

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 45.00

(From: Bt 80.00)

16 APRIL 2024

Upside : 25.0%

Energy Absolute Pcl (EA TB)

นำเสนอใจอีกครั้ง

ราคาหุ้น EA ปรับลดลงมาเหลือเพียง 1/3 ของจุดสูงสุด หลังตลาดเล็กให้ premium แก่หุ้นอุตสาหกรรม EV ที่คาดว่าจะเป็กลุ่มหุ้นแห่งอนาคต เราจึงประเมินมูลค่า EA ใหม่โดยนำโอกาสการเติบโตในอนาคตออกจากราคาเป้าหมายของเรา แต่เรามองว่าธุรกิจด้าน EV ของ EA นั้นดูแข็งแกร่งขึ้นมาก จึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ”



NUTTAPOL PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapol.pra@thanachartsec.co.th

นำโอกาสการเติบโตออกจากราคาเป้าหมาย แต่ยังแนะนำ “ซื้อ”

เราคำนวณค่าของโอกาสการเติบโตจากแผนขยายธุรกิจในระยะยาวของ EA ออกจากราคาเป้าหมาย และประเมินมูลค่าใหม่โดยเน้นธุรกิจที่มีในปัจจุบัน ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2024F) จึงลดลงเหลือ 45 บาท (จาก 80 บาท) แต่เรายังแนะนำ “ซื้อ” EA เนื่องจาก 1) เรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนเพียงมูลค่าธุรกิจปัจจุบัน และให้มูลค่าจากโอกาสการเติบโตธุรกิจ EV น้อยเกินไป 2) ธุรกิจเกี่ยวกับ EV ดูแข็งแกร่งขึ้น จากการเติบโตยอดขายรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์ (CEV) ให้บริษัทใหญ่ในประเทศ 3) บนายอดขาย CEV ที่เพิ่มขึ้น เราคาดโรงงานแบตเตอรี่ของ EA จะดำเนินการเต็มกำลังการผลิต 2GWh ได้ในปี 2025F และมองว่าแผนการขยายกำลังการผลิตเป็น 4GWh นั้นเป็นไปได้สูงเนื่องจากการใช้งาน EV ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น และ 4) เราคาดการณ์การร่วมทุนกับผู้ผลิตแบตเตอรี่จีนจะขยายตลาดการขายแบตเตอรี่ของ EA ไปในกลุ่มรถยนต์ไฟฟ้าส่วนบุคคล (PEV) ได้

เปลี่ยนวิธีประเมินมูลค่าใหม่

เราเปลี่ยนวิธีประเมินมูลค่า EA ใหม่ โดยเน้นธุรกิจที่มีอยู่และโอกาสการเติบโตที่เป็นรูปธรรม และนำมูลค่าจากการเติบโตระยะยาวออก โดยราคาเป้าหมายใหม่ของเราที่ 45 บาท ประกอบด้วย 1) ธุรกิจดั้งเดิมด้านไบโอดีเซลพลังงานทดแทน 12 บาท 2) ธุรกิจ CEV ปัจจุบัน ได้แก่ โรงงานแบตเตอรี่ 'Amita' กำลังการผลิต 2GWh (ถือหุ้น 75%), การขาย CEV ผ่าน บมจ.เน็กซ์ พอยท์ (NEX, “ซื้อ”, ถือหุ้น 40%), และโรงงานผลิต CEV (Absolute Assembly, AAB, ถือหุ้น 73%) บนายอดขายเฉลี่ยปีละ 5,000 คัน รวมมูลค่า 16 บาท 3) มูลค่า 5 บาทจากการขยายกำลังการผลิตของ Amita เป็น 4GWh ในปี 2026F เพื่อรองรับการใช้งาน CEV ในประเทศที่เพิ่มขึ้นและโอกาสการส่งออก และ 4) มูลค่า 12 บาท จากบริษัทร่วมทุนที่จะเกิดขึ้นเพื่อสร้างโรงงานแบตเตอรี่ใหม่กำลังการผลิต 6GWh ในไทย

ธุรกิจ EV ดูแข็งแกร่งขึ้น

EA มียอดขาย CEV 2,264 คัน ในปี 2023 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 3,500/4,500/5,500 คัน ในปี 2024-26F ส่วนใหญ่เป็นการขายรถบรรทุกไฟฟ้าให้บริษัทขนส่ง (JWD, DHL และ CEVA) และบริษัทขนาดใหญ่ (ไทยน้ำทิพย์, PTTGC และ HMPRO) จากมาตรการด้าน ESG และการปล่อยก๊าซคาร์บอนที่เข้มข้นขึ้น สมมติฐานยอดขายรถบรรทุกและรถบัสไฟฟ้า 3,000/3,500/4,000 คัน และ 500/1,000/1,500 คัน ในปี 2024-26F ของเราจะต้องใช้แบตเตอรี่ 1.2/1.5/1.9GWh จากโรงงานของ EA การปรับกำไรปี 2024-26F ลง 17/19/14% นั้นมาจากการปรับยอดขายแบตเตอรี่ของ EA ลง เนื่องจากการผลิตรถยนต์ไฟฟ้าในไทยเติบโตช้ากว่าคาด

