

4 June 2026

# B.GRIMM POWER

Sector: Energy

## S-curve ใหม่จาก Data Center และ renewable projects หนุน valuation

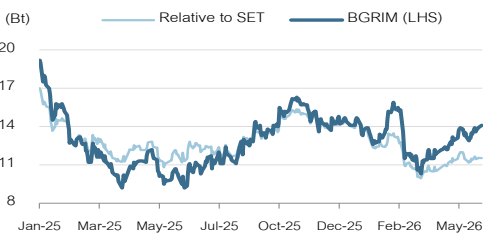
|                  |          |
|------------------|----------|
| Bloomberg ticker | BGRIM TB |
| Recommendation   | BUY      |
| Current price    | Bt14.00  |
| Target price     | Bt17.00  |
| Upside/Downside  | +21%     |
| EPS revision     | -        |

|                        |                          |
|------------------------|--------------------------|
| Bloomberg target price | Bt15.76                  |
| Bloomberg consensus    | Buy 12 / Hold 7 / Sell 1 |

|                             |                   |
|-----------------------------|-------------------|
| <b>Stock data</b>           |                   |
| Stock price 1-year high/low | Bt16.60 / Bt19.00 |
| Market cap. (Bt mn)         | 36,497            |
| Shares outstanding (mn)     | 2,606             |
| Avg. daily turnover (Bt mn) | 241               |
| Free float                  | 32%               |
| CG rating                   | Excellent         |
| SET ESG rating              | AAA               |

|   |        |        |        |        |
|---|--------|--------|--------|--------|
| <b>Financial &amp; valuation highlights</b> |        |        |        |        |
| FY: Dec (Bt mn)                             | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  |
| Revenue                                     | 55,853 | 55,388 | 59,851 | 57,960 |
| EBITDA                                      | 15,448 | 14,738 | 15,027 | 15,363 |
| Net profit                                  | 1,557  | 1,675  | 2,383  | 2,323  |
| EPS (Bt)                                    | 0.60   | 0.64   | 0.91   | 0.89   |
| Growth                                      | -17.6% | 7.6%   | 42.2%  | -2.5%  |
| Core profit                                 | 2,226  | 2,143  | 2,170  | 2,323  |
| Core EPS (Bt)                               | 0.85   | 0.82   | 0.83   | 0.89   |
| Growth                                      | 8.3%   | -3.8%  | 1.3%   | 7.1%   |
| DPS (Bt)                                    | 0.58   | 0.79   | 0.50   | 0.40   |
| Div. yield                                  | 4.2%   | 5.7%   | 3.6%   | 2.9%   |
| PER (x)                                     | 23.4   | 21.8   | 15.3   | 15.7   |
| Core PER (x)                                | 16.4   | 17.0   | 16.8   | 15.7   |
| EV/EBITDA (x)                               | 26.1   | 26.0   | 26.7   | 26.0   |
| PBV (x)                                     | 1.0    | 1.1    | 1.1    | 1.0    |

|                            |       |       |       |       |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Bloomberg consensus</b> |       |       |       |       |
| Net profit                 | 1,557 | 1,675 | 2,043 | 2,505 |
| EPS (Bt)                   | 0.60  | 0.64  | 0.76  | 0.93  |



Source: Aspen

|                          |      |       |        |       |
|--------------------------|------|-------|--------|-------|
| <b>Price performance</b> | 1M   | 3M    | 6M     | 12M   |
| Absolute                 | 8.5% | 2.9%  | -1.4%  | 43.6% |
| Relative to SET          | 2.2% | -5.3% | -25.7% | 5.4%  |

|                                  |                |
|----------------------------------|----------------|
| <b>Major shareholders</b>        | <b>Holding</b> |
| 1. B.GRIMM POWER (SINGAPORE)     | 31.49%         |
| 2. MR. Harald Link               | 23.84%         |
| 3. B.GRIMM JOINT VENTURE HOLDING | 7.80%          |

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)  
Assistant Analyst: Phakom Sirisathaworn

เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ BGRIM ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมาย 17.00 บาท อิง DCF (WACC 7.6%, terminal growth 1.5%) โดยมีปัจจัยสนับสนุนดังนี้

1) Renewable projects และธุรกิจ Data Center เป็น growth drivers สำคัญในระยะกลาง-ยาว โดยโครงการ Nakwol-1 คาดทยอย COD ในช่วง 4Q26E-2Q27E ขณะที่ hyperscaler ได้จอง capacity ของ Data Center เต็ม 96MW

2) คุณภาพกำไรมีแนวโน้มดีขึ้นจาก recurring income ของ renewable projects ใหม่ โดยเฉพาะ hydropower ในสหรัฐฯ (102MW) และโครงการใหม่ที่ทยอย COD ในช่วงปี 2026E-28E ซึ่งหนุน core profit CAGR ปี 2025-28E ราว 13%

3) รายได้ปี 2026E คาดเติบโต +8.1% YoY จาก demand ลูกค้า IU และการทยอย COD ของโครงการใหม่ แม้ GPM อาจอ่อนตัวลงสู่ 17.9% จากต้นทุนก๊าซสูง แต่ผลกระทบเริ่มถูกจำกัดจากการเพิ่มสัดส่วนสัญญา gas pass-through / fuel-linked

เราประมาณการกำไรปกติปี 2026E/27E ของ BGRIM ที่ 2.2/2.3 พันล้านบาท (+1%/+7% YoY) โดยแม้ปี 2026E จะยังถูกกดดันจากต้นทุน LNG ที่สูงและ margin กลุ่ม SPP ที่อ่อนตัวลง แต่เรามอง downside จำกัดจาก demand ลูกค้า IU ที่ยังเติบโตและการทยอย COD ของโครงการใหม่ ขณะที่ปี 2027E คาดกำไรจะฟื้นตัวจากต้นทุนก๊าซที่เริ่มผ่อนคลาย การรับรู้รายได้เต็มปีจาก Nakwol-1 และ upside จากธุรกิจ Data Center ซึ่งจะหนุนการเติบโตของกำไรในระยะกลางถึงยาว

