

Thailand Energy Sector

เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี

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	BUY	32.00	37.00	1,355	(16.5)	25.6	8.0	6.3	0.7	0.6	3.5	4.7
Bangchak Sriracha	BSRC TB	BUY	4.64	5.20	494	51.8	43.4	9.9	6.9	0.6	0.6	2.4	4.1
IRPC Pcl	IRPC TB	SELL	0.88	0.77	553	na	na	na	na	0.3	0.3	3.4	3.4
Indorama Ventures	IVL TB	SELL	22.00	18.00	3,797	(32.9)	53.7	29.8	19.4	0.9	0.9	2.0	2.6
PTT Pcl	PTT TB	BUY	31.50	37.00	27,660	(8.4)	2.8	10.7	10.4	0.8	0.8	6.7	6.7
PTT Exploration	PTTEP TB	BUY	113.00	125.00	13,791	(18.5)	(8.7)	7.0	7.7	0.8	0.7	7.1	6.9
PTT Global Chemical	PTTGC TB	SELL	22.20	18.00	3,077	na	na	na	25.6	0.4	0.4	2.3	2.3
Siam Cement Pcl	SCC TB	SELL	190.00	128.00	7,009	(9.7)	18.9	31.3	26.4	0.6	0.6	3.2	3.7
Star Petroleum	SPRC TB	BUY	5.20	6.20	693	27.6	(19.0)	7.5	9.3	0.6	0.6	6.7	6.7
Thai Oil Pcl	TOP TB	BUY	30.50	34.00	2,095	(40.4)	3.2	6.6	6.4	0.3	0.3	6.1	5.4

Source: Thanachart estimates, Based on 17 July 2025 closing prices

เราปรับเพิ่มน้ำหนักลงทุนกลุ่มพลังงานไทยเป็น "NEUTRAL" ด้วยให้อัตราผลตอบแทนปันผลน่าสนใจมากขึ้นท่ามกลางวัฏจักรธุรกิจขาลง เราชอบกลุ่ม E&P และโรงกลั่น มากกว่าปิโตรเคมี Top Pick คือ PTT และ PTTEP

เลือกหุ้นปันผลดีในช่วงวัฏจักรขาลง

เราปรับเพิ่มน้ำหนักลงทุนกลุ่มพลังงานไทยจาก Underweight เป็น "NEUTRAL" 1) แม้อุตสาหกรรมจะยังอ่อนแอ แต่มองว่าอัตราผลตอบแทนปันผลน่าสนใจ เพราะกระแสเงินสดที่อยู่ในระดับต่ำสุดแล้วในช่วงต่ำสุดของวัฏจักร ซึ่งอัตราผลตอบแทนนี้ยังช่วยลดความเสี่ยงที่ราคาหุ้นจะปรับลงอีกด้วย 2) หลายบริษัทในกลุ่มได้ปรับกลยุทธ์การลงทุนให้ระมัดระวังมากขึ้น และพยายามสร้างรายได้จากสินทรัพย์ และ 3) แนวโน้มอุตสาหกรรมโดยรวมยังคงอ่อนแอ จากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว และวัฏจักรการเพิ่มกำลังการผลิตที่ต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลให้ช่วงวัฏจักรขาลงยืดเยื้อออกไป

ปิโตรเคมีคือจุดอ่อนที่สุด

เศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวควบคู่กับอุปทานที่เพิ่มขึ้นทั้งจาก OPEC และสหรัฐฯ เป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันให้อยู่ในระดับต่ำ อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันไม่น่าจะลดลงไปมากกว่านี้ เนื่องจากได้รับการพยุงจากโครงสร้างต้นทุนของ shale oil และปัจจัยเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์อยู่ที่ US\$70/65/65/bbl ในปี 2025-27F เราคาดว่ากลุ่มโรงกลั่นน่าจะผ่านจุดต่ำสุดแล้ว และคาดว่าค่าการกลั่นของสิงคโปร์จะทรงตัวที่ US\$5.5-5.8/bbl ในปี 2025-27F จากอุปทานใหม่ที่กำลังก่อ และการปรับโครงสร้างอุปทานในตลาด เรามองว่ากลุ่มปิโตรเคมีอยู่ในภาวะเลวร้ายที่สุด เนื่องจากความต้องการที่อ่อนแอจากเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัว อุปทานขนาดใหญ่ที่เกิดจากนโยบายพึ่งพาตนเองของจีน และประเทศไทยกำลังกลายเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนสูงขึ้นอย่างถาวร เนื่องจากแหล่งก๊าซราคาถูกที่ลดลง, ขนาดการผลิตที่ใหญ่ขึ้นของจีน และสหรัฐฯ ที่มีทรัพยากรก๊าซธรรมชาติและการผลิตจำนวนมาก

มูลค่าไม่น่าสนใจ

แม้จะถูก de-rated มาเป็นเวลานาน แต่เรายังคงมองว่ามูลค่าหุ้นกลุ่มพลังงานไทยไม่น่าสนใจ กลุ่มซื้อขายที่ 2025-26F PE เฉลี่ยที่ 13.9/13.2 เท่า เทียบกับค่าไรปกติต่อหุ้นที่เติบโตที่ -6/+15% อีกทั้ง P/BV อยู่ที่ 0.6 เท่า เทียบกับ ROE ที่ต่ำมากที่ 6.8/6.5% ในปี 2025-27F อัตราผลตอบแทนปันผลจึงเป็นมุมมองเดียวที่นักลงทุนสามารถเลือกลงทุนเฉพาะบางหุ้นในกลุ่มนี้ได้

แนะนำ "ซื้อ" 6 ตัว ในกลุ่มฯ

PTT เป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ เราคาดว่าเงินปันผลต่อหุ้นในระดับที่จ่ายได้ และมีเสถียรภาพอยู่ที่ 2.1 บาท คิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผล 6.7% ในปี 2025-27F เรามองว่ามูลค่าหุ้นของ PTTEP สะท้อนราคาน้ำมันในระดับต่ำไปแล้ว และที่ระดับราคานี้ บริษัทฯ ยังสามารถให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.1% ได้ในปี 2025F SPRC เป็นโรงกลั่นที่มีกระแสเงินสดดี ไม่มีความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่ และเราคาดว่าให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.7% เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BCP BSRC และ TOP เนื่องจากมูลค่าน่าสนใจมากขึ้น และ GRM ที่มีเสถียรภาพ ขณะที่หุ้นที่เรา มองว่าแพง และแนะนำ "ขาย" ได้แก่ IVL SCC PTTGC และ IRPC

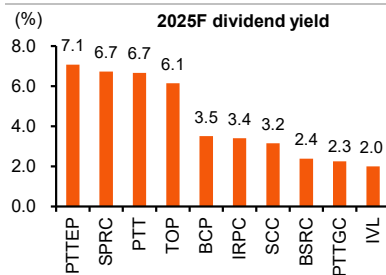


YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

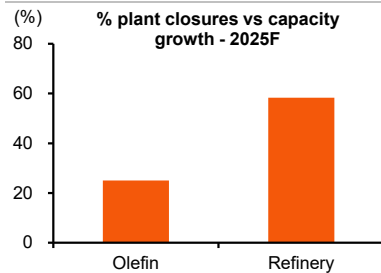
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Dividend Yields – 2025F



Sources: Company, Thanachart estimates

More Refinery Plant Closures



Sources: CMA, TOP, Thanachart estimates

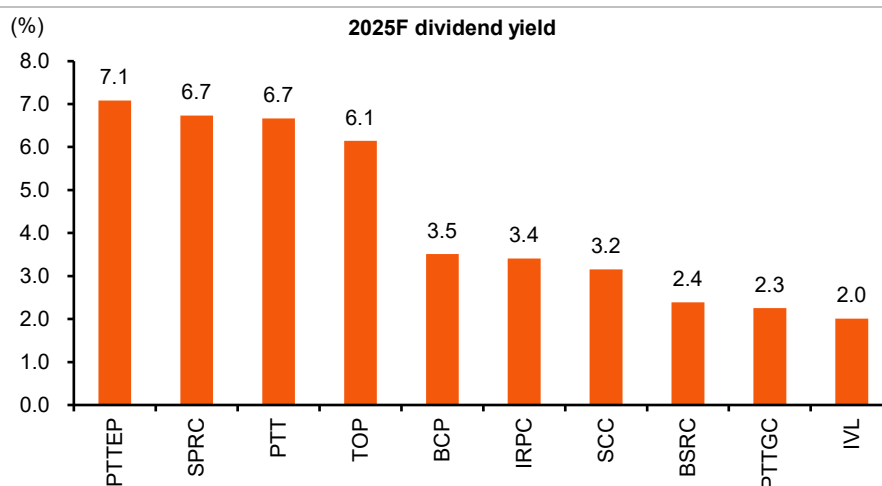
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Energy Sector's Valuation Table

	Rating		Current	Target	Upside/ downside	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		— P/BV —		— Yield —		— ROE —	
	Old	New	price (Bt)	price (Bt)	(%)	25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)	25F (%)	26F (%)
BCP	SELL	BUY	32.00	37.00	15.6	(16.5)	25.6	8.0	6.3	2.6	2.8	0.7	0.6	3.5	4.7	9.0	10.5
BSRC	SELL	BUY	4.64	5.20	12.1	51.8	43.4	9.9	6.9	5.4	3.4	0.6	0.6	2.4	4.1	6.3	8.8
SPRC	HOLD	BUY	5.20	6.20	19.2	27.6	(19.0)	7.5	9.3	4.0	4.2	0.6	0.6	6.7	6.7	7.6	6.1
TOP	SELL	BUY	30.50	34.00	11.5	(40.4)	3.2	6.6	6.4	6.7	7.5	0.3	0.3	6.1	5.4	6.9	6.1
PTT	BUY	BUY	31.50	37.00	17.5	(8.4)	2.8	10.7	10.4	4.1	3.7	0.8	0.8	6.7	6.7	7.4	7.4
PTTEP	BUY	BUY	113.00	125.00	10.6	(18.5)	(8.7)	7.0	7.7	2.1	2.3	0.8	0.7	7.1	6.9	11.5	9.9
PTTGC	HOLD	SELL	22.20	18.00	(18.9)	na	na	na	25.6	13.7	8.9	0.4	0.4	2.3	2.3	na	1.5
SCC	SELL	SELL	190.00	128.00	(32.6)	(9.7)	18.9	31.3	26.4	19.4	17.5	0.6	0.6	3.2	3.7	1.8	2.4
IVL	BUY	SELL	22.00	18.00	(18.2)	(32.9)	53.7	29.8	19.4	6.9	6.4	0.9	0.9	2.0	2.6	4.2	5.5
IRPC	SELL	SELL	0.88	0.77	(12.5)	na	na	na	na	11.4	8.4	0.3	0.3	3.4	3.4	na	na
Average						(5.9)	15.0	13.9	13.2	7.6	6.5	0.6	0.6	4.3	4.6	6.8	6.5

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates
 Note : Based on 17 July 2025 closing prices

Ex 2: Dividend Yields



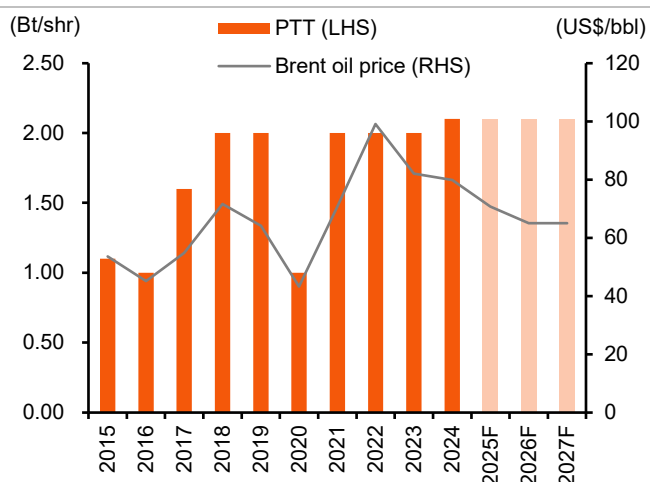
Source: Thanachart estimates

Ex 3: Cash Flow Pictures Of Stocks With Dividend Stories

	PTT	PTTEP	SPRC	TOP
Ebitda (Bt m)				
2025F	370,355	196,649	6,221	24,026
2026F	387,475	196,107	5,565	24,696
2027F	399,768	193,227	6,427	22,279
Free cash flow (Bt m)				
2025F	108,288	20,618	6,215	(13,610)
2026F	140,094	23,103	3,202	(20,281)
2027F	187,565	34,837	4,214	(5,583)
FCF/share (Bt)				
2025F	3.79	5.19	1.43	(6.10)
2026F	4.90	5.82	0.74	(9.09)
2027F	6.57	8.77	0.97	(2.50)
DPS (Bt)				
2025F	2.10	8.00	0.35	1.87
2026F	2.10	7.75	0.35	1.63
2027F	2.10	7.75	0.35	1.37
Dividend yield (%)				
2025F	6.7	7.1	6.7	6.1
2026F	6.7	6.9	6.7	5.4
2027F	6.7	6.9	6.7	4.5
Net D/E (%)				
2025F	36.4	(5.5)	5.4	45.5
2026F	30.5	(0.6)	1.8	55.4
2027F	22.5	2.6	(4.3)	57.5

