FINANSIA
FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY

Thailand Market Strategy

GMT จะกระทบ EPS SET อย่างจำกัด

- เราคาดว่ากำไรต่อหุ้น (EPS) ของ SET จะได้รับผลกระทบจำกัดจากการบังคับใช้ GMT ในปีนี้
- เราคาดว่าประมาณการกำไรปี 2025 จะมี Downside เพียงประมาณ 1% ส่วนมาตรการช่วยเหลือเพื่อช่วยบรรเทาผลกระทบของรัฐอาจเป็น Upside ต่อประมาณการกำไรในปี 2026
- Downside risk สำคัญต่อประมาณการ EPS และเป้า SET อาจมาจากผลประกอบการไตรมาส 4Q24 ที่กำลังจะประกาศและเป้าหมายทางการเงินปี 2025 ที่ไม่สดใสของบจ.

GMT เริ่มมีผลบังคับในไทยแล้วตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2025

ประเทศไทยได้ประกาศใช้ Global minimum corporate tax (GMT) 15% อย่างเป็นทางการโดยมีเป้าหมายอยู่ที่บริษัทข้ามชาติ (MNE) ขนาดใหญ่ที่มีรายได้ต่อปีรวมอย่างน้อย EUR750ล้าน มาตรการดังกล่าวซึ่งมีผลบังคับใช้ตั้งแต่วันที่ 1 ม.ค. 2025 มีการประกาศเป็นกฎหมายผ่าน พรก. ภาษีส่วนเพิ่ม พ.ศ. 2567 (2024) ในราชกิจจานุเบกษาเมื่อวันที่ 26 ธ.ค. 2024

เราคาดว่า GMT จะสร้าง Downside risk ที่จำกัดต่อ EPS

จากการประเมินเราคาดว่าจะมีบริษัทจดทะเบียนของไทยเพียงไม่กี่แห่งที่ได้รับผลกระทบโดยส่วนมากจะอยู่ในกลุ่มอาทิ เช่น อิเล็กทรอนิกส์ โรงไฟฟ้า อาหารและขนส่งทางเรือซึ่งมีธุรกิจในต่างประเทศและได้รับการส่งเสริมการลงทุนจากคณะกรรมการส่งเสริมการลงทุน (BOI) ถ้าเราปรับอัตราภาษีเป็น 15% ค่าใช้จ่ายภาษีเพิ่มเติมรวมน่าจะเพิ่มประมาณ 1.15 หมื่นลบ. ในปี 2025 ซึ่งคิดเป็นเพียงประมาณ 1% ของกำไรของตลาดทั้งหมดที่คาดไว้ในปี 2025 ที่ประมาณ 1.15-1.2 ล้านลบ. (คำนวณจาก 2025E forward PER ที่ 14-14.5 เท่า ที่ Market Cap ปัจจุบันราว 17 ล้านลบ.) จากตัวเลขดังกล่าวผลกระทบเชิงลบที่จะมีต่อ EPS ของ SET จึงมีจำกัด

ผลกระทบเชิงลบอาจน้อยกว่าที่คาด

เราคาดว่าผลกระทบเชิงลบต่อกำไรของ MNE จะต่ำกว่าคาดการณ์เบื้องต้นของเรา เราเชื่อว่ารัฐบาลอาจออกมาตรการช่วยเหลือเพื่อบรรเทาผลกระทบที่มีต่อบริษัทที่ได้รับสิทธิประโยชน์จากการส่งเสริมการลงทุนของ BOI อาทิเช่น Refundable tax credit เราคาดว่ารัฐบาลจะสรุปมาตรการดังกล่าวได้ภายในปีนี้และอาจมีผลบังคับในปีหน้าซึ่งอาจเป็น Upside ต่อประมาณการกำไรปี 2026

Downside สำคัญต่อประมาณการ EPS ในปี 2025 มาจากผลประกอบการ 4Q24 ที่ใกล้จะประกาศ

เราคิดว่า Downside risk สำคัญต่อประมาณการ EPS ในปี 2025 ของเราอยู่ที่ผลประกอบการ 4Q24 ที่ใกล้จะประกาศ ทั้งนี้เราคาดว่ากำไรรวมจะโตทั้ง q-q และ y-y จากปัจจัยด้านฤดูกาลและฐานที่ต่ำใน 3Q24 อย่างไรก็ดีถ้าระดับการฟื้นตัวต่ำกว่าที่คาดและบริษัทจดทะเบียนให้เป้าประมาณการที่เป็นบวกน้อยลงจากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกซึ่งได้รับอิทธิพลจากการกลับมาของประธานาธิบดีทรัมป์ เราเชื่อว่าประมาณการ EPS อาจปรับลงในช่วง 1-2 ข้างหน้าซึ่งอาจทำให้เป้า SET ในปัจจุบันของเราที่ 1,600 มี Downside

