

**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 ซึ่งบริษัท ได้บันทึก 98 ลบ. เป็นรายได้ในงบกำไรขาดทุน และ 1.12 หมื่นลบ. เป็นการหักล้างในสินทรัพย์ถาวรในงบดุล เราประเมินว่าค่าเสื่อมราคาน่าจะลดลงประมาณ 480 ลบ. ต่อปี (5% ของกำไรในปี 2027F) นอกจากนี้ เรายังเชื่อว่า TOP อาจสามารถเรียกร้องการชดเชยเพิ่มเติมอีก US\$125m จาก performance bond

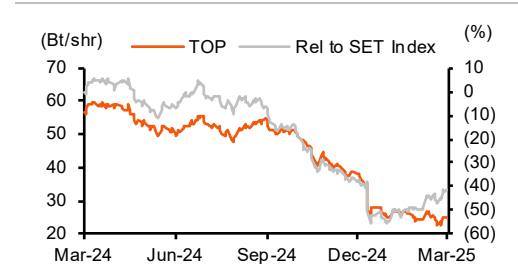
#### การกลับมาใช้ SBM เพื่อผลักดันอัตรากำไร

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 ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 (Bt m)		Per share (Bt/shr)		% of total		Methodology		
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 และยังผลิตเอโรเมติกส์กำลังการผลิต 0.8 ล้านตัน และน้ำมันหล่อลื่นและปิโตรเมเน 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

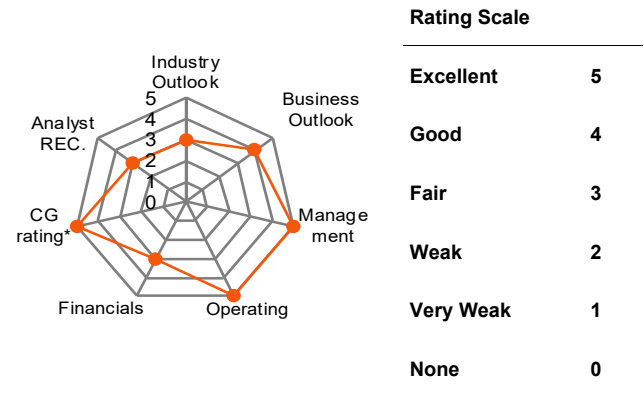
S — Strength

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

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายธุรกิจปิโตรเคมีเพิ่มเติมภายหลังการลงทุนใน Chandra Asri
- ความสามารถในการอัพเกรดผลิตภัณฑ์ขั้นกลางเป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

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

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?

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

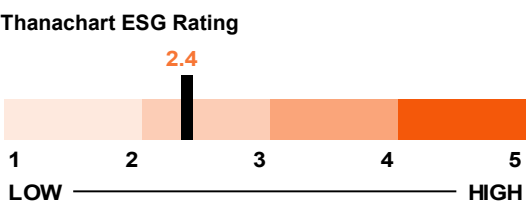
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

Source: Thanachart

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



	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
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>TOP ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นซึ่งโดยธรรมชาติแล้วปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับสูง แม้ว่าจะมีแผนที่จะลดการปล่อยก๊าซ แต่จะใช้เวลานานพอสมควร โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อโครงการ Clean Fuel Project (CFP) ใหม่ของบริษัทฯ จะเพิ่มการปล่อยก๊าซในปี 2027F</li><li>ในปี 2023 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมดลดลง 28,003 ตันเทียบเท่าคาร์บอนไดออกไซด์จากโครงการปรับปรุงประสิทธิภาพพลังงาน</li><li>เราคาดว่าความเข้มข้นของก๊าซเรือนกระจก (GHG) ของ TOP จะเพิ่มขึ้นในปี 2027F เมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มต้นขึ้น CFP ได้รับการออกแบบเพื่อใช้น้ำมันดิบหนักเป็นวัตถุดิบ และอัปเดตการกักเก็บสูงให้เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูง ซึ่งหมายถึงจะมีความร้อนและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากขึ้น</li><li>TOP ตั้งเป้าที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% ภายในปี 2035F จากปีฐาน 2026F เพื่อให้บรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050F และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060F โดยการดำเนินกลยุทธ์การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์</li></ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>คะแนนด้านสังคมของ TOP อยู่ที่ 2.2 ซึ่งไม่สูงนัก เนื่องจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในเดือนกันยายน 2023 แม้ว่าการตอบสนองจะรวดเร็ว โดยสามารถควบคุมและทำความสะอาดได้ภายในไม่กี่วัน แต่ยังมีความเสี่ยงเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการใช้สารกระจาย</li><li>ระบบการบริหารจัดการด้านสุขภาพและความปลอดภัยของพนักงานของ TOP สอดคล้องกับมาตรฐาน ISO ในปี 2023 TOP รายงานการรั่วไหลของสารเคมีระดับ Tier-1 หนึ่งครั้ง โดยมีความรุนแรงที่ 0.04 เหตุการณ์ต่อชั่วโมงการทำงานหนึ่งล้านชั่วโมง ซึ่งไม่เป็นไปตามเป้าหมายที่ตั้งไว้คือศูนย์</li><li>TOP เข้าร่วมในโครงการปลูกป่าเพื่อฟื้นฟูสิ่งแวดล้อมที่รัฐบาลเป็นผู้ขับเคลื่อน ซึ่งครอบคลุมพื้นที่ 8,656 ไร่ โดยมีเป้าหมายในการดูดซับ CO2 เทียบเท่าจำนวน 92,800 ตันภายในปี 2060F</li></ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li><li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li><li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li><li>การบริหารความเสี่ยง</li><li>นวัตกรรม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>คะแนนด้านการกำกับดูแลและความยั่งยืนของธุรกิจของ TOP อยู่ที่ 2.8 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ดี โดยมี PTT ถือหุ้นอยู่ 45% ดังนั้นจึงมีธุรกรรมระหว่างบุคคลที่เกี่ยวข้องกับ PTT จำนวนมาก รวมถึงการซื้อขายวัตถุดิบในการกลั่นน้ำมัน อย่างไรก็ตาม มีการดำเนินการมาตรการเพื่อให้มั่นใจว่าใช้ราคาตลาดในการทำธุรกรรม</li><li>TOP มีโครงสร้างคณะกรรมการที่ดี โดยมีสมาชิกเป็นคณะกรรมการอิสระจำนวน 8 คน จากทั้งหมด 15 คน และประธานคณะกรรมการก็เป็นบุคคลอิสระ</li><li>Accounting &amp; Audit โดยทั่วไปง่ายต่อการตรวจสอบ และโปร่งใส</li><li>ธุรกิจของ TOP มีความผันผวนของกำไรสูงมากโดยธรรมชาติ และอยู่ในช่วงกลางของวัฏจักรการลงทุนหนัก อันเนื่องมาจากโครงการพลังงานสะอาดใหม่ (CFP)</li></ul>