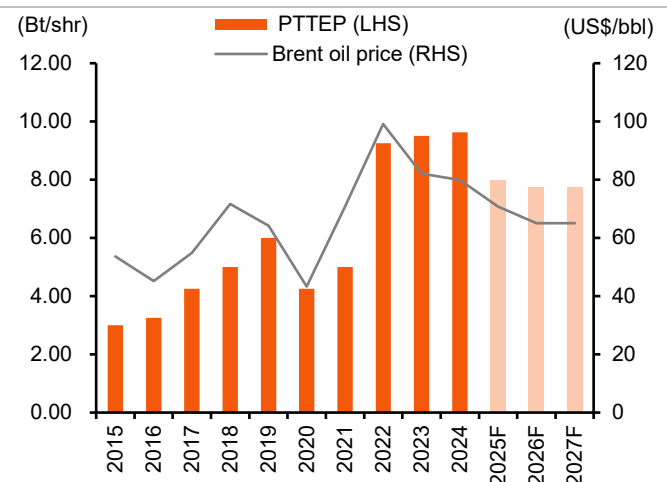
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: PTT's DPS Vs. Oil Price

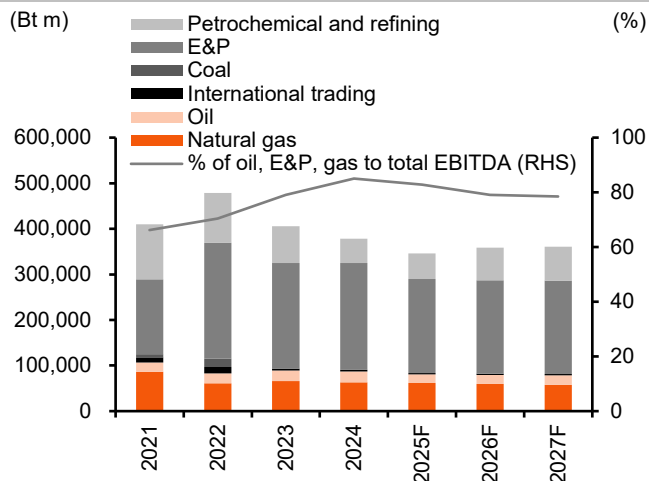


Sources: Company data, Thanachart estimates

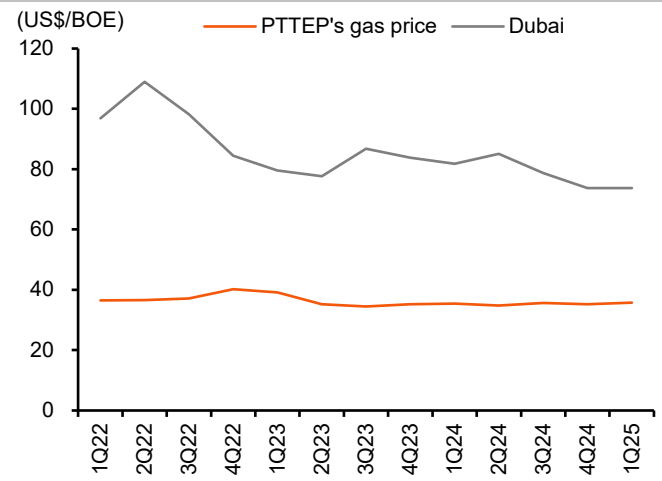
Ex 5: PTTEP's DPS Vs. Oil Price



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: PTT's EBITDA Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

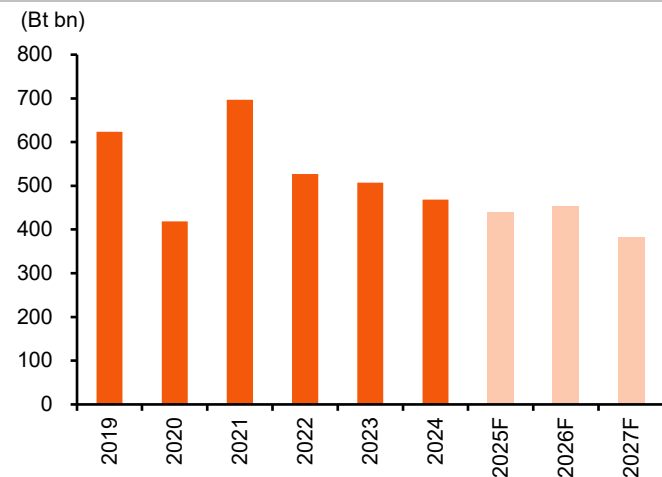
Ex 7: PTTEP's Gas Price Vs. Dubai

Sources: Company data, Thanachart estimates

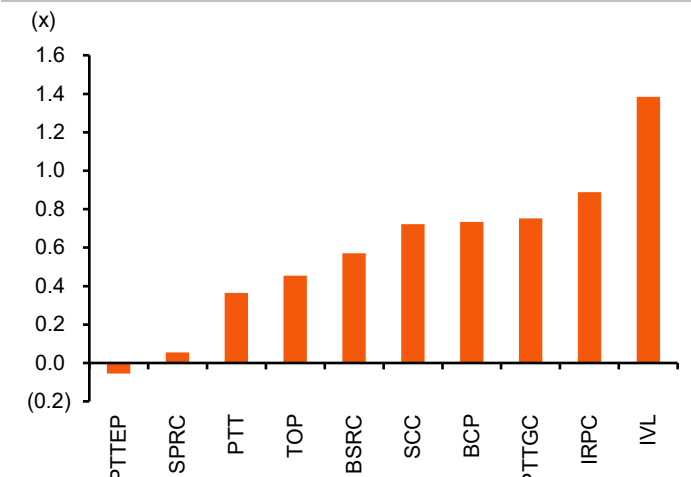
Ex 8: Thai Energy Sector Company Strategies

Company	Key Strategy / Initiative	Financial Targets / Goals	Strategic Implication / Focus Area
PTT	Asset monetization	Generating Bt8bn+ in P&L gains by 2025	Example: Consolidating non-power infrastructure assets into PTT Tank Terminal under a sale-leaseback model
	Mission X program	Increasing EBITDA by Bt10bn by 2027	Enhancing operational excellence across the group
	Group synergy creation	Realizing cost savings of Bt3bn by 2028	Unlocking value and efficiencies within the group structure
	Digital transformation	Achieving annual cost savings of Bt11bn by 2029	Leveraging digital tools to improve processes and reduce costs
PTTGC	Asset monetization	Raising Bt30bn through asset sales by 2025	Deleveraging its balance sheet
TOP	Fundraising / Asset monetization	Raising Bt32bn–49bn (US\$1.0–1.5bn) via non-debt instruments (likely asset sales); potential divestment of CAP (15% stake)	Supporting the Clean Fuel Project
IRPC	Asset rationalization / Monetization	No specific financial targets listed	Exiting non-core assets and non-performing assets to focus on core operations.
SCC	Capex reduction	Cutting capex to Bt30bn in 2025 (from Bt55bn in 2024)	Reducing capital expenditure for efficiency and financial health.
	Asset monetization	No specific financial targets listed	Example: Plans to divest 10.57% stake in Chandra Asri.
	Ethane project investment	Investing US\$500m; Reducing Long Son Petrochemical's (LSP) feedstock cost (\$250/ton cheaper than naphtha)	Enhancing LSP's competitiveness.
IVL	Deleveraging	Reducing debt/EBITDA ratio from 4.0x (2024) to <3.0x (2027)	Strengthening its financial position.
	Asset optimization & Cost saving	No specific financial targets listed	Strengthening its financial position.
	Capital raising via subsidiary IPOs	Raising US\$1bn by 2026 via IPO of two subsidiaries	Strengthening its financial position and unlocking subsidiary values

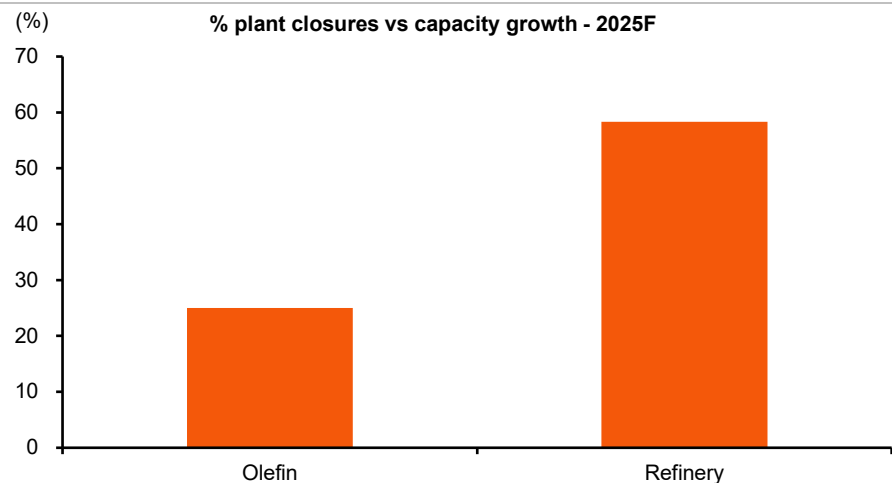
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Falling Capex And Investments

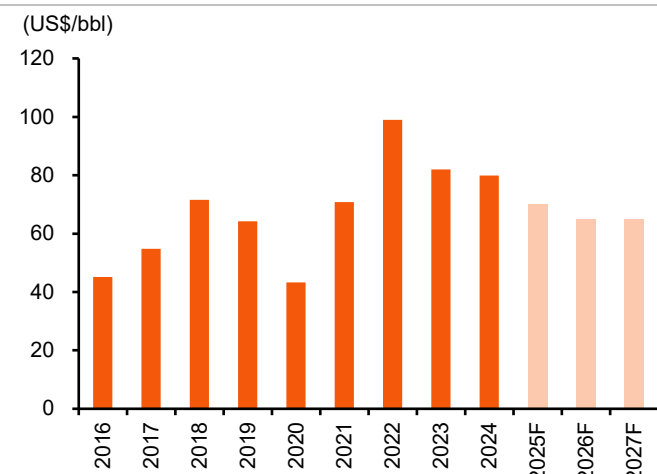
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Net D/E Ratio (2025F)

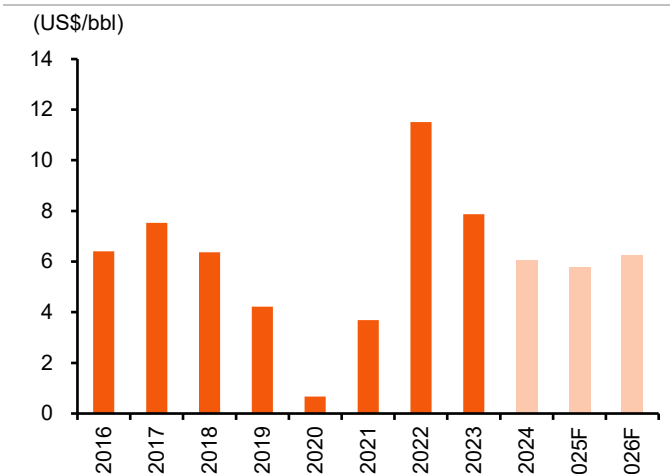
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: More Plant Closures In Refinery

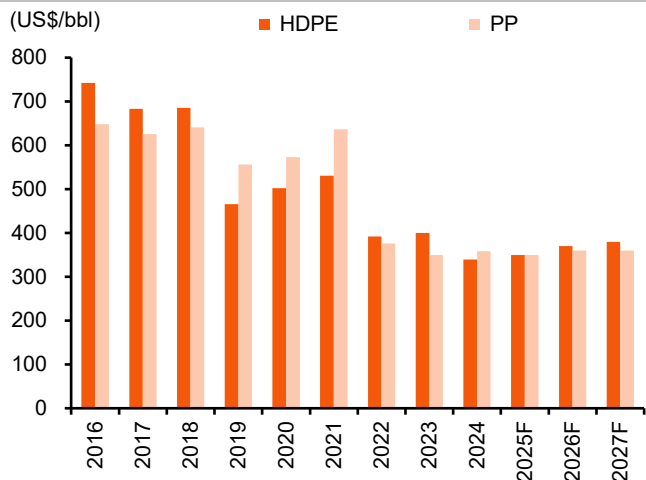
Sources: CMA, TOP, Thanachart estimates

Ex 12: Oil Prices Are Range-Bound

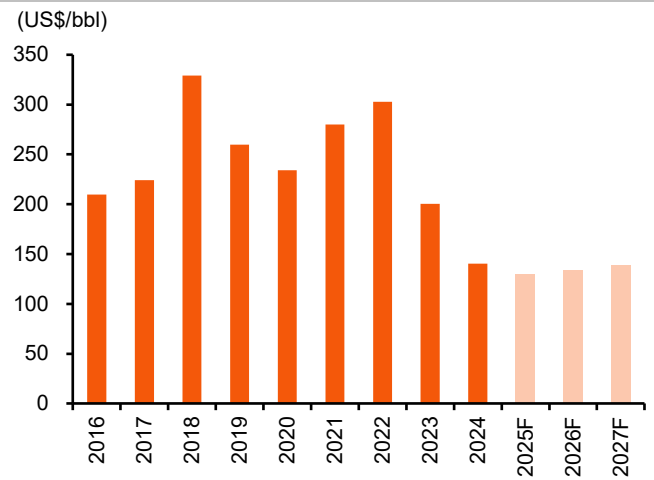
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 13: As Well As Singapore GRM

