

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 57.00

(From: Bt 58.00)

26 APRIL 2024

Upside : 16.9%

Global Power Synergy (GPSC TB)

ได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของ SPP

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" GPSC ด้วยมีเรื่องราวการฟื้นตัวของโรงไฟฟ้า SPP และการเติบโตโครงการพลังงานทดแทนในต่างประเทศ เรามอง GPSC เป็นตัวเลือกการลงทุนพลังงานทดแทนที่ดีที่สุดในกลุ่มฯ โดยสัดส่วนกำไรพลังงานทดแทนเพิ่มเป็นเกือบครึ่งของฐานกำไรปี 2028F จาก 23% ในปีนี้

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

มีเรื่องราวการฟื้นตัวของกำไร

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย "PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน" วันที่ 26 เมษายน 2024 เรายังแนะนำ "ซื้อ" GPSC ซึ่งเป็นอีก Top Pick ในกลุ่มฯของเรา ร่วมกับ บมจ.กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ (GULF "ซื้อ") บนการฟื้นตัวที่แข็งแกร่ง โดยเราคาด GPSC จะมี EPS เติบโต 28/49/15% ในปี 2024-26F หนุนโดย 1) อัตรากำไรโรงไฟฟ้า SPP ที่กลับสู่ปกติจากการลดต้นทุนราคาไฟฟ้าและราคา pool gas ลดลง และ 2) กำไรที่เพิ่มขึ้นจากโรงไฟฟ้าพลังงานทดแทนที่ลงทุนไว้ในต่างประเทศ ดูบทวิเคราะห์ GPSC "ฟื้นตัวแข็งแกร่ง" วันที่ 16 กุมภาพันธ์ 2024 ประมาณการกำไรของเรายังอิงเฉพาะจากโครงการที่มีอยู่ในปัจจุบัน และยังไม่ได้รวมโอกาสการเติบโตจาก PDP ใหม่ เราปรับกำไรปี 2024-26F ลง 3/8/3% จากราคาพลังงานโลกที่สูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา ราคาเป้าหมาย (ปี 2024F) จึงลดลงเหลือ 57 บาท (จากเดิม 58 บาท)

SPP มีความเสี่ยงด้านนโยบายที่ลดลง

SPP คิดเป็น 35% ของกำลังการผลิตรวมของ GPSC และ 60% ของฐานกำไร ในปี 2023 แต่หลังจากราคา pool gas เริ่มปรับลดลงตามราคาพลังงานโลกที่เริ่มเข้าสู่ภาวะปกติ หลังปรับขึ้นอย่างมากในปี 2022 รวมถึงการเปลี่ยนสูตรราคา pool gas เพื่อลดต้นทุนราคาก๊าซในประเทศให้ลดลง เราคาดว่ากำไรขั้นต้นของโรงไฟฟ้า SPP ของ GPSC จะอยู่ที่ 1.2/1.2 บาท/kWh ในปี 2024-25F (เทียบกับ 0.4/0.9 บาท ในปี 2022-23) ทั้งนี้ในอดีตที่ผ่านมา ความเสี่ยงด้านนโยบายของโรงไฟฟ้า SPP เกิดจากการที่รัฐบาลตรึงราคาไฟฟ้า แม้ต้นทุนเชื้อเพลิงจะเพิ่มขึ้นมาก แต่ตั้งแต่ต้นปีที่ผ่านมาเรามองว่าความเสี่ยงด้านนโยบายดังกล่าวถูกผลักไปยังผู้จำหน่ายก๊าซธรรมชาติ (เช่น กลุ่ม ปตท.) มากขึ้น ผ่านการปรับโครงสร้างราคาก๊าซ และเราเชื่อว่ารัฐบาลยังหาแนวทางในการลดราคาก๊าซในประเทศลงอีก

