

Thailand Energy Sector

สถานการณ์ยังไม่แน่นอน

Sector Valuation			Current price	Target price	Market Cap	Norm EPS grw		Norm PE		P/BV		Div. yield	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(US\$ m)	2025F (%)	2026F (%)	2025F (x)	2026F (x)	2025F (x)	2026F (x)	2025F (%)	2026F (%)
Bangchak Corp.	BCP TB	SELL	37.50	33.00	1,528	(32.5)	30.8	11.5	8.8	0.8	0.8	2.2	2.8
Bangchak Sriracha	BSRC TB	SELL	5.60	5.00	574	72.4	16.6	10.5	9.0	0.7	0.7	2.2	3.6
Star Petroleum	SPRC TB	HOLD	5.35	5.60	686	21.3	(17.5)	8.1	9.8	0.6	0.6	6.2	6.0
Thai Oil	TOP TB	HOLD	24.80	27.00	1,639	(33.4)	(7.9)	4.8	5.2	0.3	0.3	6.3	6.1

Source: Thanachart estimates, Based on 10 March 2025 closing prices

เรายังคงมุมมองเชิงลบต่อผู้กลั่นน้ำมันไทย แม้ราคาหุ้นจะลดลงไปมากแล้วก็ตาม ด้วยแนวโน้มตลาดโรงกลั่นยังคงไม่แน่นอน เราจึงมองว่ามูลค่าหุ้นยังไม่ถูกพอ TOP เป็นหุ้นที่มีมูลค่าถูกที่สุดในบรรดาหุ้นทั้ง 4 บริษัท แต่เรายังคงให้คำแนะนำ "ถือ"

ตลาดโรงกลั่นยังคงมีความไม่แน่นอน

เรายังคงมีมุมมองเชิงลบต่อตลาดการกลั่นน้ำมัน เนื่องจาก 1) ตลาดยังคงอ่อนแอจากความต้องการที่อ่อนแอต่อเนื่องท่ามกลางอุปทานใหม่จำนวนมากในช่วง 2 ปีที่ผ่านมา เราปรับสมมติฐานค่าการกลั่นน้ำมันสิงคโปร์ลง 9/13/5% เป็น US\$5.0/5.5/6.0/bbl ในปี 2025-27F ปัจจุบัน GRM อยู่ที่ US\$5.0/bbl 2) แนวโน้มระยะยาวในด้านพลังงานสะอาดส่งผลลบต่อกลุ่มฯ 3) ยังมีความไม่แน่นอนของแนวโน้มอุปสงค์-อุปทานของจีน รวมถึงท่าทีของสหรัฐฯ ต่อสงครามรัสเซีย-ยูเครน เราเห็นความเสี่ยงด้านลบจากการสิ้นสุดของสงคราม ซึ่งอาจทำให้การส่งออกจากรัสเซียเพิ่มขึ้น และ 4) แม้ราคาหุ้นจะลดลงไปมากแล้ว แต่ผู้กลั่นน้ำมันส่วนใหญ่ที่เราทำบทวิเคราะห์ยังคงมีมูลค่าสูงเกินไปในมุมมองของเรา

GRM ยังคงอ่อนแอ

ค่าการกลั่นสิงคโปร์ลดลงเหลือเพียง US\$2/bbl ในเดือนมกราคม จาก US\$5.0 ใน 4Q24 และ US\$4.7 ในปี 2024 แม้ว่าจะฟื้นตัวมาอยู่ที่ US\$3.3 ในเดือนกุมภาพันธ์ และ US\$5 ในปัจจุบัน แต่ยังคงต่ำกว่าค่าการกลั่นน้ำมันในช่วงกลางของวัฏจักรในอดีตที่ US\$6/bbl การฟื้นตัวล่าสุดจากระดับต่ำที่ US\$2/bbl เกิดจากความต้องการในช่วงฤดูหนาว การปิดซ่อมบำรุง และการลดอัตราการผลิตของโรงกลั่น เนื่องจากตลาดที่อ่อนแอทำให้มีการลดการผลิตบางส่วน เราคาดว่า GRM จะฟื้นตัวมาอยู่ที่ US\$5/bbl ซึ่งยังคงต่ำกว่าค่าการกลั่นน้ำมันในช่วงกลางของวัฏจักร เนื่องจากแนวโน้มของเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอ

ปัญหาของแต่ละบริษัท

นอกจากแนวโน้มอุตสาหกรรมที่มีความไม่แน่นอนอย่างมากแล้ว ผู้กลั่นน้ำมันไทยยังมีปัญหาของตัวเองอีกด้วย ขณะที่ TOP กำลังเผชิญกับความล่าช้าในโครงการพลังงานสะอาด (Clean Fuel Project: CFP) พร้อมกับต้นทุนที่บานปลาย BCP กำลังเผชิญกับการหดตัวของสเปกตรัมผลิตภัณฑ์จากโครงการเชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF) จนถึงจุดที่อาจทำให้โครงการเกิดความล่าช้า ส่วน BSRC และ SPRC ไม่มีตัวขับเคลื่อนการเติบโตใหม่ นอกจาก GRM ซึ่งมีแนวโน้มที่อ่อนแอ

ราคาปรับลง แต่ยังไม่ถูก

ยังไม่มีหุ้นโรงกลั่นที่เราให้คำแนะนำ ชื่อ เราปรับเพิ่มคำแนะนำ TOP เป็น "ถือ" (จาก ขาย) เนื่องจากมองว่าถูก de-rated ค่อนข้างมากแล้ว โดยซื้อขายที่ PE ที่ 5-6 เท่า และ P/BV ที่ 0.3 เท่า พร้อมกับให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6% แม้มูลค่าจะต่ำ แต่กำไรก็มีแนวโน้มลดลง และ ROE ที่ลดลงเหลือ 4.5% ในปี 2027F นอกจากนี้ เราปรับเพิ่มคำแนะนำ SPRC เป็น "ถือ" (จาก ขาย) เนื่องจากราคาหุ้นของ SPRC ปัจจุบันคิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6% หนุนโดยการยืนยันของผู้บริหารที่จะให้ความสำคัญกับการจ่ายเงินปันผลมากขึ้น เราปรับคำแนะนำ BSRC เป็น "ขาย" (จาก ถือ) หลังปรับประมาณการกำไรลงอย่างมาก ทำให้หุ้นมีมูลค่าแพงที่ 0.7 เท่า P/BV เทียบกับ ROE ที่เพียง 5% ในปี 2025F และยังคงแนะนำ "ขาย" BCP ด้วยซื้อขายที่ 2025F PE ที่ 12 เท่า ทั้งที่กำไรมีแนวโน้มทรงตัว

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

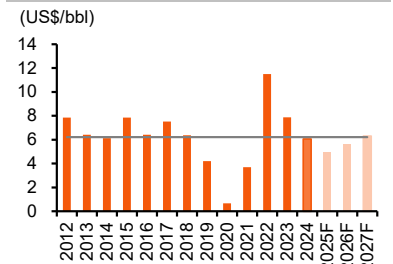


YUPAPAN POLPORNPRASSERT

662-779-9119

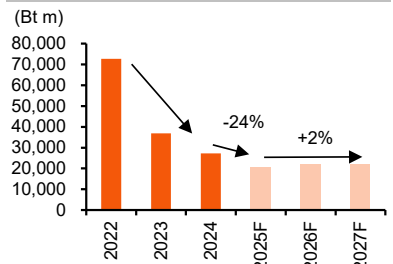
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

GRM To See Another Decline In 25F



Sources: Company data; Thanachart estimates

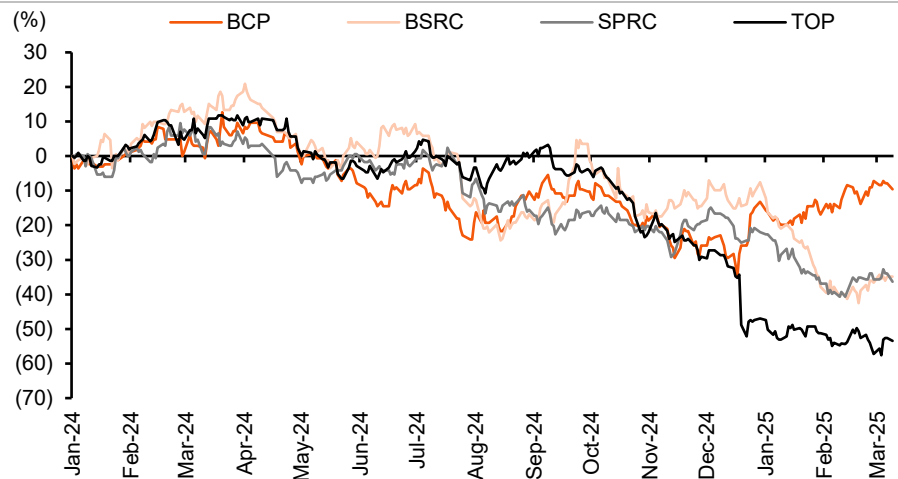
Subdued Earnings Outlook



Sources: Company data; Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Significant Share Price Corrections



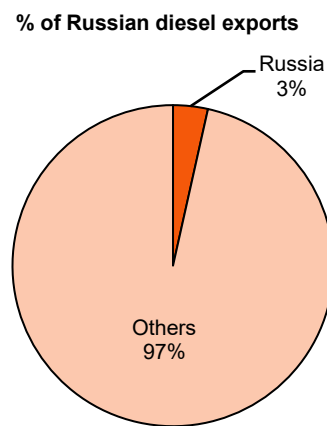
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Singapore Complex GRM Assumption Changes

	New				Old			% change		
	2024	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F	2025F	2026F	2027F
ULG5-Dubai	12.6	10.0	11.0	12.0	12.0	13.0	13.0	(16.7)	(15.4)	(7.7)
Jet-Dubai	14.5	14.5	15.0	15.5	15.0	15.5	15.5	(3.3)	(3.2)	0.0
Diesel-Dubai	14.5	14.5	15.0	15.5	15.0	15.5	15.5	(3.3)	(3.2)	0.0
HSFO-Dubai	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	(5.0)	0.0	0.0	0.0
Complex SG GRM	6.1	5.0	5.5	6.0	5.5	6.3	6.3	(9.4)	(13.0)	(5.1)

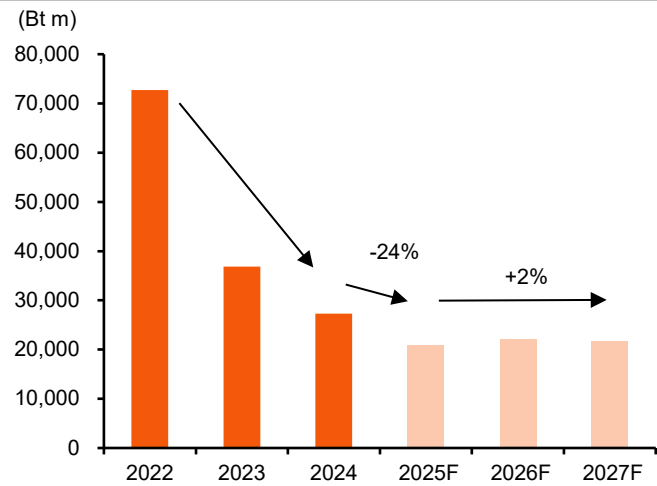
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Russian Diesel Exports As A Percentage Of Global Exports



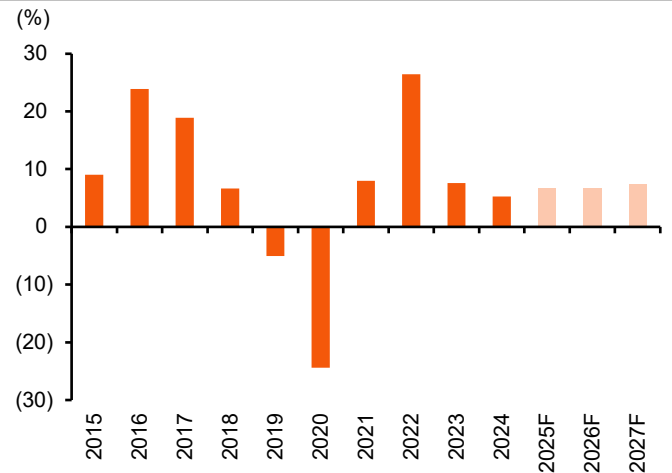
Source: Bloomberg

Ex 4: Another Year Of Falling Earnings Growth In 2025F



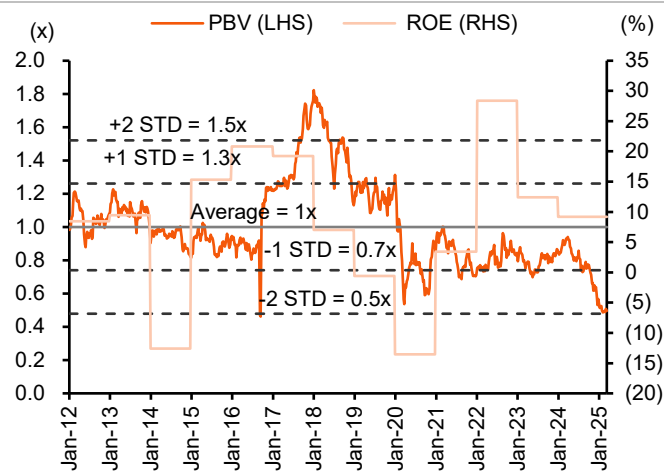
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Weak ROE Outlook



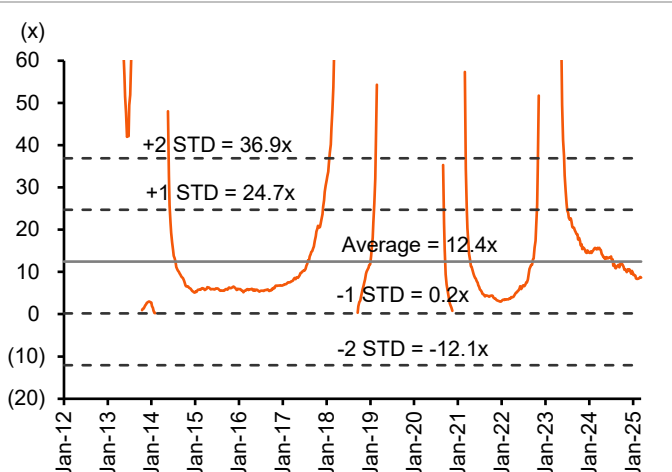
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: P/BV Vs. ROE



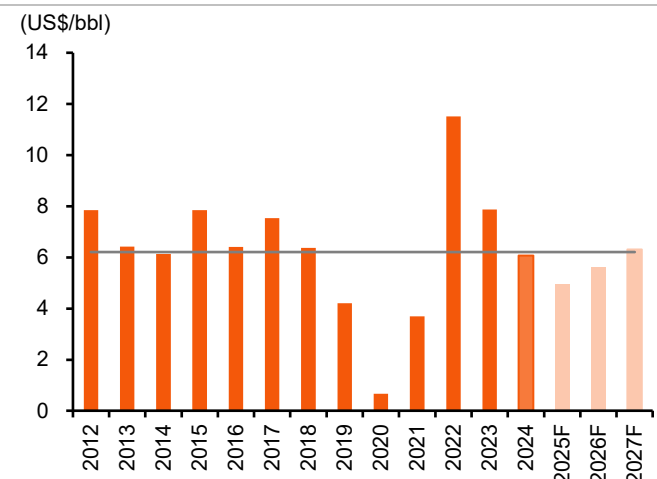
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: PE Is Not Attractive Against Lower Profit In 2025F