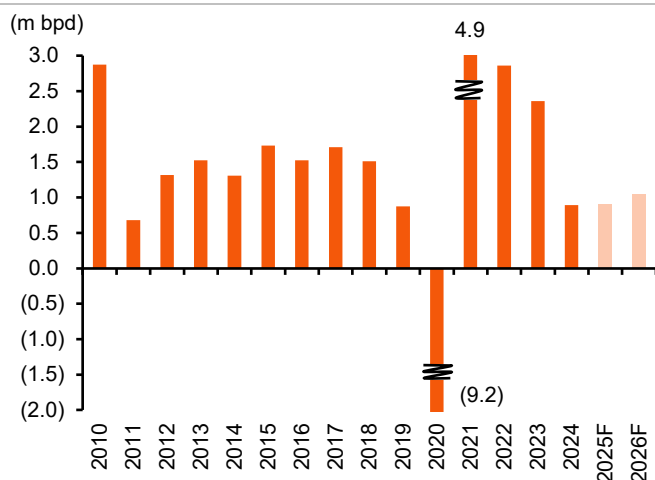
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 14: Petrochemical Trough Prolonged to 2028F

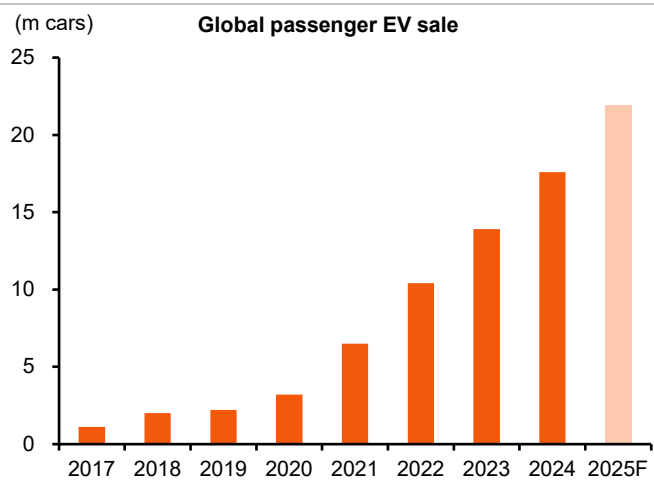
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 15: PET Also In A Downtrend