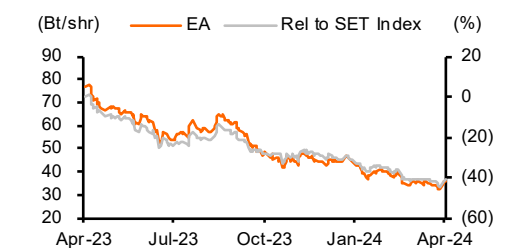
ร่วมทุนกับผู้ผลิตแบตเตอรี่จีน

EA คาดจะบรรลุข้อตกลงการร่วมทุน (50:50) กับ EVE Energy (EVE) ซึ่งเป็นผู้ผลิตแบตเตอรี่รายใหญ่ให้อุตสาหกรรม EV และระบบจัดเก็บพลังงาน (ESS) ของโลกได้ในปี 2024 ซึ่ง EVE เป็นซัพพลายเออร์ปัจจุบันของ Changan และ MG ซึ่งกำลังสร้างโรงงาน EV ในไทย เราจึงคาดว่าความร่วมมือนี้จะทำให้ EA สามารถขายแบตเตอรี่เข้าสู่ตลาดรถยนต์ไฟฟ้าส่วนบุคคลได้ โดยบริษัทร่วมทุนนี้มีเป้าหมายจะสร้างโรงงานแบตเตอรี่ 6GWh เพื่อรองรับความต้องการแบตเตอรี่ในประเทศและเพื่อการส่งออก

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	30,074	38,138	44,563	55,594
Net profit	7,606	7,991	8,439	10,296
Consensus NP	—	7,759	8,483	6,954
Diff frm cons (%)	—	3.0	(0.5)	48.1
Norm profit	7,169	7,991	8,439	10,296
Prev. Norm profit	—	9,163	10,152	12,340
Chg frm prev (%)	—	(12.8)	(16.9)	(16.6)
Norm EPS (Bt)	1.9	2.1	2.3	2.8
Norm EPS grw (%)	24.5	11.5	5.6	22.0
Norm PE (x)	18.7	16.8	15.9	13.0
EV/EBITDA (x)	15.2	13.2	12.4	10.5
P/BV (x)	3.2	2.8	2.4	2.1
Div yield (%)	0.8	1.2	1.3	2.3
ROE (%)	17.8	17.8	16.3	17.4
Net D/E (%)	136.9	111.6	91.8	72.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Apr-24 (Bt)	36.00
Market Cap (US\$ m)	3,668.0
Listed Shares (m shares)	3,730.0
Free Float (%)	39.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	12.8
12M Price H/L (Bt)	78.00/32.25
Sector	Utilities
Major Shareholder	SPBL Holding Co. 25.1%

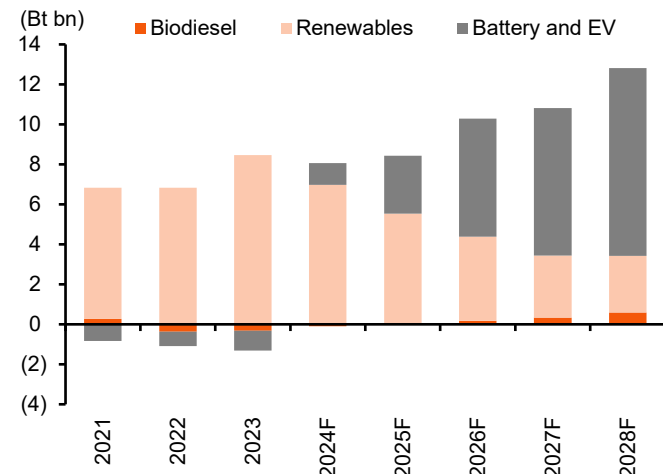
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