Veeravat Virochpoka
Fundamental Investment Analyst on Securities; License no. 047077
veeravat.v@fssia.com, +66 2646 9965

บทวิเคราะห์ฉบับนี้แปลมาจากต้นฉบับภาษาอังกฤษ ที่ออกรายงานเมื่อวันที่ 13 มกราคม 2025

สมมติฐานของเรา

- เราเลือกบริษัทจดทะเบียนที่มีรายได้อย่างน้อย 2.5 หมื่นลบ. (ต่ำกว่าเกณฑ์ขั้นต่ำที่ 750 ล้านยูโร หรือเทียบเท่าประมาณ 2.66 หมื่นลบ.)
- เราตั้งสมมติ Effective Tax Rate ขั้นต่ำที่ 15% สำหรับทุกบริษัท
- อย่างไรก็ตาม บางบริษัทอาจไม่เข้าข่ายตามเกณฑ์นี้ เนื่องจากมีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทหรือกิจการร่วมค้าที่เป็นสัดส่วนมาก หรือมีการขาดทุนทางภาษีที่สามารถนำมาลดหย่อนได้ เช่น CK, LH และ TTB ในทางกลับกัน บางบริษัทที่อาจไม่เข้าเงื่อนไข แต่ถูกกระทบเนื่องจากบริษัทแม่ เช่น ITC

Exhibit 1: Anticipated GMT impacts

Stock	Revenue 2025E (THB m)	Pre-tax profit 2025E (THB m)	Net profit 2025E (THB m)	Tax expenses 2025E (THB m)	*Effective tax rate (%)*	Tax expenses at 15% (THB m)	Additional tax expenses (THB m)	*Impact on NPAT (%)*
PTT	3,709,267	225,463	88,894	70,492	*31%*			
CPALL	1,009,392	39,869	27,722	7,083	*18%*			
OR	838,580	13,666	11,288	2,585	*19%*			
PTTGC	716,948	14,074	10,547	1,744	*12%*	2,111	367	*3%*
CPF	612,685	19,869	14,057	3,974	*20%*			
SCC	595,871	22,126	1,348	3,071	*14%*	3,319	248	*18%*
IVL	563,430	19,271	14,574	3,771	*20%*			
CPAXT	529,349	16,169	12,683	3,527	*22%*			
BCP	518,518	20,684	9,853	8,515	*41%*			
TOP	379,015	16,180	12,367	3,214	*20%*			
PTTEP	309,340	109,350	64,609	50,953	*47%*			
IRPC	291,795	1,766	1,450	225	*13%*	265	40	*3%*
CRC	280,688	12,166	9,365	2,242	*18%*			
SPRC	242,074	5,094	4,000	950	*19%*			
PTG	227,051	1,595	1,759	375	*24%*			
ADVANC	222,279	49,066	40,229	8,966	*18%*			
BBL	210,424	55,298	43,779	11,060	*20%*			
TRUE	210,095	12,768	9,276	2,096	*16%*			
KBANK	199,225	66,656	51,555	12,331	*18%*			
DELTA	198,318	27,840	27,282	557	*2%*	4,176	3,619	*13%*
BJC	179,087	7,588	5,109	1,562	*21%*			
SCB	177,787	55,099	42,995	11,846	*21%*			
BANPU	166,144	12,225	5,740	3,092	*25%*			
KTB	165,340	53,003	38,760	10,389	*20%*			
MINT	164,734	14,530	9,262	4,206	*29%*			
SCGP	145,405	6,747	5,544	1,322	*20%*			
TU	142,388	6,664	5,593	359	*5%*	1,000	640	*11%*
GULF	129,123	29,397	25,881	1,214	*4%*	4,410	3,196	*12%*
BDMS	120,675	22,856	17,640	4,550	*20%*			
STA	119,879	3,147	2,544	363	*12%*	472	835	*33%*
BTG	117,846	3,077	2,449	615	*20%*			
TLI	114,677	13,902	11,652	2,930	*21%*			
GPSC	85,938	7,727	5,386	715	*9%*	1,159	444	*8%*
TTB	84,258	20,632	23,132	(2,500)	*-12%*			
COM7	83,304	4,189	3,436	749	*18%*			
HMPRO	77,094	8,369	6,779	1,590	*19%*			
AOT	74,332	30,200	23,956	5,738	*19%*			
TFG	65,855	3,506	3,167	351	*10%*	526	175	*6%*
BGRIM	60,836	6,049	2,944	586	*10%*	907	321	*11%*
AAV	53,416	3,501	2,800	700	*20%*			
CPN	52,923	21,702	17,997	3,883	*18%*			
SYNEX	45,594	971	708	183	*19%*			
CK	41,306	2,205	2,022	93	*4%*			
SIRI	40,481	6,216	5,160	1,315	*21%*			
STGT	40,379	1,744	1,521	186	*11%*	262	76	*5%*
AP	40,301	6,848	5,639	1,209	*18%*			
EGCO	37,898	7,879	8,980	865	*11%*	1,182	317	*4%*
GLOBAL	35,319	3,648	2,958	683	*19%*			
RATCH	34,455	9,098	7,919	860	*9%*	1,365	505	*6%*
DOHOME	33,365	1,149	929	219	*19%*			
STECON	32,000	414	310	89	*22%*			
AH	31,206	1,842	1,705	166	*9%*	276	111	*6%*
MTC	31,137	9,653	7,723	1,931	*20%*			
TASCO	31,037	3,341	2,669	627	*19%*			
KKP	30,922	5,950	4,739	1,190	*20%*			
OSP	30,378	3,923	3,204	628	*16%*			
SPALI	30,267	7,132	5,586	1,454	*20%*			
TTA	29,475	1,391	1,350	102	*7%*	209	106	*8%*
LH	29,334	5,795	6,095	511	*9%*			
SJWD	27,853	1,407	1,128	213	*15%*			
SCGD	27,044	1,432	1,078	328	*23%*			
BH	26,659	9,817	7,946	1,816	*19%*			
CENTEL	25,948	2,245	1,736	437	*19%*			
BA	25,566	4,602	3,820	784	*17%*			
SVI	25,498	1,414	1,383	94	*7%*			
BPP	24,897	4,617	3,600	410	*9%*			
HANA	24,631	1,802	1,675	126	*7%*			
SC	22,353	2,768	2,216	533	*19%*			
CBG	22,328	3,843	3,175	689	*18%*			
TOA	22,183	3,283	2,534	689	*21%*			
TISCO	20,796	8,558	6,846	1,712	*20%*			
TIDLOR	20,659	6,170	4,936	1,234	*20%*			
ITC	20,327	4,305	4,180	121	*3%*	646	525	*13%*
Total							**11,525**	***c1%***