ราคาหุ้นปรับตัวลงและ underperform SET -5% ในช่วง 3 เดือน โดยเรามองเป็นจังหวะซื้อสะสมที่น่าสนใจ โดย valuation ปัจจุบันซื้อขายคิดเป็น PER 2026E ที่ 15.3x สะท้อนปัจจัยลบระยะสั้นไปมากแล้ว ขณะที่ยังมี catalyst เชิงบวกหลายประเด็น

### KEY HIGHLIGHTS

□ **Growth drivers ระยะกลาง-ยาวแข็งแกร่งจาก renewable projects และธุรกิจ Data Center** โดยเตรียมรับรู้รายได้จากโครงการ offshore wind "Nakwol-1" ในเกาหลีใต้ กำลังการผลิตตามสัดส่วนถือหุ้น 179MW ซึ่งคาดทยอย COD ในช่วง 4Q26E-2Q27E รวมถึงโครงการ ARECO ในฟิลิปปินส์ (128MW) และ reNIKOLA ในมาเลเซีย (133MW) ในช่วงปี 2026E-28E ซึ่งจะช่วยเพิ่มสัดส่วน renewable และยกระดับคุณภาพกำไรในระยะยาว ขณะเดียวกัน ธุรกิจ Data Center ร่วมกับ Digital Edge ถือเป็น S-curve ใหม่ที่สำคัญ โดยปัจจุบัน hyperscaler ได้จอง capacity เต็ม 96MW แล้ว และเฟสแรกขนาด 48MW มีความคืบหน้าก่อสร้างแล้วราว 25% คาดเริ่มรับรู้รายได้ในช่วงปลายปี 2026E

□ **คุณภาพกำไรมีแนวโน้มดีขึ้นจากสัดส่วน renewable และ recurring income ที่เพิ่มขึ้น** โดยเฉพาะโครงการ hydropower ในสหรัฐฯ กำลังการผลิต 102MW ที่เริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรแล้ว ขณะที่ renewable projects ใหม่จะทยอย COD ต่อเนื่องในช่วงปี 2026E-28E ซึ่งจะช่วยหนุน core profit CAGR ระยะ 3 ปี (2025-28E) ราว 13% และลด sensitivity ต่อราคาก๊าซในระยะยาว สอดคล้องกับ megatrend ด้าน energy transition

□ **รายได้ปี 2026E มีแนวโน้มเติบโต +8% YoY จาก demand ของลูกค้า IU ที่ยังแข็งแกร่ง** ประกอบกับการทยอย COD ของโครงการใหม่ แม้ GPM อาจอ่อนตัวลงสู่ 17.9% ใน 2026E จาก 18.5% ในปี 2025 จากต้นทุนก๊าซที่ยังอยู่ในระดับสูงราว 330-350 บาท/MMBTU ตามราคา LNG โลก อย่างไรก็ตาม บริษัททยอยปรับสัญญา IU เป็น gas pass-through / fuel-linked มากขึ้น ซึ่งปัจจุบันมีสัดส่วนราว 50-60% ของพอร์ตลูกค้า IU และช่วยลดผลกระทบต่อ margin ได้บางส่วน โดยเรามองว่าผลกระทบจากต้นทุนก๊าซเป็นเพียงแรงกดดันระยะสั้น และมีแนวโน้มผ่อนคลายในปี 2027E

□ **เราประมาณการกำไรปกติปี 2026E/27E ที่ 2.2/2.3 พันล้านบาท (+1%/+7% YoY)** แม้ปี 2026E จะยังถูกกดดันจากต้นทุน LNG ที่สูงและ margin ของกลุ่ม SPP ที่อ่อนตัวลง แต่เรามอง downside จำกัดจาก demand ของลูกค้า IU ที่ยังเติบโต การทยอย COD ของโครงการใหม่ และ contribution จาก renewable projects ขณะที่ปี 2027E คาดกำไรจะฟื้นตัวดีขึ้นจากต้นทุนก๊าซที่เริ่มผ่อนคลาย การรับรู้รายได้เต็มปีจาก Nakwol-1 รวมถึง upside จากธุรกิจ Data Center ซึ่งจะหนุนการเติบโตของกำไรในระยะกลางถึงยาว

### Valuation/Catalyst/Risk

เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ BGRIM โดยแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายปี 2026E ที่ 17.00 บาท อิง DCF (WACC 7.6%, terminal growth 1.5%) โดยแม้กำไรปี 2026E ยังถูกกดดันจากต้นทุนก๊าซที่สูง แต่ downside ค่อนข้างจำกัดจาก demand ลูกค้า IU ที่ยังแข็งแกร่ง การทยอยปรับสัญญาเป็น gas pass-through / fuel-linked และการรับรู้รายได้จากโครงการใหม่ ขณะที่กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในช่วง 2H26E จากค่า Ft ที่เริ่มปรับขึ้นและต้นทุนพลังงานที่ทยอยผ่อนคลาย นอกจากนี้ ยังมี growth drivers ระยะกลาง-ยาวจาก renewable projects และธุรกิจ Data Center ซึ่งจะช่วยเพิ่ม recurring income และยกระดับ quality of earnings ในอนาคต

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

## KEY HIGHLIGHTS

- Growth drivers ระยะกลาง-ยาวแข็งแกร่งจาก Renewable pipeline และ Data Center**

BGRIM อยู่ในช่วงเริ่มต้นของรอบการเติบโตใหม่จากการทยอย COD ของโครงการ renewable หลายแห่งในต่างประเทศ ซึ่งจะช่วยเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่มีเสถียรภาพมากขึ้นและลด dependence ต่อธุรกิจ SPP ที่อิงต้นทุนก๊าซ โดยเฉพาะโครงการ offshore wind “Nakwol-1” ในเกาหลีใต้ กำลังการผลิตตามสัดส่วนถือหุ้น 179MW ซึ่งปัจจุบันก่อสร้างแล้วกว่า 80% และคาดว่าจะทยอย COD ในช่วง 4Q26E-2Q27E ขณะที่โครงการ “Nakwol-2” ขนาด 184MW ได้รับอนุมัติ EIA แล้วและอยู่ระหว่างรอ approval ด้าน tariff ซึ่งจะเป็นอีก growth driver สำคัญในระยะถัดไป นอกจากนี้ บริษัทยังมีโครงการ ARECO solar farm ในฟิลิปปินส์ (128MW) และ reNIKOLA ในมาเลเซีย (133MW) ที่จะทยอย COD ในช่วงปี 2026E-28E ส่งผลให้ renewable portfolio ของบริษัทเติบโตต่อเนื่องในหลายประเทศ