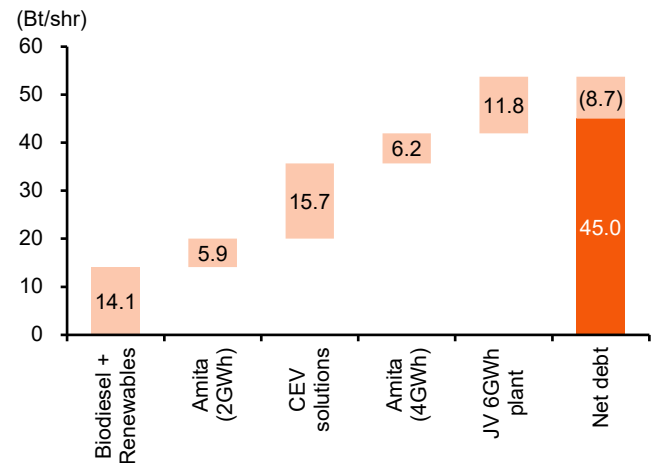
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

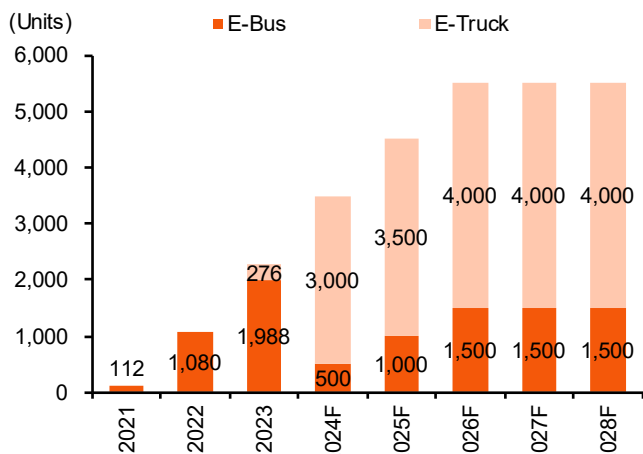


Ex 1: Earnings Continue To Grow

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our New Valuation Breakdown

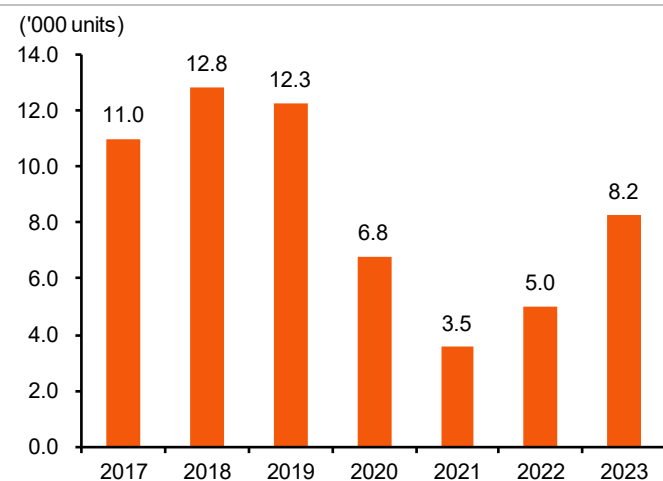
Sources: Thanachart estimates

Ex 3: Our Projected CEV Sales By EA Group

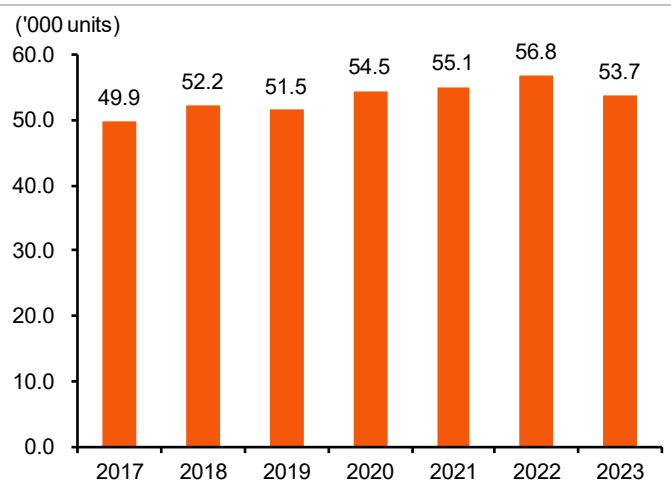
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Emerging CEV Demand From Big Corporates

