

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 54.00

(From: Bt 50.00)

26 APRIL 2024

Upside : 30.9%

## Gulf Energy Dev. Pcl (GULF TB)

## ได้ประโยชน์มากที่สุดจาก PDP ใหม่

GULF เป็น Top Pick ในกลุ่มสาธารณูปโภคของเรา โดยเรามองว่า GULF จะเป็นผู้ได้ประโยชน์สูงสุดจากแผน PDP ใหม่ ด้วยการมีศักยภาพสูงในการการประมูล PPA พลังงานทดแทน และโครงการทดแทน IPP เราดำเนินการ "ซื้อ" ด้วยราคาเป้าหมาย 54 บาท/หุ้น



NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662 - 483 8296

nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

แนะนำ "ซื้อ" และเป็น Top Pick กลุ่มฯของเรา

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มสาธารณูปโภคไทย "PDP ใหม่เป็นปัจจัยหนุน" วันที่ 26 เมษายน 2024 เรากำหนดคำแนะนำ "ซื้อ" GULF ซึ่งเป็น Top Pick ในกลุ่มฯ ของเรา 1) เรามองว่า GULF จะได้รับประโยชน์มากที่สุดจากแผน PDP ใหม่ ซึ่งเราคาดว่าจะมาพร้อมกับโควตาการผลิตพลังงานทดแทนในปริมาณมาก 2) ด้วยเป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ที่สุด เราเชื่อว่า GULF เป็นผู้ทำหลักที่จะได้สิทธิการพัฒนาโรงไฟฟ้าเชื้อเพลิงฟอสซิลใหม่เพื่อทดแทนโรงไฟฟ้า IPP ราย 13GW ที่จะทยอยหมดอายุในช่วงปี 2026-35F 3) แม้ยังสร้างกำไรที่จำกัดในระยะสั้น แต่การลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานด้านก๊าซธรรมชาติของบริษัทน่าจะได้ประโยชน์จากการเปิดเสรีตลาดก๊าซธรรมชาติในอนาคต แม้จะยังไม่ได้รับโอกาสการเติบโตจาก PDP ใหม่ เรายังคงคาดว่า GULF เพิ่มขึ้น 15/18/10% ในปี 2024-26F จากโครงการที่ได้รับ PPA แล้ว

## ผู้ทำหลักในการประมูล PPA ใหม่

GULF ชนะการประมูลสัญญาซื้อขายไฟฟ้า (PPA) รวม 2.0GW จากการจากโควตาการผลิตรวม 5.2GW เมื่อ 1Q23 ทำให้เรากำหนดว่า GULF จะยังเป็นผู้เข้าประมูลที่แข็งแกร่งในอนาคต โดยมีข้อได้เปรียบจากขนาดการสั่งซื้ออุปกรณ์และการจัดหาผู้ผลิต และการเป็นผู้ดำเนินการโรงไฟฟ้าเอกชนรายใหญ่ที่สุดในประเทศและต้นทุนทางการเงินที่ต่ำ เรามอง GULF เป็นผู้เล่นสำคัญที่อาจได้รับสิทธิพัฒนาโรงไฟฟ้าเพื่อทดแทนโครงการ IPP ที่กำลังจะหมดอายุในช่วงปี 2026-35F ราย 13GW ซึ่งน่าจะรวมอยู่ในแผน PDP ใหม่ การประเมินมูลค่าของเราอยู่บนสมมติฐานว่า GULF จะชนะ 1) PPA พลังงานทดแทน 1.0GW จากการประมูลปลายปีนี้ 2) PPA พลังงานทดแทน 8.0GW จาก PDP ใหม่ และ 3) โครงการทดแทน IPP 3.0GW

## ธุรกิจก๊าซเกิดใหม่

GULF ได้ลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานด้านก๊าซธรรมชาติ ซึ่งมีแนวโน้มที่จะเปิดเสรีตลาดในอนาคต การลงทุนดังกล่าวประกอบด้วยท่อขนส่งก๊าซ ท่าเทียบเรือและสถานีรับ-จ่ายก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG Terminal) และใบอนุญาตนำเข้า LNG แม้เรามองว่าธุรกิจจะยังไม่สร้างผลตอบแทนมากในช่วงสั้น แต่ผลกำไรน่าจะเริ่มมีนัยสำคัญมากขึ้นตั้งแต่ปี 2028F