ด้านธุรกิจใหม่ บริษัทเริ่มต่อยอดเข้าสู่ Data Center ร่วมกับ Digital Edge ซึ่งถือเป็น S-curve ใหม่ที่มีศักยภาพสูง โดยโครงการมีขนาดรวม 96MW และปัจจุบัน hyperscaler ได้จอง capacity เต็มทั้งหมดแล้วภายใต้สัญญาระยะยาว 5-10 ปี สะท้อน demand ด้าน AI และ cloud infrastructure ที่ยังเติบโตสูง ขณะที่เฟสแรกขนาด 48MW มีความคืบหน้าก่อสร้างแล้วราว 25% และคาดว่าจะเริ่ม COD ใน 4Q26E ทั้งนี้ โครงการดังกล่าวไม่เพียงสร้าง upside ต่อกำไรจากธุรกิจที่มี margin สูงขึ้น แต่ยังช่วยเพิ่ม demand การใช้ไฟฟ้าในพื้นที่ EEC และต่อยอด ecosystem ด้านพลังงานของบริษัทในระยะยาว

Fig 1: BGRIM's Business expansion

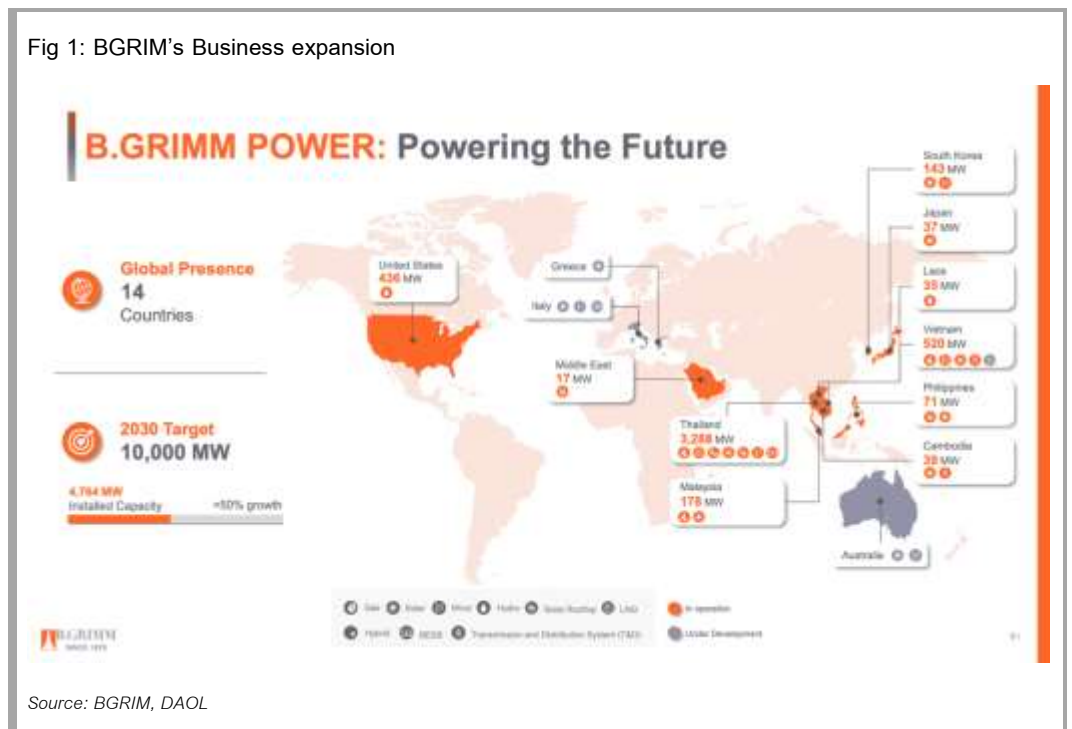
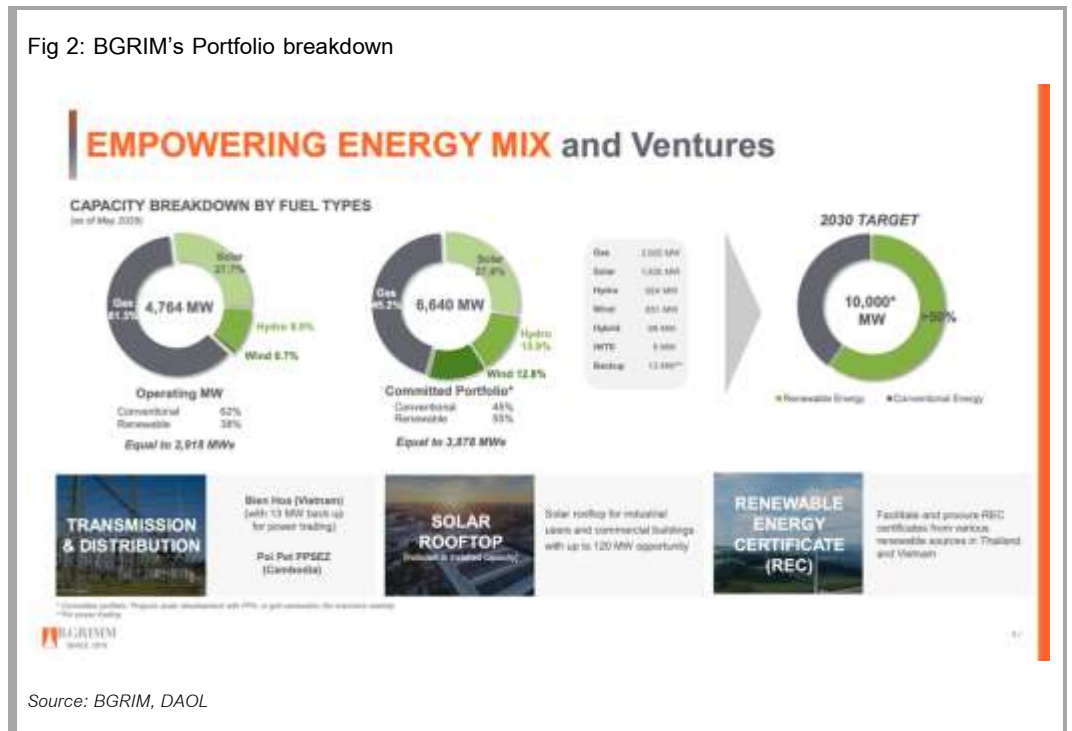