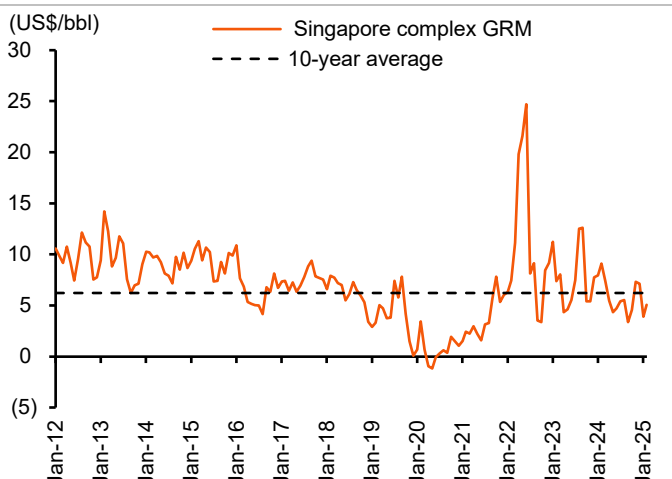
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: GRM Remain Below Mid-Cycle Level



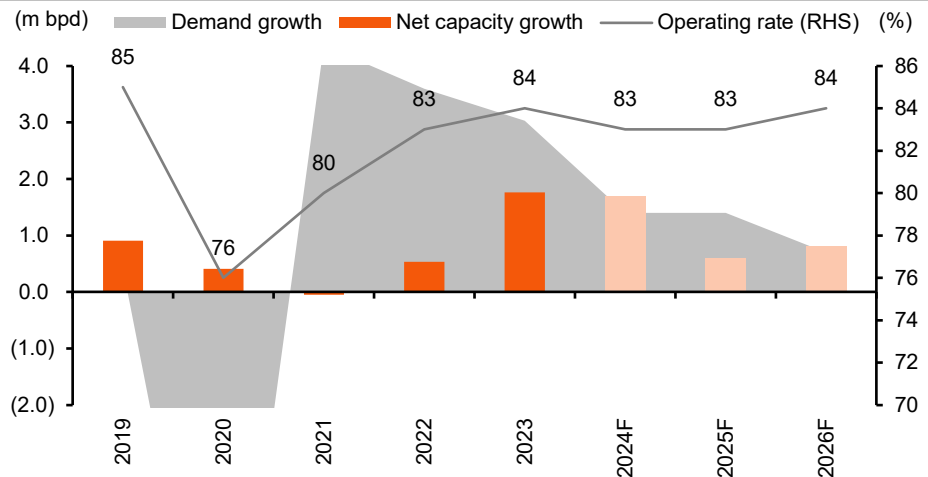
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Recent GRM Movements



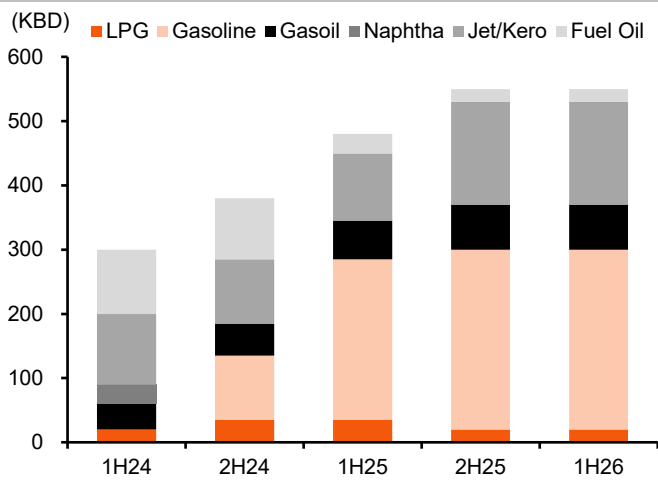
Sources: Bloomberg

Ex 10: Global Refinery Demand Vs. Supply Growth



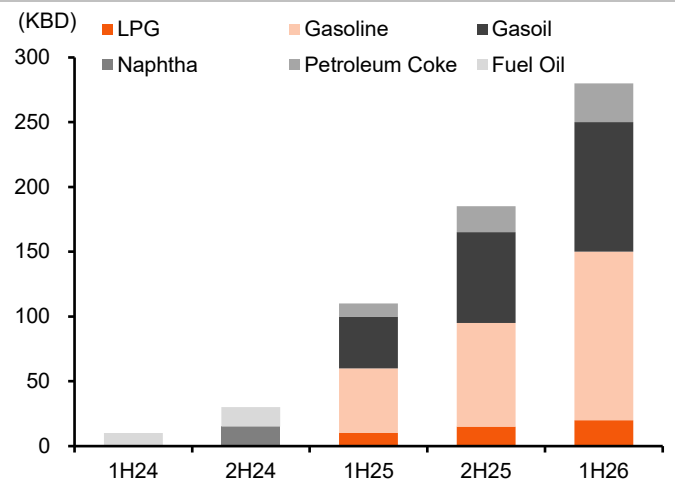
Source: TOP

Ex 11: Dangote Product Yields



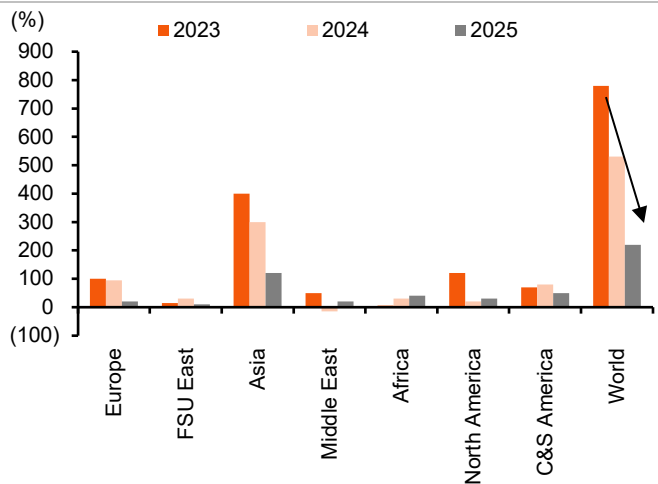
Source: TOP

Ex 12: Olmeca Product Yields



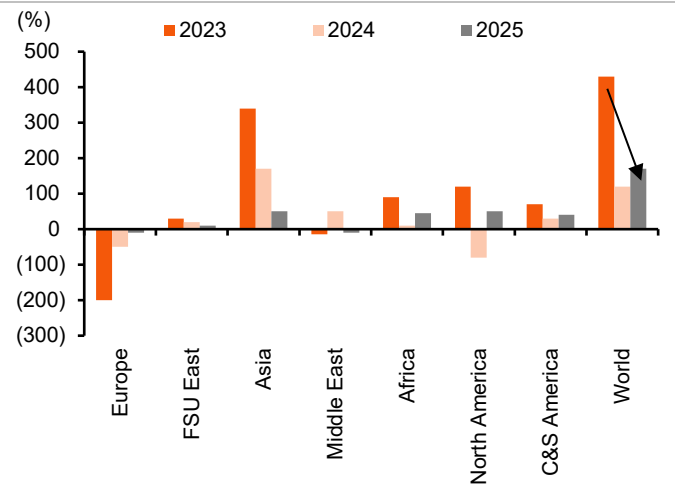
Source: TOP

Ex 13: Global Gasoline Demand Growth



Source: Kepler

Ex 14: Global Diesel Demand Growth



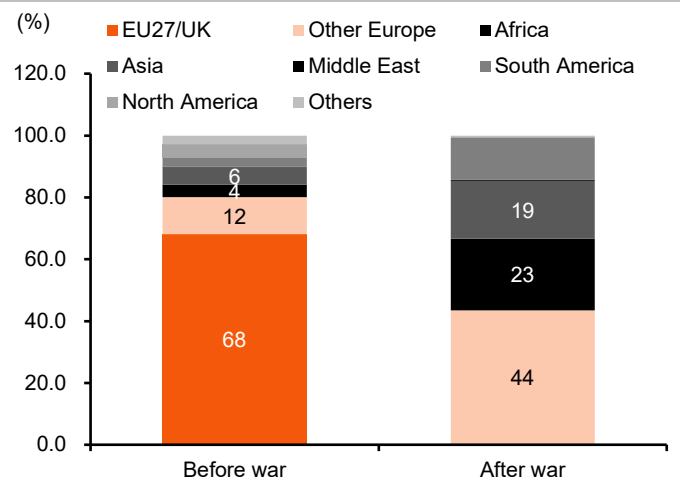
Source: Kepler

Ex 15: Russian Diesel Exports



Source: Bloomberg

Ex 16: Russian Diesel Exports By Region



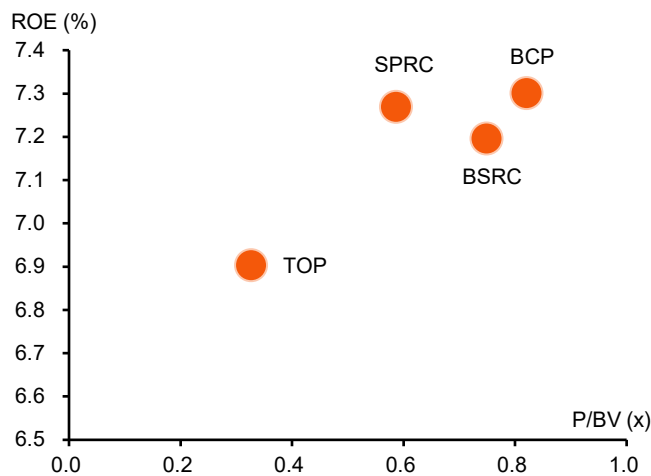
Source: Bloomberg

Ex 17: Energy Sector's Valuation Table

	Rating		Current	Target	Upside/	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		P/BV		Yield		ROE	
	Old	New	price	price	downside	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BCP	SELL	SELL	37.50	33.00	(12.0)	(32.5)	30.8	11.5	8.8	3.7	3.7	0.8	0.8	2.2	2.8	7.3	9.0
BSRC	HOLD	SELL	5.60	5.00	(10.7)	72.4	16.6	10.5	9.0	5.8	5.8	0.7	0.7	2.2	3.6	7.2	8.1
SPRC	SELL	HOLD	5.35	5.60	4.7	21.3	(17.5)	8.1	9.8	4.5	4.5	0.6	0.6	6.2	6.0	7.3	5.9
TOP	SELL	HOLD	24.80	27.00	8.9	(33.4)	(7.9)	4.8	5.2	7.5	7.5	0.3	0.3	6.3	6.1	6.9	6.6
Average.						7.0	5.5	8.8	8.2	5.4	5.4	0.6	0.6	4.2	4.6	7.2	7.4

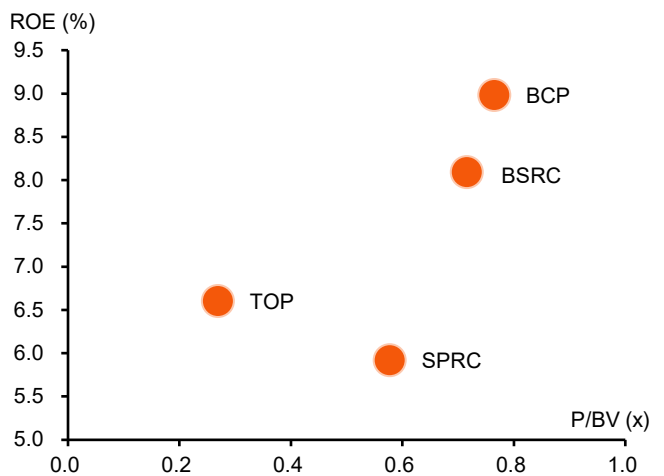
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: P/BV Vs. ROE – 2025F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 19: P/BV Vs. ROE – 2026F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 20: Sector Valuation Comparison

		BCP	BSRC	SPRC	TOP	Industry
Rating		SELL	SELL	HOLD	HOLD	
Target price (Bt)	Thanachart	33.00	5.00	5.60	27.00	
	Consensus	40.62	6.55	7.98	29.23	
Consensus rec.	BUY	12	4	16	10	
	HOLD	4	3	2	13	
	SELL	3	1	2	6	
Sales (Bt m)	2024	589,877	245,434	270,606	466,777	1,572,694
	2025F	421,362	249,377	215,878	416,207	1,302,824
	2026F	420,449	165,990	186,859	404,106	1,177,403
	2027F	422,766	165,990	203,846	404,106	1,196,708
Norm profits (Bt m)	2024	6,631	1,066	2,358	17,245	27,301
	2025F	4,479	1,837	2,859	11,492	20,667
	2026F	5,858	2,143	2,359	12,381	22,742
	2027F	6,818	2,424	3,003	9,912	22,157
Sales growth (%)	2024	52.9	6.9	13.6	(0.5)	18.2
	2025F	(28.6)	1.6	(20.2)	(10.8)	(14.5)
	2026F	(0.2)	(33.4)	(13.4)	(2.9)	(12.5)
	2027F	0.6	0.0	9.1	0.0	2.4
Norm EPS growth (%)	2024	(31.6)	36.6	na	(37.1)	(10.7)
	2025F	(32.5)	72.4	21.3	(33.4)	7.0
	2026F	30.8	16.6	(17.5)	(7.9)	5.5
	2027F	16.4	13.1	27.3	(23.3)	8.4
Operating margin (%)	2024	3.8	0.4	0.9	4.0	2.3
	2025F	4.3	1.0	1.1	3.9	2.6
	2026F	4.6	1.8	1.1	4.3	3.0
	2027F	5.0	2.0	1.5	3.8	3.1
ROE (%)	2024	10.1	4.0	5.8	10.5	7.6
	2025F	7.3	7.2	7.3	6.9	7.2
	2026F	9.0	8.1	5.9	6.6	7.4
	2027F	9.7	8.7	7.4	4.8	7.6
Dividend yield (%)	2024	2.8	1.4	7.5	7.7	4.8
	2025F	2.2	2.2	6.2	6.3	4.2
	2026F	2.8	3.6	6.0	6.1	4.6
	2027F	3.3	5.0	9.1	5.1	5.6
P/BV (x)	2024	0.9	0.8	0.6	0.3	0.6
	2025F	0.8	0.7	0.6	0.3	0.6
	2026F	0.8	0.7	0.6	0.3	0.6
	2027F	0.7	0.7	0.6	0.3	0.6
Norm PE (x)	2024	7.8	18.2	9.8	3.2	9.8
	2025F	11.5	10.5	8.1	4.8	8.8
	2026F	8.8	9.0	9.8	5.2	8.2
	2027F	7.6	8.0	7.7	6.8	7.5
EV/EBITDA (x)	2024	3.5	8.0	5.4	6.3	5.8
	2025F	3.7	5.8	4.5	7.5	5.4
	2026F	3.7	4.1	4.3	8.3	5.1
	2027F	3.1	3.5	3.4	9.1	4.8
Net D/E (x)	2024	1.1	0.7	0.2	0.7	0.7
	2025F	0.8	0.6	0.1	0.8	0.6
	2026F	0.9	0.3	0.0	0.8	0.5
	2027F	0.7	0.2	(0.0)	0.8	0.4