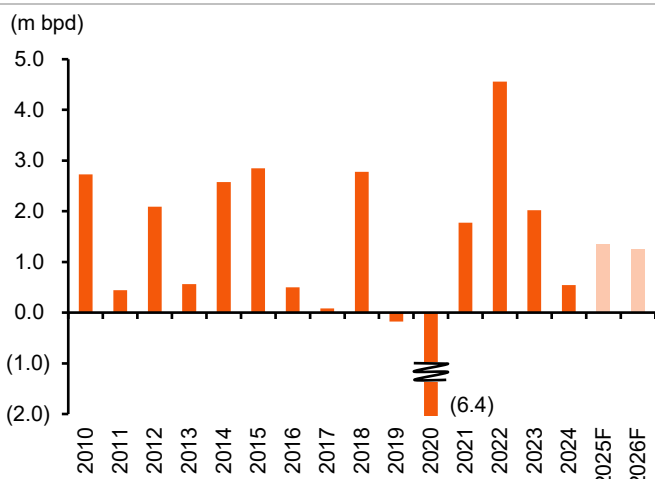
Sources: IVL, Thanachart estimates

Ex 16: Weak Oil Demand Growth

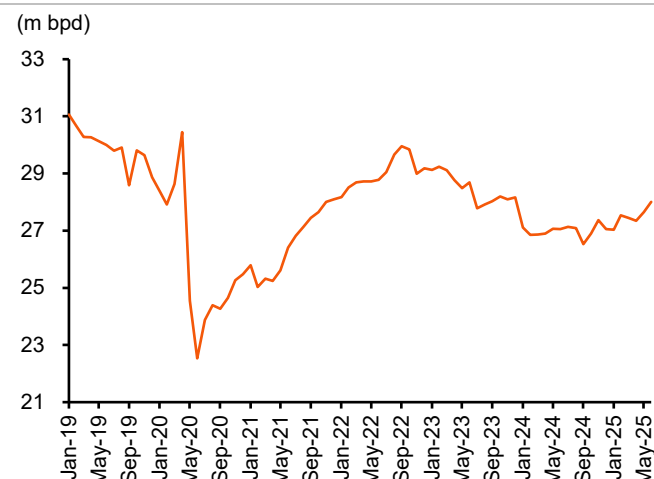
Sources: Bloomberg, EIA

Ex 17: Rising Global EV Adoption

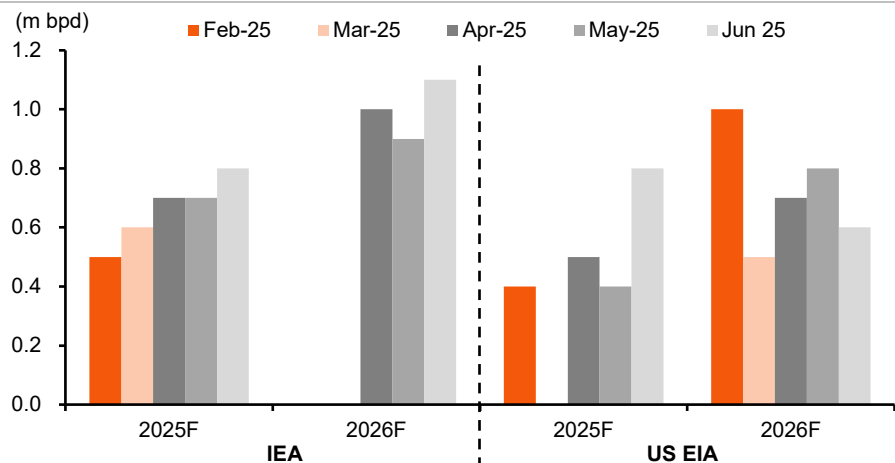
Source: Bloomberg

Ex 18: Global Oil Supply Growth

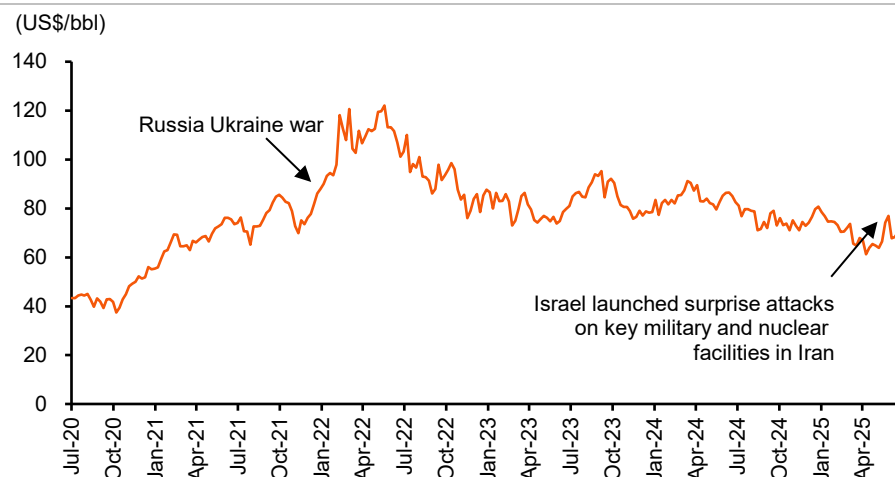
Source: Bloomberg, EIA

Ex 19: Rising OPEC+ Output

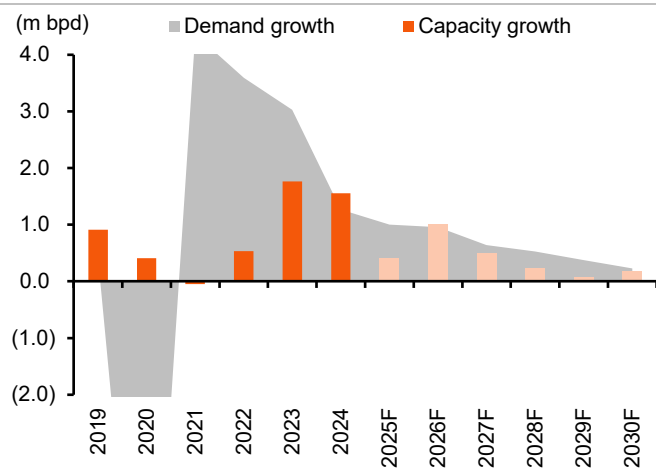
Source: Bloomberg

Ex 20: Evolution Of Oil Balance Estimates For 2025-26 By Key Agencies

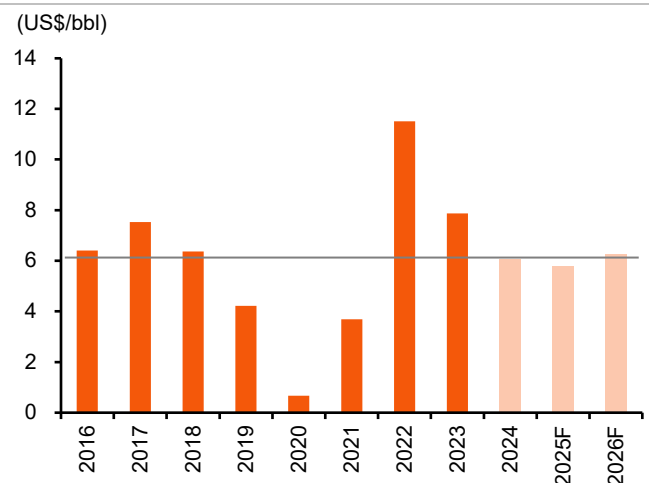
Source: Bloomberg

Ex 21: Brent Reactions To Recent Conflicts

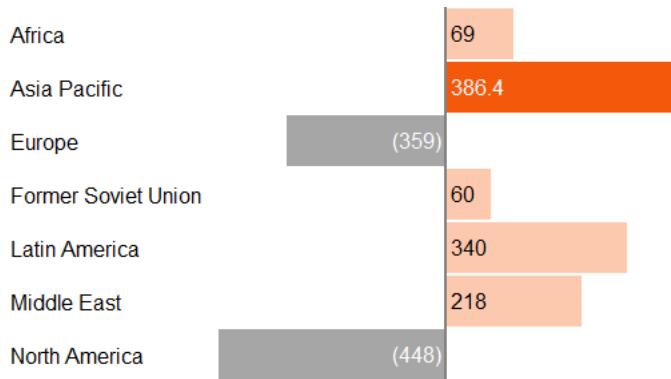
Source: Bloomberg

Ex 22: Refinery Demand-Supply Outlook

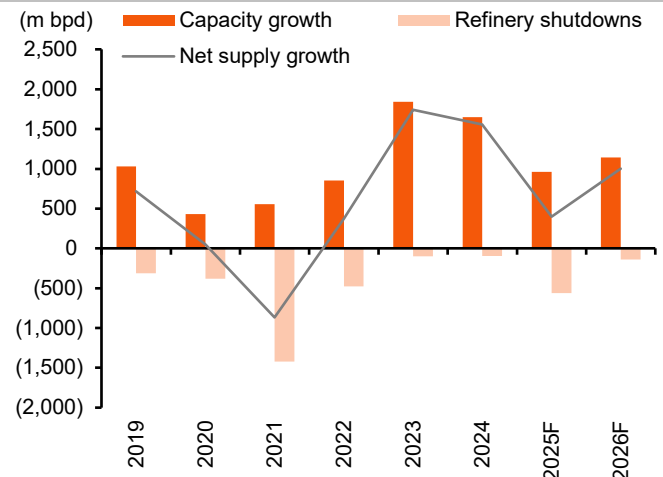
Source: TOP

Ex 23: Stable Singapore GRM Outlook

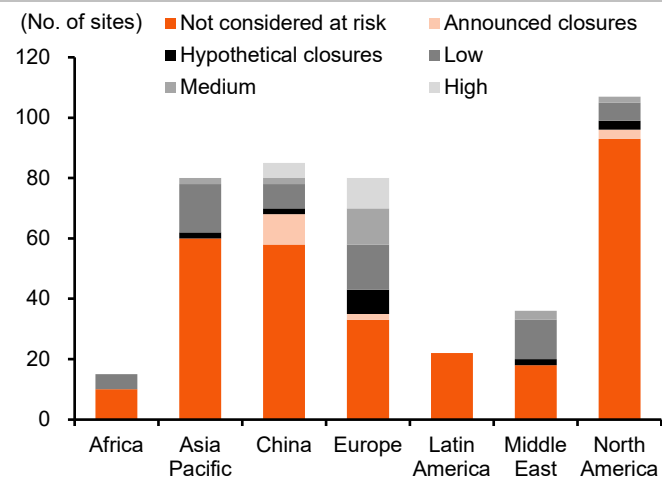
Sources: TOP, Thanachart estimates

Ex 24: Global Refining Capacity Changes In 2025

Source: Reuters

Ex 25: Capacity Growth Vs. Plant Shutdowns

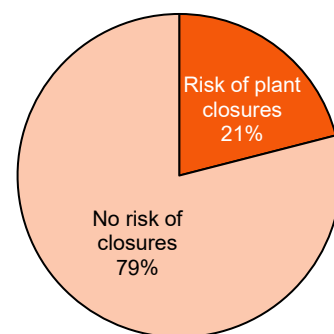
Sources: TOP

Ex 26: Number Of Sites At Risk Per Region

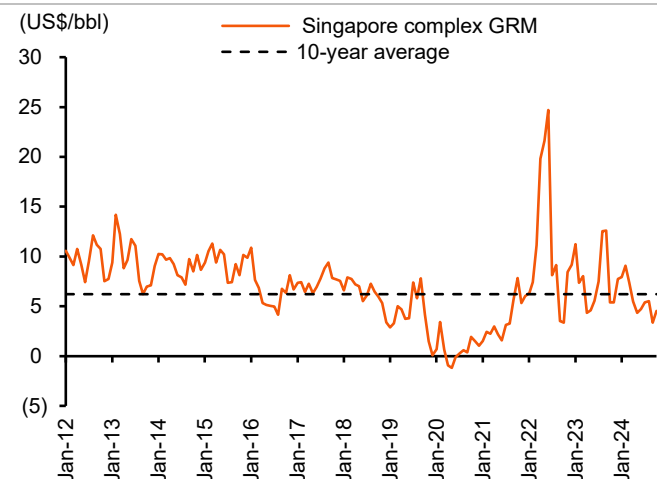
Source: McKinsey

Ex 27: Many Refineries At Risk Of Shutdown

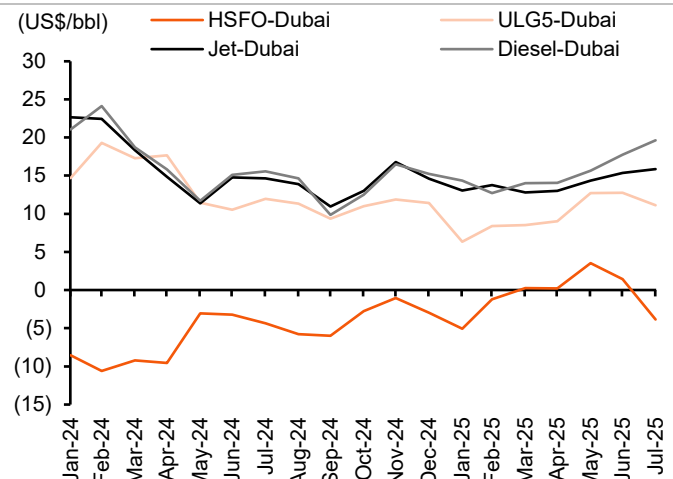
2025-2035F



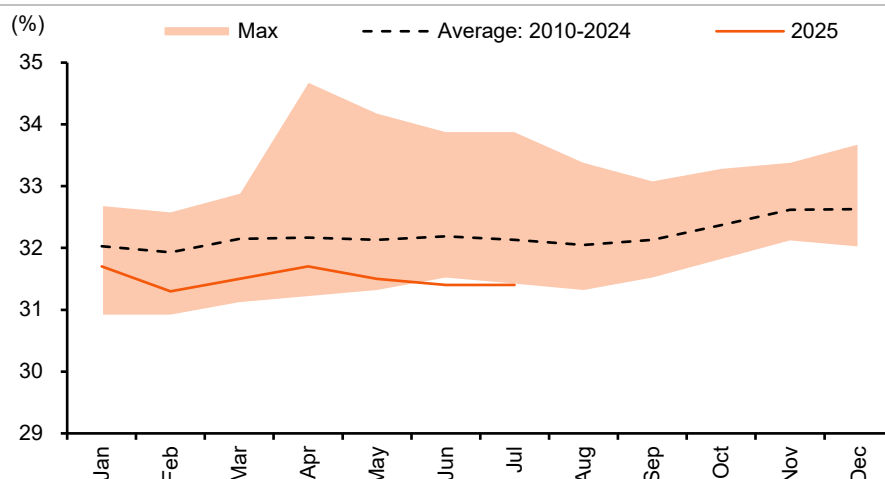
Source: McKinsey

Ex 28: Singapore Refinery Margin – Monthly

Sources: Company data, Thanachart estimates

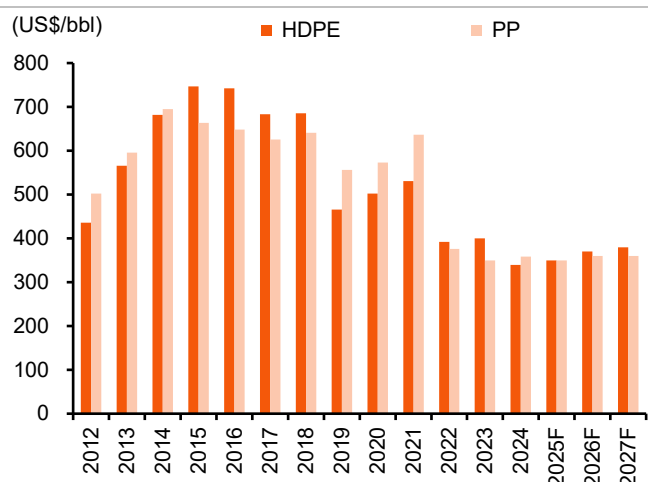
Ex 29: Key Product Margin – Monthly

Source: Company data, Bloomberg

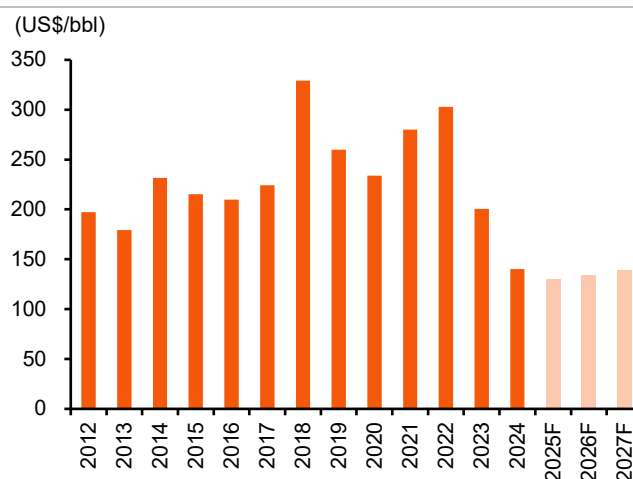
Ex 30: Diesel's Share Of Global Output Is Unusually Low

Sources: Energy Aspects data, compiled by Bloomberg News

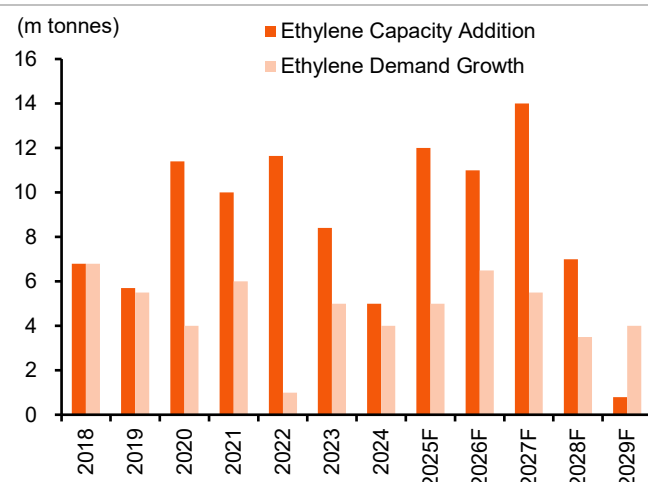
Note: Figures show global gasoil/diesel yields; average, max and mins. Figures apply to the 2010-2024 range.

Ex 31: HDPE And PP Over Naphtha Spreads

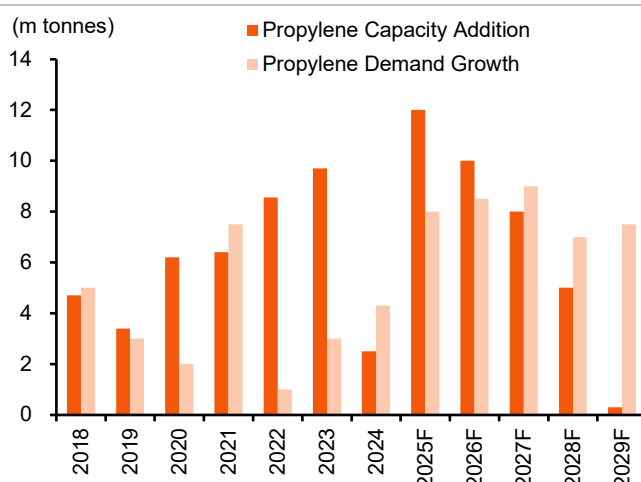
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 32: Integrated PET Spread – Asia

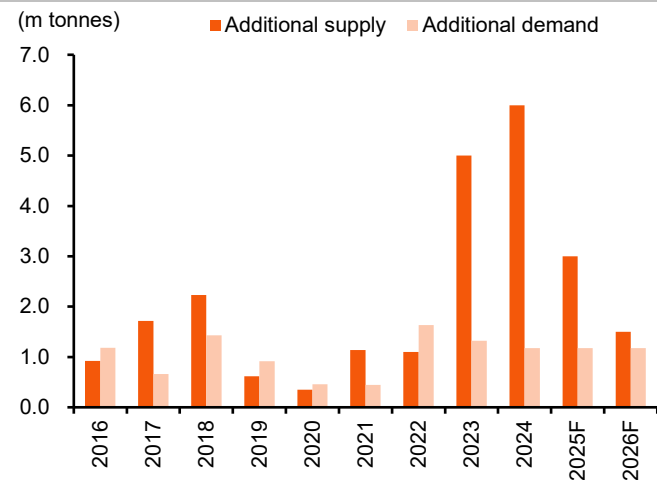
Sources: IVL, Thanachart estimates

Ex 33: Ethylene Demand Vs. Supply Growth

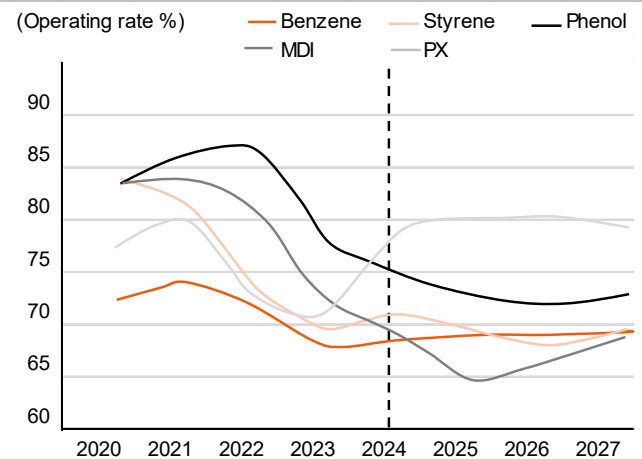
Source: CMA, Thanachart estimates

Ex 34: Propylene Demand Vs. Supply Growth

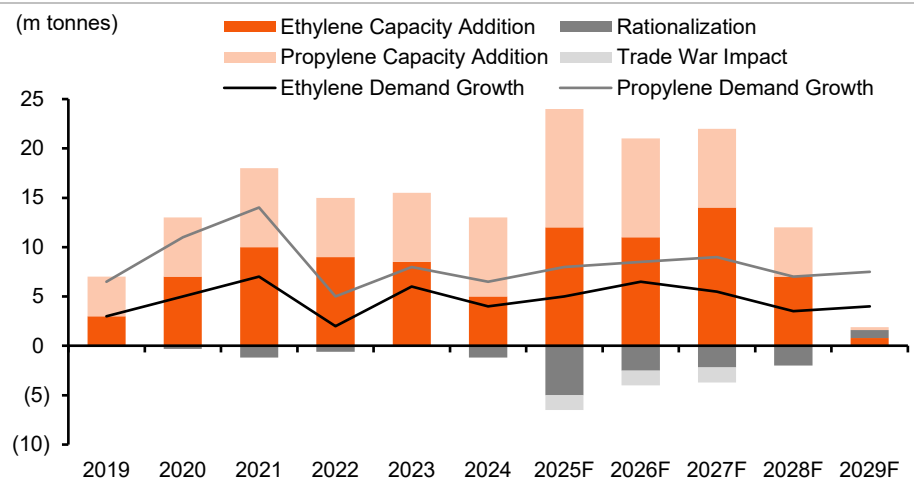
Source: CMA, Thanachart estimates

Ex 35: PET Demand Vs. Supply Growth

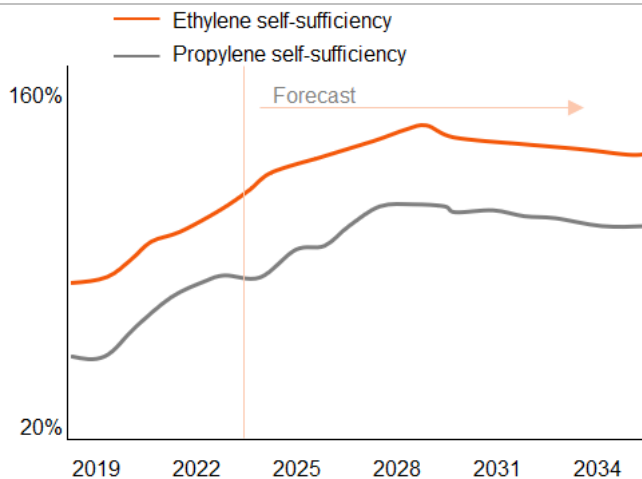
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 36: Other Petrochemical Products' Operating Rates