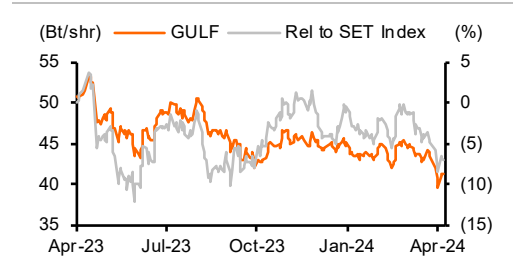
## กำลังผลิตเติบโตต่อเนื่องไปยังปี 2033F

เรากำหนดกำลังการผลิตของ GULF เติบโต 8% ต่อปี ในอีกสิบปีข้างหน้าเป็น 13GW ในปี 2033F (จาก 6.1GW ในปี 2023) โดยอิงจากโครงการที่มี PPA แล้ว การเติบโตดังกล่าวมาจาก 1) กำลังการผลิตตามสัดส่วนการถือหุ้นรวม 1.9GW ในโรงไฟฟ้า IPP เชื้อเพลิงก๊าซธรรมชาติ ที่จะเริ่มดำเนินงานในช่วงปี 2024-27F 2) กำลังการผลิต 2.0GW ของโครงการพลังงานแสงอาทิตย์และพลังงานลมที่ชนะการประมูลในปี 2023 ที่กำหนด COD ในช่วงปี 2025-30F และ 3) โรงไฟฟ้าพลังน้ำสามแห่งรวมกำลังการผลิต 1.0GW ที่จะเริ่มดำเนินการในปี 2030-33F

## COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	114,054	145,316	161,336	163,940
Net profit	14,858	16,981	19,949	21,891
Consensus NP	—	18,546	21,261	23,600
Diff frm cons (%)	—	(8.4)	(6.2)	(7.2)
Norm profit	14,759	16,981	19,949	21,891
Prev. Norm profit	—	18,438	22,674	24,700
Chg frm prev (%)	—	(7.9)	(12.0)	(11.4)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.4	1.7	1.9
Norm EPS grw (%)	28.0	15.1	17.5	9.7
Norm PE (x)	32.8	28.5	24.3	22.1
EV/EBITDA (x)	32.6	28.6	25.4	23.7
P/BV (x)	4.2	4.0	3.8	3.6
Div yield (%)	2.1	2.5	2.9	3.2
ROE (%)	13.0	14.3	16.0	16.7
Net D/E (%)	168.3	168.2	160.3	156.4

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Apr-24 (Bt)	41.25
Market Cap (US\$ m)	13,068.9
Listed Shares (m shares)	11,733.1
Free Float (%)	26.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	12.9
12M Price H/L (Bt)	53.25/39.50
Sector	Utilities
Major Shareholder	Mr. Sarath Rattanawadi 35.81%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P61

กรุณาดำเนินการตามฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

## Ex 1: Sum-of-the-Parts Valuation

SOTP Valuation	Equity value (Bt m)	Valuation method	WACC	Value (Bt/share)
<b>Subsidiaries</b>				
- GMP	41,291	DCF	4.4%	3.5
- GCG	1,014	DCF	5.0%	0.1
- GTN	1,510	DCF	5.6%	0.1
- Borkhum Riffgund	7,541	DCF	6.2%	0.6
- GSRC	40,102	DCF	4.2%	3.4
- GPD	42,349	DCF	4.4%	3.6
- Mab-Ta-Phut 3	35,788		20% IRR on project cost	3.1
- Domestic renewable (RE Proposal phase 1)	49,809	DCF	5.0%	4.2
- Hydropower projects in Laos	11,372	DCF	10.0%	1.0
<b>Subtotal</b>				<b>19.7</b>
<b>Associates</b>				
- GULF JP	12,113	DCF	4.4%	1.0
- Marafiq	5,768	DCF	5.7%	0.5
- Hin Kong	19,580	DCF	4.8%	1.7
- Burapa	6,765	DCF	4.3%	0.6
- Mekong wind	296	DCF	5.0%	0.0
- Gulf Gunkul	5,526	DCF	4.7%	0.5
- Jackson	18,750	DCF	6.4%	1.6
- UK Offshore	18,359	DCF	5.9%	1.6
- PTT NGD	25,920		15% IRR on project cost	2.2
- Lam Chabang 3	14,400		20% IRR on project cost	1.2
- One Bangkok	14,117		15% IRR on project cost	1.2
- M6, M81 motorways	23,000		10% IRR on project cost	2.0
<b>Subtotal</b>				<b>14.0</b>
<b>Other investments</b>				
- SPCG	1,072		10% discount from market price	0.1
- INTUCH	127,147	DCF	8.0%	10.8
- THCOM	6,237	DCF	8.2%	0.5
- 3BBIF	2,999	DDM	6.3%	0.3
- Datacenter partnership	8,173	DCF	7.6%	0.7
- Gulf Binance	4,214	DCF	10.0%	0.4
<b>Subtotal</b>				<b>12.8</b>
<b>Potential projects</b>				
- Domestic renewable (RE Proposal phase 2)	24,904	DCF	5.0%	2.1
- Renewable PPAs from PDP-2024 (8GW capacity)	39,847	DCF	8.0%	3.4
- Potential IPP replacement projects (3GW capacity)	24,000	DCF	8.0%	2.0
<b>Subtotal</b>				<b>7.6</b>
<b>Grand Total</b>				<b>54.0</b>

Sources: Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) เป็นบริษัทผลิตไฟฟ้ารายใหญ่ในไทย ที่มีความเชี่ยวชาญในโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ โดยมีกำลังการผลิตตามสัญญารวม 11.5GW ณ ปี 2023 ซึ่ง 6.6GW นั้นเริ่มดำเนินงานแล้ว GULF ยังมุ่งหากำลังการผลิตใหม่โดยเน้นโครงการพลังงานทดแทนเป็นสำคัญ GULF มีอีกธุรกิจหลักคือการให้บริการโทรคมนาคมผ่านการถือหุ้นทางอ้อมในบริษัท แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมชั้นนำของไทย GULF ใช้กลยุทธ์ใช้กระแสเงินสดจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าเพื่อขับเคลื่อนการเติบโตของธุรกิจ ผ่านการลงทุนในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานอื่น เช่น มอเตอร์เวย์ ท่าเรือน้ำลึก และท่าเรือและสถานีรับจ่ายก๊าซธรรมชาติ (LNG)

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

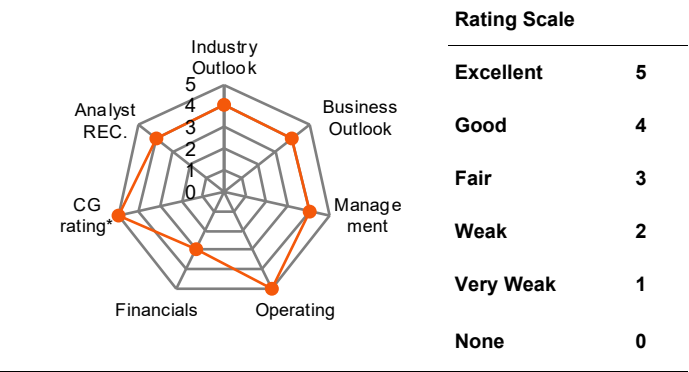
S — Strength

- มีพันธมิตรทางธุรกิจที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยให้สามารถเข้าถึงต้นทุนทางการเงินที่ถูก และเทคโนโลยีที่ทันสมัยเพื่อพัฒนาประสิทธิภาพของโรงไฟฟ้า
- มีกำลังการผลิตขนาดใหญ่ผลักดันให้กำไรเติบโตต่อเนื่องไปจนถึงปี 2033F

O — Opportunity

- GULF มองหากำลังการผลิตใหม่ในอาเซียน และในประเทศ
- สำรวจธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานที่ไม่ใช่สาธารณูปโภคอื่นๆ ในเชิงรุกเพื่อขับเคลื่อนการเติบโต

COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

W — Weakness

- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่สูง แม้ถูกออกแบบให้เป็นกลยุทธ์การเติบโตของธุรกิจของบริษัท และยังคงได้รับการสนับสนุนจากธนาคารในประเทศ

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎระเบียบ โดยเฉพาะสำหรับโครงการในต่างประเทศ ซึ่งบริษัทฯ เริ่มให้ความสำคัญ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	54.83	54.00	-2%
Net profit 24F (Bt m)	18,546	16,981	-8%
Net profit 25F (Bt m)	21,261	19,949	-6%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2024-25F ของเรต่ำกว่าตลาด 8/6% น่าจะเป็นเพราะเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อความสามารถในการทำกำไรของโรง IPPs ใหม่
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับประมาณการของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

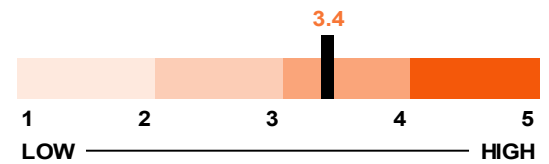
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ผลกระทบที่มากกว่าคาดจากอัตราค่าไฟที่หกดตัวของโรงไฟฟ้า SPP ทั้งจากราคาเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น หรือการปรับราคาขายไฟฟ้าล่าช้าบนนโยบายอุดหนุนราคาไฟฟ้าของรัฐบาล เป็นความเสี่ยงด้านลบในระยะสั้นต่อประมาณการกำไรของเรา
- หาก GULF เติบโตกำลังการผลิตทั้งในและต่างประเทศได้น้อยกว่าคาดจะเป็นอีกความเสี่ยงต่อการประเมินมูลค่าของเรา
- การพัฒนาโครงการที่ล่าช้า หรือมีอัตรากำไรต่ำกว่าคาดจากโครงการใหม่จะเป็นความเสี่ยงทางลบต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

GULF เป็นผู้ประกอบการโรงไฟฟ้าพลังงานทั่วไป (ใช้ก๊าซเป็นหลัก) รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีกำลังการผลิตสุทธิ 6.6 GW ณ สิ้นปี 2023 ได้เริ่มขยายธุรกิจที่ไม่ใช่ไฟฟ้า ได้แก่ โครงการคมนาคม สถานี LNG ท่าเรือหลัก และมอเตอร์เวย์ เพื่อการเติบโตในระยะยาวและความยั่งยืนของธุรกิจ เราให้คะแนน ESG ค่อนข้างสูงที่ 3.4 เนื่องจาก GULF มีเป้าหมายและแผนการลดก๊าซเรือนกระจก และ ESG ด้านอื่น ๆ ที่ชัดเจน.