Note: This preliminary assessment is based on the aforementioned assumptions and the currently limited information. The actual impact may differ or be lower than estimated.
Sources: FSSIA estimates and Bloomberg

Disclaimer for ESG scoring

ESG score	Methodology	Rating
The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) By S&P Global	The DJSI World applies a transparent, rules-based component selection process based on the companies' Total Sustainability Scores resulting from the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA). Only the top-ranked companies within each industry are selected for inclusion.	Be a member and invited to the annual S&P Global Corporate Sustainability Assessment (CSA) for DJSI. Companies with an S&P Global ESG Score of less than 45% of the S&P Global ESG Score of the highest scoring company are disqualified. The constituents of the DJSI indices are selected from the Eligible Universe.
SET ESG Ratings List (SETESG) by The Stock Exchange of Thailand (SET)	SET ESG quantifies responsibility in Environmental and Social issues by managing business with transparency in Governance, updated annually. Candidates must pass the preemptive criteria, with two crucial conditions: 1) no irregular trading of the board members and executives; and 2) free float of >150 shareholders, and combined holding must be >15% of paid-up capital. Some key disqualifying criteria include: 1) CG score of below 70%; 2) independent directors and free float violation; 3) executives' wrongdoing related to CG, social & environmental impacts; 4) equity in negative territory; and 5) earnings in red for > 3 years in the last 5 years.	To be eligible for **SETESG inclusion**, verified data must be scored at a minimum of 50% for each indicator, unless the company is a part of DJSI during the assessment year. The scoring will be fairly weighted against the nature of the relevant industry and materiality. **SETESG Index** is extended from the SET ESG Ratings companies whose 1) market capitalization > THB5b (~USD150b); 2) free float >20%; and 3) liquidity >0.5% of paid-up capital for at least 9 out of 12 months. The SETTHSI Index is a market capitalisation-weighted index, cap 5% quarterly weight at maximum, and no cap for number of stocks.
CG Score by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)	An indicator of CG strength in sustainable development, measured annually by the Thai IOD, with support from the Stock Exchange of Thailand (SET). The results are from the perspective of a third party, not an evaluation of operations.	Scores are rated in six categories: 5 for Excellent (90-100), 4 for Very Good (80-89), 3 for Good (70-79), 2 for Fair (60-69), 1 for Pass (60-69), and not rated for scores below 50. Weightings include: 1) the rights; 2) and equitable treatment of shareholders (weight 25% combined); 3) the role of stakeholders (25%); 4) disclosure & transparency (15%); and 5) board responsibilities (35%).
AGM level By Thai Investors Association (TIA) with support from the SEC	It quantifies the extent to which shareholders' rights and equitable treatment are incorporated into business operations and information is transparent and sufficiently disclosed. All form important elements of two out of five the CG components to be evaluated annually. The assessment criteria cover AGM procedures before the meeting (45%), at the meeting date (45%), and after the meeting (10%). (*The first assesses 1) advance circulation of sufficient information for voting; and 2) facilitating how voting rights can be exercised. The second assesses 1) the ease of attending meetings; 2) transparency and verifiability; and 3) openness for Q&A. The third involves the meeting minutes that should contain discussion issues, resolutions and voting results.)*	The scores are classified into four categories: 5 for Excellent (100), 4 for Very Good (90-99), 3 for Fair (80-89), and not rated for scores below 79.
Thai CAC By Thai Private Sector Collective Action Against Corruption (CAC)	The core elements of the Checklist include corruption risk assessment, establishment of key controls, and the monitoring and developing of policies. The Certification is good for three years. *(Companies deciding to become a CAC certified member start by submitting a Declaration of Intent to kick off an 18-month deadline to submit the CAC Checklist for Certification, including risk assessment, in place of policy and control, training of managers and employees, establishment of whistleblowing channels, and communication of policies to all stakeholders.)*	The document will be reviewed by a committee of nine professionals. A passed Checklist will move for granting certification by the CAC Council approvals whose members are twelve highly respected individuals in professionalism and ethical achievements.
Morningstar Sustainalytics	The Sustainalytics' ESG risk rating provides an overall company score based on an assessment of how much of a company's exposure to ESG risk is unmanaged. *Sources to be reviewed include corporate publications and regulatory filings, news and other media, NGO reports/websites, multi-sector information, company feedback, ESG controversies, issuer feedback on draft ESG reports, and quality & peer reviews.*	A company's ESG risk rating score is the sum of unmanaged risk. The more risk is unmanaged, the higher ESG risk is scored.