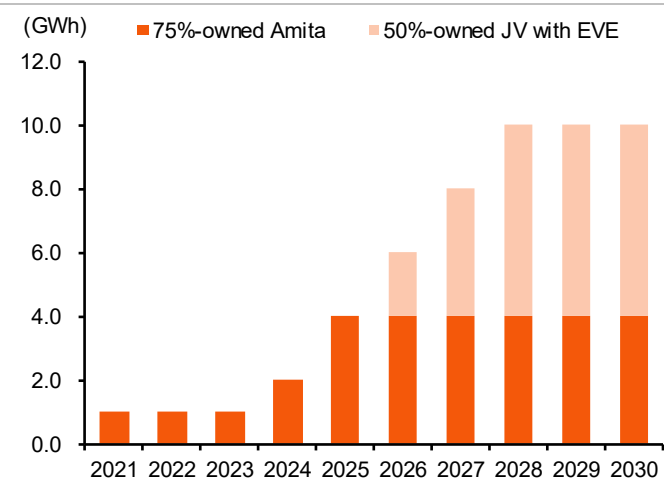
Sources: Company data

Ex 5: Annual Bus Registration In Thailand

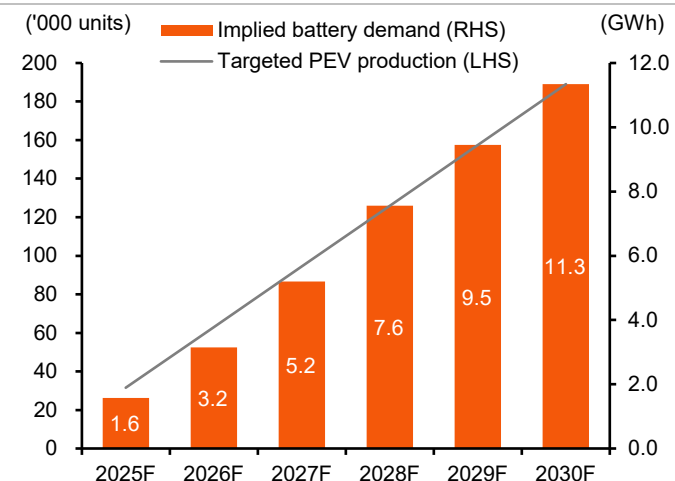
Sources: Department of Land Transport

Ex 6: Annual Truck Registration In Thailand

Sources: Department of Land Transport

Ex 7: Expanding Battery Production Capacity

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Expected PEV Battery Demand In Thailand

Sources: Thanachart estimates

Note: Derived from government's targets of 30@30 EV production in Thailand

Ex 9: Sum-Of-The-Parts Valuation (2024F base year)

Renewables & Green energy		Value (Bt/Share)
Biodiesel		2.7
Solar farms		6.1
Wind farms		5.2
Subtotal		14.1
Battery production		
Amita 2GWh capacity		5.9
Amita expansion to 4GWh		6.2
JV on 6GWh plant		11.8
Subtotal		23.9
EV Solutions		
CEV production (AAB, NEX, Mine Mobility)		13.4
EV charging station (EA Anywhere)		2.3
Subtotal		15.7
+ Net debt, HQ, and others		(8.7)
Grand total		45.0

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China Longyuan	916 HK	Hong Kong	9.1	15.1	5.9	5.1	0.6	0.6	8.9	7.9	4.2	4.8
China Suntien Green Energy	956 HK	Hong Kong	15.7	17.9	5.6	4.7	0.6	0.5	8.7	7.5	6.9	8.2
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	19.2	17.2	6.5	5.5	1.0	0.9	6.5	5.7	6.0	7.0
Geely Automobile Holdings	175 HK	Hong Kong	39.6	31.3	13.8	10.5	1.2	1.1	5.0	4.2	2.6	3.3
Great Wall Motor	2333 HK	Hong Kong	31.4	19.8	11.2	9.3	1.3	1.2	12.5	10.9	3.7	4.4
BYD	1211 HK	Hong Kong	16.2	23.2	17.2	13.9	3.5	2.8	6.4	5.2	1.4	1.8
Panasonic	6752 JP	Japan	111.6	(17.0)	7.5	9.1	0.8	0.7	5.1	4.6	2.6	2.9
NIO Inc.	NIO US	USA	22.3	33.8	na	na	0.6	1.2	na	na	0.0	0.0
Tesla Inc.	TSLA US	USA	(7.8)	33.6	60.6	45.4	8.1	6.9	33.5	24.5	0.0	0.0
BCPG Pcl *	BCPG TB	Thailand	131.9	27.0	10.6	8.3	0.7	0.6	12.2	11.0	5.1	5.1
B.Grimm Power Pcl *	BGRIM TB *	Thailand	(56.9)	83.9	81.7	44.4	1.9	1.8	11.6	11.1	0.5	0.9
Banpu Power Pcl *	BPP TB *	Thailand	(23.9)	10.0	11.9	10.8	0.9	0.8	24.4	27.4	4.7	4.7
CK Power Pcl *	CKP TB	Thailand	21.1	12.2	17.6	15.7	1.2	1.1	15.4	14.5	2.2	2.2
Energy Absolute Pcl *	EA TB	Thailand	11.5	5.6	16.8	15.9	2.8	2.4	13.2	12.4	1.2	1.3
Electricity Generating *	EGCO TB	Thailand	(3.2)	7.2	6.2	5.8	0.5	0.4	19.2	18.4	5.7	5.7
Global Power Synergy *	GPSC TB	Thailand	32.7	57.2	31.0	19.7	1.4	1.3	15.0	12.9	1.8	2.8
Gulf Energy Dev. Pcl *	GULF TB	Thailand	24.9	23.0	27.7	22.5	4.1	3.8	29.8	26.1	2.2	2.7
Gunkul Engineering *	GUNKUL TB	Thailand	27.1	2.0	12.0	11.7	1.5	1.4	12.0	12.1	3.3	3.4
RATCH Group Pcl *	RATCH TB	Thailand	105.5	4.9	6.8	6.5	0.6	0.6	15.5	14.7	6.6	6.9
Average			27.8	21.5	19.5	14.7	1.7	1.6	14.2	12.8	3.2	3.6