Fig 2: BGRIM's Portfolio breakdown



Source: BGRIM, DAOL

Fig 3: Nakwol-1 progress



Source: BGRIM, DAOL

Fig 4: Hyperscaler progress



Source: BGRIM, DAOL

□ **คุณภาพกำไรมีแนวโน้มดีขึ้นจากสัดส่วน renewable และ recurring income ที่เพิ่มขึ้น**

คุณภาพกำไรของ BGRIM มีแนวโน้มปรับดีขึ้นในระยะกลางจากสัดส่วน renewable และ recurring income ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของผลประกอบการจากต้นทุนก๊าซและธุรกิจ SPP แบบดั้งเดิม โดยปัจจุบันบริษัทเริ่มรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากโครงการ hydropower ในสหรัฐฯ กำลังการผลิตรวม 102MW แล้ว ขณะที่โครงการ renewable ใหม่ที่จะทยอย COD ในช่วงปี 2026E-28E จะช่วยเพิ่มสัดส่วนรายได้ที่มี margin และ cash flow มีเสถียรภาพมากขึ้น นอกจากนี้ renewable portfolio ของบริษัทส่วนใหญ่ยังอยู่ภายใต้สัญญาระยะยาว ทำให้ visibility ของรายได้สูงขึ้นเมื่อเทียบกับธุรกิจที่อิงต้นทุนเชื้อเพลิง

เรามองว่าการเพิ่มสัดส่วน renewable จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วย re-rate quality of earnings ของ BGRIM ในระยะถัดไป เนื่องจากธุรกิจดังกล่าวมี sensitivity ต่อราคาก๊าซต่ำกว่า และมีต้นทุนการดำเนินงานที่ค่อนข้างคงที่หลัง COD ส่งผลให้ margin มีเสถียรภาพมากขึ้น ขณะที่การทยอยรับรู้รายได้จากโครงการใหม่จะช่วยหนุน core profit CAGR ช่วงปี 2025-28E ให้อยู่ในระดับ double digit จาว 13% พร้อมทั้งสอดคล้องกับ megatrend ด้าน energy transition และความต้องการใช้พลังงานสะอาดของภาคอุตสาหกรรมในระยะยาว

Fig 5: GPSC shifts towards renewable energy



Source: BGRIM, DAOL

Fig 6: BGRIM's project pipeline

### Developing projects

| Projects                  | Location                               | Fuel type          | Economic Ownership % | COO       | Electricity Capacity |                 | PPA with State-owned Enterprise |             |
|---------------------------|--|--------------------|----------------------|-----------|----------------------|-----------------|---------------------------------|-------------|
|                           |  |                    |                      |           | Installed MW         | Equity MW       | Contract MW                     | Tenor years |
| 336 (Solar Rooftop)       | ME                                     | Solar              | 40.0%                | 2026      | 16.3                 | 6.5             | N/A                             | 5-20        |
| ZO Rubber (Solar Rooftop) | Thailand                               | Solar              | 40.0%                | 2026      | 35.0                 | 17.2            | N/A                             | 20          |
| BH Solar                  | Vietnam                                | Solar Rooftop      | 36.4%                | 2025-2026 | 19.3                 | 7.8             | N/A                             | 19          |
| Huong Hoa 1               | Vietnam                                | Wind               | 80.0%                | 2026      | 46.0                 | 38.4            | 48.0                            | 20          |
| Caracol                   | Philippines                            | Solar              | 87.0%                | 2027      | 65.0                 | 63.1            | N/A                             | 20          |
| Nakwi 1                   | South Korea                            | Wind               | 49.0%                | 2026      | 364.8                | 178.8           | 364.8 <sup>1</sup>              | 20          |
| Nakwi 2                   | South Korea                            | Wind               | 49.0%                | 2027      | 379.0                | 183.8           | TBA                             | TBA         |
| BH Solar (Solar Rooftop)  | Vietnam                                | Solar              | 36.4%                | 2026      | 19.3                 | 7.8             | 26.4                            | 19          |
| Huong Hoa 1               | Vietnam                                | Wind               | 80.0%                | 2026      | 46.0                 | 38.4            | 48.0                            | 20          |
| Solar (Service Agreement) | Thailand                               | Solar              | 100.0%               | 2026      | 10.3                 | 10.3            | 10.3                            | 25          |
| U-Tapao (Phase2)          | U-Tapao International Airport (Rayong) | Hybrid (Gas + ESS) | 100.0%               | 2026      | 80.0 + 50.0 MWh      | 60.0 + 50.0 MWh | 80.0 + 50.0 MWh <sup>1</sup>    | 25          |
| 2022 Gov FIT RE (323)     | Thailand                               | Solar              | 45.1%                | 2025-2026 | 313.3                | 141.3           | 257.36                          | 25          |
| 2022 Gov FIT RE (18)      | Thailand                               | Wind               | 100.0%               | 2030      | 16.0                 | 16.0            | 16.0                            | 25          |
| 2024 Gov FIT RE (80.9)    | Thailand                               | Solar              | 92.6%                | 2028-2029 | 46.9                 | 45.2            | 38.1                            | 25          |
| 2024 Gov FIT RE (80.8)    | Thailand                               | Wind               | 100.0%               | 2030      | 12.0                 | 12.0            | 12.0                            | 25          |
| Tadakhai                  | Laos                                   | Hydro              | 70.0%                | 2030-2033 | 30.0                 | 21.0            | 30.0                            | 25          |
| Nam Khan 1 - 5            | Laos                                   | Hydro              | 72.0%                | 2030-2033 | 87.5                 | 48.8            | 67.5                            | 25          |
| Kalong 4                  | Laos                                   | Hydro              | 20.0%                | 2033      | 355.0                | 71.0            | 355.0                           | 27          |

<sup>1</sup> PPA contract with Sakong Electricity Authority The Royal Thai Navy Welfare Commission (SEA)

<sup>2</sup> PPA contract with Kiewit Southern Power Co., Ltd. (KOSPO)



