

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 130.00 (From: Bt 160.00)

Upside : 18.2%

26 APRIL 2024

Electricity Generating (EGCO TB)

สะท้อนเรื่องราวไปแล้ว

เราคัดคำแนะนำ “ซื้อ” EGCO โดยเชื่อว่าความล่าช้า ด้านทุนการลงทุนที่สูงกว่าคาด และการด้อยค่าในโครงการ Yunlin ถูกสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว มูลค่าพื้นฐาน EGCO ดูน่าสนใจที่ PE เพียง 5 เท่า P/BV 0.5 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผล 6% ในปี 2024F ส่วนกำไรเติบโต 6/14% ในปี 2024-25F



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 – 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

เรามองมูลค่าพื้นฐานน่าสนใจ

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย “PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน” วันที่ 26 เมษายน 2024 เรายังแนะนำ “ซื้อ” EGCO จาก 1) เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ลดลง 29% จากจุดสูงสุดในปีก่อนได้สะท้อนความล่าช้าของการพัฒนา เงินลงทุนที่สูงกว่าคาด และผลกระทบจากการด้อยค่าในโครงการ Yunlin ไปแล้ว ทำให้มูลค่าพื้นฐานดูน่าสนใจที่เพียง 5 เท่า PE และ 0.5 เท่า P/BV และยังมีอัตราผลตอบแทนปันผลถึง 6% ในปี 2024F 2) โครงการ Yunlin ได้เริ่มการ COD ไปครึ่งหนึ่งของแผนกำลังการผลิตเมื่อปลายปีที่แล้ว และคาดว่าจะเริ่มดำเนินงานทั้งหมดในที่สุดได้ใน 3Q24F 3) เราคาดว่ากำไรเติบโต 6/14% ในปี 2024-25F จากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าก๊าซในสหรัฐฯ และโครงการ Yunlin โดยเรายังไม่ได้รวมผลบวกจากการที่ EGCO มีแผนจะซื้อโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานแล้วปีละ 1.0GW และโอกาสการเติบโตกำลังการผลิตพลังงานทดแทนที่เพิ่มขึ้นจากแผน PDP ใหม่ ในประมาณการของเรา

ความกังวลต่อโครงการ Yunlin ใกล้สิ้นสุด

EGCO ลงทุนในสัดส่วน 25% ในโครงการ Yunlin ขนาดกำลังการผลิตรวม 640MW ตั้งแต่ปี 2021 และใส่เงินลงทุนไปในโครงการแล้วราว 2.4 หมื่น ลบ. เดิมที Yunlin มีกำหนดการ COD ในปี 2022 แต่เมื่อปลายปี 2023 ที่ผ่านมามีความล่าช้าและเงินลงทุนที่มากกว่าคาด ทำให้ EGCO ต้องด้อยค่าเงินลงทุนส่วนใหญ่ใน Yunlin ในช่วงปี 2022-23 โดยปัจจุบัน EGCO คาดว่าโครงการจะดำเนินงานกำลังการผลิตได้ทั้งหมดภายใน 3Q24F เรายังคาดว่า Yunlin สร้างกำไรในรูปของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมให้ EGCO ได้ 260/300 ลบ. ในปี 2025-26F จากขาดทุน 1,500/200 ลบ. ในปี 2023-24F

โครงการในสหรัฐฯ

EGCO ได้เข้าซื้อกลุ่มโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติสามแห่งในสหรัฐฯ “Compass” ขนาดกำลังการผลิตรวมตามสัดส่วนการถือหุ้น 652MW แล้วเสร็จเมื่อต้นปีนี้ ซึ่งเป็นการเข้าซื้อกิจการที่สามและเป็นการซื้อโครงการโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติที่ใหญ่ที่สุด หลังการเข้าซื้อโครงการ Linden ขนาด 272MW ในปี 2021 และโรงไฟฟ้า Riscow ขนาด 298MW ในปี 2023 เราคาดการณ์การเข้าซื้อกิจการครั้งนี้ และการฟื้นตัวของปริมาณการผลิตไฟฟ้าจากโรงไฟฟ้าพลังน้ำจะหนุนให้กำไร EGCO เติบโต 6% ในปี 2024F แม้ผลการดำเนินงานของโครงการ IPP จะอ่อนแอลง เราคาดว่ากำไรเติบโตเร่งตัวเป็น 15% ในปีจากการรับรู้กำไรเต็มปีจากโครงการ Yunlin