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 11 April 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

EA ก่อตั้งขึ้นในปี 2006 โดยดำเนินธุรกิจไปโอดีเซล และผันตัวมาสู่การเป็นผู้ผลิตไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนรายใหญ่ในประเทศไทย ด้วยกำลังการผลิตไฟฟ้าจากพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมรวม 784MW หลังจากนั้น EA เริ่มลงทุนในธุรกิจผลิตแบตเตอรี่ โดยเข้าซื้อหุ้นบริษัท Amita Technologies เมื่อปี 2016 บนเป้าหมายว่าจะสร้างโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion ขนาด 50GWh ในประเทศไทยเพื่อรองรับตลาดรถยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้บริหารมีประสบการณ์ด้านการเงินสูง และมีแนวคิดมุมมองเน้นการเติบโตระยะยาวในอนาคต
- เป็นผู้ผลิตรายแรกในอุตสาหกรรมการผลิตแบตเตอรี่ และ CEV ในประเทศไทย

O — Opportunity

- อุตสาหกรรมผลิตไฟฟ้าเริ่มหันไปเน้นพลังงานทดแทน
- อุตสาหกรรม EV ยังอยู่ในช่วงเริ่มต้น จึงยังมีโอกาสการเติบโตของการใช้ยานแบตเตอรี่ EV อีกมาก
- การกักเก็บพลังงานอาจเป็นข้อบังคับสำหรับระบบโครงข่ายไฟฟ้าระดับชาติและระบบไฟฟ้าเอกชนนอกโครงข่ายในอนาคต

CONSENSUS COMPARISON

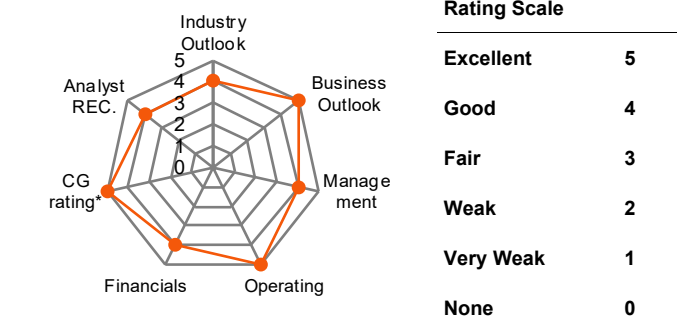
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	48.58	45.00	-7%
Net profit 24F (Bt m)	7,759	7,991	3%
Net profit 25F (Bt m)	8,483	8,439	-1%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 5	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2024-25F ของเราใกล้เคียงกับของ Bloomberg consensus
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 7% ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราสมมติให้อัตรากำไรของธุรกิจแบตเตอรี่ต่ำลงในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; * CG Rating

W — Weakness

- อยู่ในช่วงการลงทุนหนัก เนื่องจากแผนการขยายกำลังการผลิตใหม่ แต่อัตรส่วนหนี้สินต่อทุนยังคงต่ำกว่าระดับที่กำหนดไว้
- แบตเตอรี่ Li-ion และการผลิต CEV ยังเป็นเรื่องใหม่ จึงยังมีความไม่แน่นอนสูง เช่น การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีและกฎระเบียบ

T — Threat

- กำลังการผลิตใหม่ซึ่งจะเปิดให้ประมูลโดยรัฐบาลจะมีผลตอบแทนที่ต่ำลง
- กฎระเบียบจากทั้งตลาดพลังงานในประเทศและต่างประเทศที่เกี่ยวกับธุรกิจผลิตไฟฟ้าและรถยนต์ไฟฟ้า