Source: BGRIM, DAOL

- รายได้ปี 2026E มีแนวโน้มเติบโต YoY จาก demand ของลูกค้า IU ที่ยังอยู่ในระดับสูง  
 เราคาดว่า BGRIM ยังสามารถบริหารผลกระทบต่อกำไรได้ค่อนข้างดี และรายได้ยังมีแนวโน้มเติบโตต่อเนื่องในปี 2026E โดยเราคาดว่ารายได้จะเพิ่มขึ้น +8.1% YoY จากการรับรู้รายได้ของโครงการใหม่ทั้งในและต่างประเทศ รวมถึง demand ของลูกค้า IU ที่ยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะกลุ่มโลหะ ก๊าซอุตสาหกรรม และยานยนต์ ขณะเดียวกัน ราคาก๊าซที่สูงขึ้นยังมี correlation เชิงบวกต่อค่า Ft และ tariff adjustment ซึ่งช่วยหนุนรายได้จากการขายไฟฟ้าและชดเชยต้นทุนได้บางส่วน  
 แม้เราคาดว่า GPM ปี 2026E จะอ่อนตัวลงเล็กน้อยสู่ 17.9% จาก 18.5% ในปี 2025 จากต้นทุน pool gas ที่ยังอยู่ในระดับ 330-350 บาท/MMBTU แต่ downside ต่อ margin มีแนวโน้มจำกัดมากขึ้น จากการที่บริษัททยอยปรับสัดส่วนลูกค้า IU เป็น gas pass-through / fuel-linked ซึ่งปัจจุบันมีสัดส่วนราว 50-60% ของพอร์ตลูกค้า IU และช่วยลด sensitivity ต่อราคาก๊าซได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยเรามองแรงกดดันด้านต้นทุนในปี 2026E เป็นเพียงปัจจัยชั่วคราว และคาด margin จะทยอยฟื้นตัวได้ในปี 2027E หากต้นทุน LNG เริ่มผ่อนคลายลง

Fig 7: Tariff vs. Gas price correlation

Correlation between gas price and tariff

Change in Tariff vs Gas Price in 2007-2026

— Tariff Index (Baht/kWh)  
— Gas Price Index (Baht/kWh)



**F1 (Fuel Adjustment Charge)** is a component of electricity market tariff, announced by Energy Regulatory Commission (ERC) every 4 months to reflect EGAT's actual cost electricity which includes EGAT's power generators, its purchase from private sector and the import from neighboring countries.

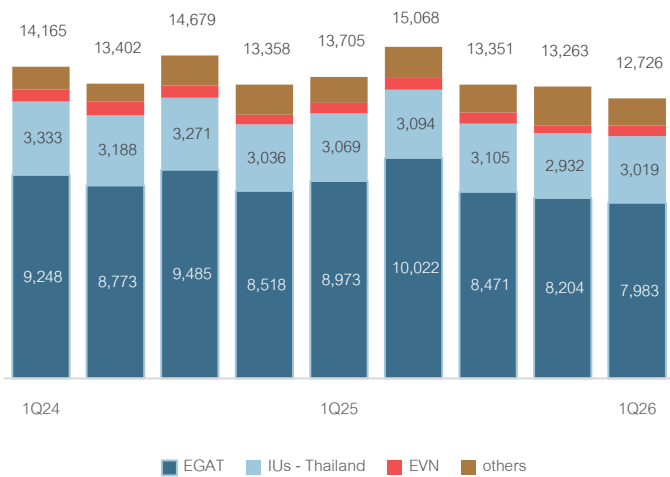
In general, natural gas contributes approximately 70% of total fuel used to produce electricity in Thailand. Thus, change in gas price has high correlation with change in F1.

BGRIM's electricity tariff for IU is closely benchmarked with PEA (base tariff) which generally moves in the same direction with gas price.



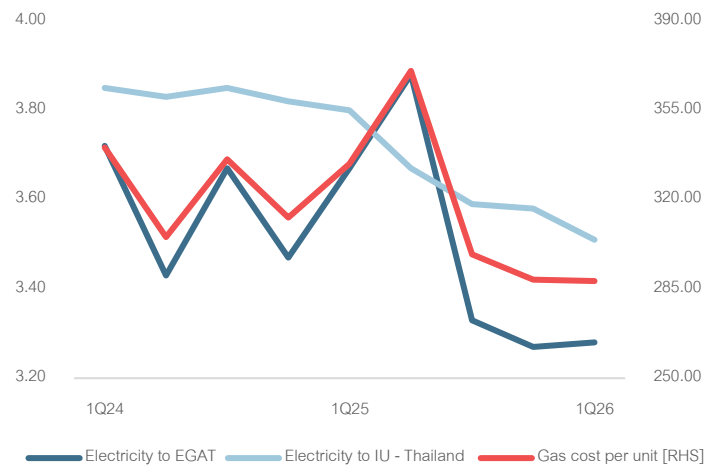
Source: BGRIM, DAOL

Fig 8: Revenue breakdown, 1Q24 – 1Q26



Source: BGRIM, DAOL

Fig 9: Electricity price (THB/kWh) vs. gas price per unit (THB/mmBTU)



Source: BGRIM, DAOL

□ **กำไรปี 2026E ยังเติบโตได้ แม้เผชิญแรงกดดันจากต้นทุนก๊าซ**

เราประมาณการกำไรปกติปี 2026E/27E ที่ 2.2/2.3 พันล้านบาท (+1%/+7% YoY) สะท้อนความสามารถในการบริหารต้นทุนและรักษาเสถียรภาพของผลประกอบการได้ค่อนข้างดี แม้ต้นทุน LNG ยังอยู่ในระดับสูง ขณะที่ momentum การฟื้นตัวของกำไรมีแนวโน้มชัดเจนมากขึ้นในช่วง 2H26E จากการทยอยปรับขึ้นค่า Ft การรับรู้รายได้จากโครงการใหม่ และ contribution จาก renewable projects ที่เพิ่มขึ้น โดยมีรายละเอียดดังนี้