NEGL	Low	Medium	High	Severe
0-10	10-20	20-30	30-40	40+

ESG score	Methodology	Rating
ESG Book	The ESG score identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long term. The methodology considers the principle of financial materiality including information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by over-weighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis.	The total ESG score is calculated as a weighted sum of the features scores using materiality-based weights. The score is scaled between 0 and 100 with higher scores indicating better performance.
MSCI	MSCI ESG ratings aim to measure a company's management of financially relevant ESG risks and opportunities. It uses a rules-based methodology to identify industry leaders and laggards according to their exposure to ESG risks and how well they manage those risks relative to peers.	

AAA	8.571-10.000	**Leader:**	leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities
AA	7.143-8.570		
A	5.714-7.142		
BBB	4.286-5.713	**Average:**	a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
BB	2.857-4.285		
B	1.429-2.856	**Laggard:**	lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
CCC	0.000-1.428		

ESG score	Methodology	Rating
Moody's ESG solutions	Moody's assesses the degree to which companies take into account ESG objectives in the definition and implementation of their strategy policies. It believes that a company integrating ESG factors into its business model and relatively outperforming its peers is better positioned to mitigate risks and create sustainable value for shareholders over the medium to long term.	
Refinitiv ESG rating	Designed to transparently and objectively measure a company's relative ESG performance, commitment and effectiveness across 10 main themes, based on publicly available and auditable data. The score ranges from 0 to 100 on relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly. *(Score ratings are 0 to 25 = poor; >25 to 50 = satisfactory; >50 to 75 = good; and >75 to 100 = excellent.)*	
S&P Global	The S&P Global ESG Score is a relative score measuring a company's performance on and management of ESG risks, opportunities, and impacts compared to its peers within the same industry classification. The score ranges from 0 to 100.	
Bloomberg	ESG Score	Bloomberg score evaluating the company's aggregated Environmental, Social and Governance (ESG) performance. The score is based on Bloomberg's view of ESG financial materiality. The score is a weighted generalized mean (power mean) of Pillar Scores, where the weights are determined by the pillar priority ranking. Values range from 0 to 10; 10 is the best.
Bloomberg	ESG Disclosure Score	Disclosure of a company's ESG used for Bloomberg ESG score. The score ranges from 0 for none to 100 for disclosure of every data point, measuring the amount of ESG data reported publicly, and not the performance on any data point.

Rating regarding the sustainable development of Thai listed companies, both on the SET and MAI, are publicly available on the website of the Securities and Exchange Commission of Thailand (SEC). Currently, ratings available are 1) "**CG Score**"; 2) "**AGM Level**"; 3) "**Thai CAC**"; and 4) **THSI**. The ratings are updated on an annual basis. FSSIA does not confirm nor certify the accuracy of such ratings.

Source: FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Veeravat Virochpoka FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Securities Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSSIA makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSSIA has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSSIA 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 investment decisions.

 Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited.

All share prices are as at market close on, unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY (B). The upside is 10% or more.
HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.
REDUCE (R). The downside is 10% or more.
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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.
Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.
Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.