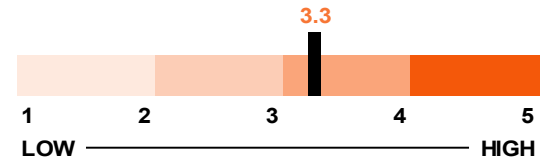
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- หากต้นทุนการลงทุนที่จำเป็นสำหรับธุรกิจ S-curve ใหม่สูงกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงทางลบการประเมินมูลค่าของเรา
- หาก EA สามารถหาลูกค้าการซื้อแบตเตอรี่หรือรถยนต์ไฟฟ้าได้ต่ำกว่าที่เราคาด ก็จะเป็นความเสี่ยงทางลบที่สำคัญอีกประการหนึ่งสำหรับประมาณการของเรา
- สภาพอากาศที่ไม่เอื้ออำนวยต่อโรงไฟฟ้าพลังงานลมและแสงอาทิตย์จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อคาดการณ์กำไรระยะสั้นของเรา

Source: Thanachart

EA ดำเนินธุรกิจ 3 ธุรกิจหลัก ได้แก่ โรงกลั่นไบโอดีเซล โรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน และโรงงานแบตเตอรี่ Li-ion แม้จะเป็นบริษัทที่ปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นลบอยู่แล้ว แต่ก็ยังตั้งเป้าที่จะลดการปล่อยคาร์บอนลงอีก เราขอความมุ่งมั่นที่แข็งแกร่งในด้านสังคมโดยเฉพาะอย่างยิ่งการช่วยเหลือชุมชนโดยรอบ เราให้คะแนน ESG ที่ 3.3

Thanachart ESG Rating



	SET ESG 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)
EA	YES	AA	-	A	59.34	43.68	74.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG 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

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- EA ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่ากับก๊าซเรือนกระจก 66,831 ตัน (Scope 1 และ 2) ในปี 2022 ซึ่งสูงกว่าเป้าหมาย 4% การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเพิ่มขึ้น 26% จากปีที่แล้ว เนื่องจากการเริ่มก่อตั้งโรงงานผลิตแบตเตอรี่และรถยนต์ไฟฟ้าเชิงพาณิชย์
- EA ใช้หลัก การนำกลับมาใช้ใหม่ การลด และรีไซเคิล (3R) เพื่อลดการใช้น้ำ (โดยเฉพาะในธุรกิจไบโอดีเซล) และลดการใช้น้ำได้มากกว่า 5% ในปี 2022 เมื่อเทียบกับปีก่อนหน้า
- EA ได้จัดตั้งธุรกิจรีไซเคิลแบตเตอรี่ และวางระเบียบปฏิบัติเกี่ยวกับของเสียอันตรายรองรับการเริ่มต้นธุรกิจแบตเตอรี่ และ EV ใหม่ ซึ่งก่อให้เกิดของเสียมากขึ้นมากเมื่อเทียบกับธุรกิจเดิมที่เป็นโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทน
- EA ให้การสนับสนุนอย่างมากในการสร้างชุมชนสังคมคาร์บอนต่ำ และช่วยกำหนดมาตรฐานการค้าคาร์บอนเครดิตสำหรับประเทศไทย เพื่อเร่งให้ประเทศบรรลุเป้าหมายคาร์บอนเป็นกลางและสุทธิเป็นศูนย์

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- EA ยึดมั่นในมาตรฐานและแนวปฏิบัติด้านสิทธิมนุษยชนระดับโลก นอกจากนี้ยังได้นำพระราชบัญญัติคุ้มครองข้อมูลส่วนบุคคล (PDPA) มาใช้ในการดำเนินงานปกติและขั้นตอนการทำงานระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย
- EA มีการหมุนเวียนพนักงาน 21% ในปี 2022 ดีขึ้นจาก 26% ในปี 2021 บริษัทฯ อ้างถึงการเปลี่ยนแปลงแนวทางธุรกิจอาจไม่เหมาะกับพนักงานบางราย เราจะติดตามปัญหาระดับการหมุนเวียนที่ยังสูงนี้ต่อไป
- EA ไม่มีรายงานอุบัติเหตุใหญ่ซึ่งทำให้เกิดการบาดเจ็บรุนแรงหรือการหยุดชะงักทางธุรกิจในช่วงห้าปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ยังได้รับการเรียกร้องจากลูกค้าเกี่ยวกับคุณภาพของผลิตภัณฑ์อีกด้วย
- EA ให้การสนับสนุนอย่างมากแก่ชุมชนโดยรอบ โดยเฉพาะพื้นที่โรงงานแบตเตอรี่และนิคมอุตสาหกรรมแห่งใหม่ในระยอง เช่น การสนับสนุนด้านการศึกษาแก่เด็ก การฝึกอบรม และการจ้างงานในท้องถิ่นสำหรับชาวบ้าน และการปรับปรุงคุณภาพชีวิตผ่านทางโครงการพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานและสิ่งอำนวยความสะดวกต่างๆ