1) เราคาดรายได้ปี 2026E/27E ที่ 5.99/5.80 หมื่นล้านบาท (+8.1%/-3.2% YoY) โดยการเติบโตของรายได้ในปี 2026E จะมาจากการทยอยรับรู้รายได้ของโครงการใหม่ทั้งในและต่างประเทศ รวมถึง demand ของลูกค้า IU ที่ยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะกลุ่มโลหะ ก๊าซอุตสาหกรรม และยานยนต์ ขณะเดียวกัน ราคาก๊าซที่สูงขึ้นยังมี correlation เชิงบวกต่อค่า Ft และ tariff adjustment ซึ่งช่วยหนุน topline และชดเชยต้นทุนได้บางส่วน แม้รายได้ปี 2027E อาจอ่อนตัวเล็กน้อยจากฐานที่สูง แต่ยังคงอยู่ในระดับแข็งแกร่งจาก recurring income ของ renewable portfolio ที่เพิ่มขึ้น

2) แม้เรคาด GPM ปี 2026E จะอ่อนตัวลงสู่ 17.9% จาก 18.5% ในปี 2025 จากต้นทุน pool gas ที่ยังอยู่ในระดับสูงราว 330-350 บาท/mmBTU แต่ downside ต่อ margin มีแนวโน้มจำกัดมากขึ้น จากการที่บริษัททยอยปรับสัญญา IU เป็น gas pass-through / fuel-linked ซึ่งปัจจุบันมีสัดส่วนราว 50-60% ของพอร์ตลูกค้า IU และช่วยลด sensitivity ต่อราคาก๊าซได้อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่เรคาด GPM จะเริ่มฟื้นตัวสู่ 18.3% ในปี 2027E จากต้นทุน LNG ที่ทยอยผ่อนคลายและสัดส่วน renewable ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ส่งผลให้ EBITDA margin ยังอยู่ในระดับแข็งแกร่งที่ 25-26%

3) Core profit ปี 2026E คาดอยู่ที่ 2.17 พันล้านบาท (+1.3% YoY) ก่อนแรงตัวเป็น 2.32 พันล้านบาท (+7.1% YoY) ในปี 2027E จากการทยอยรับรู้รายได้เต็มปีของโครงการ renewable ใหม่ รวมถึง upside จากธุรกิจ Data Center ร่วมกับ Digital Edge ซึ่งจะเริ่มรับรู้รายได้เฟสแรกในช่วงปลายปี 2026E ขณะที่ต้นทุนทางการเงินมีแนวโน้มทรงตัวถึงลดลงเล็กน้อยตามทิศทางดอกเบี้ย ส่งผลให้เรามองว่า BGRIM มีโอกาสกลับเข้าสู่รอบการเติบโตของกำไรที่ชัดเจนมากขึ้นในระยะกลาง

**VALUATIONS**

เรากลับมาจัดทำบทวิเคราะห์ BGRIM โดยแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายปี 2026E ที่ 17.00 บาท ดึง DCF (WACC 5.6%, terminal growth 1.5%) โดยแม้กำไรปี 2026E ยังถูกกดดันจากต้นทุนก๊าซที่อยู่ในระดับสูง แต่เรามองว่า downside ค่อนข้างจำกัดจาก demand ลูกค้า IU ที่ยังแข็งแกร่ง การทยอยปรับสัญญาเป็น gas pass-through / fuel-linked และการรับรู้รายได้จากโครงการใหม่ ขณะที่ momentum กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้นในช่วง 2H26E จากค่า Ft ที่เริ่มปรับขึ้นและต้นทุนพลังงานที่ทยอยผ่อนคลาย นอกจากนี้ BGRIM ยังมี growth drivers ระยะกลาง-ยาวจาก renewable projects และธุรกิจ Data Center ซึ่งจะช่วยยกระดับ quality of earnings และเพิ่ม recurring income ในอนาคต โดยเรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันยังสะท้อนแรงกดดันระยะสั้นไปมากแล้ว ทำให้ risk-reward ยังอยู่ในระดับน่าสนใจ แม้ยังมีความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาก๊าซและทิศทางค่า Ft ก็ตาม