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)
GULF	YES	AA	-	B	59.63	50.75	71.00	-	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
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GULF มุ่งมั่นที่จะลดความเข้มข้นของคาร์บอนลง 30% (จากปี 2019) ภายในปี 2030F โดยหลักๆ จะเป็นการเพิ่มสัดส่วนพลังงานทดแทนเป็น 30% ของกำลังการผลิตทั้งหมดจากเพียง 8% ในปี 2021 GULF มีนโยบาย 'ไม่ใช้ถ่านหิน' และนโยบายในการซื้อคาร์บอนเครดิตเพื่อชดเชยการปล่อยคาร์บอน</li> <li>การปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ของ GULF ในปี 2021 เท่ากับ 12.4mt ของ CO2 เทียบเท่า (หรือ 0.48 ตัน/MWh) และบริษัทฯ มีแผนที่จะลดการปล่อยก๊าซนี้ลง 25% ภายในปี 2030</li> <li>การดำเนินงานของ GULF ก่อให้เกิดของเสียน้อยที่สุด และแทบไม่มีของเสียอันตรายจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าเลย บริษัทฯ มีเป้าหมายการฝังกลบของเสียเป็นศูนย์ตั้งแต่ปี 2020</li> <li>GULF ใช้น้ำจำนวนมากในโรงไฟฟ้าพลังงานก๊าซและชีวมวล บริษัทฯ นำน้ำกลับมาใช้ซ้ำหลายครั้งในกระบวนการผลิต หมุนเวียนกลับมาใช้เป็นไอน้ำเพื่อป้อนโรงงานโดยรอบ และแบ่งปันน้ำที่ผ่านการบำบัดแล้วกลับคืนสู่ชุมชนท้องถิ่น</li> </ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>การดูแลพนักงาน</li> <li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>GULF รับประกันว่าสิทธิมนุษยชนจะไม่ถูกกระทบกระเทือนต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสียทั้งหมด และให้การปกป้องด้านสุขภาพและความปลอดภัยสำหรับพนักงานในสถานที่ทำงาน บริษัทฯ ใช้จรรยาบรรณเดียวกันนี้กับซัพพลายเออร์</li> <li>GULF มีพนักงานหญิงในสัดส่วน 31% บริษัทฯ ยังมีนโยบายที่ดีในการให้โอกาสในการทำงานแก่คนรุ่นใหม่ (อายุไม่เกิน 30 ปี)</li> <li>แคมเปญ 'IMPACT' ของ GULF เพื่อการพัฒนาสังคมและชุมชนเกี่ยวข้องกับ: 1) การพัฒนาโครงสร้างพื้นฐานเพื่อคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้นของชุมชน 2) การบริการทางการแพทย์สำหรับผู้ที่ต้องการ 3) การแบ่งปันความรู้ที่มีประสิทธิภาพสำหรับธุรกิจชุมชน 4) สนับสนุนกิจกรรมด้านกีฬาในชุมชน 5) การอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมร่วมกับชุมชน และ 5) กองทุนการเรียนรู้การสอนสำหรับสถานศึกษา</li> </ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>การบริหารความเสี่ยง</li> <li>นวัตกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>คณะกรรมการของ GULF (BOD) ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน โดยเป็นกรรมการอิสระ 7 คน สมาชิกหญิงคิดเป็น 25% ของ BOD</li> <li>ในช่วงหลายปีที่ผ่านมา GULF ได้เข้าซื้อกิจการนอกเหนือไปจากธุรกิจสาธารณูปโภค ใหญ่ที่สุดคือการถือหุ้น 42% ในบมจ. อินทัช โฮลดิ้งส์ (INTUCH) ซึ่งถือหุ้น 40% ในบมจ. แอดวานซ์ อินโฟร์ เซอร์วิส (ADVANC) ซึ่งเป็นผู้ให้บริการโทรคมนาคมรายใหญ่ที่สุดของไทย เรามองว่าเป็นความพยายามของ GULF ในการกระจายธุรกิจและมองหาตัวขับเคลื่อนการเติบโตใหม่ๆ ให้กับบริษัทฯ ในระยะยาว</li> <li>GULF ส่งเสริมความคิดด้านนวัตกรรมแก่พนักงานผ่านแพลตฟอร์มการฝึกอบรมอย่างต่อเนื่อง พร้อมเร่งการลงทุนในธุรกิจนวัตกรรมและดิจิทัล (เช่น อุตสาหกรรมโทรคมนาคม แพลตฟอร์มการซื้อขายสกุลเงินดิจิทัล และระบบอัจฉริยะสำหรับโครงข่ายไฟฟ้า)</li> </ul>