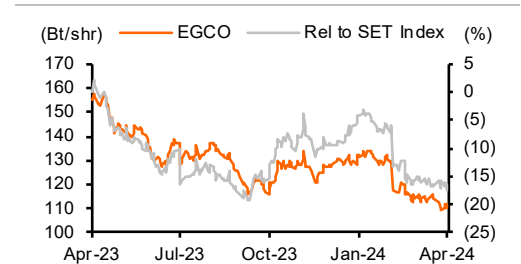
มูลค่าพื้นฐานไม่แพง

เราปรับราคาเป้าหมาย (ปี 2024F) ลงเหลือ 130 บาท (จาก 160 บาท) เพื่อสะท้อนผลจากการด้อยค่าในโครงการ Yunlin ที่มากกว่าคาด แต่เราเชื่อว่าปัจจัยลบด้านราคาหุ้นได้สะท้อนแล้ว และ Yunlin กำลังทยอยเริ่มดำเนินการผลิต เรายังมองว่ามี upside ถึง 18% จากราคาเป้าหมายของเรา บนมูลค่าพื้นฐานที่ PE เพียง 5 เท่า และ P/BV 0.5 เท่าในปี 2024F และอัตราผลตอบแทนปันผล 6% ภายใต้ประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	49,627	46,173	42,998	36,379
Net profit	(8,384)	10,664	12,169	10,662
Consensus NP	—	8,506	8,753	7,913
Diff frm cons (%)	—	25.4	39.0	34.7
Norm profit	10,098	10,664	12,169	10,662
Prev. Norm profit	—	9,775	10,479	9,492
Chg frm prev (%)	—	9.1	16.1	12.3
Norm EPS (Bt)	19.2	20.3	23.1	20.3
Norm EPS grw (%)	(20.3)	5.6	14.1	(12.4)
Norm PE (x)	5.7	5.4	4.8	5.4
EV/EBITDA (x)	18.2	17.6	15.5	19.2
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	5.9	5.9	5.9	5.9
ROE (%)	9.0	9.8	10.4	8.6
Net D/E (%)	87.1	74.3	58.9	46.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	110.00
Market Cap (US\$ m)	1,563.7
Listed Shares (m shares)	526.5
Free Float (%)	44.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	4.2
12M Price H/L (Bt)	157.50/109.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	EGAT 25.41%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P47

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การบริการแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: 12-month SOTP-derived DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2024F

Projects	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
TH Conventional - IPP			56.2
- BLCP	DCF	0.0%	13.3
- GPG	DCF	7.3%	19.1
- KEGCO	DCF	4.7%	23.8
TH Conventional - SPP			9.1
- EGCO Cogen	DCF	6.7%	0.2
- BPU	DCF	6.7%	6.8
- KLU	DCF	6.7%	2.2
TH Renewables			21.4
- Roi-et Green	DCF	4.6%	0.1
- GYG	DCF	4.6%	1.1
- NED	DCF	4.9%	2.7
- SPP 2-5	DCF	4.6%	1.6
- GPS	DCF	7.2%	2.2
- Solarco	DCF	4.3%	5.8
- CWF	DCF	4.8%	6.7
- TWF	DCF	5.1%	1.2
Overseas power plants			201.1
- Laos hydro	DCF	5.6%	46.4
- Australia wind	DCF	6.3%	8.1
- Philippines coal	DCF	9.4%	22.1
- Korea gas	DCF	5.4%	58.7
- Taiwan wind	DCF	5.4%	3.1
- US gas	DCF	5.9%	62.7
Subtotal - existing projects			287.8
Other businesses & net debts			(157.9)
Grand total			130.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

