8.6	8.0
EV/EBITDA (x)	17.8	14.8	19.5	19.9	19.1
EV/EBITDA - at target price (x)	19.9	16.7	21.6	22.2	21.5
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
P/CFO (x)	5.1	4.8	9.4	5.4	4.7
Price/sales (x)	1.8	1.1	1.3	1.4	1.5
Dividend yield (%)	5.2	5.2	5.2	5.2	5.2
FCF Yield (%)	14.9	18.0	6.1	16.2	20.6
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	19.5	24.1	17.3	18.6	19.9
EPS	7.8	5.1	17.3	18.6	19.9
DPS	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
BV/share	215.5	228.9	239.7	251.7	265.1
CFO/share	24.3	26.1	13.3	23.1	26.7
FCF/share	18.6	22.6	7.6	20.3	25.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

EGCO's valuations now  
look attractive, in our  
view



## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	6.9	66.1	(14.7)	(7.0)	(6.0)
Net profit (%)	(53.0)	(34.6)	239.3	7.4	7.2
EPS (%)	(53.0)	(34.6)	239.3	7.4	7.2
Normalized profit (%)	8.4	23.6	(28.2)	7.4	7.2
Normalized EPS (%)	8.4	23.6	(28.2)	7.4	7.2
Dividend payout ratio (%)	83.4	127.5	37.6	35.0	32.7
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	23.2	15.3	17.1	16.8	17.0
Operating margin (%)	15.9	10.7	10.4	9.8	9.8
EBITDA margin (%)	24.6	16.2	16.7	16.8	17.3
Net margin (%)	9.5	5.6	1.6	(2.0)	(2.3)
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	1.1	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	0.8	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	1.6	0.7	0.6	0.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.4	2.4	1.2	1.0	1.1
ROA - using norm profit (%)	4.5	5.1	3.4	3.5	3.8
ROE - using norm profit (%)	9.5	10.8	7.4	7.6	7.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	3.2	2.8	0.7	na	na
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
- operating margin (%)	22.1	14.2	16.1	na	na
- leverage (x)	2.1	2.1	2.2	2.1	2.0
- interest burden (%)	53.2	52.5	12.7	(13.9)	(16.3)
- tax burden (%)	80.6	74.8	80.0	na	na
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	2.6	2.3	2.1	1.6	1.6
NOPAT (Bt m)	4,591	4,760	4,234	3,723	3,503
invested capital (Bt m)	204,960	197,645	225,710	224,829	221,180

Sources: Company data, Thanachart estimates

## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

### SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or 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, non 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.

### S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

### Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

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



## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 11 หลักทรัพย์ ได้แก่ (CBG16C2312A, HANA16C2312A, KBANK16C2312A, KCE16C2401A, SAWAD16C2312A, SET5016C2312B, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2312C, SET5016P2312B, TIDLOR16C2402A) underlying securities are (CBG, HANA, KBANK, KCE, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 7/2566 ชุดที่ 1-3 " ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

## Thanachart Research Team

<b>หัวหน้าฝ่าย, Strategy</b> พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เทคนิค</b> ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
<b>สาธารณโภค, สื่อสาร</b> ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	<b>อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ</b> พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	<b>อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย</b> พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
<b>ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง</b> รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	<b>ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน</b> สรัชดา ศรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	<b>ขนส่ง, รับเหมา</b> ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th
<b>Small Cap, การแพทย์, โรงแรม</b> ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	<b>พลังงาน, อิโตรเคมี</b> ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	<b>นักวิเคราะห์, แพล</b> ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
<b>วิเคราะห์ทางเทคนิค</b> วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เชิงปริมาณ</b> สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> นลินกรณ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 naripom.kla@thanachartsec.co.th		

## Data Support Team

<b>มฤดี เพชรแสงใสกุล</b> Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	<b>เกษมรัตน์ จิตกุล</b> Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	<b>วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์</b> Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
<b>สุนทร รักษาวัต</b> Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	<b>สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์</b> Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	<b>สุจินตนา สดภาพ</b> Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

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