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ
(GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริหารของ EA ประกอบด้วยสมาชิก 11 คน กรรมการทุกคนเป็นกรรมการอิสระ อย่างไรก็ตามพวกเขายังคงเป็นผู้ขาย ซึ่งอาจจะมีประเด็นถึงความหลากหลายและความเท่าเทียมทางเพศ
- EA เคารพกับชาวเขิงลบเกี่ยวกับการซื้อขายหุ้นและการตรวจสอบภายในในช่วงหลายปีที่ผ่านมา แต่เราพอใจกับการบริหารจัดการและแก้ไขปัญหาอย่างรวดเร็ว
- เราขอขอบคุณทางธุรกิจของ EA ในการดูแลห่วงโซ่อุปทานทั้งหมดในธุรกิจ S-curve ใหม่ของตนอย่างเต็มที่เพื่อให้แน่ใจว่าการดำเนินการเป็นไปอย่างราบรื่นและมีการจัดซื้อจัดจ้างที่ดี บริษัทฯ เสริมโรงงานผลิตแบตเตอรี่ด้วยโรงงาน EV เชิงพาณิชย์ภายในบริษัท และการลงทุนในธุรกิจบริการขนส่งสาธารณะ EA ยังวางแผนที่จะลงทุนในธุรกิจแบตเตอรี่มากขึ้นด้วย
- EA ลงทุนอย่างมากในการวิจัยและพัฒนาสำหรับนวัตกรรมผลิตภัณฑ์ ตั้งแต่การซื้อทีมวิจัยแบตเตอรี่ Li-ion จาก Amita Group การพัฒนาแท่นชาร์จแบบเร็วพิเศษ และการพัฒนาผลิตภัณฑ์ EV เชิงพาณิชย์ด้วยตนเอง

Sources: Thanachart , Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	25,355	30,074	38,138	44,563	55,594
Cost of sales	17,394	19,695	25,842	31,807	40,640
Gross profit	7,961	10,380	12,296	12,755	14,954
% gross margin	31.4%	34.5%	32.2%	28.6%	26.9%
Selling & administration expenses	1,427	1,387	1,423	1,573	1,853
Operating profit	6,534	8,993	10,873	11,182	13,101
% operating margin	25.8%	29.9%	28.5%	25.1%	23.6%
Depreciation & amortization	3,767	3,778	3,611	3,944	4,366
EBITDA	10,301	12,771	14,484	15,126	17,467
% EBITDA margin	40.6%	42.5%	38.0%	33.9%	31.4%
Non-operating income	365	334	381	446	556
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,413)	(2,287)	(2,486)	(2,427)	(2,318)
Pre-tax profit	5,486	7,039	8,769	9,201	11,340
Income tax	145	236	438	460	567
After-tax profit	5,341	6,803	8,330	8,741	10,773
% net margin	21.1%	22.6%	21.8%	19.6%	19.4%
Shares in affiliates' Earnings	218	260	94	571	833
Minority interests	198	106	(433)	(873)	(1,310)
Extraordinary items	1,848	437	0	0	0
NET PROFIT	7,604	7,606	7,991	8,439	10,296
Normalized profit	5,756	7,169	7,991	8,439	10,296
EPS (Bt)	2.0	2.0	2.1	2.3	2.8
Normalized EPS (Bt)	1.5	1.9	2.1	2.3	2.8

Emerging CEV business
is the key earnings driver
for 2024-26F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	22,527	24,441	27,478	30,287	34,700
Cash & cash equivalent	3,272	2,475	2,511	3,011	3,511
Account receivables	6,330	8,800	9,404	9,767	10,662
Inventories	5,516	7,412	8,496	9,586	11,134
Others	7,410	5,754	7,067	7,923	9,393
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	54,221	58,675	61,895	63,656	63,791
Other assets	26,616	31,113	31,445	31,983	32,532
Total assets	103,364	114,229	120,817	125,926	131,024
LIABILITIES:					
Current liabilities:	26,475	24,387	27,518	26,585	25,026
Account payables	4,801	708	3,540	3,486	3,340
Bank overdraft & ST loans	11,225	8,727	11,898	11,384	10,572
Current LT debt	8,320	12,426	9,518	9,107	8,457
Others current liabilities	2,129	2,524	2,562	2,609	2,656
Total LT debt	31,417	41,592	38,074	36,427	33,830
Others LT liabilities	4,168	4,241	4,150	4,169	4,206
Total liabilities	62,060	70,220	69,742	67,181	63,061
Minority interest	2,375	2,310	2,744	3,616	4,926
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(777)	(4,494)	(4,494)	(4,494)	(4,494)
Retained earnings	35,653	42,140	48,772	55,569	63,477
Shareholders' equity	38,929	41,699	48,332	55,128	63,036
Liabilities & equity	103,364	114,229	120,817	125,926	131,024