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 21: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)	25F (%)	26F (%)
PetroChina	857 HK	China	(0.5)	1.9	6.4	6.3	0.7	0.6	3.4	3.3	7.1	7.7	10.1	10.2
Sinopec	386 HK	China	8.2	10.6	8.3	7.5	0.6	0.6	5.1	4.9	7.8	8.5	7.2	7.5
Average			3.8	6.2	7.4	6.9	0.6	0.6	4.3	4.1	7.4	8.1	8.6	8.8
SK Innovation	096770	S.Korea	na	120.2	28.2	12.8	0.8	0.8	10.1	7.7	1.5	1.6	3.2	5.8
S-Oil	010950	S.Korea	na	18.4	10.4	8.8	0.8	0.7	6.2	5.4	2.2	2.7	8.2	8.9
Average			na	69.3	19.3	10.8	0.8	0.8	8.1	6.5	1.9	2.1	5.7	7.4
Reliance Industries	RIL IB	India	0.2	20.1	na	na	na	na	11.7	10.2	na	na	8.5	9.2
Indian Oil	IOCL IB	India	(76.1)	89.8	16.2	8.5	0.9	0.8	9.5	6.9	2.9	4.7	6.4	10.2
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(50.3)	1.9	8.2	8.0	1.3	1.2	6.6	6.2	4.8	4.9	16.0	14.9
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	(61.0)	50.7	10.4	6.9	1.3	1.1	8.7	6.9	3.4	4.6	14.9	18.0
Average			(46.8)	40.6	11.6	7.8	1.2	1.0	9.1	7.6	3.7	4.7	11.4	13.1
Marathon Petroleum	MPC US	USA	(3.0)	49.4	16.2	10.9	2.6	2.5	7.7	6.6	2.7	2.9	13.5	21.4
Valero	VLO US	USA	(2.3)	46.3	16.6	11.4	1.6	1.5	7.6	6.3	3.5	3.7	9.5	14.1
Phillips 66	PSX US	USA	23.7	63.8	16.9	10.3	1.9	1.7	8.7	7.3	3.7	3.9	10.9	17.2
PBF Energy'	PBF US	USA	39.3	169.6	na	12.5	0.5	0.5	8.6	3.4	5.2	5.2	na	4.7
Delek	DK US	USA	31.9	68.7	na	na	3.0	4.0	7.8	5.0	7.5	7.5	na	4.0
Average			17.9	79.6	16.6	11.3	1.9	2.0	8.1	5.7	4.5	4.7	11.3	12.3
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	(32.5)	30.8	11.5	8.8	0.8	0.8	3.7	3.7	2.2	2.8	7.3	9.0
Bangchak Sriracha*	BSRC TB *	Thailand	72.4	16.6	10.5	9.0	0.7	0.7	5.8	4.1	2.2	3.6	7.2	8.1
Star Petroleum Refining *	SPRC TB *	Thailand	21.3	(17.5)	8.1	9.8	0.6	0.6	4.5	4.3	6.2	6.0	7.3	5.9
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	(33.4)	(7.9)	4.8	5.2	0.3	0.3	7.5	8.3	6.3	6.1	6.9	6.6
Average			7.0	5.5	8.8	8.2	0.6	0.6	5.4	5.1	4.2	4.6	7.2	7.4
Total Average			(4.5)	40.2	12.7	9.0	1.0	1.0	7.0	5.8	4.4	4.9	8.8	9.8

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 10 March 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	(8.3)	(18.4)	(14.7)	(15.9)	—	—	—	—
Energy	(4.6)	(19.4)	(35.8)	(16.4)	3.7	(1.0)	(21.1)	(0.5)
BCP TB	3.4	22.0	(11.8)	4.2	11.7	40.4	2.9	20.1
BSRC TB	7.7	(29.1)	(40.7)	(29.6)	16.0	(10.7)	(26.0)	(13.6)
IRPC TB	(11.7)	(33.6)	(52.4)	(26.0)	(3.4)	(15.2)	(37.7)	(10.1)
IVL TB	(10.4)	(20.8)	(14.5)	(17.3)	(2.1)	(2.4)	0.2	(1.4)
PTT TB	(7.4)	(12.4)	(16.3)	(11.0)	0.9	6.0	(1.6)	4.9
PTTEP TB	(14.2)	(13.2)	(27.2)	(8.8)	(5.9)	5.2	(12.5)	7.1
PTTGC TB	(18.6)	(33.6)	(56.0)	(32.0)	(10.3)	(15.2)	(41.3)	(16.1)
SCC TB	(1.0)	(15.9)	(45.9)	(13.4)	7.3	2.5	(31.2)	2.5
SPRC TB	4.9	(23.0)	(36.7)	(18.3)	13.2	(4.6)	(22.0)	(2.4)
TOP TB	1.6	(34.7)	(56.1)	(12.2)	9.9	(16.3)	(41.4)	3.7

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การมี synergies ร่วมกันภายใต้กลุ่ม PTT ช่วยให้ต้นทุนลดลง และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน
- ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งน่าจะทำให้บริษัทพลังงานไทยรับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ต่ำทำ M&A

O — Opportunity

- ขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจใหม่เนื่องจากธุรกิจที่มีอยู่มีการเติบโตที่จำกัด
- ขยายธุรกิจไปสู่ผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูงขึ้นมากขึ้น
-

W — Weakness

- การขยายกำลังการผลิตในประเทศไทยได้อย่างจำกัด
- บริษัทไทยหลายแห่งได้ลงทุนในต่างประเทศซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่คาดหวัง
- กำไรและกระแสเงินสดมีความผันผวนสูงและเป็นไปตามราคาน้ำมันโลกที่ผันผวน

T — Threat

- มีความเสี่ยงในเรื่องกฎระเบียบข้อบังคับ อาทิเช่น การกำหนดราคา
- กำลังการผลิตเคมีภัณฑ์และโรงกลั่นแห่งใหม่ที่มีต้นทุนต่ำลง
- การเติบโตของอุปสงค์ทั่วโลกที่ย่อนแอ

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
China	3.8	6.2	7.4	6.9	0.6	0.6	4.3	4.1	7.4	8.1
S.Korea	na	69.3	19.3	10.8	0.8	0.8	8.1	6.5	1.9	2.1
India	(46.8)	40.6	11.6	7.8	1.2	1.0	9.1	7.6	3.7	4.7
USA	17.9	79.6	16.6	11.3	1.9	2.0	8.1	5.7	4.5	4.7
Thailand	7.0	5.5	8.8	8.2	0.6	0.6	5.4	5.1	4.2	4.6
Average	(4.5)	40.2	12.7	9.0	1.0	1.0	7.0	5.8	4.4	4.9

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

SELL (Unchanged)

TP: Bt 33.00

(Unchanged)

Change in Numbers

Downside : 14.7%

11 MARCH 2025

Bangchak Corporation Pcl (BCPTB)

ประโยชน์ใกล้หมดลง

เราคงคำแนะนำ "ขาย" BCP โดยยังคงราคาเป้าหมายที่ 33 บาท เรามองว่า BCP ได้ประโยชน์จาก synergies ส่วนใหญ่จากการเข้าซื้อ BSRC แล้ว ขณะที่ความท้าทายในอุตสาหกรรมดูเหมือนจะเป็นปัญหาที่ใกล้เข้ามา



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ขาย"

เราคงคำแนะนำ "ขาย" BCP โดยมีเหตุผลดังนี้: 1) ราคาหุ้นของ BCP ปรับขึ้นมากกว่าตลาดและกลุ่มอุตสาหกรรมอย่างมากแล้ว โดยปรับขึ้น 5% YTD เทียบกับหุ้นกลุ่มเดียวกันที่ปรับตัวลง -12% ถึง -29% และปัจจุบันราคาหุ้นของ BCP ดูแพงเกินไปในมุมมองของเรา โดยซื้อขายที่ PE ที่ 11.5 เท่า ในปี 2025F บนคาดการณ์การเติบโตของกำไรที่ -33/+31/+16% ในปี 2025-27F 2) SAF (เชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน) ไม่ใช่ตัวขับเคลื่อนการเติบโตของ BCP อีกต่อไป โดย BCP กำลังเผชิญกับการหดตัวของสเปคการผลิตจากโครงการ SAF จนถึงจุดที่อาจทำให้โครงการเกิดความล่าช้า 3) เรามองว่าผลประโยชน์จาก synergies ส่วนใหญ่จากการเข้าซื้อหุ้น 76.34% ในบมจ.บางจากศรีราชา จำกัด (BSRC, "ขาย") เมื่อเดือนตุลาคม 2023 ได้ถูกรับรู้แล้ว และผลประโยชน์ที่เหลือไม่น่าจะเพียงพอที่จะชดเชยผลกระทบจากการกลั่นน้ำมันที่อ่อนแอ

ค่าการกลั่นมีแนวโน้มอ่อนแอลง

ค่าการกลั่นสิงคโปร์อยู่ในระดับที่อ่อนแอกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ โดยเฉลี่ยอยู่ที่ US\$3.5/bbl QTD เทียบกับ US\$5/bbl ใน 4Q24 และ US\$6.0/bbl ในปี 2024 ค่าการกลั่นที่ต่ำนี้เกิดจากการลดลงของ gasoline crack spreads จากความต้องการที่ต่ำกว่าคาด ความอ่อนแอในช่วงฤดูกลาง และแรงกดดันจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากการเริ่มผลิตของโรงกลั่นใหม่ ปัจจุบันเราจึงปรับลดประมาณการค่าการกลั่นสิงคโปร์ลง 9/13/5% เป็น US\$5.0/5.5/6.0/bbl ในปี 2025-27F

SAF มีแนวโน้มที่ไม่สดใส

ความสามารถในการทำกำไรของ SAF มีแนวโน้มถดถอยลงอย่างมาก โดยสเปคของ SAF-UCO (น้ำมันทำอาหารใช้แล้ว) ลดลงเหลือ US\$0.3/ลิตร ใน 4Q24 จาก US\$0.58/ลิตร ใน 9M24 และ US\$1.1/ลิตร ในปี 2023 สเปคนี้ยังต่ำกว่าคาดการณ์ระดับคัมทุนของ BCP ที่ US\$0.4/ลิตร สเปคที่ต่ำนี้เกิดจากการรับเอา SAF ไปใช้โดยสายการบินในเอเชียที่ช้า และการเพิ่มขึ้นของกำลังการผลิตในจีนและอาเซียน เราคาดว่า SAF จะทำกำไรได้เพียงแค่อุดทุนในปี 2025F โดย BCP มีแผนที่จะเริ่มดำเนินการโรงงาน SAF ขนาด 1 ล้านลิตรต่อวันใน 2Q25

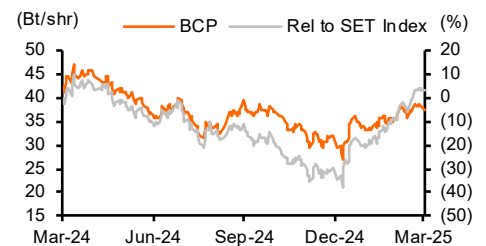
อัปเดตประโยชน์จากการผนึกกำลังกัน (Synergies)

เรามองว่าประโยชน์จาก synergies จากการเข้าซื้อ BSRC ส่วนใหญ่ถูกรับรู้ในปี 2024 แล้ว โดย BCP ได้รับผลประโยชน์จาก synergies แล้ว 6.0 พันลบ. ในปี 2024 บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายที่จะได้ผลประโยชน์อีก 5.5 พันลบ. ในปี 2025F ซึ่งต่ำกว่าปี 2024 เนื่องจากไม่มีผลประโยชน์พิเศษ 500 ลบ. ในช่วงการซ่อมบำรุงโรงกลั่นของ BCP ปัจจัยสำคัญที่ขับเคลื่อนผลประโยชน์เหล่านี้คือการใช้กำลังการผลิตของ BSRC ที่สูงขึ้น โดยมีการจำหน่ายผลิตภัณฑ์ของ BSRC ผ่านสถานีบริการน้ำมันของ BCP มากขึ้น การใช้กำลังการผลิตของ BSRC เพิ่มขึ้นเป็น 85% ในปี 2024 จาก 74% ก่อนการเข้าซื้อ อย่างไรก็ตาม เนื่องจากการใช้กำลังการผลิตใกล้จะถึงจุดสูงสุด จึงมีความเป็นไปได้ที่จะมี synergies เพิ่มเติมจำกัด

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	589,877	421,362	420,449	422,766
Net profit	2,185	4,479	5,858	6,818
Consensus NP	—	6,599	8,602	10,806
Diff frm cons (%)	—	(32.1)	(31.9)	(36.9)
Norm profit	6,631	4,479	5,858	6,818
Prev. Norm profit	—	4,231	5,621	6,424
Chg frm prev (%)	—	5.8	4.2	6.1
Norm EPS (Bt)	4.8	3.3	4.3	5.0
Norm EPS grw (%)	(31.6)	(32.5)	30.8	16.4
Norm PE (x)	7.8	11.5	8.8	7.6
EV/EBITDA (x)	3.5	3.7	3.7	3.1
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7
Div yield (%)	2.8	2.2	2.8	3.3
ROE (%)	10.1	7.3	9.0	9.7
Net D/E (%)	113.4	83.7	92.4	73.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Mar-25 (Bt)	37.50
Market Cap (US\$ m)	1,528.0
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	55.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	13.3
12M Price H/L (Bt)	46.75/27.00
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.18%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P12

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal value
EBITDA	35,368	38,919	42,189	42,047	41,893	34,278	35,356	33,834	32,944	33,440	33,697	34,507	
Free cash flow *	11,312	15,727	18,360	22,454	17,823	14,701	17,441	17,378	20,120	16,786	13,263	9,770	122,052
PV of free cash flow *	10,460	13,443	14,507	16,398	12,032	8,946	9,771	8,960	9,550	7,334	5,334	3,440	42,969
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value - add investments	152,684												
Net debt	77,763												
Minority interest	30,019												
Equity value	44,902												
# of shares (m)	1,377												
Equity value/share (Bt)	33												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Excluding solar farm cash flows, our TP is rounded up

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) มีการดำเนินธุรกิจที่หลากหลายแขนง โดยมีธุรกิจหลักคือธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน (กำลังการผลิต 1.2 แสน bkd) และธุรกิจค่าน้ำมัน (เป็นอันดับ 3 ของประเทศ และมีสัดส่วนการตลาด 16%) โดยในช่วงปีที่ผ่านมาทางบริษัทได้มีการลงทุนขนาดใหญ่ในธุรกิจพลังงาน โดยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทนโดยการถือหุ้น 70% ในบริษัทลูก BCPG และยังมีมีการขยายไปในธุรกิจใหม่ๆ เช่นการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

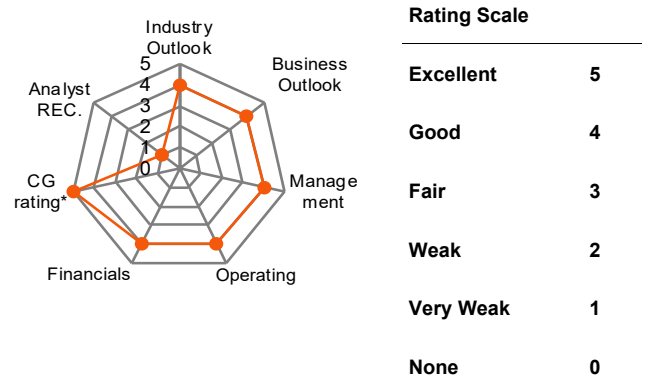
S — Strength

- ความสอดคล้องในธุรกิจการกลั่น และธุรกิจการค่าน้ำมัน ส่งผลใน BCP มีส่วนต่างกำไรสูงสุดในผลผลิตจากการกลั่น
- การเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบภายในประเทศซึ่งมีคุณภาพสูง และราคาต้นทุนต่ำช่วยให้มีค่าการกลั่นสูงกว่าในกลุ่ม

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่น
- การลงทุนในปริมาณมากในธุรกิจใหม่ยังไม่ก่อเกิดผลกำไร
- มีโอกาสจำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น ภายใต้ข้อจำกัดของปริมาณพื้นที่ และที่ดินที่ว่างอยู่

T — Threat

- การแทรกแซงจากภาครัฐต่อส่วนต่างการตลาดในธุรกิจสถานีน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.64	33.00	-19%
Net profit 25F (Bt m)	6,599	4,479	-32%
Net profit 26F (Bt m)	8,602	5,858	-32%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 5	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2025F ของเราน่าต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อค่าการกลั่น
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากประเมินการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