มีสัดส่วนพลังงานทดแทนที่เพิ่มขึ้น

เราคาดกำลังการผลิตจากพลังงานทดแทนจะคิดเป็น 62% ของกำลังการผลิตรวมของ GPSC และ 42% ของฐานกำไรในปี 2028F เราคาดโรงไฟฟ้าพลังงานลมนอกชายฝั่งในใต้หวันขนาด 149MW ตามสัดส่วนการถือหุ้นของบริษัทฯ จะสร้างกำไรได้ 0.9/1.5 พันลบ. ในปี 2024-25F หลังดำเนินงานได้เต็มกำลังการผลิตตั้งแต่ 3Q24F และคาด Avadaa Energy ที่ลงทุนในโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์ในอินเดียซึ่ง GPSC ถือหุ้น 43% จะขยายกำลังการผลิตได้ตามเป้าหมายที่ 11GW และสร้างกำไรได้ 2.2 พันลบ. ในปี 2028F (จาก 0.5 พันลบ. ในปี 2024F) โครงการพลังงานทดแทนเหล่านี้เป็นปัจจัยหลักหนุนกำไรของ GPSC ในช่วงสามปีข้างหน้า

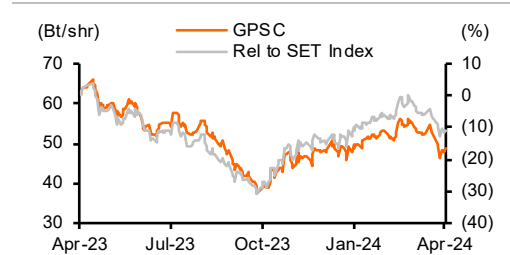
มี Upside จาก PDP ใหม่

เราคาดว่า GPSC จะเข้าร่วมประมูลโครงการพลังงานทดแทนในประเทศ ทั้งแผนการประมูล PPAs พลังงานทดแทน 3.6GW ที่จะเกิดขึ้นภายในปี 2025F ทั้งนี้ GPSC ได้ PPA มาเพียง 8MW จากการประมูลโครงการ 'RE Proposal' ครั้งก่อน (จากโควตา 5.2GW) ในปี 2023 แต่ด้วยโควตา PPA ที่มากขึ้นจาก PDP ใหม่ เราคาดว่า GPSC จะชนะ PPA มากขึ้นจากการประมูลโควตาพลังงานทดแทนเดิมอีก 3.6GW ที่จะเกิดขึ้นในปีนี้ และอีก 28GW จาก PDP ใหม่ ซึ่งเรายังคงไม่รวมในตัวเลขของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	90,303	100,012	91,356	88,205
Net profit	3,694	4,613	6,877	7,896
Consensus NP	—	5,328	6,727	7,191
Diff frm cons (%)	—	(13.4)	2.2	9.8
Norm profit	3,596	4,613	6,877	7,896
Prev. Norm profit	—	4,773	7,505	8,158
Chg frm prev (%)	—	(3.4)	(8.4)	(3.2)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.6	2.4	2.8
Norm EPS grw (%)	1,551.6	28.3	49.1	14.8
Norm PE (x)	38.2	29.8	20.0	17.4
EV/EBITDA (x)	14.9	14.5	13.3	11.8
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	1.5	1.8	2.8	3.2
ROE (%)	3.4	4.3	6.2	6.9
Net D/E (%)	102.8	98.5	95.8	78.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	48.75
Market Cap (US\$ m)	3,711.8
Listed Shares (m shares)	2,819.7
Free Float (%)	24.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.0
12M Price H/L (Bt)	66.00/37.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	PTT Group 67.27%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P54

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Our 12-month DCF-derived Valuation Plus Potential Capacity