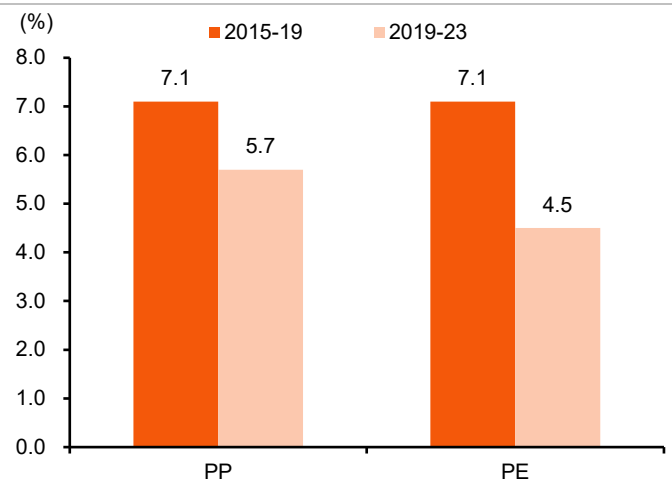
Source: CMA

Ex 37: Olefin Capacity Addition Vs. Demand Growth

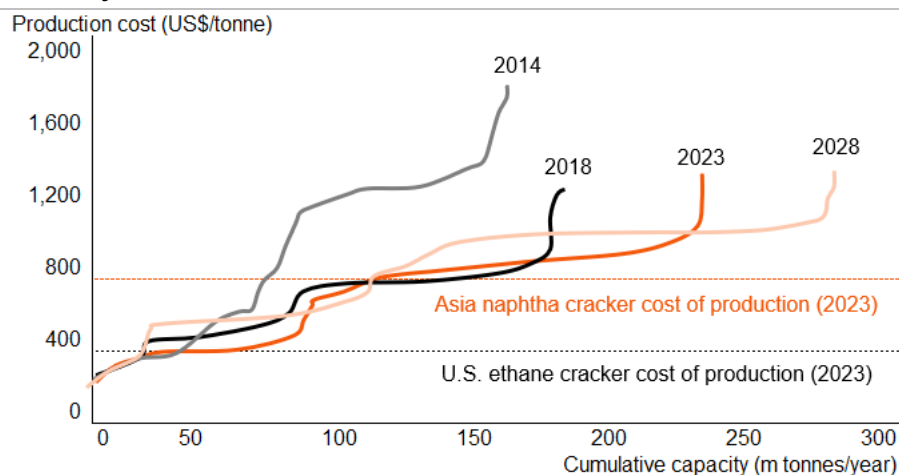
Source: CMA

Ex 38: China's Push Toward Self-Sufficiency

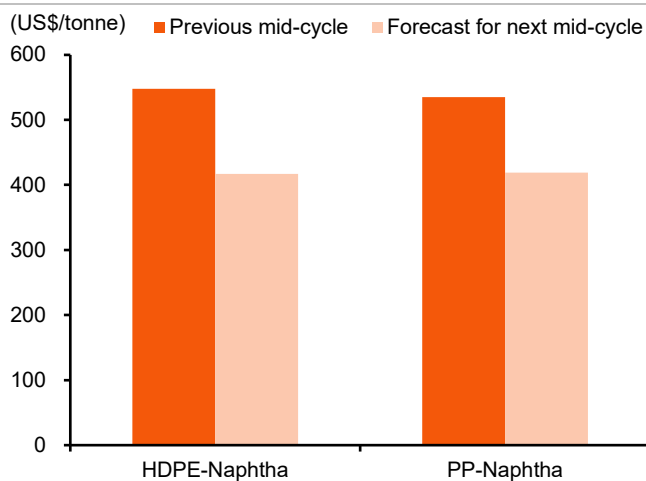
Source: CMA

Ex 39: China Demand Growing At A Lower Rate

Source: CMA

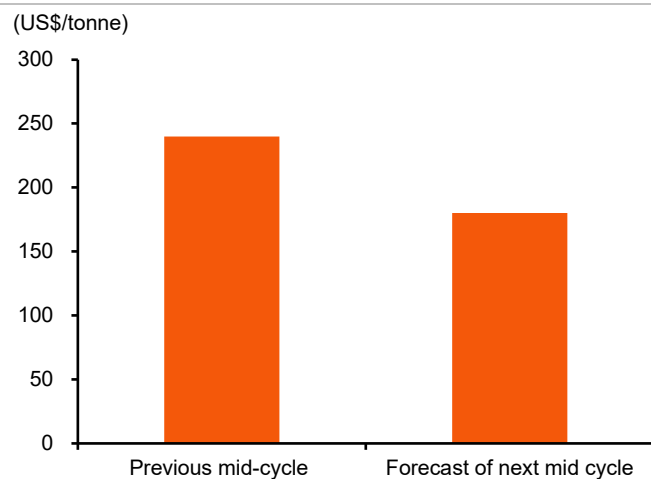
Ex 40: Ethylene Production Cost Curves Flatten

Sources: SP Platts

Ex 41: Future Spreads To Be Lower Than In The Past

Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Note: We use HDPE and PP over naphtha spreads in 2014-24 as the mid-cycle level in the previous upcycle compared to our mid-cycle assumptions in 2025-35F.

Ex 42: Similarly For PET

Sources: IVL, Thanachart estimates

Note: We use IVL's integrated PET Asia spread in 2014-24 as the mid-cycle level in the previous upcycle compared to our mid-cycle assumptions in 2025-35F.

Ex 43: Our Key Assumption Changes

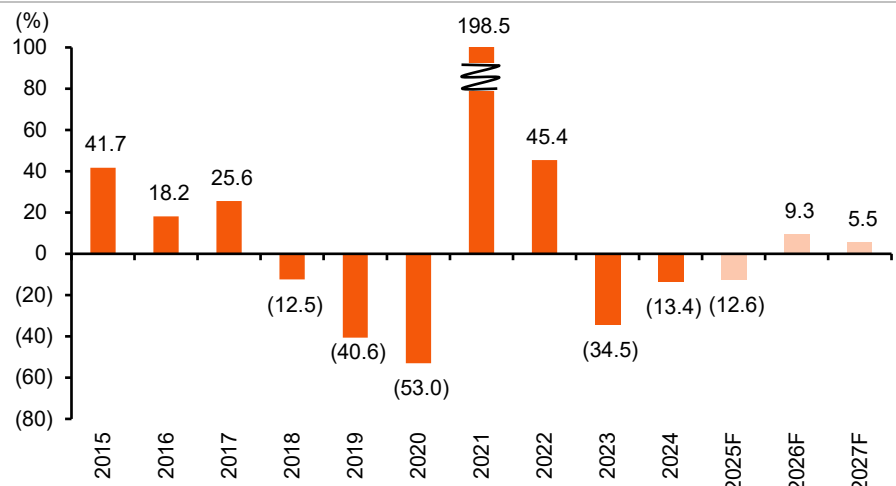
Assumption	(Unit)	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
New								
Brent oil price	(US\$/bbl)	69	101	83	80	75	65	65
Singapore GRM	(US\$/bbl)	3.7	11.5	8.2	6.1	5.8	5.5	5.8
HDPE-naphtha	(US\$/tonne)	548	392	386	340	350	370	380
PP-naphtha	(US\$/tonne)	655	407	356	320	380	390	400
PX-Naphtha	(US\$/tonne)	294	243	274	302	240	260	280
BZ-Naphtha	(US\$/tonne)	339	175	179	324	200	230	250
Old								
Brent oil price	(US\$/bbl)					75	65	65
Singapore GRM	(US\$/bbl)					4.7	5.1	5.6
HDPE-naphtha	(US\$/tonne)					350	370	380
PP-naphtha	(US\$/tonne)					350	360	360
PX-Naphtha	(US\$/tonne)					302	322	342
BZ-Naphtha	(US\$/tonne)					334	344	344
Change								
Brent oil price	(US\$/bbl)					-	-	-
Singapore GRM	(US\$/bbl)					25	7	3
HDPE-naphtha	(US\$/tonne)					-	-	-
PP-naphtha	(US\$/tonne)					9	8	11
PX-Naphtha	(US\$/tonne)					(21)	(19)	(18)
BZ-Naphtha	(US\$/tonne)					(40)	(33)	(27)

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

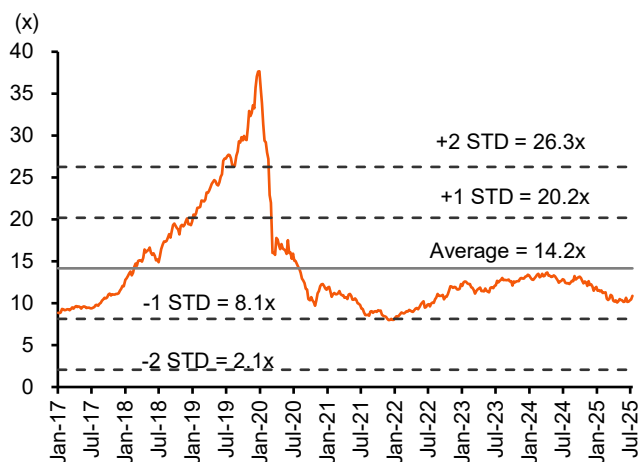
Ex 44: Our Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS			TP	REC
	2025F	2026F	2027F		
New					
BCP	4.02	5.05	5.19	37.00	BUY
BSRC	0.47	0.67	0.66	5.20	BUY
IRPC	(0.10)	(0.03)	(0.01)	0.77	SELL
IVL	0.74	1.13	1.32	18.00	SELL
PTT	2.94	3.02	3.05	37.00	BUY
PTTEP	16.07	14.68	14.69	125.00	BUY
PTTGC	(1.43)	0.87	1.49	18.00	SELL
SPRC	0.69	0.56	0.68	6.20	BUY
TOP	4.60	4.75	3.42	34.00	BUY
SCC	6.06	7.21	13.48	128.00	SELL
Old					
BCP	2.95	3.73	4.53	29.00	SELL
BSRC	0.43	0.54	0.61	4.70	SELL
IRPC	(0.12)	(0.04)	(0.02)	0.70	SELL
IVL	0.99	1.39	1.61	22.00	BUY
PTT	2.99	2.83	2.83	35.00	BUY
PTTEP	16.07	14.68	14.69	125.00	BUY
PTTGC	(0.42)	1.02	1.75	16.00	HOLD
SPRC	0.58	0.50	0.64	4.80	HOLD
TOP	4.37	4.05	3.08	20.00	SELL
SCC	6.06	7.21	13.48	128.00	SELL
Change (%)					
BCP	36.5	35.6	14.5	27.6	Upgrade
BSRC	8.0	25.3	8.2	10.6	Upgrade
IRPC	na	na	na	10.0	Maintain
IVL	(25.3)	(18.5)	(18.2)	(18.2)	Downgrade
PTT	(1.8)	6.8	7.6	5.7	Maintain
PTTEP	0.0	(0.0)	(0.0)	0.0	Maintain
PTTGC	na	(15.1)	(14.6)	12.5	Downgrade
SPRC	19.9	12.3	6.5	29.2	Upgrade
TOP	5.4	17.3	11.3	70.0	Upgrade
SCC	0.0	0.0	0.0	0.0	Maintain

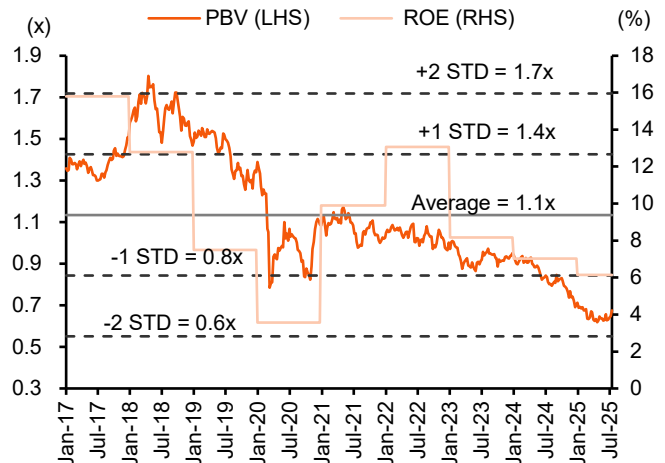
Sources: Thanachart estimates

Ex 45: Sector's Normalized Earnings Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

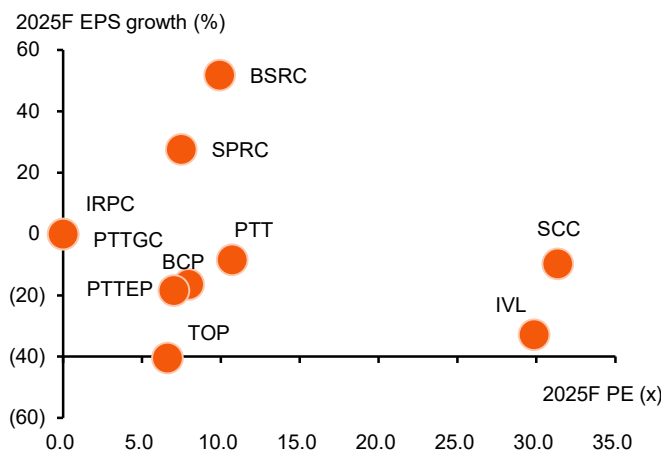
Ex 46: Sector PE

Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

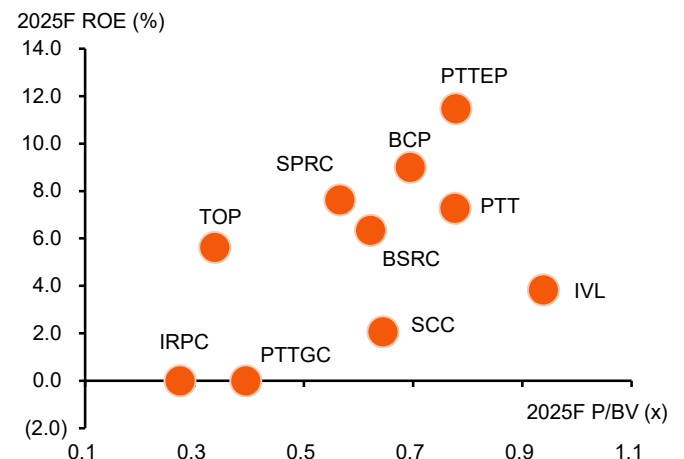
Ex 47: Low P/BV Looks Justified Given Low Sector ROE

Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Note: We calculate sector ROE by averaging each company's ROE.