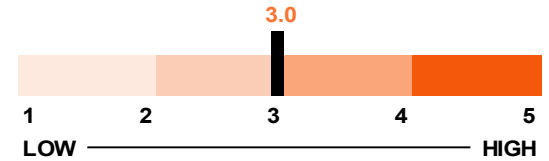
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นแสดงถึงความเสี่ยงที่สำคัญสำหรับการคาดการณ์ของเรา หากค่าการกลั่นตกลงอย่างมาก จะเป็น upside risk ต่อคำแนะนำ "ขาย" ของเรา
- Synergies ที่สูงกว่าที่คาดไว้จากการเข้าซื้อกิจการของ BSRC จะนำไปสู่ความเสี่ยงต่อการคาดการณ์กำไรต่อหุ้นและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP) เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจการกลั่นที่มีเครือข่ายสถานีบริการค้าปลีกทั่วประเทศ เราให้คะแนน ESG สำหรับ BCP ที่ 3.0 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจที่ 2.9 เนื่องจากความเข้มของพลังงานที่ลดลง และเป้าหมายที่ชัดเจนยิ่งขึ้น และมีความคิดริเริ่มในการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอน

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	S&P					
				MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BCP	-	-	-	AA	60.42	82.38	85.00	-	5*

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors

Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- BCP เป็นบริษัทกลั่นน้ำมันที่ยังดำเนินธุรกิจเครือข่ายสถานีบริการน้ำมันขนาดใหญ่และได้ลงทุนในธุรกิจการสำรวจและผลิต (E&P) ในต่างประเทศ เนื่องจากยังคงเป็นบริษัทที่พึ่งพาพลังงานเป็นหลัก คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของเราสำหรับ BCP จึงอยู่ที่ 2.9 (จากคะแนนเต็ม 5) อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีแผนและเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) โดย BCP ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 และเป็นองค์กรที่เป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030
- แม้ว่า BCP จะปล่อย CO2 เทียบเท่าจำนวน 0.94 ล้านตันในปี 2023 ซึ่งเป็นระดับใกล้เคียงกับปี 2022 แต่ความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซอยู่ที่ 120 kg/BOE ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของเพื่อนร่วมอุตสาหกรรมพลังงานในประเทศไทยที่มีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ 280 kg/BOE
- กลยุทธ์หลักของบริษัทฯ ในการลดการปล่อยคาร์บอนคือการนำเสนอนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมทั้งการปรับปรุงประสิทธิภาพของโรงงานและการส่งเสริมเศรษฐกิจหมุนเวียน นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเพิ่มปริมาณการผลิตเชื้อเพลิงอากาศยานที่ยั่งยืน (SAF) เพื่อตอบสนองความต้องการของสายการบินที่ให้ความสำคัญในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากการเดินทางทางอากาศ โดยมีกำลังการผลิต 1 ล้านลิตรต่อวัน ซึ่งจะช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ราว 80,000 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าต่อปี

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- ระบบการบริหารจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของกลุ่ม BCP เป็นไปตามมาตรฐาน ISO บริษัทฯ ไม่มีกรณีร้ายแรงและสารเคมีรั่วไหลอย่างมีนัยสำคัญ และไม่มีกรณีบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTI) ในปี 2023
- BCP กล่าวว่าบริษัทฯ พยายามที่จะพัฒนาพนักงานและความสุขของพนักงาน ในปี 2023 พนักงานได้รับการฝึกอบรมโดยเฉลี่ย 33.75 ชั่วโมง
- ในปี 2023 ความพึงพอใจต่อกิจกรรมการมีส่วนร่วมของชุมชนของบริษัทฯ อยู่ที่ 96.3%

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ

(GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- เราให้คะแนนการกำกับดูแลและความยั่งยืนให้กับ BCP ที่ 3.0 ซึ่งถือว่าเป็นคะแนนที่เหมาะสม
- BCP มีคะแนนดีในด้านโครงสร้างคณะกรรมการ เนื่องจากประธานคณะกรรมการเป็นบุคคลอิสระ และสมาชิกมากกว่าสองในสามของคณะกรรมการเป็นกรรมการอิสระ
- BCP มีคณะกรรมการตรวจสอบ และคณะกรรมการค่าตอบแทน
- อย่างไรก็ตาม ประวัติการควบรวมและซื้อกิจการ (M&A) ในอดีตของ BCP ได้ก่อให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับการลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก เช่น ธุรกิจลิเียมและการสำรวจและผลิต (E&P) นอกจากนี้ BCP ยังบันทึกการต่อคำขอสินทรัพย์ E&P อย่างมาก อย่างไรก็ตาม สถานการณ์นี้ได้มีการปรับปรุงแล้ว โดยบริษัทฯ ได้ให้ความสำคัญกับธุรกิจหลักมากขึ้น ด้านบวกคือเรามีมุมมองที่ดีเกี่ยวกับการเข้าซื้อ ESSO และคาดหวังว่าการรวมกันนี้จะสร้างความร่วมมือที่นำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้น
- งบดุลแข็งแกร่งขึ้น และไม่มีภาวะผูกพันทางหนี้หลังการเพิ่มทุน และการเสนอขายหุ้น IPO ของบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าและเชื้อเพลิงชีวภาพ อย่างไรก็ตาม BCP มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	385,853	589,877	421,362	420,449	422,766
Cost of sales	354,055	552,412	390,728	388,380	388,923
Gross profit	31,798	37,465	30,634	32,069	33,843
% gross margin	8.2%	6.4%	7.3%	7.6%	8.0%
Selling & administration expenses	11,781	15,275	12,641	12,613	12,683
Operating profit	20,018	22,190	17,993	19,456	21,160
% operating margin	5.2%	3.8%	4.3%	4.6%	5.0%
Depreciation & amortization	14,370	20,056	17,375	19,463	21,029
EBITDA	34,388	42,246	35,368	38,919	42,189
% EBITDA margin	8.9%	7.2%	8.4%	9.3%	10.0%
Non-operating income	1,766	8,755	5,323	5,323	5,323
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,980)	(7,001)	(7,083)	(6,987)	(7,099)
Pre-tax profit	16,803	23,944	16,233	17,791	19,384
Income tax	8,766	16,818	9,825	9,689	10,090
After-tax profit	8,037	7,127	6,408	8,102	9,294
% net margin	2.1%	1.2%	1.5%	1.9%	2.2%
Shares in affiliates' Earnings	340	1,361	1,361	1,361	1,200
Minority interests	1,322	(1,856)	(3,290)	(3,605)	(3,676)
Extraordinary items	3,532	(4,447)	0	0	0
NET PROFIT	13,231	2,185	4,479	5,858	6,818
Normalized profit	9,699	6,631	4,479	5,858	6,818
EPS (Bt)	9.6	1.6	3.3	4.3	5.0
Normalized EPS (Bt)	7.0	4.8	3.3	4.3	5.0

We expect lower profit this year due to a lower GRM.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	121,881	105,231	73,873	63,644	63,821
Cash & cash equivalent	36,795	29,408	20,000	10,000	10,000
Account receivables	33,274	33,169	23,693	23,642	23,772
Inventories	47,840	41,210	29,148	28,973	29,013
Others	3,972	1,445	1,032	1,030	1,035
Investments & loans	29,382	32,895	32,895	32,895	32,895
Net fixed assets	119,374	115,748	128,373	126,910	123,881
Other assets	69,792	62,667	52,855	75,864	75,999
Total assets	340,429	316,542	287,997	299,314	296,596
LIABILITIES:					
Current liabilities:	87,879	81,177	59,397	57,998	56,739
Account payables	41,287	34,252	24,227	24,081	24,115
Bank overdraft & ST loans	13,354	15,030	4,888	5,173	4,522
Current LT debt	14,501	16,131	13,320	14,096	12,322
Others current liabilities	18,738	15,764	16,962	14,648	15,780
Total LT debt	100,414	96,349	79,555	84,190	73,594
Others LT liabilities	52,104	52,542	56,085	55,995	56,223
Total liabilities	240,397	230,068	195,037	198,183	186,556
Minority interest	27,920	26,729	30,019	33,624	37,300
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Share premium	11,157	11,157	11,157	11,157	11,157
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	10,839	(384)	(384)	(384)	(384)
Retained earnings	48,738	47,594	50,790	55,356	60,589
Shareholders' equity	72,112	59,745	62,940	67,507	72,740
Liabilities & equity	340,429	316,542	287,997	299,314	296,596

BCP's balance sheet to remain strong despite BSRC acquisition

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	16,803	23,944	16,233	17,791	19,384
Tax paid	(8,766)	(16,818)	(9,825)	(9,689)	(10,090)
Depreciation & amortization	14,370	20,056	17,375	19,463	21,029
Chg In working capital	(17,043)	(300)	11,512	81	(137)
Chg In other CA & CL / minorities	31,349	2,208	2,972	(951)	2,327
Cash flow from operations	36,713	29,091	38,267	26,695	32,512
Capex	(60,725)	(16,430)	(30,000)	(18,000)	(18,000)
Right of use	(1,725)	1,553	0	0	0
ST loans & investments	(169)	260	0	0	0
LT loans & investments	(25,877)	(3,513)	0	0	0
Adj for asset revaluation	67	310	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,197)	(2,925)	13,355	(23,098)	93
Cash flow from investments	(90,627)	(20,745)	(16,645)	(41,098)	(17,907)
Debt financing	47,430	(871)	(29,748)	5,696	(13,021)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,209)	(3,985)	(1,283)	(1,292)	(1,584)
Warrants & other surplus	(681)	(10,877)	0	0	0
Cash flow from financing	43,541	(15,733)	(31,030)	4,404	(14,605)
Free cash flow	(24,012)	12,660	8,267	8,695	14,512

We include capex of Bt8.5bn from the SAF plant

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	5.3	7.8	11.5	8.8	7.6
Normalized PE - at target price (x)	4.7	6.9	10.1	7.8	6.7
PE (x)	3.9	23.6	11.5	8.8	7.6
PE - at target price (x)	3.4	20.8	10.1	7.8	6.7
EV/EBITDA (x)	4.2	3.5	3.7	3.7	3.1
EV/EBITDA - at target price (x)	4.0	3.4	3.5	3.6	3.0
P/BV (x)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
P/BV - at target price (x)	0.6	0.8	0.7	0.7	0.6
P/CFO (x)	1.4	1.8	1.3	1.9	1.6
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	5.3	2.8	2.2	2.8	3.3
FCF Yield (%)	(46.5)	24.5	16.0	16.8	28.1
(Bt)					
Normalized EPS	7.0	4.8	3.3	4.3	5.0
EPS	9.6	1.6	3.3	4.3	5.0
DPS	2.0	1.1	0.8	1.1	1.2
BV/share	52.4	43.4	45.7	49.0	52.8
CFO/share	26.7	21.1	27.8	19.4	23.6
FCF/share	(17.4)	9.2	6.0	6.3	10.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	23.6	52.9	(28.6)	(0.2)	0.6
Net profit (%)	5.2	(83.5)	105.0	30.8	16.4
EPS (%)	5.2	(83.5)	105.0	30.8	16.4
Normalized profit (%)	(36.8)	(31.6)	(32.5)	30.8	16.4
Normalized EPS (%)	(36.8)	(31.6)	(32.5)	30.8	16.4
Dividend payout ratio (%)	20.8	66.2	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	8.2	6.4	7.3	7.6	8.0
Operating margin (%)	5.2	3.8	4.3	4.6	5.0
EBITDA margin (%)	8.9	7.2	8.4	9.3	10.0
Net margin (%)	2.1	1.2	1.5	1.9	2.2
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.5	1.1	1.0	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	0.8	0.9	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	4.0	3.2	2.5	2.8	3.0
Interest coverage - EBITDA (x)	6.9	6.0	5.0	5.6	5.9
ROA - using norm profit (%)	3.3	2.0	1.5	2.0	2.3
ROE - using norm profit (%)	14.4	10.1	7.3	9.0	9.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.9	10.8	10.4	12.4	13.3
- asset turnover (x)	1.3	1.8	1.4	1.4	1.4
- operating margin (%)	5.6	5.2	5.5	5.9	6.3
- leverage (x)	4.3	5.0	4.9	4.5	4.2
- interest burden (%)	77.1	77.4	69.6	71.8	73.2
- tax burden (%)	47.8	29.8	39.5	45.5	47.9
WACC (%)	#N/A	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	9.9	4.0	4.5	6.3	6.3
NOPAT (Bt m)	9,575	6,604	7,102	8,860	10,146
invested capital (Bt m)	163,584	157,847	140,703	160,965	153,178

Sources: Company data, Thanachart estimates

Expect ROE to trend lower with lower profit in 2025F

SELL (From HOLD)

TP: Bt 5.00

(From: Bt 7.00)

Change in Recommendation

Downside : 10.7%

11 MARCH 2025

Bangchak Sriracha Pcl (BSRC TB)

ขาดปัจจัยผลักดัน

เราปรับลดคำแนะนำ BSRC เป็น "ขาย" โดยปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 5.0 บาท เนื่องจากการปรับลดประมาณการกำไรจากแนวโน้มค่าการกลั่นที่อ่อนแอ อีกทั้งยังคาดว่าผลประโยชน์จากการควบรวมกับ BCP จะถึงจุดสูงสุดในปีนี้ เรามองว่า BSRC ไม่น่าสนใจที่ PE ที่ 10.5 เท่า และ P/BV ที่ 0.7 เท่า เทียบกับ ROE ที่เพียง 7%



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำ BSRC เป็น "ขาย"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มพลังงาน - "สถานการณ์ยังไม่แน่นอน" วันที่ 11 มีนาคม 2025 เราปรับลดคำแนะนำ BSRC เป็น "ขาย" จาก ถือ โดยมีเหตุผลดังนี้: 1) เราปรับลดสมมติฐานค่าการกลั่นลง เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ BSRC ลง -30/-36% ในปี 2025-26F และปรับลดราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F ลงเหลือ 5.0 บาท (จาก 7.0 บาท) 2) เรายังคงระมัดระวังเกี่ยวกับแนวโน้มค่าการกลั่นน้ำมัน โดยมีแรงกดดันจากอุปทานที่สูง และการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างของความต้องการ 3) การเติบโตจากผลประโยชน์จากการผนึกกำลังกับบริษัทแม่บมจ. บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP, "ซื้อ") คาดว่าจะถึงจุดสูงสุดในปี 2025F 4) เรามองว่า BSRC ไม่น่าสนใจ ซื้อขายที่ PE ที่ 10.5 เท่า และ P/BV ที่ 0.7 เท่า เทียบกับ ROE ที่ 7/8% ในปี 2025-26F โดย BSRC อยู่ในกระบวนการเพิกถอนหุ้นจากตลาด ซึ่งเราเชื่อว่าจังกัดการเพิ่มขึ้นของราคาหุ้น BSRC

การปรับสมมติฐานค่าการกลั่น

เราปรับลดสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์ปี 2025-27F ลง 9/13/5% เป็น US\$5.0/5.5/6.0/bbl จากความต้องการที่อ่อนแอและแรงกดดันจากอุปทานที่ยังคงมีอยู่ แก๊สโซลีนยังคงเป็นผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอที่สุด และ BSRC มีแก๊สโซลีนในสัดส่วนที่สูงถึง 30% ของผลิตภัณฑ์ทั้งหมดในปี 2024 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทอื่นในกลุ่มที่ 20% ตลาดแก๊สโซลีนยังคงเผชิญกับแรงกดดันจากการมีอุปทานล้นตลาดจากโรงกลั่นน้ำมันใหม่ที่มีกำลังการผลิตสูง และการนำรถยนต์ไฟฟ้า (EVs) มาใช้ที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว

อยู่ในกระบวนการเพิกถอนหุ้น

BCP ได้ทำคำเสนอซื้อ (tender offer) สำหรับหุ้น BSRC ที่เหลืออีก 18.3% โดยการแลกเปลี่ยนหุ้นบริษัทอัตรา 1 หุ้นเพิ่มทุน ต่อ 6.50 หุ้น BSRC ระยะเวลาการเสนอซื้อจะเริ่มตั้งแต่วันที่ 11 มีนาคม 2025 โดยคาดว่า BSRC จะถูกเพิกถอนจากตลาดในเดือนธันวาคม เราคาดว่ากระบวนการนี้จะทำให้ราคาหุ้นของ BSRC ปรับขึ้นได้จำกัด เพราะสัดส่วนการแลกเปลี่ยนหุ้นขึ้นอยู่กับราคาหุ้นของ BCP ซึ่งเราให้คำแนะนำ "ขาย" โดยมีราคาเป้าหมายที่ 33 บาท

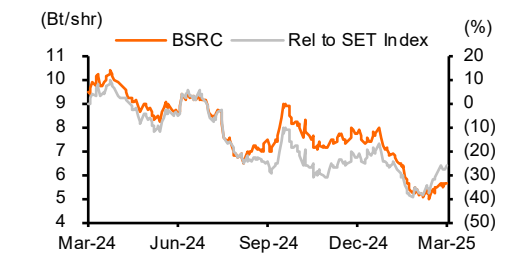
ประโยชน์จากการควบรวมถึงจุดสูงสุด

เรามองว่าผลประโยชน์จากการผนึกกำลังกัน (synergies) จากการเข้าซื้อกิจการของ BSRC ส่วนใหญ่ได้ถูกรับรู้แล้วในปี 2024 BCP ได้ประโยชน์จาก synergies แล้ว 6.0 พันลบ. ในปี 2024 บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายที่จะได้ประโยชน์จาก synergies ที่ 5.5 พันลบ. ในปี 2025F ซึ่งต่ำกว่าปี 2024 เนื่องจากไม่มีประโยชน์จาก synergies พิเศษจำนวน 500 ลบ. ในช่วงการซ่อมบำรุงโรงกลั่นของ BCP

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	245,434	249,377	165,990	165,990
Net profit	(1,688)	1,053	1,747	2,424
Consensus NP	—	2,158	3,040	2,920
Diff frm cons (%)	—	(51.2)	(42.5)	(17.0)
Norm profit	1,066	1,837	2,143	2,424
Prev. Norm profit	—	2,629	3,338	2,193
Chg frm prev (%)	—	(30.1)	(35.8)	10.5
Norm EPS (Bt)	0.3	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	36.6	72.4	16.6	13.1
Norm PE (x)	18.2	10.5	9.0	8.0
EV/EBITDA (x)	8.0	5.8	4.1	3.5
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
Div yield (%)	1.4	2.2	3.6	5.0
ROE (%)	4.0	7.2	8.1	8.7
Net D/E (%)	65.1	58.5	25.1	15.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Mar-25 (Bt)	5.60
Market Cap (US\$ m)	573.5
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	23.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.5
12M Price H/L (Bt)	10.40/4.94
Sector	Energy
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 76.34%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P19

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA + dividend	5,920	6,428	6,843	6,861	5,936	5,973	5,580	5,187	5,227	4,993	5,308	5,349	
Free cash flow	2,788	9,707	3,607	3,641	2,860	2,874	2,498	2,128	2,107	1,848	2,040	1,992	27,587
PV of free cash flow	2,571	8,254	2,828	2,632	1,906	1,722	1,375	1,075	977	787	762	680	9,418
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	32,415												
Net debt (2025F)	15,135												
Minority interest	0												
Equity value	17,280												
# of shares (m)	3,461												
Equity value/share (Bt)	5.0												

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำในประเทศไทย บริษัทฯ ประกอบกิจการโรงงานกลั่นน้ำมันแบบ complex ขนาดใช้น้ำมันดิบวันละ 177,000 บาร์เรล และ Nelson Complexity index ที่ 6.6 กำลังการผลิตของ BSRC คิดเป็น 13% ของกำลังการผลิตของประเทศไทย และมีส่วนแบ่งการตลาดน้ำมันค่าปลีกราว 15% นอกจากนี้ BSRC ยังมีกำลังการผลิต PX ที่ 0.5 ล้านตัน บริษัทฯ เป็นบริษัทย่อยของ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ถือหุ้น 76%) บริษัทแม่ใหม่ บริษัทฯ คาดว่าจะเปลี่ยนโฉมสถานีบริการทั้งหมดเป็นปั๊มบางจากภายในสิ้นปี 2024

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ประโยชน์จากการผนึกกำลังหลังการเข้าซื้อของ BCP

O — Opportunity

- เครือข่ายค่าปลีกและโรงกลั่นยังคงใช้ประโยชน์น้อยเกินไป เราคาดว่าจะมีการเพิ่มประสิทธิภาพมากขึ้นภายหลังการเข้าซื้อกิจการของ BCP ในปี 2023

CONSENSUS COMPARISON

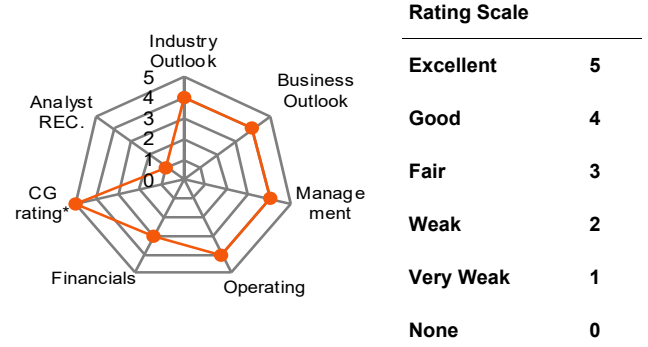
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.55	5.00	-24%
Net profit 25F (Bt m)	2,158	1,053	-51%
Net profit 26F (Bt m)	3,040	1,747	-43%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไรของเราสำหรับปี 2025-26F ต่ำกว่าประมาณการของตลาด ซึ่งอาจเกิดจากการที่เราให้สมมติฐาน GRM ที่ระมัดระวังมากขึ้น
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาดจากประมาณการถ้าไรของเราที่ต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายกว่าราคาขายส่ง ผ่านทางการควบคุมค่าการตลาด
- การเป็นโรงกลั่นที่ซับซ้อนน้อยกว่าจะทำให้บริษัทมีโครงสร้างต้นทุนที่สูงขึ้นและมีการแข่งขันน้อยลง

T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ภัยคุกคามจากสิ่งทดแทน เช่น ยานพาหนะไฟฟ้า อาจลดความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมัน

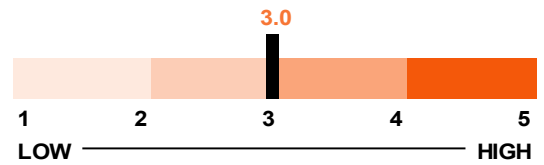
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่สูงกว่าคาด เป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตมากกว่าคาด จะส่งผลทางลบต่อธุรกิจค่าปลีกน้ำมันของ BSRC และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นบริษัทโรงกลั่นน้ำมันขนาดกลางของไทยที่มีกำลังการผลิต 174k b/d ปัจจุบัน BCP ถือหุ้นใน BSRC อยู่ 82% และ BSRC ยังมีสถานบริการน้ำมันซึ่งทั้งหมดได้ถูกเปลี่ยนแบรนด์เป็น บางจาก ของ BCP เราให้คะแนน ESG แก่ BSRC ที่ 3.0 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 2.9 เล็กน้อย คะแนนด้านสังคม (S) และการกำกับดูแล (G) ของ BSRC สูงกว่าด้านสิ่งแวดล้อม (E) เนื่องจากกลยุทธ์ด้านพลังงานสีเขียวของบริษัทฯ หลังเมื่อเทียบกับคู่แข่งในอุตสาหกรรม

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)
BSRC	-	-	-	B	57.58	54.62	38.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ BSRC อยู่ที่ 2.7 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของเพื่อนร่วมอุตสาหกรรมที่ 2.9 เนื่องจากการลงทุนในพลังงานสีเขียวยังจำกัด อย่างไรก็ตาม หลังจากการเข้าซื้อกิจการโดย บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) ในปี 2023 บริษัทฯ ได้ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการเป็นกลางทางคาร์บอน (carbon neutrality) ภายในปี 2026 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net-zero) ภายในปี 2050
- ความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนของ BSRC อยู่ที่ 161 kg/BOE ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 280 kg/BOE
- ในปี 2023 BSRC ปล่อย CO2 เทียบเท่าจำนวน 0.9 ล้านตัน ซึ่งลดลง 9% จากปี 2022 และลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลงประมาณ 1.2% เมื่อเทียบกับปี 2021
- บริษัทฯ ได้จัดสรรงบประมาณ 1.0 พันลบ. สำหรับค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวกับการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมในปี 2023

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- คะแนนด้านสังคมของ BSRC อยู่ที่ 3.3 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ดี เนื่องจากมีมาตรฐานด้านความปลอดภัยในการปฏิบัติงานที่สูง และบรรลุเป้าหมายด้านความปลอดภัยหลายประการในปี 2023 ไม่มีเหตุการณ์สูญเสียเวลาอันเนื่องมาจากอุบัติเหตุและไม่มีการรายงานการรั่วไหลในปี 2023 ทั้งโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์ไม่มีรายงานการรั่วไหลใดๆ เป็นเวลา 16 ปี ในขณะที่ไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานเป็นเวลา 12 ปี สำหรับพนักงานและผู้รับเหมา
- BSRC ได้รับรางวัลแพลตินัม (Platinum Award) ติดต่อกัน 13 ปีจากหอการค้าสหรัฐอเมริกาในประเทศไทย (American Chamber of Commerce in Thailand) ในการยกย่องความพยายามอันยอดเยี่ยมในด้านความรับผิดชอบต่อสังคมขององค์กร (CSR)

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- BSRC ยังมีคะแนนการกำกับดูแลและความยั่งยืนที่ดีที่ 3.2
- BSRC มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม โดยมีประธานคณะกรรมการที่เป็นอิสระ และสมาชิกคณะกรรมการมากกว่าครึ่ง (7 จาก 12 คน) เป็นกรรมการอิสระ คณะกรรมการมีกรรมการหญิงสามคน
- BSRC มีคณะกรรมการหลักทั้งหมด รวมถึงคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการค่าตอบแทน และคณะกรรมการความเสี่ยง
- เราเห็นว่าความยั่งยืนของธุรกิจของ BSRC ดีขึ้นหลังจากการเข้าซื้อกิจการโดย BCP หลังจากการเข้าซื้อในปี 2023, BSRC สามารถสร้างความร่วมมือที่มีมูลค่าประมาณ 6.0 พันลบ. และสามารถบรรลุอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น
- มีความผันผวนของกำไรอยู่ในระดับสูงตามลักษณะของธุรกิจที่ต้องเผชิญกับความผันผวนของราคาน้ำมัน และค่าการกลั่น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ต่ำ และข้อกำหนดด้านเงินทุนที่จำกัดส่วนใหญ่สำหรับธุรกิจสถานีบริการน้ำมันและการซ่อมบำรุงโรงกลั่น
- บริษัทฯ ยังคงไม่มีการกระจายธุรกิจออกนอกอุตสาหกรรมพลังงานและยังขาดการริเริ่มด้านพลังงานสีเขียว

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	229,538	245,434	249,377	165,990	165,990
Cost of sales	223,344	238,904	241,360	159,355	158,975
Gross profit	6,194	6,530	8,017	6,634	7,014
% gross margin	2.7%	2.7%	3.2%	4.0%	4.2%
Selling & administration expenses	5,217	5,440	5,527	3,679	3,679
Operating profit	976	1,091	2,490	2,955	3,335
% operating margin	0.4%	0.4%	1.0%	1.8%	2.0%
Depreciation & amortization	2,912	3,396	3,430	3,473	3,507
EBITDA	3,888	4,487	5,920	6,428	6,843
% EBITDA margin	1.7%	1.8%	2.4%	3.9%	4.1%
Non-operating income	289	154	268	318	318
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(735)	(1,062)	(1,040)	(1,078)	(1,007)
Pre-tax profit	531	183	1,717	2,196	2,646
Income tax	110	(542)	263	437	606
After-tax profit	420	726	1,454	1,759	2,040
% net margin	0.2%	0.3%	0.6%	1.1%	1.2%
Shares in affiliates' Earnings	361	340	384	384	384
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	0	(2,754)	(784)	(396)	0
NET PROFIT	780	(1,688)	1,053	1,747	2,424
Normalized profit	780	1,066	1,837	2,143	2,424
EPS (Bt)	0.2	(0.5)	0.3	0.5	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7

We expect BSRC's profit to recover in 2025F given absence of turnaround.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	36,408	33,052	35,278	24,395	24,369
Cash & cash equivalent	976	1,191	3,000	3,000	3,000
Account receivables	15,373	13,589	13,807	9,190	9,190
Inventories	18,713	16,467	16,636	10,984	10,958
Others	1,345	1,806	1,835	1,221	1,221
Investments & loans	2,079	2,259	2,259	2,259	2,259
Net fixed assets	22,888	21,857	21,057	20,214	19,337
Other assets	9,688	8,666	8,754	6,897	6,897
Total assets	71,062	65,834	67,347	53,765	52,862
LIABILITIES:					
Current liabilities:	22,618	26,151	25,701	16,167	14,533
Account payables	8,371	11,429	11,547	7,624	7,605
Bank overdraft & ST loans	8,234	5,995	6,184	3,339	2,561
Current LT debt	4,641	4,969	5,126	2,768	2,123
Others current liabilities	1,372	3,758	2,845	2,436	2,244
Total LT debt	15,433	6,617	6,826	3,686	2,827
Others LT liabilities	4,688	7,884	8,936	6,839	6,839
Total liabilities	42,739	40,653	41,462	26,693	24,200
Minority interest	7	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
Share premium	4,032	4,032	4,032	4,032	4,032
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	530	98	98	98	98
Retained earnings	6,679	3,976	4,681	5,868	7,457
Shareholders' equity	28,315	25,181	25,885	27,072	28,662
Liabilities & equity	71,062	65,834	67,347	53,765	52,862

Despite benefit from synergies, ROE remains weak.