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA excl. depre from right of use	17,578	19,258	20,161	20,275	18,656	18,690	17,577	17,625	17,675	17,724	17,774	17,825	
Free cash flow	6,548	232	19,551	19,606	17,843	17,586	16,698	16,533	16,583	16,640	16,699	16,765	
PV of free cash flow	6,204	207	16,420	15,536	13,338	12,402	11,111	10,037	9,457	8,916	8,406	7,929	110,009
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.8												
WACC (%)	5.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	229,971												
Net debt (2023A)	120,778												
Minority interest	11,330												
Equity value	97,863												
# of shares (m)	2,820												
Equity value / share (Bt)	34.7												

	Valuation method	WACC	Equity value	Value per share (Bt)
BIC	DCF	5.1%	1,258	0.4
TSR/SSE	DCF	6.4%	2,142	0.8
NNEG	DCF	5.0%	3,137	1.1
GRP	DCF	6.7%	1,359	0.5
NL1PC	DCF	5.0%	3,012	1.1
RPCL	DCF	4.8%	905	0.3
XPCL	DCF	5.8%	18,572	6.6
Avaada	DCF	7.1%	16,522	5.9
Taiwan wind farms	DCF	5.8%	16,054	5.7
Total				22.3
Grand total				57.0

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (GPSC) ก่อตั้งขึ้นในเดือนมกราคม 2013 โดยเป็นบริษัทแกนนำของกลุ่ม ปตท. ในธุรกิจไฟฟ้า GPSC ผลิตและจำหน่ายไฟฟ้า ไอน้ำ และน้ำเพื่อการอุตสาหกรรม (Processed Water) ให้แก่ลูกค้าระบบกริดแห่งชาติและลูกค้าอุตสาหกรรมทั่วประเทศ ไทย GPSC เข้าซื้อกิจการบริษัท โกลว์ พลังงาน ซึ่งทำให้กำลังการผลิตไฟฟ้าเพิ่มเป็นสองเท่าในเดือนมีนาคม 2019 โดยบริษัทฯ มีกำลังการผลิตไฟฟ้าในโรงไฟฟ้าตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 7.2GW (ทั้งในและต่างประเทศ) ซึ่ง 47% มาจากแหล่งพลังงานทดแทน ณ ปี 2023 ปัจจุบันกลยุทธ์มุ่งเน้นไปที่การขยายกำลังการผลิตพลังงานทดแทนในต่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เติบโตตามการขยายตัวของกลุ่ม PTT ในอนาคต
- ชื่อเสียงอันแข็งแกร่งของกลุ่ม ปตท. ช่วยปูทางให้ธุรกิจเติบโตในระดับภูมิภาค
- เข้าถึงต้นทุนทางการเงินในระดับต่ำ ด้วยเป็นบริษัทในเครือ PTT

O — Opportunity

- การขยายอุตสาหกรรมไฟฟ้าของประเทศเพื่อนบ้าน ทั้งการขยายในประเทศและต่างประเทศ ผ่านการพัฒนาโครงการใหม่และการควบรวมกิจการ
- เข้าไปยังอุตสาหกรรมยานยนต์ไฟฟ้า (EV) และระบบกักเก็บพลังงาน (ESS) ที่มีการเติบโตแบบ S-curve ใหม่ ผ่านการลงทุนในโรงงานผลิตแบตเตอรี่ Li-ion กับกลุ่ม PTT

CONSENSUS COMPARISON

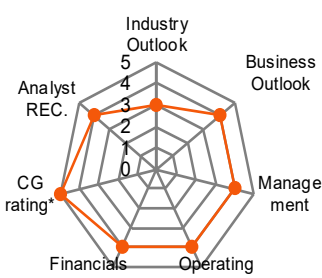
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	58.31	57.00	-2%
Net profit 24F (Bt m)	5,328	4,613	-13%
Net profit 25F (Bt m)	6,727	6,877	2%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการปี 2024F ของเรต่ำกว่าของ Bloomberg consensus 13% ซึ่งน่าจะเกิดจากการที่เราคาดให้สมมติฐาน gas pool ที่สูงขึ้นในปีนี้ แต่กำไรปี 2025F ของเรใกล้เคียงกับของตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราก่อนช่วงสอคล้องกับตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; * CG rating