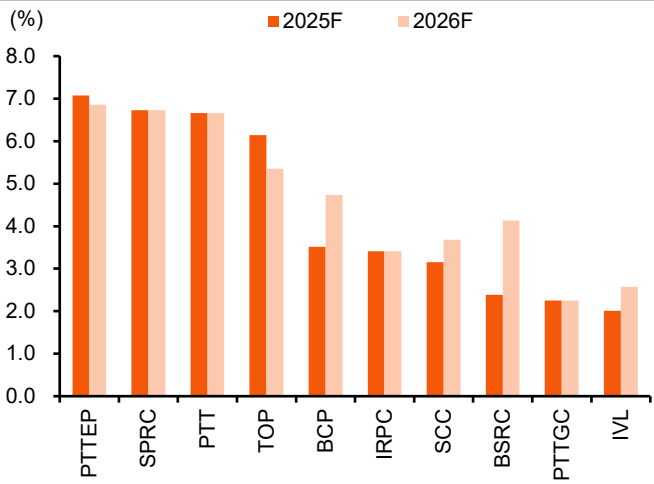
Ex 48: PE Vs. Normalized EPS Growth

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 49: P/BV Vs. ROE Comparison

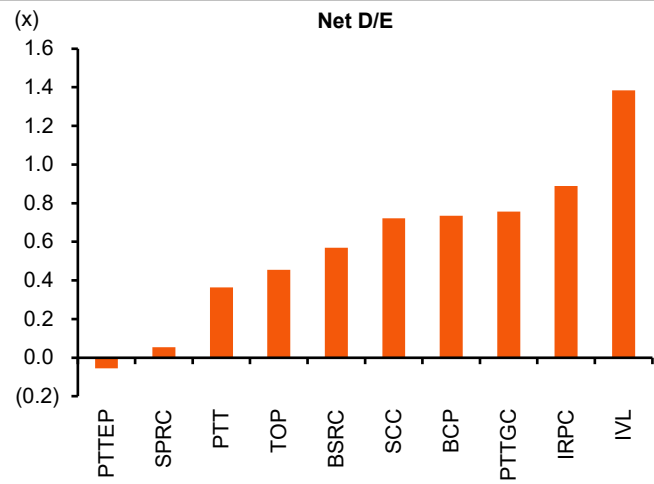
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 50: Dividend Yields (2025-26F)



Source: Thanachart estimates

Ex 51: Net D/E Ratios (2025F)



Source: Thanachart estimates

Ex 52: Sector Valuation Comparison

		BCP	BSRC	IRPC	IVL	PTT	PTTEP	PTTGC	SCC	SPRC	TOP	Industry
Rating		BUY	BUY	SELL	SELL	BUY	BUY	SELL	SELL	BUY	BUY	
Target price (Bt)	Thanachart	37.00	5.20	0.77	18.00	37.00	125.00	18.00	128.00	6.20	34.00	
	Consensus	40.47	6.07	0.96	24.93	33.55	131.92	23.41	178.45	6.70	30.22	
Consensus rec.	BUY	12	4	1	15	13	24	15	8	15	12	
	HOLD	7	2	8	6	10	6	7	14	6	11	
	SELL	2	2	10	0	4	2	5	5	0	6	
Sales (Bt m)	2024	589,877	245,434	281,711	542,430	3,090,453	312,310	604,044	511,172	270,606	466,777	6,914,815
	2025F	403,527	243,644	218,977	398,254	3,043,323	284,765	576,919	577,585	209,842	404,106	6,360,942
	2026F	400,170	165,990	211,570	371,277	2,997,169	289,424	543,473	583,421	177,901	383,936	6,124,331
	2027F	397,371	165,990	212,043	376,427	2,994,893	284,396	543,473	627,127	194,073	383,936	6,179,730
Norm profits (Bt m)	2024	6,631	1,066	(4,415)	6,163	91,682	78,239	(10,336)	8,054	2,358	17,245	196,689
	2025F	5,540	1,618	(1,949)	4,929	83,948	63,786	(6,434)	7,274	3,010	10,277	171,999
	2026F	6,960	2,321	(600)	7,274	86,316	58,262	3,907	8,651	2,437	12,405	187,931
	2027F	7,141	2,299	(241)	8,305	87,150	58,305	6,732	16,173	2,958	9,445	198,268
Sales growth (%)	2024	52.9	6.9	(5.8)	(1.5)	(1.7)	3.9	(2.0)	2.3	13.6	(0.5)	6.8
	2025F	(31.6)	(0.7)	(22.3)	(26.6)	(1.5)	(8.8)	(4.5)	13.0	(22.5)	(13.4)	(11.9)
	2026F	(0.8)	(31.9)	(3.4)	(6.8)	(1.5)	1.6	(5.8)	1.0	(15.2)	(5.0)	(6.8)
	2027F	(0.7)	0.0	0.2	1.4	(0.1)	(1.7)	0.0	7.5	9.1	0.0	1.6
Norm EPS growth (%)	2024	(31.6)	36.6	na	279.8	(8.0)	(0.5)	na	(46.2)	na	(37.1)	27.6
	2025F	(16.5)	51.8	na	(32.9)	(8.4)	(18.5)	na	(9.7)	27.6	(40.4)	(5.9)
	2026F	25.6	43.4	na	53.7	2.8	(8.7)	na	18.9	(19.0)	3.2	15.0
	2027F	2.6	(0.9)	na	16.2	1.0	0.1	72.3	87.0	21.4	(27.9)	19.1
Operating margin (%)	2024	3.8	0.4	(2.1)	4.4	5.8	42.1	(0.9)	(0.2)	0.9	4.0	5.8
	2025F	5.3	0.9	(1.2)	5.3	5.8	37.6	(1.1)	(0.7)	1.4	3.9	5.7
	2026F	5.8	1.9	(0.4)	6.3	6.2	33.7	1.0	(0.3)	1.2	4.3	5.9
	2027F	7.6	1.9	(0.2)	6.4	6.3	33.2	1.6	0.7	1.5	3.6	6.3
ROE (%)	2024	10.1	4.0	na	4.2	8.1	15.1	na	2.2	5.8	10.5	7.5
	2025F	9.0	6.3	na	3.8	7.3	11.5	na	2.1	7.6	5.6	6.7
	2026F	10.5	8.8	na	5.5	7.4	9.9	1.5	2.4	6.1	6.1	6.5
	2027F	10.0	8.3	na	6.1	7.3	9.5	2.6	4.5	7.2	4.5	6.7
Dividend yield (%)	2024	3.3	1.7	1.1	3.2	6.7	8.5	2.3	2.6	7.7	6.2	4.3
	2025F	3.5	2.4	3.4	2.0	6.7	7.1	2.3	3.2	6.7	6.1	4.3
	2026F	4.7	4.1	3.4	2.6	6.7	6.9	2.3	3.7	6.7	5.4	4.6
	2027F	4.9	5.7	3.4	3.0	6.7	6.9	2.3	3.7	6.7	4.5	4.8
P/BV (x)	2024	0.7	0.6	0.3	1.0	0.8	0.8	0.4	0.6	0.6	0.4	0.6
	2025F	0.7	0.6	0.3	0.9	0.8	0.8	0.4	0.6	0.6	0.3	0.6
	2026F	0.6	0.6	0.3	0.9	0.8	0.7	0.4	0.6	0.6	0.3	0.6
	2027F	0.6	0.6	0.3	0.9	0.7	0.7	0.4	0.6	0.5	0.3	0.6
Norm PE (x)	2024	6.6	15.1	na	20.0	9.8	5.7	na	28.3	9.6	3.9	12.4
	2025F	8.0	9.9	na	29.8	10.7	7.0	na	31.3	7.5	6.6	13.9
	2026F	6.3	6.9	na	19.4	10.4	7.7	25.6	26.4	9.3	6.4	13.2
	2027F	6.2	7.0	na	16.7	10.3	7.7	14.9	14.1	7.6	8.9	10.4
EV/EBITDA (x)	2024	3.4	7.2	23.8	6.8	4.0	1.8	11.6	16.7	5.3	6.8	8.7
	2025F	2.6	5.4	11.4	6.9	4.1	2.1	13.7	19.4	4.0	6.7	7.6
	2026F	2.8	3.4	8.4	6.4	3.7	2.3	8.9	17.5	4.2	7.5	6.5
	2027F	2.3	3.0	7.2	6.1	3.2	2.4	7.5	13.9	3.2	8.6	5.7
Net D/E (x)	2024	1.1	0.7	0.9	1.7	0.3	(0.1)	0.7	0.7	0.2	0.7	0.7
	2025F	0.7	0.6	0.9	1.4	0.4	(0.1)	0.8	0.7	0.1	0.5	0.6
	2026F	0.8	0.2	0.9	1.3	0.3	(0.0)	0.7	0.7	0.0	0.6	0.6
	2027F	0.7	0.1	0.8	1.2	0.2	0.0	0.6	0.7	(0.0)	0.6	0.5

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 53: 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 (%)
Refining & Marketing														
Ampol	ALD AU	Australia	47.3	38.8	17.8	12.8	1.8	1.7	7.8	6.8	3.5	5.7	11.4	14.4
BPCL	BPCL IN	India	(50.6)	19.9	11.1	9.3	1.7	1.6	8.3	7.1	3.6	3.9	15.8	18.0
HPCL	HPCL IN	India	(59.9)	59.6	13.6	8.5	1.8	1.5	10.6	7.4	2.4	3.6	14.1	20.3
IOCL	IOCL IN	India	(77.2)	106.1	21.1	10.2	1.1	1.1	10.5	7.3	2.4	3.8	6.4	11.0
Reliance Industries	RIL IN	India	0.8	13.5	na	na	na	na	13.9	12.3	na	na	8.6	9.0
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	na	na	26.4	0.7	0.7	15.5	10.6	2.0	2.2	na	2.4
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	na	41.2	12.7	0.8	0.8	9.5	6.4	0.9	1.8	1.7	6.0
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(14.9)	32.7	28.4	21.4	1.2	1.2	16.2	11.1	2.4	3.2	2.7	5.8
Bangchak *	BCP TB	Thailand	(16.5)	25.6	8.0	6.3	0.7	0.6	2.6	2.8	3.5	4.7	9.0	10.5
Bangchak Sriracha *	BSRC TB	Thailand	51.8	43.4	9.9	6.9	0.6	0.6	5.4	3.4	2.4	4.1	6.3	8.8
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	na	na	na	0.3	0.3	11.4	8.4	3.4	3.4	(2.9)	(0.9)
PTT Oil And Retail *	OR TB *	Thailand	17.2	7.8	16.6	15.4	1.3	1.3	6.3	6.2	3.8	4.1	8.2	8.5
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	2.3	4.3	10.4	10.0	1.1	1.1	3.5	3.0	5.4	6.2	11.3	11.2
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	na	na	na	25.6	0.4	0.4	13.7	8.9	2.3	2.3	(2.5)	1.5
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	27.6	(19.0)	7.5	9.3	0.6	0.6	4.0	4.2	6.7	6.7	7.6	6.1
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	(40.4)	3.2	6.6	6.4	0.3	0.3	6.7	7.5	6.1	5.4	5.6	6.1
Average			(9.4)	28.0	16.0	12.9	1.0	0.9	9.1	7.1	3.4	4.1	6.9	8.7
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	(6.0)	0.9	8.2	8.2	0.8	0.8	4.1	4.0	6.1	6.1	10.2	9.8
Sinopec	386 HK	China	(11.1)	9.5	10.5	9.6	0.6	0.6	5.9	5.6	6.0	6.6	5.9	6.2
Total	FP	France	(18.9)	4.7	na	na	na	na	na	na	na	na	13.2	12.6
Eni	ENI IM	Italy	(17.6)	8.7	9.8	9.0	0.8	0.8	4.2	4.1	7.4	7.7	8.2	8.7
Repsol	REP SM	Spain	(20.8)	12.7	6.2	5.5	0.5	0.5	3.6	3.5	7.7	8.2	8.2	8.4
Chevron Texaco	CVX US	USA	(23.7)	22.9	19.1	15.6	1.8	1.9	7.2	6.2	4.6	4.8	9.5	11.6
Exxon Mobil	XOM US	USA	(12.4)	16.9	16.7	14.3	1.9	1.8	7.5	6.9	3.6	3.7	10.9	12.8
Conoco Philips	COP US	USA	(17.3)	6.0	14.5	13.6	1.8	1.8	5.2	5.2	3.4	3.6	12.4	12.5
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	(8.4)	2.8	10.7	10.4	0.8	0.8	4.1	3.7	6.7	6.7	7.3	7.4
Average			(15.1)	9.5	12.0	10.8	1.1	1.1	5.2	4.9	5.7	5.9	9.5	10.0
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	(15.4)	12.8	22.5	20.0	1.6	1.5	6.0	5.1	2.4	3.1	7.1	7.7
Woodside	WDS AU	Australia	(33.9)	(28.5)	23.6	33.0	1.3	1.3	4.4	5.0	3.5	2.5	5.7	4.0
Suncor Energy	SU US	Canada	(24.2)	(2.5)	9.7	9.9	1.1	1.1	5.4	5.5	5.9	6.1	10.4	9.1
ONGC	ONGC IN	India	(5.6)	(4.3)	7.0	7.4	0.8	0.8	5.5	5.2	5.0	4.9	12.4	12.2
RIL	RIL IN	India	0.8	13.5	na	na	na	na	13.9	12.3	na	na	8.6	9.0
Apache	APA US	USA	(28.0)	(9.9)	6.2	6.9	1.1	1.0	2.6	2.7	5.5	5.7	17.3	12.4
Devon Energy	DVN US	USA	(18.2)	7.8	8.1	7.5	1.3	1.2	3.8	3.8	3.6	4.2	16.2	15.8
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	(18.5)	(8.7)	7.0	7.7	0.8	0.7	2.1	2.3	7.1	6.9	11.5	9.9
Average			(17.9)	(2.5)	12.0	13.2	1.1	1.1	5.5	5.2	4.7	4.8	11.1	10.0