Healthy balance sheet
despite being in an
investment cycle

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	5,486	7,039	8,769	9,201	11,340
Tax paid	(145)	(236)	(438)	(460)	(567)
Depreciation & amortization	3,767	3,778	3,611	3,944	4,366
Chg In working capital	(2,230)	(8,459)	1,144	(1,507)	(2,589)
Chg In other CA & CL / minorities	(3,647)	3,485	(1,181)	(238)	(589)
Cash flow from operations	3,231	5,608	11,904	10,939	11,961
Capex	552	(8,132)	(6,750)	(5,623)	(4,418)
Right of use	4	5	(20)	(20)	(20)
ST loans & investments	(852)	(1,133)	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(9,179)	(4,010)	(484)	(581)	(575)
Cash flow from investments	(9,476)	(13,270)	(7,254)	(6,224)	(5,014)
Debt financing	7,749	11,701	(3,256)	(2,572)	(4,059)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,119)	(1,119)	(1,359)	(1,643)	(2,388)
Warrants & other surplus	(58)	(3,717)	0	0	0
Cash flow from financing	6,572	6,865	(4,615)	(4,215)	(6,447)
Free cash flow	3,783	(2,525)	5,154	5,316	7,542

*Capex plan is supported
by hefty cashflow from
renewable plants*

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	23.3	18.7	16.8	15.9	13.0
Normalized PE - at target price (x)	29.2	23.4	21.0	19.9	16.3
PE (x)	17.7	17.7	16.8	15.9	13.0
PE - at target price (x)	22.1	22.1	21.0	19.9	16.3
EV/EBITDA (x)	17.7	15.2	13.2	12.4	10.5
EV/EBITDA - at target price (x)	20.9	17.9	15.5	14.7	12.4
P/BV (x)	3.4	3.2	2.8	2.4	2.1
P/BV - at target price (x)	4.3	4.0	3.5	3.0	2.7
P/CFO (x)	41.6	23.9	11.3	12.3	11.2
Price/sales (x)	5.3	4.5	3.5	3.0	2.4
Dividend yield (%)	0.8	0.8	1.2	1.3	2.3
FCF Yield (%)	2.8	(1.9)	3.8	4.0	5.6
(Bt)					
Normalized EPS	1.5	1.9	2.1	2.3	2.8
EPS	2.0	2.0	2.1	2.3	2.8
DPS	0.3	0.3	0.4	0.5	0.8
BV/share	10.4	11.2	13.0	14.8	16.9
CFO/share	0.9	1.5	3.2	2.9	3.2
FCF/share	1.0	(0.7)	1.4	1.4	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	25.7	18.6	26.8	16.8	24.8
Net profit (%)	24.7	0.0	5.1	5.6	22.0
EPS (%)	24.7	0.0	5.1	5.6	22.0
Normalized profit (%)	(4.4)	24.5	11.5	5.6	22.0
Normalized EPS (%)	(4.4)	24.5	11.5	5.6	22.0
Dividend payout ratio (%)	14.7	14.7	20.0	20.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	31.4	34.5	32.2	28.6	26.9
Operating margin (%)	25.8	29.9	28.5	25.1	23.6
EBITDA margin (%)	40.6	42.5	38.0	33.9	31.4
Net margin (%)	21.1	22.6	21.8	19.6	19.4
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.2	1.0	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.1	0.9	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	6.1	6.6	6.8	6.8	8.0
ROE - using norm profit (%)	16.1	17.8	17.8	16.3	17.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	15.0	16.9	18.5	16.9	18.2
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	27.2	31.0	29.5	26.1	24.6
- leverage (x)	2.6	2.7	2.6	2.4	2.2
- interest burden (%)	79.5	75.5	77.9	79.1	83.0
- tax burden (%)	97.4	96.7	95.0	95.0	95.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0	5.2	5.2
ROIC (%)	8.7	10.0	10.1	10.1	11.4
NOPAT (Bt m)	6,361	8,692	10,329	10,623	12,446
invested capital (Bt m)	86,620	101,970	105,311	109,035	112,384

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Profitability trending up as
new businesses are
reaching critical scale*

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)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

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 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.

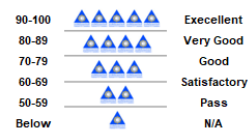
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูมธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูมธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูมธนชาติ 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 ทูมธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันภายใต้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันภายใต้แก่นางอัคริณี ไตลังคะ 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 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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "บริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

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

Data Support Team

มณฑุดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร 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