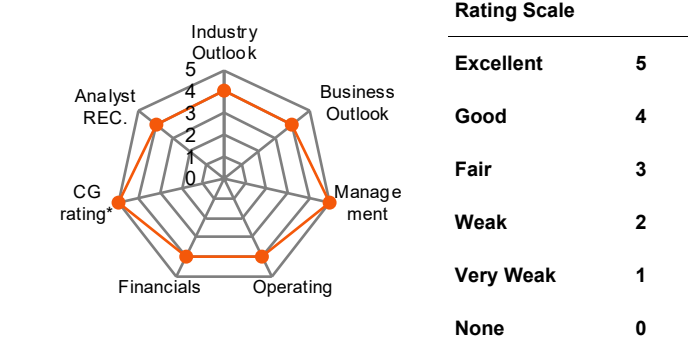
S — Strength

- 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)	147.38	130.00	-12%
Net profit 24F (Bt m)	8,506	10,664	25%
Net profit 25F (Bt m)	8,753	12,169	39%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2024-25F ของเรสูงกว่าของตลาดฯ 25/39% เชื่อว่าเป็นเพราะเราให้สมมติฐานในเชิงรุกมากขึ้นจากราคาโครงการพลังงานลมนอกชายฝั่ง - Yunlin
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า 12% เนื่องจากเรามิ่มุมมองที่ระมัดระวังมากกว่าตลาดเรื่องความสามารถในการได้มาซึ่งโครงการใหม่ของ EGCO

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

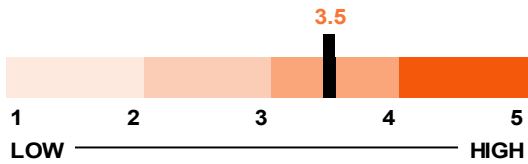
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- 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



	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)
EGCO	YES	AA	YES	BB	49.34	67.73	85.00	-	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) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">EGCO มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่ชัดเจน โดยตั้งเป้าจะมี 30% ของกำลังการผลิตมาจากพลังงานหมุนเวียน ภายในปี 2030 (จาก 18% ในปี 2022) ซึ่งคาดว่าจะลดความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนลงได้ 10% จากปีฐาน 2022 และตั้งเป้าหมายการเข้าสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และปล่อยคาร์บอนเป็นศูนย์ภายในปี 2065EGCO ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ 0.49 ตันเทียบเท่าต่อการผลิตไฟฟ้าเมกะวัตต์-ชั่วโมงในปี 2022 ซึ่งคงที่จากปีที่แล้ว แต่อาจเกินเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 0.503 ตันEGCO ใช้หลักการ "3Rs" (ลด ใช้ซ้ำ และรีไซเคิล) เพื่อรักษาแหล่งน้ำสำหรับการดำเนินงานของตนเอง และป้องกันผลกระทบที่ไม่เอื้ออำนวยต่อสิ่งแวดล้อมโดยรอบ ขั้นตอนเดียวกันนี้ขยายไปถึงแนวทางการจัดการเชื้อเพลิงเพื่อให้แน่ใจว่ามีการจ่ายเชื้อเพลิงเพียงพอสำหรับการผลิตไฟฟ้า
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขภาพและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">EGCO ยึดตามหลักการชี้แนะของสหประชาชาติ (UNGP) ว่าด้วยสิทธิมนุษยชนในการปกป้องพนักงานจากการเลือกปฏิบัติและการล่วงละเมิด โดยเฉพาะการใช้แรงงานเด็กและการค้ามนุษย์ โดยได้ขยายนโยบายดังกล่าวไปถึงคู่ค้าและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดที่เกี่ยวข้องEGCO ได้กำหนดเป้าหมายระยะยาวที่มั่นคงสำหรับแผนการจัดการพนักงาน มีแผนสำหรับโปรแกรมการวางแผนสืบทอดตำแหน่งพนักงาน 100% เพื่อรับรองความยั่งยืนในการปฏิบัติงาน นอกจากนี้ยังตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มพนักงานหญิงให้กลายเป็น 30% ของพนักงานทั้งหมดภายในปี 2025EGCO มีผู้ถือหุ้นหลัก (25%) คือ การไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) ซึ่งเป็นรัฐวิสาหกิจ จึงมีการทำงานร่วมกันอย่างเข้มข้นด้านกิจกรรมลดผลกระทบจากการดำเนินงานที่มีต่อชุมชน บริษัทได้ริเริ่มโครงการหลายด้านเพื่อสนับสนุนการจ้างงานในท้องถิ่น พัฒนาทักษะและให้การศึกษาแก่เด็กในชุมชน และปรับปรุงคุณภาพชีวิตของชาวบ้าน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">คณะกรรมการของ EGCO ประกอบด้วยสมาชิก 15 คน ซึ่งถือว่าใหญ่เกินไปในความเห็นของเรา นอกจากนี้ส่วนใหญ่เป็นตัวแทนของผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ทำให้เหลือกรรมการอิสระเพียง 6 คนเท่านั้นEGCO มีการแจ้งแผนการลงทุนให้สาธารณชนทราบได้อย่างชัดเจน อย่างไรก็ตามโครงการที่ลงทุนส่วนใหญ่อยู่นอกงบดุล ดังนั้นจึงยากที่จะติดตามผลการดำเนินงานอย่างใกล้ชิดเราชอบพอร์ตผลิตภัณฑ์ไฟฟ้าที่มีความหลากหลายของ EGCO ทั้งในแง่ของประเภทเชื้อเพลิงและเทคโนโลยีการผลิต และความหลากหลายทางภูมิศาสตร์ในประเทศที่พัฒนาแล้วและกำลังพัฒนาทั่วทั้งภูมิภาคเรายังขอความคิดเห็นในการใช้ประโยชน์จากงบดุลที่แข็งแกร่ง ด้วยใช้กระแสเงินสดที่ยืดหยุ่นจากโรงไฟฟ้าที่ดำเนินงานอยู่ เพื่อลงทุนในเทคโนโลยีโซลูชันพลังงานที่เป็นนวัตกรรมใหม่เพื่อความยั่งยืนทางธุรกิจในระยะยาว ปัจจุบันบริษัทฯ มีความมุ่งมั่นอย่างยิ่งในการนำเชื้อเพลิงไฮโดรเจนเข้าสู่อุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าเพื่อช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนให้กับประเทศไทย