Fig 10: Gross profit (Bt mn) vs. GPM (%), 2022-2027E



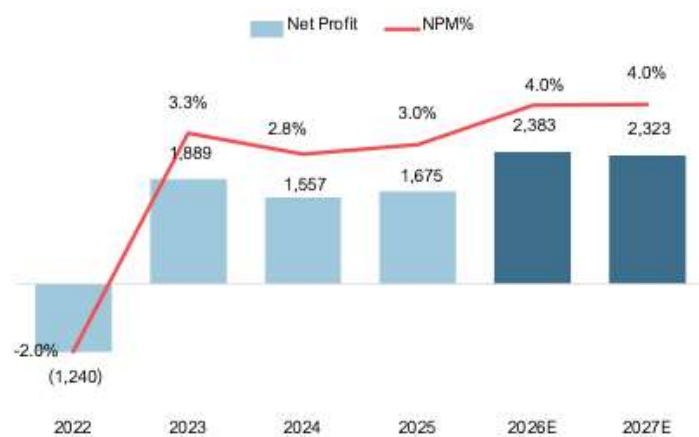
Source: BGRIM, DAOL

Fig 11: Core profit (Bt mn) vs. Core Profit Margin (%), 2022-2027E



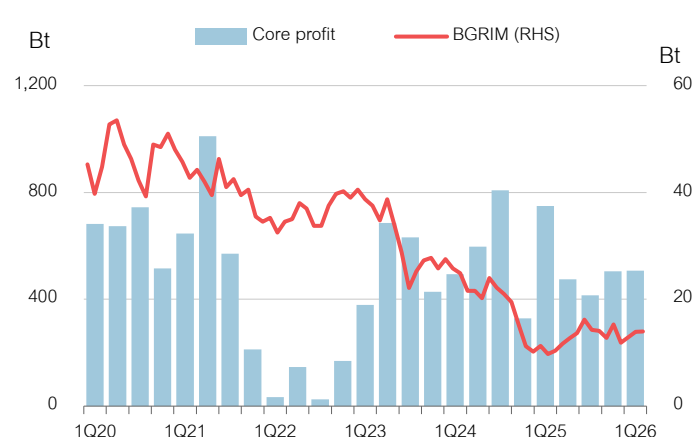
Source: BGRIM, DAOL

Fig 12: Net profit (Bt mn) vs. NPM (%), 2022-2027E



Source: BGRIM, DAOL

Fig 13: BGRIM's quarterly profit vs. share price



Source: Aspen, DAOL

## Quarterly income statement

| (Bt mn)           | 1Q25     | 2Q25     | 3Q25     | 4Q25     | 1Q26     |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Sales             | 13,705   | 15,068   | 13,351   | 13,263   | 12,726   |
| Cost of sales     | (11,210) | (12,680) | (10,773) | (10,465) | (10,089) |
| Gross profit      | 2,495    | 2,388    | 2,578    | 2,798    | 2,637    |
| SG&A              | (577)    | (665)    | (572)    | (962)    | (632)    |
| EBITDA            | 3,934    | 3,343    | 3,770    | 3,692    | 4,093    |
| Finance costs     | (1,316)  | (825)    | (1,384)  | (1,096)  | (1,630)  |
| Core profit       | 749      | 475      | 414      | 505      | 507      |
| Net profit        | 654      | 7        | 521      | 494      | 721      |
| EPS               | 0.25     | 0.00     | 0.20     | 0.19     | 0.28     |
| Gross margin      | 18.2%    | 15.8%    | 19.3%    | 21.1%    | 20.7%    |
| EBITDA margin     | 28.7%    | 22.2%    | 28.2%    | 27.8%    | 32.2%    |
| Net profit margin | 4.8%     | 0.0%     | 3.9%     | 3.7%     | 5.7%     |

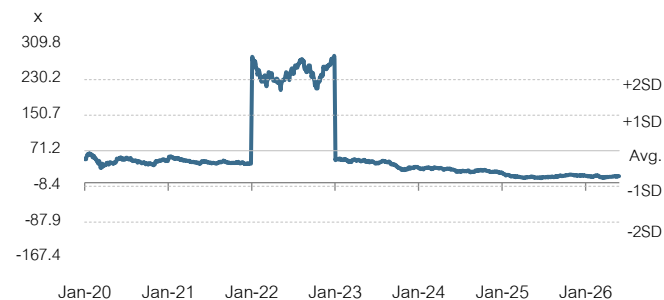
## Balance sheet

| FY: Dec (Bt mn)               | 2023           | 2024           | 2025           | 2026E          | 2027E          |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Cash & deposits               | 28,439         | 18,785         | 23,080         | 21,502         | 23,567         |
| Accounts receivable           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Inventories                   | 929            | 2,121          | 1,120          | 1,211          | 1,172          |
| Other current assets          | 24,359         | 25,520         | 17,019         | 18,391         | 17,810         |
| <b>Total cur. assets</b>      | <b>53,727</b>  | <b>46,426</b>  | <b>41,220</b>  | <b>41,103</b>  | <b>42,549</b>  |
| Investments                   | 4,901          | 6,909          | 8,358          | 8,358          | 8,358          |
| Fixed assets                  | 93,909         | 92,118         | 88,665         | 90,666         | 92,666         |
| Other assets                  | 24,499         | 35,448         | 44,803         | 48,414         | 46,884         |
| <b>Total assets</b>           | <b>177,036</b> | <b>180,901</b> | <b>183,046</b> | <b>188,540</b> | <b>190,456</b> |
| Short-term loans              | 304            | 7,668          | 1,764          | 1,906          | 1,845          |
| Accounts payable              | 8,048          | 7,744          | 8,791          | 9,500          | 9,200          |
| Current maturities            | 7,815          | 15,312         | 12,380         | 14,168         | 14,144         |
| Other current liabilities     | 1,317          | 790            | 980            | 1,059          | 1,026          |
| <b>Total cur. liabilities</b> | <b>17,483</b>  | <b>31,514</b>  | <b>23,915</b>  | <b>26,633</b>  | <b>26,215</b>  |
| Long-term debt                | 101,313        | 91,596         | 103,911        | 104,743        | 105,600        |
| Other LT liabilities          | 5,537          | 6,119          | 5,860          | 6,332          | 6,132          |
| <b>Total LT liabilities</b>   | <b>106,850</b> | <b>97,715</b>  | <b>109,771</b> | <b>111,075</b> | <b>111,731</b> |
| <b>Total liabilities</b>      | <b>124,334</b> | <b>129,229</b> | <b>133,686</b> | <b>137,708</b> | <b>137,946</b> |
| Registered capital            | 5,400          | 5,400          | 5,400          | 5,400          | 5,400          |
| Paid-up capital               | 5,214          | 5,214          | 5,214          | 5,214          | 5,214          |
| Share premium                 | 9,644          | 9,644          | 9,644          | 9,644          | 9,644          |
| Retained earnings             | 6,064          | 5,765          | 5,222          | 6,295          | 7,572          |
| Others                        | 17,206         | 15,464         | 13,356         | 13,356         | 13,356         |
| Minority interests            | 14,575         | 15,585         | 15,924         | 16,324         | 16,724         |
| <b>Shares' equity</b>         | <b>52,703</b>  | <b>51,672</b>  | <b>49,360</b>  | <b>50,833</b>  | <b>52,510</b>  |

## Cash flow statement

| FY: Dec (Bt mn)           | 2023           | 2024            | 2025           | 2026E          | 2027E          |
|---------------------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| Net profit                | 1,889          | 1,557           | 1,675          | 2,383          | 2,323          |
| Depreciation              | 5,324          | 5,658           | 5,676          | 5,698          | 5,807          |
| Chg in working capital    | (5,418)        | (13,551)        | 1,125          | (3,813)        | 1,615          |
| Others                    | -              | -               | -              | -              | -              |
| <b>CF from operations</b> | <b>1,795</b>   | <b>(6,337)</b>  | <b>8,477</b>   | <b>4,269</b>   | <b>9,745</b>   |
| Capital expenditure       | (5,162)        | (3,867)         | (2,224)        | (7,698)        | (7,807)        |
| Others                    | (631)          | (2,343)         | (1,595)        | -              | -              |
| <b>CF from investing</b>  | <b>(5,793)</b> | <b>(6,210)</b>  | <b>(3,818)</b> | <b>(7,698)</b> | <b>(7,807)</b> |
| <b>Free cash flow</b>     | <b>(3,182)</b> | <b>(10,017)</b> | <b>6,399</b>   | <b>(3,279)</b> | <b>2,095</b>   |
| Net borrowings            | (4,977)        | 5,145           | 3,477          | 2,762          | 772            |
| Equity capital raised     | -              | -               | -              | -              | -              |
| Dividends paid            | (1,335)        | (1,521)         | (2,072)        | (1,311)        | (1,045)        |
| Others                    | 9,843          | (732)           | (1,769)        | 400            | 400            |
| <b>CF from financing</b>  | <b>3,531</b>   | <b>2,892</b>    | <b>(364)</b>   | <b>1,851</b>   | <b>127</b>     |
| <b>Net change in cash</b> | <b>(467)</b>   | <b>(9,654)</b>  | <b>4,295</b>   | <b>(1,578)</b> | <b>2,065</b>   |