W — Weakness

- ไม่มีประสบการณ์โดยตรงในการลงทุนในต่างประเทศ
- เข้าลงทุนในกลุ่มพลังงานทดแทน และแบตเตอรี่ Li-ion ช้า
- ข้อจำกัดด้านของ gearing จากกลุ่ม ปตท

T — Threat

- ศักยภาพในการเติบโตของกำลังการผลิตในตลาดภายในประเทศมีจำกัด เนื่องจากปัจจุบันประเทศไทยมีอัตราสำรองสูง ในขณะที่นโยบายของรัฐบาลในการประมูลพลังงานทดแทนยังคงช้า
- พึ่งพิงนโยบายของกลุ่มในการตัดสินใจลงทุนที่สำคัญ

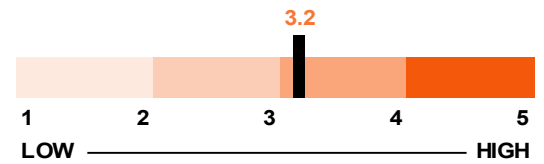
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอัตราค่าไฟของ SPP ที่ช้ากว่าคาด ไม่ว่าจากราคาก๊าซที่สูงขึ้น หรือการอุดหนุนค่าไฟฟ้าที่มากกว่า เป็นความเสี่ยงทางผลตอบแทนและการและราคาเป้าหมายของเรา
- ส่วนแบ่งกำไรที่ต่ำกว่าที่คาดจากโครงการพลังงานทดแทนที่กำลังพัฒนาในต่างประเทศ (โดยหลักคือ Avaada และ CFXD) ไม่ว่าจากการขยายกำลังการผลิตที่ช้าหรือผลตอบแทนของโครงการที่อ่อนแอ เป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญอีกประการหนึ่งต่อตัวเลขของเรา
- ผลตอบแทนที่ต่ำกว่าที่คาดจากการลงทุนในอนาคต ทั้งในอุตสาหกรรมการผลิตไฟฟ้าหรือธุรกิจอื่นที่เกี่ยวข้อง เป็นความเสี่ยงด้านความยั่งยืนในระยะยาวสำหรับ GPSC

Source: Thanachart

GPSC เป็นบริษัทด้านสาธารณูปโภคของกลุ่ม PTT มีกำลังการผลิตไฟฟ้า 6.1GW ในปี 2022 โดยเป็น ก๊าซ 52% ถ่านหิน 17% และพลังงานทดแทน 31% นโยบาย ESG ของบริษัทฯ ค่อนข้างแข็งแกร่ง เนื่องจากต้องดำเนินการให้สอดคล้องกับกลุ่ม PTT ดังนั้นเราจึงให้คะแนน ESG ที่ 3.2 แต่เราเห็นปัจจัยลบบางประการเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจและด้านนวัตกรรม

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)
GPSC	YES	AA	YES	B	62.22	56.78	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)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- GPSC มีเป้าหมายเดียวกันกับกลุ่ม ปตท. ในการบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060 ซึ่งเร็วกว่าเป้าหมายของประเทศเล็กน้อย แผนระยะสั้นของบริษัทฯ คือการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 45% ของกำลังการผลิตภายในปี 2025 (จาก 35% ในปี 2022) และลดการปล่อยคาร์บอนลง 35% ภายในปี 2030 จากฐานของปี 2020
- GPSC จัดสรรงบประมาณประจำปีสำหรับอุปกรณ์และเทคโนโลยีการลดการปล่อยมลพิษ ตามนโยบายการกำหนดราคาคาร์บอนภายในเพื่อลดมลพิษทางอากาศและน้ำจากโรงไฟฟ้า
- บริษัทฯ ใช้แนวทาง 3Rs (Reduce, Reuse, Recycle) เพื่อลดการสร้างขยะจากทุกกิจกรรมทางธุรกิจ
- GPSC ประหยัดการใช้ไฟฟ้าได้ 2.17MWh ในปี 2022 (จาก 1.78MWh ในปี 2021) ผ่านมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพและการลงทุนในโซลาร์รูฟท็อป ขณะที่การปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) อยู่ที่ 0.45kg เทียบเท่า CO2 ต่อ KWh ของการผลิตไฟฟ้าในปี 2022 สูงกว่าในปี 2021 เล็กน้อยที่อยู่ที่ 0.44kg