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 17 July 2025 closing prices

Ex 54: 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	(6.0)	0.9	8.2	8.2	0.8	0.8	4.1	4.0	6.1	6.1	10.2	9.8
Sinopec	386 HK	China	(11.1)	9.5	10.5	9.6	0.6	0.6	5.9	5.6	6.0	6.6	5.9	6.2
Average			(8.5)	5.2	9.4	8.9	0.7	0.7	5.0	4.8	6.1	6.3	8.0	8.0
SK Innovation	096770	S.Korea	na	na	na	26.4	0.7	0.7	15.5	10.6	2.0	2.2	na	2.4
S-Oil	010950	S.Korea	na	na	41.2	12.7	0.8	0.8	9.5	6.4	0.9	1.8	1.7	6.0
Average			na	na	41.2	19.6	0.8	0.7	12.5	8.5	1.4	2.0	1.7	4.2
Reliance Industries	RIL IB	India	0.8	13.5	na	na	na	na	13.9	12.3	na	na	8.6	9.0
Indian Oil	IOCL IB	India	(77.2)	106.1	21.1	10.2	1.1	1.1	10.5	7.3	2.4	3.8	6.4	11.0
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(50.6)	19.9	11.1	9.3	1.7	1.6	8.3	7.1	3.6	3.9	15.8	18.0
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	(59.9)	59.6	13.6	8.5	1.8	1.5	10.6	7.4	2.4	3.6	14.1	20.3
Average			(46.7)	49.8	15.3	9.4	1.5	1.4	10.8	8.5	2.8	3.8	11.2	14.6
Marathon Petroleum	MPC US	USA	(8.8)	49.5	21.9	14.6	3.3	3.2	8.5	7.6	2.1	2.3	13.1	21.6
Valero	VLO US	USA	(15.2)	51.6	21.6	14.3	1.9	1.8	9.6	7.7	3.2	3.3	8.0	13.6
Phillips 66	PSX US	USA	(23.3)	119.4	26.7	12.2	1.8	1.7	10.2	8.0	3.8	4.0	6.6	14.6
PBF Energy'	PBF US	USA	(47.0)	113.1	na	32.9	0.6	0.6	na	5.4	4.4	4.4	na	2.1
Delek	DK US	USA	13.0	65.1	na	na	na	na	10.7	6.8	4.0	4.0	na	36.2
Average			(16.3)	79.8	23.4	18.5	1.9	1.8	9.7	7.1	3.5	3.6	9.2	17.6
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	(16.5)	25.6	8.0	6.3	0.7	0.6	2.6	2.8	3.5	4.7	9.0	10.5
BSRC (Thailand) *	BSRC TB *	Thailand	51.8	43.4	9.9	6.9	0.6	0.6	5.4	3.4	2.4	4.1	6.3	8.8
Star Petroleum Refining *	SPRC TB *	Thailand	27.6	(19.0)	7.5	9.3	0.6	0.6	4.0	4.2	6.7	6.7	7.6	6.1
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	(40.4)	3.2	6.6	6.4	0.3	0.3	6.7	7.5	6.1	5.4	5.6	6.1
Average			5.6	13.3	8.0	7.2	0.6	0.5	4.7	4.5	4.7	5.2	7.1	7.9
Total Average			(16.5)	37.0	19.5	12.7	1.1	1.0	8.5	6.7	3.7	4.2	7.5	10.5

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 17 July 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	9.5	4.1	(9.6)	(14.4)	—	—	—	—
Energy	3.6	7.4	(22.3)	(10.7)	(5.9)	3.3	(12.7)	3.7
BCP TB	(9.9)	(12.3)	(8.6)	(11.1)	(19.3)	(16.4)	1.0	3.3
BSRC TB	(8.1)	(16.4)	(44.8)	(41.6)	(17.6)	(20.5)	(35.2)	(27.2)
IRPC TB	12.8	3.5	(45.3)	(28.5)	3.4	(0.6)	(35.8)	(14.0)
IVL TB	10.6	12.8	16.4	(11.6)	1.1	8.7	26.0	2.8
PTT TB	4.1	2.4	(3.1)	(0.8)	(5.3)	(1.7)	6.5	13.6
PTTEP TB	2.7	9.2	(22.3)	(5.0)	(6.7)	5.1	(12.8)	9.4
PTTGC TB	10.4	21.3	(21.4)	(9.0)	1.0	17.2	(11.9)	5.4
SCC TB	13.4	24.6	(15.2)	13.1	4.0	20.5	(5.6)	27.5
SPRC TB	(7.1)	2.0	(37.3)	(20.6)	(16.6)	(2.1)	(27.8)	(6.2)
TOP TB	7.0	26.6	(41.1)	8.0	(2.4)	22.5	(31.5)	22.4

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
▪ การมี synergies ร่วมกันภายใต้กลุ่ม PTT ช่วยให้ต้นทุนลดลง และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน ▪ ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งจะทำให้บริษัทพลังงานไทยรับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ต่ำทำ M&A	▪ การขยายกำลังการผลิตในประเทศไทยได้อย่างจำกัด ▪ บริษัทไทยหลายแห่งได้ลงทุนในต่างประเทศซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่คาดหวัง ▪ กำไรและกระแสเงินสดมีความผันผวนสูงและเป็นไปตามราคาน้ำมันโลกที่ผันผวน
O — Opportunity	T — Threat
▪ ขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจใหม่เนื่องจากธุรกิจที่มีอยู่มีการเติบโตที่จำกัด ▪ ขยายธุรกิจไปสู่ผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูงขึ้นมากขึ้น	▪ มีความเสี่ยงในเรื่องกฎระเบียบข้อบังคับ อาทิเช่น การกำหนดราคา ▪ กำลังการผลิตเคมีภัณฑ์และโรงกลั่นแห่งใหม่ที่มีต้นทุนต่ำลง ▪ การเติบโตของอุปสงค์ทั่วโลกที่อ่อนแอ

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)	(%)	(%)
Australia	(0.7)	7.7	21.3	21.9	1.6	1.5	6.1	5.6	3.1	3.8
China	(8.5)	5.2	9.4	8.9	0.7	0.7	5.0	4.8	6.1	6.3
India	(31.9)	34.7	13.2	8.9	1.4	1.2	10.4	8.6	3.4	4.1
S.Korea	na	na	41.2	19.6	0.8	0.7	12.5	8.5	1.4	2.0
USA	(19.9)	8.7	12.9	11.6	1.6	1.5	5.3	5.0	4.1	4.4
Thailand	2.1	7.1	9.6	13.9	0.7	0.7	5.9	5.0	4.7	5.0
Average	(11.8)	12.7	17.9	14.1	1.1	1.1	7.5	6.3	3.8	4.3

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY

(From: SELL)

TP: Bt 37.00

(From: Bt 29.00)

Change in Recommendation

Upside : 15.6%

18 JULY 2025

Small Cap Research

Bangchak Corporation Pcl (BCPTB)

แนวโน้มดีขึ้น, มูลค่าหุ้นอยู่ในระดับต่ำ

เราปรับคำแนะนำ BCP ขึ้น เป็น “ซื้อ” เนื่องจากแนวโน้มธุรกิจต้นน้ำและโรงกลั่นปรับตัวดีขึ้น ขณะที่มูลค่าหุ้นลดลงหลังราคาหุ้นร่วงลง 6% YTD เราให้มูลค่าหุ้น BCP ที่ 37 บาทต่อหุ้น



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

แนวโน้มดีขึ้น มูลค่าถูกลด แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี” วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เราปรับคำแนะนำ BCP ขึ้น จาก ขาย เป็น “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F เป็น 37 บาท (จาก 29 บาท) เนื่องจาก 1) แนวโน้มธุรกิจต้นน้ำและโรงกลั่นปรับตัวดีขึ้น เราจึงปรับกำไรของ BCP ขึ้น 37/36/15% ในปี 2025-27F 2) โครงการเชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF) น่าจะดีขึ้น เนื่องจาก BCP มีแผนผลิตน้ำมันดีเซลสีเขียว (HVO) ที่มีอัตรากำไรสูงมากขึ้นมากกว่าผลิต SAF 3) เราคาดว่า BCP จะได้รับประโยชน์จากความพยายามในการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต (debottlenecking) ของบมจ. บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BSRC, แนะนำ “ซื้อ”) ซึ่งน่าจะส่งผลให้อัตรากำไรขยายตัวตั้งแต่ปี 2026F เป็นต้นไป นอกจากนี้ ราคาหุ้นได้ปรับตัวลงมาแล้ว 6% YTD ทำให้ดูน่าสนใจมากขึ้น ด้วย PE เพียง 8.0 เท่า และ P/BV ที่ 0.7 เท่าในปี 2025F

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เราปรับเพิ่มกำไรของ BCP ขึ้น 37/36/15% สำหรับปี 2025-27F จากสมมติฐานราคาน้ำมันและค่าการกลั่นที่สูงขึ้น โดยเราได้ปรับประมาณการราคาน้ำมันดิบเบรนท์ขึ้น US\$5 เป็น US\$70/65/65/bbl ในปี 2025-27F เพื่อสะท้อนความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ เรายังปรับเพิ่มสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์คอมเพล็กซ์ขึ้น US\$1.0/0.7/0.2 เป็น US\$5.8/5.7/5.8/bbl เพื่อสะท้อนผลจากการปิดโรงกลั่นถาวรบางส่วนในสหรัฐ และยุโรป ซึ่งช่วยลดแรงกดดันด้านอุปทาน เราจึงรวมผลบวกจากการเพิ่มมาร์จิ้นอีก US\$0.3/bbl ตั้งแต่ปี 2026F จากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตของ BSRC ซึ่ง BCP ถือหุ้นอยู่ 81.74%

ปรับแผนโครงการเชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF)

โรงงานผลิตเชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF) ของ BCP ซึ่งมีกำลังการผลิต 1 ล้านลิตรต่อวัน มีความคืบหน้าแล้ว 97% ณ เดือนเมษายน 2025 โดยบริษัท มีแผนเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์ใน 4Q25 ซึ่งล่าช้ากว่าแผนเดิมเล็กน้อยที่ตั้งไว้ใน 3Q25 เนื่องจากมาร์จิ้นของ SAF ยังอยู่ในระดับต่ำจากการนำมาใช้ที่ช้าในอุตสาหกรรมการบิน BCP จึงมีแผนปรับสัดส่วนการผลิตไปที่น้ำมันดีเซลชีวภาพ (HVO) เพิ่มขึ้นเป็น 60% จากเดิมเพียง 5-8% ปัจจุบันอยู่ระหว่างการเจรจาสัญญากับลูกค้า สำหรับประมาณการของเรา ยังคงใช้สมมติฐานอย่างระมัดระวังโดยสมมติว่าโรงงานจะเริ่มดำเนินงานใน 4Q25F และยังไม่มีการปรับขึ้นราคาโครงการนี้ในอนาคต

อัตรากำไรเพิ่มขึ้นจาก BSRC

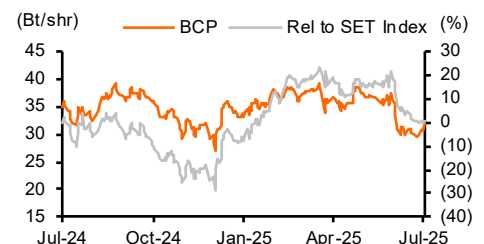
BSRC มีแผนเพิ่มประสิทธิภาพการผลิตหน่วยกลั่นน้ำมันดิบ 174kbd เราคาดว่า GRM ของ BSRC จะเพิ่มขึ้น US\$0.45-0.65/bbl ตั้งแต่ปี 2Q25F โดยส่วนหนึ่งในโครงการนี้คือการปรับปรุงท่าเรือเทียบเรือแบบหลายท่อนให้สามารถรองรับเรือบรรทุกน้ำมันขนาดใหญ่ (VLCC) ซึ่งมีการกำหนดเริ่มดำเนินงานใน 4Q25 โดยคาดว่าจะช่วยลดต้นทุนค่าขนส่งได้ราว US\$0.35-0.45/bbl อีกส่วนหนึ่งของแผนคือการเปลี่ยนตัวเร่งปฏิกิริยาในกระบวนการกลั่นในเดือนพฤษภาคม 2025 โดยการเปลี่ยนนี้จะช่วยยืดอายุการใช้งานของตัวเร่งปฏิกิริยาเมื่อต้องกลั่นน้ำมันดิบที่มีปริมาณกำมะถันสูงขึ้น ซึ่งจะช่วยประหยัดต้นทุนได้อีกราว US\$0.1-0.2/bbl