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	94,151	114,054	145,316	161,336	163,940
Cost of sales	74,711	92,022	120,703	133,878	134,340
<b>Gross profit</b>	<b>19,440</b>	<b>22,033</b>	<b>24,613</b>	<b>27,458</b>	<b>29,601</b>
% gross margin	20.6%	19.3%	16.9%	17.0%	18.1%
Selling & administration expenses	2,955	3,915	4,141	4,317	4,529
<b>Operating profit</b>	<b>16,485</b>	<b>18,118</b>	<b>20,472</b>	<b>23,140</b>	<b>25,072</b>
% operating margin	17.5%	15.9%	14.1%	14.3%	15.3%
Depreciation & amortization	5,063	4,181	5,584	6,471	7,237
<b>EBITDA</b>	<b>21,548</b>	<b>22,299</b>	<b>26,057</b>	<b>29,611</b>	<b>32,309</b>
% EBITDA margin	22.9%	19.6%	17.9%	18.4%	19.7%
Non-operating income	355	2,595	2,328	2,269	2,028
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,652)	(9,817)	(10,931)	(10,982)	(10,722)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>9,189</b>	<b>10,896</b>	<b>11,869</b>	<b>14,427</b>	<b>16,377</b>
Income tax	1,344	597	618	823	864
<b>After-tax profit</b>	<b>7,845</b>	<b>10,299</b>	<b>11,251</b>	<b>13,604</b>	<b>15,513</b>
% net margin	8.3%	9.0%	7.7%	8.4%	9.5%
Shares in affiliates' Earnings	6,664	9,530	11,651	12,748	13,364
Minority interests	(2,982)	(5,070)	(5,920)	(6,403)	(6,986)
Extraordinary items	(109)	99	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>11,418</b>	<b>14,858</b>	<b>16,981</b>	<b>19,949</b>	<b>21,891</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>11,527</b>	<b>14,759</b>	<b>16,981</b>	<b>19,949</b>	<b>21,891</b>
EPS (Bt)	1.0	1.3	1.4	1.7	1.9
Normalized EPS (Bt)	1.0	1.3	1.4	1.7	1.9

*Strong earnings growth  
outlook among peers*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	70,249	72,686	81,259	74,999	65,637
Cash & cash equivalent	42,209	42,003	43,500	33,500	23,500
Account receivables	18,999	21,165	29,860	33,151	33,686
Inventories	1,561	2,958	3,307	3,668	3,681
Others	7,481	6,562	4,592	4,680	4,770
Investments & loans	177,379	201,616	207,699	208,951	208,951
Net fixed assets	99,555	90,222	110,029	125,943	152,937
Other assets	70,989	94,989	95,828	96,670	97,516
<b>Total assets</b>	<b>418,172</b>	<b>459,514</b>	<b>494,815</b>	<b>506,563</b>	<b>525,040</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	51,868	65,623	75,497	76,697	77,628
Account payables	7,484	9,391	13,228	14,672	14,722
Bank overdraft & ST loans	6,669	4,789	3,045	3,021	3,068
Current LT debt	22,633	37,636	45,216	44,862	45,553
Others current liabilities	15,082	13,807	14,009	14,143	14,285
<b>Total LT debt</b>	<b>220,770</b>	<b>242,137</b>	<b>256,223</b>	<b>254,216</b>	<b>258,133</b>
Others LT liabilities	9,732	7,650	7,964	8,117	8,181
<b>Total liabilities</b>	<b>282,370</b>	<b>315,410</b>	<b>339,684</b>	<b>339,031</b>	<b>343,942</b>
Minority interest	25,015	27,519	33,440	39,843	46,829
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	11,733	11,733	11,733	11,733	11,733
Share premium	51,822	51,822	51,822	51,822	51,822
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	4,172	2,139	2,139	2,139	2,139
<b>Retained earnings</b>	<b>43,060</b>	<b>50,891</b>	<b>55,998</b>	<b>61,995</b>	<b>68,575</b>
Shareholders' equity	110,787	116,585	121,692	127,689	134,269
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>418,172</b>	<b>459,514</b>	<b>494,815</b>	<b>506,563</b>	<b>525,040</b>

*Stabilizing debt level on  
rising cash generation  
from operational plants*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	9,189	10,896	11,869	14,427	16,377
Tax paid	(1,377)	(612)	(589)	(825)	(858)
Depreciation & amortization	5,063	4,181	5,584	6,471	7,237
Chg In working capital	(5,284)	(1,656)	(5,207)	(2,209)	(497)
Chg In other CA & CL / minorities	18,760	7,232	13,792	12,796	13,410
<b>Cash flow from operations</b>	<b>26,351</b>	<b>20,040</b>	<b>25,450</b>	<b>30,661</b>	<b>35,669</b>
Capex	25,511	5,151	(25,293)	(22,281)	(34,122)
Right of use	(1,697)	425	(100)	(100)	(100)
ST loans & investments	(443)	(638)	0	0	0
LT loans & investments	(35,150)	(24,238)	(6,083)	(1,251)	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(15,225)	(25,568)	(524)	(692)	(791)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(27,004)</b>	<b>(44,868)</b>	<b>(32,000)</b>	<b>(24,324)</b>	<b>(35,013)</b>
Debt financing	17,455	33,681	19,921	(2,385)	4,655
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,162)	(7,040)	(11,887)	(13,964)	(15,324)
Warrants & other surplus	7,936	(2,020)	13	13	13
<b>Cash flow from financing</b>	<b>20,229</b>	<b>24,621</b>	<b>8,047</b>	<b>(16,337)</b>	<b>(10,656)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>51,862</b>	<b>25,192</b>	<b>157</b>	<b>8,380</b>	<b>1,547</b>