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- GPSC ยึดถือหลักการชี้แนะสหประชาชาติ (UN Guiding Principles: UNGP) ในการพัฒนานโยบายด้านสิทธิมนุษยชนเพื่อปกป้องสิทธิของพนักงานและผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมดโดยตรง
- GPSC มุ่งมั่นที่จะจัดหาแพลตฟอร์มการพัฒนาตนเอง และสร้างเส้นทางอาชีพที่ชัดเจนให้กับพนักงาน ทั้งนี้ขึ้นอยู่กับความเชื่อของบริษัทฯ ที่ว่าความสำเร็จของธุรกิจขึ้นอยู่กับ 1) แผนการสืบทอดตำแหน่งภายในองค์กร 2) การเตรียมความพร้อมเพื่อให้พนักงานทันต่อการเปลี่ยนแปลงของอุตสาหกรรม 3) สร้างขวัญกำลังใจ/ความสามัคคีในหมู่พนักงาน และ 4) การสร้างแบรนด์นายจ้างที่ดี
- GPSC ให้ความร่วมมือกับหน่วยงานธุรกิจอื่นๆ ในกลุ่ม ปตท. ในการสนับสนุนการบริจาคเงินแก่ชุมชนรอบโรงไฟฟ้าและโรงงานอื่นๆ ซึ่งมีผลอย่างมากในการส่งเสริมเศรษฐกิจท้องถิ่นและคุณภาพชีวิต

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ
(GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ GPSC ประกอบด้วยกรรมการ 14 คน ซึ่งในความเห็นของเราดูมากไป โดยมีกรรมการอิสระเพียง 6 คน (ไม่ถึงครึ่ง) สมาชิก 3 คนในคณะกรรมการบริหารเป็นผู้หญิง
- เราเห็นว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดีของ GPSC (รวมถึง ความโปร่งใส) นั้นแข็งแกร่งมาก ซึ่งสอดคล้องกับระเบียบปฏิบัติของกลุ่ม ปตท.
- เรามีความกังวลเล็กน้อยเกี่ยวกับความยั่งยืนทางธุรกิจของ GPSC เนื่องจากสัญญาซื้อขายไฟฟ้าสำหรับโรงไฟฟ้าขนาดใหญ่บางแห่งกำลังจะหมดอายุลง และปัจจุบันดูเหมือนจะเป็นเรื่องยากที่จะหาโอกาสในการลงทุนเพื่อซื้อโรงไฟฟ้าใหม่เพื่อชดเชยโรงเก่าท่ามกลางสถานการณ์ตลาดในปัจจุบัน
- GPSC มีความคิดริเริ่มที่ดีผ่านการลงทุนในเทคโนโลยีแบตเตอรี่ Li-ion ของ 24M ในปี 2017 อย่างไรก็ตาม ยังไม่ถึงขั้นดำเนินการเชิงพาณิชย์ แม้ว่าจะมีการเปิดตัวต้นแบบผลิตภัณฑ์ต่างๆ ไปแล้ว โดยได้รับการสนับสนุนจากกลุ่ม ปตท.