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	59,632	49,627	46,173	42,998	36,379
Cost of sales	50,512	40,916	38,290	34,894	30,639
Gross profit	9,120	8,711	7,883	8,105	5,740
% gross margin	15.3%	17.6%	17.1%	18.8%	15.8%
Selling & administration expenses	2,754	3,537	2,978	2,857	2,697
Operating profit	6,366	5,174	4,905	5,248	3,043
% operating margin	10.7%	10.4%	10.6%	12.2%	8.4%
Depreciation & amortization	3,285	3,040	3,114	3,114	3,115
EBITDA	9,651	8,213	8,019	8,362	6,158
% EBITDA margin	16.2%	16.5%	17.4%	19.4%	16.9%
Non-operating income	2,093	3,657	1,101	1,142	1,160
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,019)	(4,829)	(5,188)	(4,878)	(4,464)
Pre-tax profit	4,440	4,001	818	1,512	(261)
Income tax	1,120	1,029	204	378	0
After-tax profit	3,320	2,972	613	1,134	(261)
% net margin	5.6%	6.0%	1.3%	2.6%	-0.7%
Shares in affiliates' Earnings	9,300	7,123	10,060	11,044	10,932
Minority interests	57	2	(10)	(9)	(8)
Extraordinary items	(9,994)	(18,482)	0	0	0
NET PROFIT	2,683	(8,384)	10,664	12,169	10,662
Normalized profit	12,677	10,098	10,664	12,169	10,662
EPS (Bt)	5.1	(15.9)	20.3	23.1	20.3
Normalized EPS (Bt)	24.1	19.2	20.3	23.1	20.3

Earnings base is likely to remain stable

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	61,649	54,710	61,871	66,391	70,352
Cash & cash equivalent	37,458	28,862	35,000	40,000	45,000
Account receivables	10,123	6,523	6,325	5,890	4,983
Inventories	4,180	4,150	4,196	3,824	3,358
Others	9,888	15,175	16,350	16,677	17,011
Investments & loans	113,899	115,835	116,911	116,911	116,911
Net fixed assets	48,160	46,936	45,325	42,713	40,102
Other assets	30,335	25,751	25,231	24,752	24,310
Total assets	254,043	243,233	249,339	250,767	251,675
LIABILITIES:					
Current liabilities:	31,373	22,873	27,258	25,858	24,517
Account payables	6,322	4,115	4,721	4,302	3,777
Bank overdraft & ST loans	56	0	0	0	0
Current LT debt	20,528	14,096	17,785	16,702	15,783
Others current liabilities	4,467	4,662	4,753	4,854	4,956
Total LT debt	94,026	106,465	100,780	94,646	89,437
Others LT liabilities	7,847	8,669	8,823	9,029	9,239
Total liabilities	133,246	138,007	136,861	129,533	123,193
Minority interest	303	299	309	318	326
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	4,038	277	277	277	277
Retained earnings	102,590	90,784	98,026	106,773	114,014
Shareholders' equity	120,494	104,927	112,169	120,916	128,156
Liabilities & equity	254,043	243,233	249,339	250,767	251,675