Still sufficient gearing  
room to support its  
expansion plan

## VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	42.0	32.8	28.5	24.3	22.1
Normalized PE - at target price (x)	55.0	42.9	37.3	31.8	28.9
PE (x)	42.4	32.6	28.5	24.3	22.1
PE - at target price (x)	55.5	42.6	37.3	31.8	28.9
EV/EBITDA (x)	32.1	32.6	28.6	25.4	23.7
EV/EBITDA - at target price (x)	39.1	39.3	34.3	30.5	28.4
P/BV (x)	4.4	4.2	4.0	3.8	3.6
P/BV - at target price (x)	5.7	5.4	5.2	5.0	4.7
P/CFO (x)	18.4	24.2	19.0	15.8	13.6
Price/sales (x)	5.1	4.2	3.3	3.0	3.0
Dividend yield (%)	1.5	2.1	2.5	2.9	3.2
FCF Yield (%)	10.7	5.2	0.0	1.7	0.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.0	1.3	1.4	1.7	1.9
EPS	1.0	1.3	1.4	1.7	1.9
DPS	0.6	0.9	1.0	1.2	1.3
BV/share	9.4	9.9	10.4	10.9	11.4
CFO/share	2.2	1.7	2.2	2.6	3.0
FCF/share	4.4	2.1	0.0	0.7	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	98.3	21.1	27.4	11.0	1.6
Net profit (%)	48.9	30.1	14.3	17.5	9.7
EPS (%)	48.9	30.1	14.3	17.5	9.7
Normalized profit (%)	30.2	28.0	15.1	17.5	9.7
Normalized EPS (%)	30.2	28.0	15.1	17.5	9.7
Dividend payout ratio (%)	61.7	69.5	70.0	70.0	70.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	20.6	19.3	16.9	17.0	18.1
Operating margin (%)	17.5	15.9	14.1	14.3	15.3
EBITDA margin (%)	22.9	19.6	17.9	18.4	19.7
Net margin (%)	8.3	9.0	7.7	8.4	9.5
D/E (incl. minor) (x)	1.8	2.0	2.0	1.8	1.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.7	1.7	1.6	1.6
Interest coverage - EBIT (x)	2.2	1.8	1.9	2.1	2.3
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	2.3	2.4	2.7	3.0
ROA - using norm profit (%)	3.0	3.4	3.6	4.0	4.2
ROE - using norm profit (%)	11.1	13.0	14.3	16.0	16.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	7.6	9.1	9.4	10.9	11.8
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	17.9	18.2	15.7	15.7	16.5
- leverage (x)	3.8	3.9	4.0	4.0	3.9
- interest burden (%)	54.6	52.6	52.1	56.8	60.4
- tax burden (%)	85.4	94.5	94.8	94.3	94.7
WACC (%)	4.9	4.9	4.9	5.4	5.4
ROIC (%)	4.6	5.4	5.4	5.7	6.0
NOPAT (Bt m)	14,074	17,124	19,406	21,820	23,749
invested capital (Bt m)	318,651	359,145	382,676	396,288	417,522

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Strong profitability from  
its large portion of IPP  
plants in Thailand*



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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### S&P Global Market Intelligence

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

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

### Moody's ESG Solutions

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

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



ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at [www.moody.com](http://www.moody.com) under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

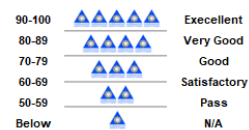
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

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

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

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



## Disclaimers

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

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

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

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

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกันได้แก่นางอัคริณี 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 โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

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

## Data Support Team

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

## Thanachart Securities Pcl.

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