Sources: Thanachart, Company note

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	123,685	90,303	100,012	91,356	88,205
Cost of sales	120,324	80,258	89,588	80,111	76,579
Gross profit	3,361	10,045	10,424	11,246	11,627
% gross margin	2.7%	11.1%	10.4%	12.3%	13.2%
Selling & administration expenses	1,817	2,250	2,295	2,410	2,458
Operating profit	1,544	7,795	8,129	8,836	9,169
% operating margin	1.2%	8.6%	8.1%	9.7%	10.4%
Depreciation & amortization	9,293	9,483	9,568	10,544	11,116
EBITDA	10,837	17,278	17,697	19,379	20,285
% EBITDA margin	8.8%	19.1%	17.7%	21.2%	23.0%
Non-operating income	1,076	1,238	1,204	1,122	1,094
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,299)	(5,297)	(5,654)	(5,164)	(4,591)
Pre-tax profit	(1,679)	3,736	3,679	4,794	5,671
Income tax	(746)	405	441	719	851
After-tax profit	(932)	3,331	3,238	4,075	4,821
% net margin	-0.8%	3.7%	3.2%	4.5%	5.5%
Shares in affiliates' Earnings	1,716	1,202	2,286	3,948	4,431
Minority interests	(566)	(937)	(910)	(1,146)	(1,355)
Extraordinary items	674	98	0	0	0
NET PROFIT	891	3,694	4,613	6,877	7,896
Normalized profit	218	3,596	4,613	6,877	7,896
EPS (Bt)	0.3	1.3	1.6	2.4	2.8
Normalized EPS (Bt)	0.1	1.3	1.6	2.4	2.8

*Strong turnaround from
SPP margin recovery and
rising renewable capacity*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	52,822	41,823	39,249	32,327	36,660
Cash & cash equivalent	14,236	13,197	10,000	5,000	10,000
Account receivables	20,178	10,886	10,960	10,012	9,666
Inventories	11,915	11,431	9,818	8,779	8,392
Others	6,494	6,310	8,471	8,536	8,602
Investments & loans	54,135	61,788	71,637	71,820	71,820
Net fixed assets	92,647	92,799	85,865	95,368	85,175
Other assets	89,206	85,293	83,225	81,158	79,094
Total assets	288,810	281,703	279,976	280,673	272,750
LIABILITIES:					
Current liabilities:	32,193	38,667	32,197	30,970	28,695
Account payables	10,887	7,060	6,627	5,926	5,665
Bank overdraft & ST loans	3,371	111	1,290	1,254	1,124
Current LT debt	11,457	26,960	19,154	18,618	16,688
Others current liabilities	6,478	4,537	5,127	5,172	5,218
Total LT debt	123,033	106,904	108,538	105,502	94,567
Others LT liabilities	18,483	18,607	18,504	18,602	18,700
Total liabilities	173,710	164,178	159,240	155,075	141,962
Minority interest	10,370	11,330	12,240	13,386	14,741
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,197	28,197	28,197	28,197	28,197
Share premium	70,176	70,176	70,176	70,176	70,176
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(16,441)	(17,185)	(17,185)	(17,185)	(17,185)
Retained earnings	22,798	25,007	27,308	31,025	34,859
Shareholders' equity	104,730	106,195	108,496	112,213	116,047
Liabilities & equity	288,810	281,703	279,976	280,673	272,750

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	(1,679)	3,736	3,679	4,794	5,671
Tax paid	746	(405)	(441)	(719)	(851)
Depreciation & amortization	9,293	9,483	9,568	10,544	11,116
Chg In working capital	(7,232)	5,948	1,106	1,286	471
Chg In other CA & CL / minorities	4,787	(76)	714	3,928	4,269
Cash flow from operations	5,915	18,685	14,625	19,833	20,677
Capex	(6,179)	(9,460)	(2,515)	(19,925)	(800)
Right of use	116	(134)	(50)	(50)	(50)
ST loans & investments	1,060	(449)	0	0	0
LT loans & investments	(16,475)	(7,653)	(9,849)	(183)	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	2,282	4,492	1,897	2,093	2,230
Cash flow from investments	(19,195)	(13,205)	(10,517)	(18,065)	1,380
Debt financing	18,220	(4,291)	(4,993)	(3,608)	(12,995)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,384)	(1,692)	(2,312)	(3,160)	(4,063)
Warrants & other surplus	(1,112)	(537)	0	0	0
Cash flow from financing	13,724	(6,520)	(7,305)	(6,768)	(17,057)
Free cash flow	(264)	9,225	12,110	(92)	19,877