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	4,440	4,001	818	1,512	(261)
Tax paid	(1,120)	(1,029)	(204)	(378)	0
Depreciation & amortization	3,285	3,040	3,114	3,114	3,115
Chg In working capital	(2,355)	1,423	757	388	849
Chg In other CA & CL / minorities	9,473	1,878	9,300	10,845	10,728
Cash flow from operations	13,723	9,313	13,785	15,482	14,430
Capex	(1,847)	(1,816)	(1,500)	(500)	(500)
Right of use	40	29	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	1,779	154	(325)	(27)	(28)
LT loans & investments	10,563	(1,937)	(1,076)	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(12,457)	(11,915)	721	733	698
Cash flow from investments	(1,922)	(15,483)	(2,230)	156	120
Debt financing	3,390	4,757	(1,996)	(7,216)	(6,128)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,422)	(3,424)	(3,422)	(3,422)	(3,422)
Warrants & other surplus	7,793	(3,760)	0	0	0
Cash flow from financing	7,760	(2,426)	(5,418)	(10,638)	(9,550)
Free cash flow	11,875	7,498	12,285	14,982	13,930

Cash generation from existing power plants remains resilient

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	4.6	5.7	5.4	4.8	5.4
Normalized PE - at target price (x)	5.4	6.8	6.4	5.6	6.4
PE (x)	21.6	na	5.4	4.8	5.4
PE - at target price (x)	25.5	na	6.4	5.6	6.4
EV/EBITDA (x)	14.0	18.2	17.6	15.5	19.2
EV/EBITDA - at target price (x)	15.1	19.5	19.0	16.7	20.9
P/BV (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.5
P/CFO (x)	4.2	6.2	4.2	3.7	4.0
Price/sales (x)	1.0	1.2	1.3	1.3	1.6
Dividend yield (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
FCF Yield (%)	20.5	12.9	21.2	25.9	24.1
(Bt)					
Normalized EPS	24.1	19.2	20.3	23.1	20.3
EPS	5.1	(15.9)	20.3	23.1	20.3
DPS	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
BV/share	228.9	199.3	213.1	229.7	243.4
CFO/share	26.1	17.7	26.2	29.4	27.4
FCF/share	22.6	14.2	23.3	28.5	26.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

EGCO's valuations look attractive, in our view

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	66.1	(16.8)	(7.0)	(6.9)	(15.4)
Net profit (%)	(34.6)	na	na	14.1	(12.4)
EPS (%)	(34.6)	na	na	14.1	(12.4)
Normalized profit (%)	23.6	(20.3)	5.6	14.1	(12.4)
Normalized EPS (%)	23.6	(20.3)	5.6	14.1	(12.4)
Dividend payout ratio (%)	127.5	(40.8)	32.1	28.1	32.1
Operating performance					
Gross margin (%)	15.3	17.6	17.1	18.8	15.8
Operating margin (%)	10.7	10.4	10.6	12.2	8.4
EBITDA margin (%)	16.2	16.5	17.4	19.4	16.9
Net margin (%)	5.6	6.0	1.3	2.6	(0.7)
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	1.1	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.9	0.7	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	1.1	0.9	1.1	0.7
Interest coverage - EBITDA (x)	2.4	1.7	1.5	1.7	1.4
ROA - using norm profit (%)	5.1	4.1	4.3	4.9	4.2
ROE - using norm profit (%)	10.8	9.0	9.8	10.4	8.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.8	2.6	0.6	1.0	na
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1
- operating margin (%)	14.2	17.8	13.0	14.9	na
- leverage (x)	2.1	2.2	2.3	2.1	2.0
- interest burden (%)	52.5	45.3	13.6	23.7	(6.2)
- tax burden (%)	74.8	74.3	75.0	75.0	na
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.7	7.7
ROIC (%)	2.3	1.9	1.9	2.0	1.2
NOPAT (Bt m)	4,760	3,843	3,679	3,936	2,282
invested capital (Bt m)	197,645	196,625	195,734	192,264	188,377

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)
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 การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 พิมพ์ผกา 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
สาธารณโภค, 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, หินคม, Property Fund, REITs, บันเทิง 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

มฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ 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