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
<b>Gross profit</b>	<b>34,027</b>	<b>22,761</b>	<b>20,350</b>	<b>21,507</b>	<b>19,267</b>
% 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
<b>Operating profit</b>	<b>30,507</b>	<b>18,887</b>	<b>16,188</b>	<b>17,466</b>	<b>15,226</b>
% operating margin	6.5%	4.0%	3.9%	4.3%	3.8%
Depreciation & amortization	7,799	8,106	8,418	9,243	10,058
<b>EBITDA</b>	<b>38,306</b>	<b>26,993</b>	<b>24,606</b>	<b>26,709</b>	<b>25,285</b>
% 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)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>27,470</b>	<b>17,399</b>	<b>13,912</b>	<b>15,037</b>	<b>12,154</b>
Income tax	(0)	(1)	2,484	2,874	2,483
<b>After-tax profit</b>	<b>27,470</b>	<b>17,400</b>	<b>11,428</b>	<b>12,163</b>	<b>9,671</b>
% 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
<b>NET PROFIT</b>	<b>19,768</b>	<b>9,959</b>	<b>9,917</b>	<b>11,478</b>	<b>9,912</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>27,412</b>	<b>17,245</b>	<b>11,492</b>	<b>12,381</b>	<b>9,912</b>
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
<b>ASSETS:</b>					
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
<b>Total assets</b>	<b>419,993</b>	<b>409,010</b>	<b>434,177</b>	<b>452,281</b>	<b>455,822</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
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
<b>Total LT debt</b>	<b>149,858</b>	<b>146,717</b>	<b>148,582</b>	<b>183,874</b>	<b>181,343</b>
Others LT liabilities	28,322	28,445	29,678	29,900	30,390
<b>Total liabilities</b>	<b>251,681</b>	<b>242,826</b>	<b>261,926</b>	<b>244,077</b>	<b>243,230</b>
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
<b>Retained earnings</b>	<b>143,848</b>	<b>144,984</b>	<b>151,045</b>	<b>156,979</b>	<b>161,347</b>
Shareholders' equity	165,568	163,446	169,492	205,426	209,795
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>419,993</b>	<b>409,010</b>	<b>434,177</b>	<b>452,281</b>	<b>455,822</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

TOP's balance sheet is at risk because of higher CFP capex

## 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)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>28,834</b>	<b>37,547</b>	<b>7,037</b>	<b>(16,248)</b>	<b>15,139</b>
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
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(17,651)</b>	<b>(11,307)</b>	<b>(18,341)</b>	<b>(45,175)</b>	<b>(16,884)</b>
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
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(20,383)</b>	<b>(20,879)</b>	<b>21,566</b>	<b>41,423</b>	<b>(8,255)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>8,893</b>	<b>23,906</b>	<b>(16,600)</b>	<b>(65,908)</b>	<b>(7,711)</b>

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

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### S&P Global Market Intelligence

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

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

### Moody's ESG Solutions

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

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



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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



## Disclaimers

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

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

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

**หมายเหตุ:** บริษัท 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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ 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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันทึ รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล 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

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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