Multiple investment
pipelines to grow
capacity during 2024-26F

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	631.3	38.2	29.8	20.0	17.4
Normalized PE - at target price (x)	738.2	44.7	34.8	23.4	20.4
PE (x)	154.2	37.2	29.8	20.0	17.4
PE - at target price (x)	180.3	43.5	34.8	23.4	20.4
EV/EBITDA (x)	24.1	14.9	14.5	13.3	11.8
EV/EBITDA - at target price (x)	26.2	16.3	15.8	14.5	13.0
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.5	1.4	1.4
P/CFO (x)	23.2	7.4	9.4	6.9	6.6
Price/sales (x)	1.1	1.5	1.4	1.5	1.6
Dividend yield (%)	1.0	1.5	1.8	2.8	3.2
FCF Yield (%)	(0.2)	6.7	8.8	(0.1)	14.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	1.3	1.6	2.4	2.8
EPS	0.3	1.3	1.6	2.4	2.8
DPS	0.5	0.7	0.9	1.3	1.5
BV/share	37.1	37.7	38.5	39.8	41.2
CFO/share	2.1	6.6	5.2	7.0	7.3
FCF/share	(0.1)	3.3	4.3	(0.0)	7.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Rich valuation of 30x PE in
2024F looks justified given
its earnings turnaround

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	65.2	(27.0)	10.8	(8.7)	(3.4)
Net profit (%)	(87.8)	314.4	24.9	49.1	14.8
EPS (%)	(87.8)	314.4	24.9	49.1	14.8
Normalized profit (%)	(96.8)	1,551.6	28.3	49.1	14.8
Normalized EPS (%)	(96.8)	1,551.6	28.3	49.1	14.8
Dividend payout ratio (%)	158.2	56.5	55.0	55.0	55.0
Operating performance					
Gross margin (%)	2.7	11.1	10.4	12.3	13.2
Operating margin (%)	1.2	8.6	8.1	9.7	10.4
EBITDA margin (%)	8.8	19.1	17.7	21.2	23.0
Net margin (%)	(0.8)	3.7	3.2	4.5	5.5
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	1.0	1.0	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	0.4	1.5	1.4	1.7	2.0
Interest coverage - EBITDA (x)	2.5	3.3	3.1	3.8	4.4
ROA - using norm profit (%)	0.1	1.3	1.6	2.5	2.9
ROE - using norm profit (%)	0.2	3.4	4.3	6.2	6.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	3.2	3.0	3.7	4.2
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
- operating margin (%)	na	10.0	9.3	10.9	11.6
- leverage (x)	2.6	2.7	2.6	2.5	2.4
- interest burden (%)	(64.1)	41.4	39.4	48.1	55.3
- tax burden (%)	na	89.2	88.0	85.0	85.0
WACC (%)	5.5	5.5	5.5	6.0	6.0
ROIC (%)	0.7	3.0	3.2	3.3	3.4
NOPAT (Bt m)	1,544	6,950	7,154	7,510	7,793
invested capital (Bt m)	228,355	226,973	227,478	232,587	218,426

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.

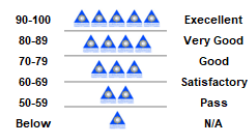
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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 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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัทธนชาติ 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)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง 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 ธนชาติ 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 ไตรรงค์ 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
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, วิโทรเคมี 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 นลินกรณ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 naripom.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	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพ 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