## Forward PER band



## Income statement

| FY: Dec (Bt mn)             | 2023          | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales                       | 57,115        | 55,853        | 55,388        | 59,851        | 57,960        |
| Cost of sales               | (46,926)      | (45,247)      | (45,128)      | (49,138)      | (47,353)      |
| <b>Gross profit</b>         | <b>10,189</b> | <b>10,606</b> | <b>10,260</b> | <b>10,713</b> | <b>10,607</b> |
| SG&A                        | (2,285)       | (2,557)       | (2,776)       | (3,000)       | (2,905)       |
| EBITDA                      | 14,692        | 15,448        | 14,738        | 15,027        | 15,363        |
| Depre. & amortization       | 5,324         | 5,658         | 5,676         | 5,698         | 5,807         |
| Equity income               | 93            | 40            | 388           | 419           | 406           |
| Other income                | 1,371         | 1,701         | 1,191         | 1,197         | 1,449         |
| EBIT                        | 9,368         | 9,790         | 9,062         | 9,329         | 9,556         |
| Finance costs               | (5,177)       | (5,554)       | (4,621)       | (4,833)       | (4,742)       |
| Income taxes                | (288)         | (396)         | (722)         | (731)         | (783)         |
| <b>Net profit before MI</b> | <b>3,903</b>  | <b>3,840</b>  | <b>3,719</b>  | <b>3,765</b>  | <b>4,031</b>  |
| Minority interest           | (1,800)       | (1,614)       | (1,576)       | (1,596)       | (1,709)       |
| <b>Core profit</b>          | <b>2,103</b>  | <b>2,226</b>  | <b>2,143</b>  | <b>2,170</b>  | <b>2,323</b>  |
| Extraordinary items         | (214)         | (670)         | (467)         | 214           | -             |
| <b>Net profit</b>           | <b>1,889</b>  | <b>1,557</b>  | <b>1,675</b>  | <b>2,383</b>  | <b>2,323</b>  |

## Key ratios

| FY: Dec (Bt mn)            | 2023    | 2024   | 2025  | 2026E | 2027E |
|----------------------------|---------|--------|-------|-------|-------|
| <b>Growth YoY</b>          |         |        |       |       |       |
| Revenue                    | -8.5%   | -2.2%  | -0.8% | 8.1%  | -3.2% |
| EBITDA                     | 93.6%   | 5.1%   | -4.6% | 2.0%  | 2.2%  |
| Net profit                 | -252.3% | -17.6% | 7.6%  | 42.2% | -2.5% |
| Core profit                | -184.8% | 5.9%   | -3.8% | 1.3%  | 7.1%  |
| <b>Profitability ratio</b> |         |        |       |       |       |
| Gross profit margin        | 17.8%   | 19.0%  | 18.5% | 17.9% | 18.3% |
| EBITDA margin              | 25.7%   | 27.7%  | 26.6% | 25.1% | 26.5% |
| Core profit margin         | 3.7%    | 4.0%   | 3.9%  | 3.6%  | 4.0%  |
| Net profit margin          | 3.3%    | 2.8%   | 3.0%  | 4.0%  | 4.0%  |
| ROA                        | 1.1%    | 0.9%   | 0.9%  | 1.3%  | 1.2%  |
| ROE                        | 3.6%    | 3.0%   | 3.4%  | 4.7%  | 4.4%  |
| <b>Stability</b>           |         |        |       |       |       |
| D/E (x)                    | 2.36    | 2.50   | 2.71  | 2.71  | 2.63  |
| Net D/E (x)                | 2.08    | 2.22   | 2.39  | 2.38  | 2.32  |
| Interest coverage ratio    | 2.84    | 2.78   | 3.19  | 3.11  | 3.24  |
| Current ratio (x)          | 3.07    | 1.47   | 1.72  | 1.54  | 1.62  |
| Quick ratio (x)            | 3.02    | 1.41   | 1.68  | 1.50  | 1.58  |
| <b>Per share (Bt)</b>      |         |        |       |       |       |
| Reported EPS               | 0.72    | 0.60   | 0.64  | 0.91  | 0.89  |
| Core EPS                   | 0.81    | 0.85   | 0.82  | 0.83  | 0.89  |
| Book value                 | 14.63   | 13.84  | 12.83 | 13.24 | 13.73 |
| Dividend                   | 0.51    | 0.58   | 0.79  | 0.50  | 0.40  |
| <b>Valuation (x)</b>       |         |        |       |       |       |
| PER                        | 19.3    | 23.4   | 21.8  | 15.3  | 15.7  |
| Core PER                   | 17.4    | 16.4   | 17.0  | 16.8  | 15.7  |
| P/BV                       | 1.0     | 1.0    | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| EV/EBITDA                  | 24.8    | 26.1   | 26.0  | 26.7  | 26.0  |
| Dividend yield             | 3.7%    | 4.2%   | 5.7%  | 3.6%  | 2.9%  |

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. **9**

Corporate governance report of Thai listed companies 2025

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

| Score  | Symbol        | Description  | ความหมาย |
|--------|---------------|--------------|----------|
| 90-100 | ▲▲▲▲▲         | Excellent    | ดีเลิศ   |
| 80-89  | ▲▲▲▲          | Very Good    | ดีมาก    |
| 70-79  | ▲▲▲           | Good         | ดี       |
| 60-69  | ▲▲            | Satisfactory | ดีพอใช้  |
| 50-59  | ▲             | Pass         | ผ่าน     |
| < 50   | No logo given | n.a.         | n.a.     |

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อป้องกันความเสี่ยงที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.

❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.

❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบีเอสที จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 11