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*We expect strong FCF,
but there is risk from
lower GRM.*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	531	183	1,717	2,196	2,646
Tax paid	(110)	542	(263)	(437)	(606)
Depreciation & amortization	2,912	3,396	3,430	3,473	3,507
Chg In working capital	737	7,088	(270)	6,346	8
Chg In other CA & CL / minorities	7,466	2,349	(558)	588	192
Cash flow from operations	11,535	13,559	4,055	12,166	5,747
Capex	(2,818)	(2,366)	(2,630)	(2,630)	(2,630)
Right of use	388	234	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	791	(179)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,218)	1,139	180	(635)	0
Cash flow from investments	(3,856)	(1,172)	(2,450)	(3,265)	(2,630)
Debt financing	(7,627)	(10,726)	553	(8,341)	(2,283)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,038)	(1,142)	(349)	(560)	(834)
Warrants & other surplus	(161)	(432)	0	0	0
Cash flow from financing	(8,826)	(12,301)	204	(8,901)	(3,117)
Free cash flow	8,718	11,193	1,425	9,536	3,117

VALUATION

*We think BSRC's
valuation is unattractive*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	24.8	18.2	10.5	9.0	8.0
Normalized PE - at target price (x)	22.2	16.2	9.4	8.1	7.1
PE (x)	24.8	na	18.4	11.1	8.0
PE - at target price (x)	22.2	na	16.4	9.9	7.1
EV/EBITDA (x)	12.0	8.0	5.8	4.1	3.5
EV/EBITDA - at target price (x)	11.5	7.5	5.5	3.7	3.2
P/BV (x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
P/CFO (x)	1.7	1.4	4.8	1.6	3.4
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	4.5	1.4	2.2	3.6	5.0
FCF Yield (%)	45.0	57.8	7.4	49.2	16.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.3	0.5	0.6	0.7
EPS	0.2	(0.5)	0.3	0.5	0.7
DPS	0.3	0.1	0.1	0.2	0.3
BV/share	8.2	7.3	7.5	7.8	8.3
CFO/share	3.3	3.9	1.2	3.5	1.7
FCF/share	2.5	3.2	0.4	2.8	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(12.7)	6.9	1.6	(33.4)	0.0
Net profit (%)	(91.8)	na	na	65.9	38.8
EPS (%)	(91.8)	na	na	65.9	38.8
Normalized profit (%)	(92.9)	36.6	72.4	16.6	13.1
Normalized EPS (%)	(92.9)	36.6	72.4	16.6	13.1
Dividend payout ratio (%)	110.9	(16.4)	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	2.7	2.7	3.2	4.0	4.2
Operating margin (%)	0.4	0.4	1.0	1.8	2.0
EBITDA margin (%)	1.7	1.8	2.4	3.9	4.1
Net margin (%)	0.2	0.3	0.6	1.1	1.2
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.7	0.7	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.7	0.6	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	1.3	1.0	2.4	2.7	3.3
Interest coverage - EBITDA (x)	5.3	4.2	5.7	6.0	6.8
ROA - using norm profit (%)	1.0	1.6	2.8	3.5	4.5
ROE - using norm profit (%)	2.8	4.0	7.2	8.1	8.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.5	2.7	5.7	6.6	7.3
- asset turnover (x)	2.9	3.6	3.7	2.7	3.1
- operating margin (%)	0.6	0.5	1.1	2.0	2.2
- leverage (x)	2.8	2.6	2.6	2.3	1.9
- interest burden (%)	41.9	14.7	62.3	67.1	72.4
- tax burden (%)	79.2	395.9	84.7	80.1	77.1
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	1.2	7.8	5.1	5.8	7.6
NOPAT (Bt m)	773	4,319	2,108	2,368	2,572
invested capital (Bt m)	55,647	41,572	41,020	33,866	33,173

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE to remain low despite profit recover in 2025F.

HOLD (From: SELL)**TP: Bt 5.60**

(From: Bt 5.90)

Change in Recommendation

Upside : 4.7%

11 MARCH 2025

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

ผลตอบแทนที่มั่นคงและเชื่อถือได้มากขึ้น

ราคาหุ้นของ SPRC ลดลงมาจากจุดที่ให้อัตราผลตอบแทนปันผลในระดับที่ดีที่ 6.2% และด้วยความมุ่งมั่นที่เพิ่มขึ้นของผู้บริหารในการทำให้ SPRC เป็นผู้จ่ายปันผลที่น่าเชื่อถือมากขึ้น เราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำ SPRC เป็น "ถือ"



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

มี downside จำกัด ปรับคำแนะนำเป็น "ถือ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มพลังงาน "สถานการณ์ยังไม่แน่นอน" วันที่ 11 มีนาคม 2025 เราได้เพิ่มคำแนะนำ SPRC จาก ขาย เป็น "ถือ" เนื่องจาก 1) ราคาหุ้นของ SPRC ลดลงอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา และปัจจุบันเราคาดว่ามี downside จำกัดที่ 0.6 เท่า P/BV เทียบกับ ROE ที่ 7.3% 2) ด้วยค่าใช้จ่ายลงทุนที่จำกัด และอัตราหนี้สินที่ต่ำ เราจึงคาดว่า SPRC จะสามารถจ่ายปันผลในอัตรา 6.2%/6.0% ในปี 2025-26F ซึ่งจะชดเชยหนี้ราคาหุ้น ปัจจุบันผู้บริหารมุ่งเน้นให้ SPRC เป็นผู้จ่ายเงินปันผลที่น่าเชื่อถือมากขึ้น 3) เรียงไม่ให้คำแนะนำซื้อ เนื่องจากขาดแนวโน้มการเติบโต โดยคาดว่ากำไรจะเติบโตที่ 5.7/-6.4% ในปี 2025-26F ขณะที่อุตสาหกรรมโดยรวมยังคงอ่อนแอ ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับคาดการณ์กำไรลงเป็น -10/-13/-21% เพื่อสะท้อนสมมติฐาน GRM ที่ต่ำลง และราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F ถูกปรับลดลงเหลือ 5.6 บาท จาก 5.9 บาท

หันไปให้ความสำคัญกับการจ่ายปันผล

ด้วยอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนที่ต่ำ การสร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่สูง และไม่มีแผนการขยายธุรกิจใหญ่ เราจึงเชื่อว่า SPRC จะสามารถปันกำไรส่วนใหญ่มาจ่ายปันผลได้ โดยผู้บริหารหันไปมุ่งเน้นการเป็นผู้จ่ายเงินปันผล ซึ่งหมายถึงการให้ความสำคัญกับผลตอบแทนที่มั่นคงมากกว่าการขยายกิจการและการเติบโต อัตราการจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นเป็น 78% ในปี 2024 จาก 63%/0% ในปี 2022-23 และค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 31% โดยคาดว่าในปี 2025-27F กระแสเงินสดจากการดำเนินงานจะอยู่ที่ 10-15% ซึ่งเราเชื่อว่า SPRC สามารถรักษาอัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ราว 6% ต่อปีได้ โดยสมมติว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลอยู่ที่ 70% ในช่วงเวลาดังกล่าว

ผลกระทบเต็มที่จากการกลับมาดำเนินงานของ SPM

เราคาดว่าค่าการกลั่น (GRM) ของ SPRC จะลดลงน้อยกว่าค่าการกลั่นสิงคโปร์ในปีนี้ เนื่องจากการกลับมาดำเนินการเต็มปีของ Single Point Mooring (SPM) ตั้งแต่เดือนกรกฎาคม 2024 โดยสรุป SPRC ต้องปิดการใช้งานหนึ่งในสองจุด SPM ของตนตั้งแต่เดือนมกราคม 2022 เนื่องจากเหตุการณ์น้ำมันรั่ว การปิดการใช้งานดังกล่าวทำให้ต้นทุนการขนส่งเพิ่มขึ้น US\$1.5-2/bbl ซึ่งเป็นปัจจัยหลักกดดัน GRM ของบริษัท ด้วยทั้ง SPMs กลับมาใช้งานได้แล้ว เราคาดว่า GRM ของ SPRC จะอยู่ที่ US\$4.5/4.6/5.0/bbl เทียบกับค่าเฉลี่ย US\$4.9/bbl ในปี 2023-24

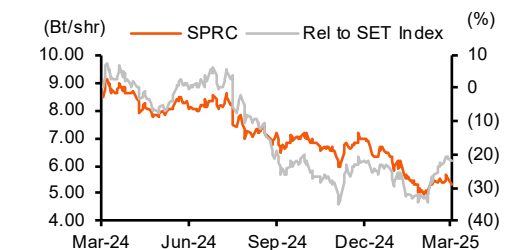
แก๊สโซลีนที่ล้นตลาดเป็นปัจจัยเสี่ยงหลัก

เรายังคงมุมมองเชิงลบต่อแนวโน้มตลาดโรงกลั่นโดยรวมตามที่ได้กล่าวไว้ ในบทวิเคราะห์หลัก สำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันกลั่นต่างๆ แก๊สโซลีนมีแนวโน้มอ่อนแอกว่าผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ และ SPRC มีสัดส่วนการแก๊สโซลีนสูงถึง 26% ของผลผลิตรวม เทียบกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่งในประเทศที่ 20% แก๊สโซลีนอยู่ในสถานการณ์อุปทานล้นตลาดมากกว่าผลิตภัณฑ์ประเภทอื่นๆ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของการผลิตจากโรงกลั่นใหม่และการเติบโตของรถยนต์ไฟฟ้า (EV) Gasoline crack spread ปัจจุบันอยู่ที่เพียง US\$8/bbl และ US\$7.3/bbl YTD ในปีนี้ เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ US\$12.6/bbl คาดการณ์ค่าการกลั่นสิงคโปร์ของเราจึงถูกปรับลดลง 9/13/5% เหลือ US\$5.0/5.5/6.0/bbl ในปี 2025-27F เนื่องจากอัตรากำไรของ gasoline ที่อ่อนแอ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	270,606	215,878	186,859	203,846
Net profit	2,235	2,063	2,001	3,003
Consensus NP	—	3,611	3,992	5,069
Diff frm cons (%)	—	(42.9)	(49.9)	(40.8)
Norm profit	2,358	2,859	2,359	3,003
Prev. Norm profit	—	3,175	2,712	3,807
Chg frm prev (%)	—	(9.9)	(13.0)	(21.1)
Norm EPS (Bt)	0.5	0.7	0.5	0.7
Norm EPS grw (%)	na	21.3	(17.5)	27.3
Norm PE (x)	9.8	8.1	9.8	7.7
EV/EBITDA (x)	5.4	4.5	4.3	3.4
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	7.5	6.2	6.0	9.1
ROE (%)	5.8	7.3	5.9	7.4
Net D/E (%)	17.9	7.6	0.8	(2.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Mar-25 (Bt)	5.35
Market Cap (US\$ m)	686.5
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.3
12M Price H/L (Bt)	9.10/4.98
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P26

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Earnings Revisions

	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt m)							
- New	(1,542)	8,538	(1,012)	2,358	2,859	2,359	3,003
- Old					3,175	2,712	3,807
- Change (%)					(9.9)	(13.0)	(21.1)
Net profit (Bt m)							
- New	4,746	7,703	(1,230)	2,235	2,063	2,001	3,003
- Old					2,821	2,712	3,435
- Change (%)					(26.9)	(26.2)	(12.6)
Market GRM (US\$/bbl)							
- New	3.7	9.7	4.5	5.2	4.6	4.7	4.8
- Old					4.9	5.2	5.0
- Change (%)					(4.9)	(10.2)	(3.1)
Utilization (%)							
- New	77	89	87	91	90	85	90
- Old					95	85	100
- Change (ppt)					(5)	0	(10)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA + dividend	5,795	5,452	6,506	6,124	7,006	6,498	5,987	5,471	5,405	5,336	5,261	4,899	
Free cash flow	4,823	4,143	2,593	3,934	4,708	4,264	3,857	3,441	3,413	3,366	3,313	2,999	25,501
PV of free cash flow	4,354	3,375	1,907	2,610	2,819	2,246	1,825	1,463	1,304	1,155	1,022	789	6,712
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	10.8												
Terminal growth (%)	0.0												
Enterprise value - add	27,229												
Investments													
Net debt (2025F)	3,026												
Minority interest	5												
Equity value	24,197												
# of shares (m)	4,336												
Equity value/sh (Bt)	5.6												

Sources: Thanachart estimates

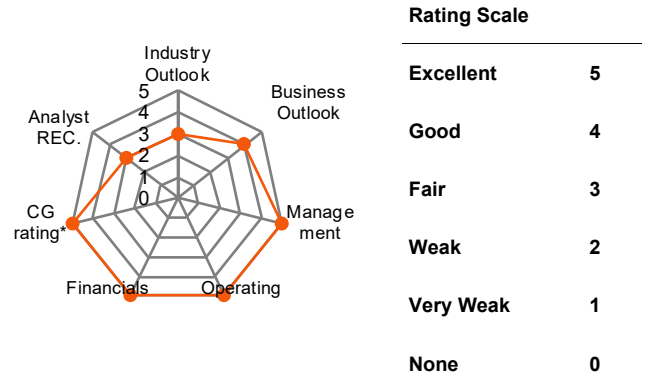
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

โรงงานของ SPRC ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งได้แก่ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว น้ำมันเบนซิน ไร้สารตะกั่วเกรดพิเศษและเกรดธรรมดา น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว น้ำมันเตา และยางมะตอย รวมทั้งผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีซึ่งใช้เป็นผลิตภัณฑ์ตั้งต้นในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้แก่ โพรพิลีนเกรดโพลิเมอร์ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว แนฟทาเกรดปิโตรเคมี ก๊าซผสม C4 และรีฟอร์มเมท บริษัทฯ มีกำลังการผลิต 175K b/d

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานที่น่าเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจการกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงงาน เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	7.86	5.60	-29%
Net profit 25F (Bt m)	3,611	2,063	-43%
Net profit 26F (Bt m)	3,992	2,001	-50%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 2	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

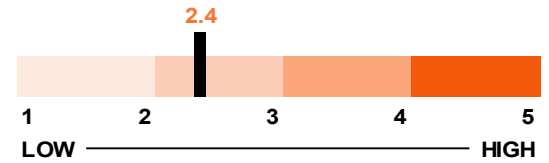
- กำไรสุทธิปี 2025-26F ของเราน่าจะต่ำกว่าการประมาณการของ Bloomberg consensus อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเราให้เหตุผลว่าเป็นผลจากสมมติฐาน GRM ที่ต่ำกว่าของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตัวเลขของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

SPRC เป็นผู้กลั่นน้ำมันที่มีกำลังการผลิต 175,000 บาร์เรลต่อวัน (kbd) พร้อมกับเครือข่ายสถานีบริการน้ำมัน โดยเราให้คะแนน ESG ของบริษัทที่ 2.4 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 คะแนน การที่คะแนน ESG ต่ำกว่าคู่แข่งนั้นเกิดจากการขาดการลงทุนในธุรกิจสีเขียวและการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ รวมถึงเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2022.

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)
SPRC	-	-	-	BBB	58.92	47.42	30.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ SPRC อยู่ที่ 2.4 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 เนื่องจากขาดการริเริ่มลงทุนในธุรกิจสีเขียว
- ในปี 2023 SPRC ปล่อย 1.2 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ซึ่งเพิ่มขึ้น 10% จากปี 2022 ความเข้มข้นของการปล่อยอยู่ที่ 194 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทพลังงานไทยอื่นที่ 280 กก./BOE
- บริษัทฯ ไม่มีเป้าหมายการลดการปล่อยมลพิษที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะรักษาดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพการใช้พลังงานของโซโลมอน (Solomon Energy Intensity Index: EII). ไว้ในควอไทล์ที่ 1 ของภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก นอกจากนี้ SPRC ยังมีแผนที่จะร่วมมือกับเชฟรอน ซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำระดับโลก เพื่อศึกษาและกำหนดแนวทางปรับปรุงอย่างต่อเนื่องที่จำเป็นเพื่อลดการใช้พลังงานและการปล่อยก๊าซเรือนกระจก
- SPRC ล้าหลังกว่าคู่แข่งทั่วโลกในแง่ของการหันไปทำธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพหรือพลังงานหมุนเวียนที่สามารถช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนได้ เราเชื่อว่าบริษัทฯ คงเป้าหมายที่จะใช้เงินลงทุนในการปรับปรุงประสิทธิภาพ

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- คะแนนด้านสังคมของ SPRC อยู่ที่ 2.2 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.8 ซึ่งสาเหตุหลักมาจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2022
- ด้านบวก, SPRC ได้จัดการเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2022 ได้ดีโดยการเปิดใช้แผนตอบสนองฉุกเฉินอย่างรวดเร็ว, การควบคุมการรั่วไหล, และการประสานงานกับหน่วยงานท้องถิ่นในการทำความสะอาด
- ตั้งแต่นั้นมา, บริษัทฯ ได้จัดการฝึกอบรมด้านสุขภาพและความปลอดภัยในการทำงานอย่างต่อเนื่องให้กับพนักงานและผู้รับเหมาเพื่อเสริมสร้างความรู้และทักษะในการปฏิบัติงานอย่างปลอดภัย และไม่มีเหตุการณ์ใหญ่เกิดขึ้นหลังจากการรั่วไหลของน้ำมันครั้งล่าสุด

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- เรากำหนดคะแนนการกำกับดูแลและความยั่งยืนของ SPRC ที่ 2.8 ซึ่งสูงกว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) และสังคม (S)
- โครงสร้างคณะกรรมการของ SPRC ยังไม่สมบูรณ์แบบ เนื่องจากประธานคณะกรรมการเป็นตัวแทนจากผู้ถือหุ้นรายใหญ่ และกรรมการอิสระมีจำนวนไม่ถึงครึ่งหนึ่งของจำนวนกรรมการทั้งหมด โดย Chevron South Asia Limited เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ SPRC โดยมีสัดส่วนการถือหุ้น 60.6%
- เคยเกิดเหตุการณ์การโจมตีทางอิเล็กทรอนิกส์ (BEC) ในปี 2019 ซึ่งผู้โจมตีปลอมตัวเป็นผู้จำหน่ายสินค้าและทำให้การชำระเงินจำนวน US\$22m ถูกโอนไปยังบัญชีปลอม เหตุการณ์นี้ทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับการควบคุมภายในและมาตรการความปลอดภัยทางไซเบอร์ของ SPRC
- ผลการดำเนินงานของบริษัทฯ เป็นไปตามเกณฑ์มาตรฐานและสามารถตรวจสอบได้อย่างง่ายดาย มีการรายงานค่าสอบบัญชี และใช้มาตรฐานการบัญชี IFRS แม้ว่าจะมีความเสี่ยงจากหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และอัตราแลกเปลี่ยน แต่ยังคงแข็งแกร่ง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	238,284	270,606	215,878	186,859	203,846
Cost of sales	238,059	264,988	210,085	181,512	197,558
Gross profit	225	5,617	5,793	5,347	6,289
% gross margin	0.1%	2.1%	2.7%	2.9%	3.1%
Selling & administration expenses	1,302	3,311	3,311	3,311	3,311
Operating profit	(1,077)	2,306	2,482	2,035	2,977
% operating margin	-0.5%	0.9%	1.1%	1.1%	1.5%
Depreciation & amortization	2,599	3,282	3,313	3,417	3,529
EBITDA	1,521	5,588	5,795	5,452	6,506
% EBITDA margin	0.6%	2.1%	2.7%	2.9%	3.2%
Non-operating income	139	1,065	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(367)	(426)	(275)	(343)	(391)
Pre-tax profit	(1,306)	2,945	2,208	1,692	2,586
Income tax	(294)	587	275	260	510
After-tax profit	(1,012)	2,358	1,932	1,432	2,076
% net margin	-0.4%	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	927	927	927
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(218)	(123)	(797)	(358)	0
NET PROFIT	(1,230)	2,235	2,063	2,001	3,003
Normalized profit	(1,012)	2,358	2,859	2,359	3,003
EPS (Bt)	(0.3)	0.5	0.5	0.5	0.7
Normalized EPS (Bt)	(0.2)	0.5	0.7	0.5	0.7

We expect SPRC's GRM to be supported by SPM resumption

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	46,603	39,471	39,504	38,834	44,002
Cash & cash equivalent	1,374	575	5,000	9,000	11,500
Account receivables	18,352	14,923	13,980	12,101	13,201
Inventories	26,459	23,482	20,132	17,394	18,932
Others	418	491	392	339	370
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	24,143	22,300	20,417	20,900	19,221
Other assets	4,822	6,665	5,390	4,713	5,109
Total assets	75,567	68,435	65,310	64,447	68,332
LIABILITIES:					
Current liabilities:	30,120	20,010	17,145	15,062	16,604
Account payables	14,156	16,726	13,183	11,390	12,397
Bank overdraft & ST loans	12,483	592	626	726	814
Current LT debt	0	394	1,110	1,288	1,444
Others current liabilities	3,481	2,299	2,227	1,658	1,949
Total LT debt	0	6,606	6,290	7,298	8,182
Others LT liabilities	2,677	2,712	2,294	1,929	2,136
Total liabilities	32,797	29,329	25,730	24,288	26,922
Minority interest	5	5	5	5	5
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	30,004	30,004	30,004	30,004	30,004
Share premium	978	978	978	978	978
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	3,330	(1,544)	(1,544)	(1,544)	(1,544)
Retained earnings	8,453	9,663	10,136	10,715	11,966
Shareholders' equity	42,765	39,101	39,575	40,153	41,405
Liabilities & equity	75,567	68,435	65,310	64,447	68,332

SPRC's balance sheet is relatively strong with limited capex and healthy cash generation

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	(1,306)	2,945	2,208	1,692	2,586
Tax paid	294	(587)	(275)	(260)	(510)
Depreciation & amortization	2,599	3,282	3,313	3,417	3,529
Chg In working capital	(5,346)	8,976	750	2,824	(1,631)
Chg In other CA & CL / minorities	1,801	(1,130)	951	407	1,184
Cash flow from operations	(1,958)	13,486	6,947	8,081	5,158
Capex	(3,966)	(1,430)	(1,430)	(3,900)	(1,850)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(100)	(2,773)	64	(44)	(186)
Cash flow from investments	(4,066)	(4,203)	(1,366)	(3,944)	(2,036)
Debt financing	2,034	(4,183)	434	1,285	1,129
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(650)	(1,084)	(1,589)	(1,422)	(1,751)
Warrants & other surplus	5,939	(4,815)	0	0	0
Cash flow from financing	7,322	(10,082)	(1,155)	(137)	(622)
Free cash flow	(5,924)	12,056	5,517	4,181	3,308

With limited capex and high GRM, FCF is strong over the next three years

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	na	9.8	8.1	9.8	7.7
Normalized PE - at target price (x)	na	10.3	8.5	10.3	8.1
PE (x)	na	10.4	11.2	11.6	7.7
PE - at target price (x)	na	10.9	11.8	12.1	8.1
EV/EBITDA (x)	22.6	5.4	4.5	4.3	3.4
EV/EBITDA - at target price (x)	23.3	5.6	4.7	4.5	3.6
P/BV (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/CFO (x)	(11.8)	1.7	3.3	2.9	4.5
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	0.0	7.5	6.2	6.0	9.1
FCF Yield (%)	(25.5)	52.0	23.8	18.0	14.3
(Bt)					
Normalized EPS	(0.2)	0.5	0.7	0.5	0.7
EPS	(0.3)	0.5	0.5	0.5	0.7
DPS	0.0	0.4	0.3	0.3	0.5
BV/share	9.9	9.0	9.1	9.3	9.5
CFO/share	(0.5)	3.1	1.6	1.9	1.2
FCF/share	(1.4)	2.8	1.3	1.0	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see SPRC as fairly valued at 0.6x 2025F P/BV with a 7% dividend yield

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.5)	13.6	(20.2)	(13.4)	9.1
Net profit (%)	na	na	(7.7)	(3.0)	50.1
EPS (%)	na	na	(7.7)	(3.0)	50.1
Normalized profit (%)	na	na	21.3	(17.5)	27.3
Normalized EPS (%)	na	na	21.3	(17.5)	27.3
Dividend payout ratio (%)	0.0	77.6	70.0	70.0	70.0
Operating performance					
Gross margin (%)	0.1	2.1	2.7	2.9	3.1
Operating margin (%)	(0.5)	0.9	1.1	1.1	1.5
EBITDA margin (%)	0.6	2.1	2.7	2.9	3.2
Net margin (%)	(0.4)	0.9	0.9	0.8	1.0
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.1	0.0	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.4	9.0	5.9	7.6
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	13.1	21.1	15.9	16.6
ROA - using norm profit (%)	na	3.3	4.3	3.6	4.5
ROE - using norm profit (%)	na	5.8	7.3	5.9	7.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	5.8	4.9	3.6	5.1
- asset turnover (x)	3.4	3.8	3.2	2.9	3.1
- operating margin (%)	na	1.2	1.1	1.1	1.5
- leverage (x)	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6
- interest burden (%)	139.1	87.4	88.9	83.1	86.9
- tax burden (%)	na	80.1	87.5	84.6	80.3
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	(2.2)	3.4	4.7	4.2	6.3
NOPAT (Bt m)	(1,077)	1,846	2,190	1,801	2,545
invested capital (Bt m)	53,875	46,118	42,601	40,465	40,345

*ROE should trend lower
with earnings*

Sources: Company data, Thanachart estimates

HOLD (From: SELL)

TP: Bt 27.00 (From: Bt 21.00)

11 MARCH 2025

Change in Recommendation

Upside : 8.9%

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

ซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสม

หลังราคาหุ้นปรับตัวลง 26% หลัง TOP ประกาศเมื่อปีที่แล้ว เกี่ยวกับการลงทุนเพิ่มเติมในโครงการ CFP ปัจจุบัน TOP ซื้อขายที่ 2025F PE เพียง 4.8 เท่า และอัตราผลตอบแทนปันผล 6.3% เรามองว่าหุ้นซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสม และเราจึงปรับคำแนะนำเป็น "ถือ"



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ถือ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่มพลังงาน - "สถานการณ์ยังไม่แน่นอน" วันที่ 11 มีนาคม 2025 โดยเราปรับคำแนะนำ TOP จาก ขาย เป็น "ถือ" โดยมีเหตุผลดังนี้: 1) หลังราคาหุ้นลดลง 26% หลังการประกาศในเดือนธันวาคม 2024 เกี่ยวกับการลงทุนเพิ่มเติมจำนวน 6.3 หมื่นลบ. ในโครงการพลังงานสะอาด (Clean Fuel Project: CFP) เราเห็นความเสี่ยงที่จะลดลงไปอีกจำกัด เนื่องจากหุ้นมีการซื้อขายที่ PE เพียง 4.8 เท่า, P/BV ที่ 0.3 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.3% 2) หุ้นยังไม่ถึงระดับที่ควร "ซื้อ" เนื่องจากมูลค่าที่ต่ำนี้ได้สะท้อนถึงการเติบโตของ EPS ที่อ่อนแอที่ -33/-8% ในปี 2025-26F และ ROE ที่ต่ำที่ 7% 3) มีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับกรอบเวลาและผลตอบแทนจากโครงการ CFP เนื่องจากการลงทุนเพิ่มเติมจำนวนมาก ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับประมาณการกำไรลดลง -11/8/9% สะท้อนการปรับลดสมมติฐาน GRM, การเริ่มต้นการใช้งาน Single Buoy Mooring (SBM) และการชดเชยจากความล่าช้าในโครงการ CFP ราคาเป้าหมายปี 2025F ของเราปรับขึ้นเป็น 27 บาท จาก 21 บาท.

ปรับลดสมมติฐาน GRM

เราปรับประมาณการค่าการกลั่นสิงคโปร์ปี 2025-27F ลง 14/11/3% เป็น US\$5.0/5.6/6.3/bbl จากผลจากความต้องการที่อ่อนแอ และแรงกดดันจากอุปทานที่ยังคงมีอยู่ ปัจจุบัน GRM อยู่ที่ US\$2.9/bbl ซึ่งต่ำกว่าระดับกลางของวัฏจักรที่ US\$6/bbl อย่างมีนัยสำคัญ แม้การลดกำลังการผลิตบางส่วนจะช่วยให้การกลั่นทรงตัว และเราคาดว่าราคาจะฟื้นตัวเป็น US\$5/bbl แต่ยังคงต่ำกว่าระดับกลางของวัฏจักร

การชดเชยความล่าช้าของโครงการ CFP

ในเดือนมกราคม 2025 TOP ได้รับการชดเชย 1.23 หมื่นลบ. (~US\$358m) (เรียกว่า performance bond) จากผู้รับเหมาหลัก EPC เกี่ยวกับความล่าช้าของโครงการ CFP ซึ่งบริษัทฯ ได้บันทึก 98 ลบ. เป็นรายได้อื่นในงบกำไรขาดทุน และ 1.12 หมื่นลบ. เป็นการหักล้างในสินทรัพย์ถาวรในงบดุล เราประเมินว่าค่าเสื่อมราคาน่าจะลดลงประมาณ 480 ลบ. ต่อปี (5% ของกำไรในปี 2027F) นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่า TOP อาจสามารถเรียกร้องการชดเชยเพิ่มเติมอีก US\$125m จาก performance bond

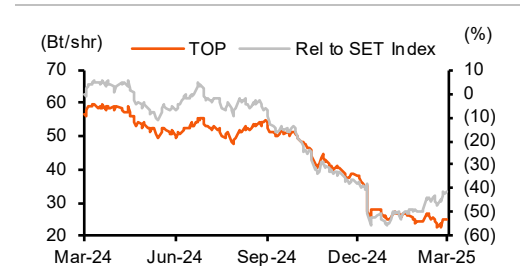
การกลับมาใช้ SBM เพื่อผลักดันอัตรากำไร

TOP ได้ทดลองใช้หุ่นขนถ่ายน้ำมันกลางทะเล (SBM) หมายเลข 2 สำเร็จในช่วงกลางเดือนกุมภาพันธ์ 2025 เมื่อกลับมาใช้งานเต็มรูปแบบ หุ่น SBM ใหม่คาดว่าจะช่วยลดต้นทุนการขนส่งได้ US\$0.5/bbl หุ่น SBM นี้ถูกปิดใช้งานตั้งแต่เหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในปี 2023

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	466,777	416,207	404,106	404,106
Net profit	9,959	9,917	11,478	9,912
Consensus NP	—	12,887	13,859	14,024
Diff frm cons (%)	—	(23.0)	(17.2)	(29.3)
Norm profit	17,245	11,492	12,381	9,912
Prev. Norm profit	—	12,966	11,436	9,079
Chg frm prev (%)	—	(11.4)	8.3	9.2
Norm EPS (Bt)	7.7	5.1	4.7	3.6
Norm EPS grw (%)	(37.1)	(33.4)	(7.9)	(23.3)
Norm PE (x)	3.2	4.8	5.2	6.8
EV/EBITDA (x)	6.3	7.5	8.3	9.1
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
Div yield (%)	7.7	6.3	6.1	5.1
ROE (%)	10.5	6.9	6.6	4.8
Net D/E (%)	69.1	75.5	80.2	82.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Mar-25 (Bt)	24.80
Market Cap (US\$ m)	1,638.3
Listed Shares (m shares)	2,232.3
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	18.9
12M Price H/L (Bt)	59.50/22.60
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P33

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Key Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Reported profit (Bt m)					
- New	19,768	9,959	9,917	11,478	9,912
- Old			12,380	10,557	9,079
- Change (%)			(19.9)	8.7	9.2
Normalized profit (Bt m)					
- New	27,412	17,245	11,492	12,381	9,912
- Old			12,966	11,436	9,079
- Change (%)			(11.4)	8.3	9.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation For Downstream Business, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA	24,606	26,709	25,285	35,518	41,947	40,257	38,566	36,875	36,875	36,875	36,875	36,875	
Free cash flow	(8,401)	(56,636)	2,008	19,279	25,299	23,376	22,087	20,970	21,239	21,302	21,365	21,436	262,058
PV of free cash flow	(7,834)	(49,238)	1,627	14,566	17,820	14,962	13,124	11,565	10,874	10,125	9,427	8,341	101,964
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	7.3												
Terminal growth (%)	0.0												
Enterprise value - add investments	165,155												
Net cash/(debt)	130,056												
Minority interest	2,759												
Equity value	32,340												
# of shares (m)	2,232												
Equity value/share (Bt)	14												
Sum-of-the-parts valuation							Value	Per share	% of total				Methodology
							(Bt m)	(Bt/shr)					
Downstream							32,340	14	52%				DCF
Power (GPSC)							5,992	3	10%				DCF
Chandra Asri							22,440	10	38%				
Total value per share							60,772	27					

Sources: Thanachart estimates

Note: Net debt position is for all businesses except GPSC, which is not consolidated

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) (TOP) เป็นบริษัทที่ทำธุรกิจโรงกลั่นที่สำคัญของกลุ่ม PTT ซึ่งถือหุ้น 49% โดยดำเนินธุรกิจโรงกลั่นแบบครบวงจรรายใหญ่ที่สุดของไทย มีกำลังการกลั่นน้ำมันราว 275,000 บาร์เรลต่อวัน (25% ของกำลังการผลิตรวมของประเทศไทย) และ 9.8 Nelson complexity และยังผลิตอะโรเมติกส์กำลังการผลิต 0.8 ล้านตัน และน้ำมันหล่อลื่นและปิโตรเมเนน 0.3 ล้านตัน อีกด้วย นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเพิ่งเข้าซื้อหุ้น 15% ใน Chandra Asri ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มธุรกิจปิโตรเคมีชั้นนำในอินโดนีเซีย ซึ่ง SCC เป็นเจ้าของด้วยสัดส่วนการถือหุ้น 30.5% ธุรกิจอื่นๆ ได้แก่ ไฟฟ้า การขนส่งทางทะเล และการผลิตเอทานอล

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- หนึ่งในผู้ประกอบการที่มีต้นทุนการดำเนินงานต่ำที่สุดในภูมิภาค
- เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่ม PTT เนื่องจาก TOP มีสัญญา off-take ที่แน่นอน

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายธุรกิจปิโตรเคมีเพิ่มเติมภายหลังการลงทุนใน Chandra Asri
- ความสามารถในการอัพเกรดผลิตภัณฑ์ขั้นกลางเป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

CONSENSUS COMPARISON

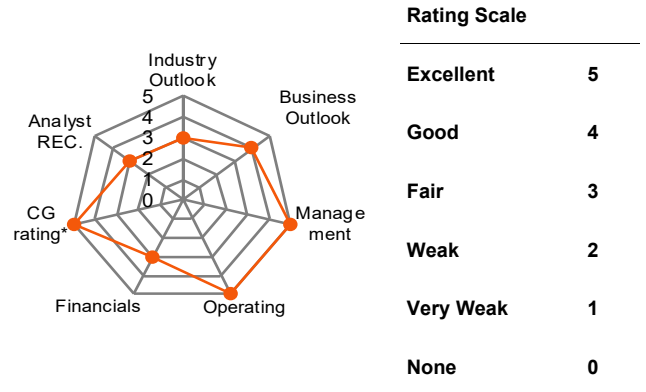
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	29.23	27.00	-8%
Net profit 25F (Bt m)	12,887	9,917	-23%
Net profit 26F (Bt m)	13,859	11,478	-17%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 13	SELL: 6

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไรสุทธินปี 2025-26F ของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้ม GRM
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะในธุรกิจการกลั่นซึ่งอุปสงค์มีแนวโน้มอ่อนแอ
- งบดุลที่อ่อนแอ และมี Capex สูงในช่วงสองปีข้างหน้า อันเนื่องมาจากการลงทุน US\$4bn ในโครงการเชื้อเพลิงสะอาด (CFP)

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัทฯ ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

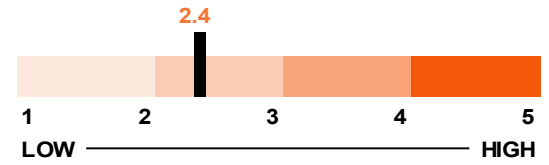
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Upside risk ต่อประมาณการของเรา คือ ค่าการกลั่น (GRM) ที่สูงกว่าคาด
- Upside risk ต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะทำให้เกิดกำไรจากสต็อก
- ขณะที่ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบชนิดเบาที่ต่ำกว่าคาด จะเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- Downside risk หากจีนส่งออกน้ำมันลดลง

Source: Thanachart

TOP เป็นโรงกลั่นน้ำมันรายใหญ่ที่สุดของประเทศไทย โดยมีกำลังการผลิตรวม 275kbd เราให้คะแนน ESG สำหรับ TOP ที่ 2.4 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 ธรรมชาติของธุรกิจโรงกลั่น, การขาดความหลากหลายของธุรกิจ, การเกิดน้ำมันรั่วไหลอดีต และปัญหาค่าใช้จ่ายเกินงบประมาณในโครงการ CFP มีส่วนทำให้คะแนน ESG ของบริษัท อยู่ในระดับต่ำ

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)
TOP	YES	-	YES	BBB	58.95	73.27	83.00	47.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- TOP ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นซึ่งโดยธรรมชาติแล้วปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับสูง แม้ว่าจะมีแผนที่จะลดการปล่อยก๊าซ แต่จะใช้เวลานานพอสมควร โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อโครงการ Clean Fuel Project (CFP) ใหม่ของบริษัท จะเพิ่มการปล่อยก๊าซในปี 2027F
- ในปี 2023 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมดลดลง 28,003 ตันเทียบเท่าคาร์บอนไดออกไซด์จากโครงการปรับปรุงประสิทธิภาพพลังงาน
- เราคาดว่าความเข้มข้นของก๊าซเรือนกระจก (GHG) ของ TOP จะเพิ่มขึ้นในปี 2027F เมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มต้นขึ้น CFP ได้รับการออกแบบเพื่อใช้น้ำมันดิบหนักเป็นวัตถุดิบ และอัพเกรดท่ามะกันสูงให้เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูง ซึ่งหมายถึงจะมีความร้อนและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากขึ้น
- TOP ตั้งเป้าที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% ภายในปี 2035F จากปีฐาน 2026F เพื่อให้บรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050F และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060F โดยการดำเนินกลยุทธ์การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- คะแนนด้านสังคมของ TOP อยู่ที่ 2.2 ซึ่งไม่สูงนัก เนื่องจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในเดือนกันยายน 2023 แม้ว่าการตอบสนองจะรวดเร็ว โดยสามารถควบคุมและทำความสะอาดได้ภายในไม่กี่วัน แต่ยังมีความเสี่ยงเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้สารกระจาย
- ระบบการบริหารจัดการด้านสุขภาพและความปลอดภัยของพนักงานของ TOP สอดคล้องกับมาตรฐาน ISO ในปี 2023 TOP รายงานการรั่วไหลของสารเคมีระดับ Tier-1 หนึ่งครั้ง โดยมีความรุนแรงที่ 0.04 เหตุการณ์ต่อชั่วโมงการทำงานหนึ่งล้านชั่วโมง ซึ่งไม่เป็นไปตามเป้าหมายที่ตั้งไว้คือศูนย์
- TOP เข้าร่วมในโครงการปลูกป่าเพื่อฟื้นฟูสิ่งแวดล้อมที่รัฐบาลเป็นผู้ขับเคลื่อน ซึ่งครอบคลุมพื้นที่ 8,656 ไร่ โดยมีเป้าหมายในการดูดซับ CO2 เทียบเท่าจำนวน 92,800 ตันภายในปี 2060F

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คะแนนด้านการกำกับดูแลและความยั่งยืนของธุรกิจของ TOP อยู่ที่ 2.8 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ดี โดยมี PTT ถือหุ้นอยู่ 45% ดังนั้นจึงมีธุรกรรมระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องกับ PTT จำนวนมาก รวมถึงการซื้อขายวัตถุดิบในการกลั่นน้ำมัน อย่างไรก็ตาม มีการดำเนินมาตรการเพื่อให้มั่นใจว่าใช้ราคาตลาดในการทำธุรกรรม
- TOP มีโครงสร้างคณะกรรมการที่ดี โดยมีสมาชิกเป็นคณะกรรมการอิสระจำนวน 8 คน จากทั้งหมด 15 คน และประธานคณะกรรมการก็เป็นบุคคลอิสระ
- Accounting & Audit โดยทั่วไปง่ายต่อการตรวจสอบ และโปร่งใส
- ธุรกิจของ TOP มีความผันผวนของกำไรสูงมากโดยธรรมชาติ และอยู่ในช่วงกลางของวัฏจักรการลงทุนหนัก อันเนื่องมาจากโครงการพลังงานสะอาดใหม่ (CFP)

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	469,244	466,777	416,207	404,106	404,106
Cost of sales	435,217	444,016	395,857	382,599	384,838
Gross profit	34,027	22,761	20,350	21,507	19,267
% gross margin	7.3%	4.9%	4.9%	5.3%	4.8%
Selling & administration expenses	3,521	3,874	4,162	4,041	4,041
Operating profit	30,507	18,887	16,188	17,466	15,226
% operating margin	6.5%	4.0%	3.9%	4.3%	3.8%
Depreciation & amortization	7,799	8,106	8,418	9,243	10,058
EBITDA	38,306	26,993	24,606	26,709	25,285
% EBITDA margin	8.2%	5.8%	5.9%	6.6%	6.3%
Non-operating income	1,138	2,008	1,871	1,817	1,817
Non-operating expenses	(86)	556	0	0	0
Interest expense	(4,089)	(4,052)	(4,147)	(4,246)	(4,889)
Pre-tax profit	27,470	17,399	13,912	15,037	12,154
Income tax	(0)	(1)	2,484	2,874	2,483
After-tax profit	27,470	17,400	11,428	12,163	9,671
% net margin	5.9%	3.7%	2.7%	3.0%	2.4%
Shares in affiliates' Earnings	84	(132)	84	238	260
Minority interests	(142)	(22)	(20)	(19)	(19)
Extraordinary items	(7,645)	(7,287)	(1,574)	(903)	0
NET PROFIT	19,768	9,959	9,917	11,478	9,912
Normalized profit	27,412	17,245	11,492	12,381	9,912
EPS (Bt)	8.9	4.5	4.4	4.3	3.6
Normalized EPS (Bt)	12.3	7.7	5.1	4.7	3.6

TOP's normalized earnings to drop in 2025F as GRM normalizes

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	125,371	112,222	123,659	101,323	91,572
Cash & cash equivalent	34,376	39,738	50,000	30,000	20,000
Account receivables	31,154	27,601	25,763	25,014	25,014
Inventories	52,656	40,577	44,056	42,581	42,830
Others	7,185	4,306	3,840	3,728	3,728
Investments & loans	32,039	31,427	31,427	31,427	31,427
Net fixed assets	218,618	224,153	239,371	279,789	292,580
Other assets	43,964	41,209	39,719	39,743	40,243
Total assets	419,993	409,010	434,177	452,281	455,822
LIABILITIES:					
Current liabilities:	73,501	67,663	83,666	30,303	31,496
Account payables	50,184	51,579	44,870	10,482	11,598
Bank overdraft & ST loans	3,198	2,725	3,173	3,472	3,424
Current LT debt	10,061	5,177	28,301	9,678	9,544
Others current liabilities	10,058	8,182	7,322	6,671	6,930
Total LT debt	149,858	146,717	148,582	183,874	181,343
Others LT liabilities	28,322	28,445	29,678	29,900	30,390
Total liabilities	251,681	242,826	261,926	244,077	243,230
Minority interest	2,744	2,739	2,759	2,778	2,797
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	22,338	22,338	22,323	22,323	22,323
Share premium	10,699	10,699	10,699	10,699	10,699
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(11,317)	(14,574)	(14,574)	15,426	15,426
Retained earnings	143,848	144,984	151,045	156,979	161,347
Shareholders' equity	165,568	163,446	169,492	205,426	209,795
Liabilities & equity	419,993	409,010	434,177	452,281	455,822

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	27,470	17,399	13,912	15,037	12,154
Tax paid	2,723	(2,708)	(1,332)	(3,503)	(2,192)
Depreciation & amortization	7,799	8,106	8,418	9,243	10,058
Chg In working capital	(23,678)	17,027	(8,351)	(32,163)	866
Chg In other CA & CL / minorities	14,520	(2,277)	(5,610)	(4,861)	(5,748)
Cash flow from operations	28,834	37,547	7,037	(16,248)	15,139
Capex	(19,942)	(13,641)	(23,637)	(49,660)	(22,850)
Right of use	1,814	1,842	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	564	612	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(87)	(120)	5,796	4,985	6,466
Cash flow from investments	(17,651)	(11,307)	(18,341)	(45,175)	(16,884)
Debt financing	(10,149)	(8,799)	25,437	16,967	(2,711)
Capital increase	0	0	(15)	0	0
Dividends paid	(5,249)	(8,823)	(3,856)	(5,544)	(5,543)
Warrants & other surplus	(4,985)	(3,257)	0	30,000	0
Cash flow from financing	(20,383)	(20,879)	21,566	41,423	(8,255)
Free cash flow	8,893	23,906	(16,600)	(65,908)	(7,711)

TOP will likely enter into another capex cycle

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	2.0	3.2	4.8	5.2	6.8
Normalized PE - at target price (x)	2.2	3.5	5.2	5.7	7.4
PE (x)	2.8	5.6	5.6	5.7	6.8
PE - at target price (x)	3.0	6.1	6.1	6.2	7.4
EV/EBITDA (x)	4.8	6.3	7.5	8.3	9.1
EV/EBITDA - at target price (x)	4.9	6.5	7.7	8.5	9.3
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
P/BV - at target price (x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
P/CFO (x)	1.9	1.5	7.9	(3.4)	3.7
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	13.7	7.7	6.3	6.1	5.1
FCF Yield (%)	16.1	43.2	(30.0)	(119.0)	(13.9)
(Bt)					
Normalized EPS	12.3	7.7	5.1	4.7	3.6
EPS	8.9	4.5	4.4	4.3	3.6
DPS	3.4	1.9	1.6	1.5	1.3
BV/share	74.2	73.2	75.9	92.0	94.0
CFO/share	12.9	16.8	3.2	(7.3)	6.8
FCF/share	4.0	10.7	(7.4)	(29.5)	(3.5)

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see TOP's 4.8x 2025F PE multiple as fair

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.4)	(0.5)	(10.8)	(2.9)	0.0
Net profit (%)	(39.5)	(49.6)	(0.4)	15.7	(13.6)
EPS (%)	(42.8)	(49.6)	(0.4)	(2.4)	(16.2)
Normalized profit (%)	(27.5)	(37.1)	(33.4)	7.7	(19.9)
Normalized EPS (%)	(31.5)	(37.1)	(33.4)	(7.9)	(23.3)
Dividend payout ratio (%)	38.4	42.6	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	7.3	4.9	4.9	5.3	4.8
Operating margin (%)	6.5	4.0	3.9	4.3	3.8
EBITDA margin (%)	8.2	5.8	5.9	6.6	6.3
Net margin (%)	5.9	3.7	2.7	3.0	2.4
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	1.0	0.9	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	7.5	4.7	3.9	4.1	3.1
Interest coverage - EBITDA (x)	9.4	6.7	5.9	6.3	5.2
ROA - using norm profit (%)	6.3	4.2	2.7	2.8	2.2
ROE - using norm profit (%)	17.0	10.5	6.9	6.6	4.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.1	10.6	6.9	6.5	4.7
- asset turnover (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
- operating margin (%)	6.7	4.6	4.3	4.8	4.2
- leverage (x)	2.7	2.5	2.5	2.4	2.2
- interest burden (%)	87.0	81.1	77.0	78.0	71.3
- tax burden (%)	100.0	100.0	82.1	80.9	79.6
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	10.7	6.4	4.8	4.7	3.3
NOPAT (Bt m)	30,507	18,887	13,297	14,127	12,116
invested capital (Bt m)	294,309	278,328	299,548	372,450	384,107

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect ROE to drop once the CFP starts up in 2Q27

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 disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK 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.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

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

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजरกุล, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สภาพร

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