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	589,877	403,527	400,170	397,371
Net profit	2,185	5,163	6,960	7,141
Consensus NP	—	5,869	8,014	8,942
Diff frm cons (%)	—	(12.0)	(13.2)	(20.1)
Norm profit	6,631	5,540	6,960	7,141
Prev. Norm profit	—	4,059	5,134	6,239
Chg frm prev (%)	—	36.5	35.6	14.5
Norm EPS (Bt)	4.8	4.0	5.1	5.2
Norm EPS grw (%)	(31.6)	(16.5)	25.6	2.6
Norm PE (x)	6.6	8.0	6.3	6.2
EV/EBITDA (x)	3.4	2.6	2.8	2.3
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	3.3	3.5	4.7	4.9
ROE (%)	10.1	9.0	10.5	10.0
Net D/E (%)	113.4	73.4	84.5	69.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jul-25 (Bt)	32.00
Market Cap (US\$ m)	1,354.4
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	50.6
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.6
12M Price H/L (Bt)	39.25/27.00
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 15.11%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P23

Ex 1: Key Earnings Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Reported profit (Bt m)						
- New	12,575	13,231	2,185	5,163	6,960	7,141
- Old				4,059	5,134	6,239
- Change (%)				27.2	35.6	14.5
Norm profit (Bt m)						
- New	15,337	9,699	6,631	5,540	6,960	7,141
- Old				4,059	5,134	6,239
- Change (%)				36.5	35.6	14.5
Market GRM (US\$/bbl)						
- New	14.3	8.0	4.1	5.0	5.3	5.4
- Old				4.6	4.9	5.0
- Change (%)				8.4	8.7	7.3
Brent oil price (US\$/bbl)						
- New	97	82	73	70	65	65
- Old				65	60	60
- Change (%)				7.7	8.3	8.3
Oil marketing margin (Bt/litre)						
- New	0.9	0.94	0.80	0.85	0.90	0.90
- Old				0.80	0.80	0.80
- Change (%)				6.3	12.5	12.5

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	43,057	45,004	51,609	50,652	48,761	44,035	39,186	38,475	38,057	37,719	37,660	37,648	
Free cash flow *	20,119	14,886	14,920	13,621	11,870	10,856	8,510	10,608	10,916	13,889	13,867	16,794	236,408
PV of free cash flow *	20,064	12,724	11,789	9,947	8,013	6,775	4,910	5,656	5,381	6,329	5,841	6,538	92,035
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value - add investments	175,938												
Net debt	98,102												
Minority interest	26,729												
Equity value	51,107												
# of shares (m)	1,377												
Equity value/share (Bt)	37												

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

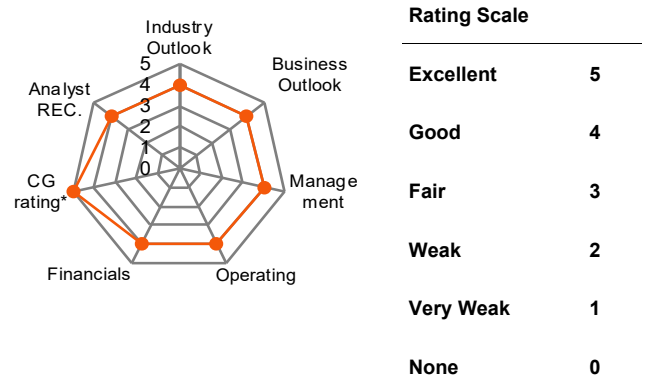
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ความสอดคล้องในธุรกิจการกลั่น และธุรกิจการค่าน้ำมัน ส่งผลใน BCP มีส่วนต่างกำไรสูงสุดในผลผลิตจากการกลั่น
- การเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบภายในประเทศซึ่งมีคุณภาพสูง และราคาต้นทุนต่ำช่วยให้มีค่าการกลั่นสูงกว่าในกลุ่ม

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่น
- การลงทุนในปริมาณมากในธุรกิจใหม่ยังไม่ก่อเกิดผลกำไร
- มีโอกาสจำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น ภายใต้ข้อจำกัดของปริมาณพื้นที่ และที่ดินที่ว่างอยู่

T — Threat

- การแทรกแซงจากภาครัฐต่อส่วนต่างการตลาดในธุรกิจสถานีน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	40.47	37.00	-9%
Net profit 25F (Bt m)	5,869	5,163	-12%
Net profit 26F (Bt m)	8,014	6,960	-13%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 7	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2025F ของเรต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อค่าการกลั่น
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากประเมินการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

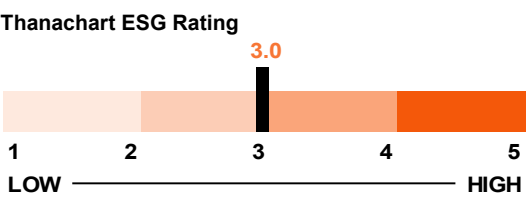
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่น (GRM) เป็นความเสี่ยงหลักต่อประมาณการของเรา หาก GRM ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จะเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านลบหลักต่อคำแนะนำ "ซื้อ" ของเรา
- ความเสี่ยงรอง คือ ราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งอาจส่งผลให้รายได้จากบริษัท ย่อยในธุรกิจสำรวจและผลิต (E&P) ลดลง รวมถึงเกิดผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน (stock loss)

Source: Thanachart

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



	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)
BCP	-	-	-	AA	60.14	66.76	85.00	-	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	- 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 ไม่มีการฉ้อโกงและสารเคมีรั่วไหลอย่างมีนัยสำคัญ และไม่มีการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (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 ยังบันทึกการด้อยค่าของสินทรัพย์ E&P อย่างมาก อย่างไรก็ตาม สถานการณ์นี้ได้รับการปรับปรุงแล้ว โดยบริษัทฯ ได้ให้ความสำคัญกับธุรกิจหลักมากขึ้น ด้านบวกคือเรามีมุมมองที่ดีเกี่ยวกับการเข้าซื้อ ESSO และคาดหวังว่าการรวมกันนี้จะสร้างความร่วมมือที่นำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้น - งบดุลแข็งแกร่งขึ้น และไม่มีภาระผูกพันทางหนี้หลังการเพิ่มทุน 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	403,527	400,170	397,371
Cost of sales	354,055	552,412	370,057	365,133	355,415
Gross profit	31,798	37,465	33,470	35,038	41,956
% gross margin	8.2%	6.4%	8.3%	8.8%	10.6%
Selling & administration expenses	11,781	15,275	12,106	12,005	11,921
Operating profit	20,018	22,190	21,364	23,032	30,035
% operating margin	5.2%	3.8%	5.3%	5.8%	7.6%
Depreciation & amortization	14,370	20,056	21,693	21,971	21,574
EBITDA	34,388	42,246	43,057	45,004	51,609
% EBITDA margin	8.9%	7.2%	10.7%	11.2%	13.0%
Non-operating income	1,766	8,755	3,000	3,000	3,000
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,980)	(7,001)	(7,030)	(8,140)	(8,951)
Pre-tax profit	16,803	23,944	17,333	17,892	24,084
Income tax	8,766	16,818	11,126	10,385	16,012
After-tax profit	8,037	7,127	6,207	7,508	8,072
% net margin	2.1%	1.2%	1.5%	1.9%	2.0%
Shares in affiliates' Earnings	340	1,361	1,361	1,361	1,361
Minority interests	1,322	(1,856)	(2,028)	(1,909)	(2,292)
Extraordinary items	3,532	(4,447)	(378)	0	0
NET PROFIT	13,231	2,185	5,163	6,960	7,141
Normalized profit	9,699	6,631	5,540	6,960	7,141
EPS (Bt)	9.6	1.6	3.7	5.1	5.2
Normalized EPS (Bt)	7.0	4.8	4.0	5.1	5.2

We expect higher profit in 2026-27F from BSRC's debottlenecking projects

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	121,881	105,231	79,911	79,346	78,457
Cash & cash equivalent	36,795	29,408	28,626	28,626	28,626
Account receivables	33,274	33,169	22,690	22,502	22,344
Inventories	47,840	41,210	27,606	27,239	26,514
Others	3,972	1,445	988	980	973
Investments & loans	29,382	32,895	32,895	32,895	32,895
Net fixed assets	119,374	115,748	119,055	117,084	115,510
Other assets	69,792	62,667	51,817	74,683	74,520
Total assets	340,429	316,542	283,678	304,009	301,382
LIABILITIES:					
Current liabilities:	87,879	81,177	57,072	57,509	55,801
Account payables	41,287	34,252	22,945	22,640	22,037
Bank overdraft & ST loans	13,354	15,030	4,814	5,625	5,136
Current LT debt	14,501	16,131	13,118	15,327	13,996
Others current liabilities	18,738	15,764	16,195	13,918	14,632
Total LT debt	100,414	96,349	78,353	91,542	83,593
Others LT liabilities	52,104	52,542	56,085	55,741	55,453
Total liabilities	240,397	230,068	191,511	204,791	194,848
Minority interest	27,920	26,729	28,757	30,666	32,958
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	51,260	56,401	61,427
Shareholders' equity	72,112	59,745	63,410	68,551	73,577
Liabilities & equity	340,429	316,542	283,678	304,009	301,382

Sources: Company data, Thanachart estimates

BCP's balance sheet to remain strong despite BSRC acquisition

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	16,803	23,944	17,333	17,892	24,084
Tax paid	(8,766)	(16,818)	(11,126)	(10,385)	(16,012)
Depreciation & amortization	14,370	20,056	21,693	21,971	21,574
Chg In working capital	(17,043)	(300)	12,775	251	280
Chg In other CA & CL / minorities	31,349	2,208	2,248	(908)	2,082
Cash flow from operations	36,713	29,091	42,924	28,822	32,007
Capex	(60,725)	(16,430)	(25,000)	(20,000)	(20,000)
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)	14,016	(23,211)	(124)
Cash flow from investments	(90,627)	(20,745)	(10,984)	(43,211)	(20,124)
Debt financing	47,430	(871)	(31,224)	16,207	(9,768)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,209)	(3,985)	(1,497)	(1,818)	(2,115)
Warrants & other surplus	(681)	(10,877)	0	0	0
Cash flow from financing	43,541	(15,733)	(32,722)	14,389	(11,883)
Free cash flow	(24,012)	12,660	17,924	8,822	12,007

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

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	4.5	6.6	8.0	6.3	6.2
Normalized PE - at target price (x)	5.3	7.7	9.2	7.3	7.1
PE (x)	3.3	20.2	8.5	6.3	6.2
PE - at target price (x)	3.9	23.3	9.9	7.3	7.1
EV/EBITDA (x)	3.9	3.4	2.6	2.8	2.3
EV/EBITDA - at target price (x)	4.1	3.5	2.8	3.0	2.4
P/BV (x)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.7
P/CFO (x)	1.2	1.5	1.0	1.5	1.4
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	6.3	3.3	3.5	4.7	4.9
FCF Yield (%)	(54.5)	28.7	40.7	20.0	27.3
(Bt)					
Normalized EPS	7.0	4.8	4.0	5.1	5.2
EPS	9.6	1.6	3.7	5.1	5.2
DPS	2.0	1.1	1.1	1.5	1.6
BV/share	52.4	43.4	46.1	49.8	53.4
CFO/share	26.7	21.1	31.2	20.9	23.2
FCF/share	(17.4)	9.2	13.0	6.4	8.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see its 8.0x 2025F PE
as attractive

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	23.6	52.9	(31.6)	(0.8)	(0.7)
Net profit (%)	5.2	(83.5)	136.3	34.8	2.6
EPS (%)	5.2	(83.5)	136.3	34.8	2.6
Normalized profit (%)	(36.8)	(31.6)	(16.5)	25.6	2.6
Normalized EPS (%)	(36.8)	(31.6)	(16.5)	25.6	2.6
Dividend payout ratio (%)	20.8	66.2	30.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	8.2	6.4	8.3	8.8	10.6
Operating margin (%)	5.2	3.8	5.3	5.8	7.6
EBITDA margin (%)	8.9	7.2	10.7	11.2	13.0
Net margin (%)	2.1	1.2	1.5	1.9	2.0
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.5	1.0	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	0.7	0.8	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	4.0	3.2	3.0	2.8	3.4
Interest coverage - EBITDA (x)	6.9	6.0	6.1	5.5	5.8
ROA - using norm profit (%)	3.3	2.0	1.8	2.4	2.4
ROE - using norm profit (%)	14.4	10.1	9.0	10.5	10.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.9	10.8	10.1	11.4	11.4
- asset turnover (x)	1.3	1.8	1.3	1.4	1.3
- operating margin (%)	5.6	5.2	6.0	6.5	8.3
- leverage (x)	4.3	5.0	4.9	4.5	4.3
- interest burden (%)	77.1	77.4	71.1	68.7	72.9
- tax burden (%)	47.8	29.8	35.8	42.0	33.5
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	9.9	4.0	4.8	7.4	6.6
NOPAT (Bt m)	9,575	6,604	7,650	9,665	10,066
invested capital (Bt m)	163,584	157,847	131,070	152,418	147,676

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect ROE to trend higher with higher profits in 2025-27F

BUY (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 5.20

(From: Bt 4.70)

Upside : 12.1%

18 JULY 2025

Small Cap Research

Bangchak Sriracha Pcl (BSRC TB)

วิธีที่ถูกต้องกว่าในการลงทุนใน BCP

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ **BSRC** เป็น "ซื้อ" เนื่องจากค่าการกลั่นที่มีแนวโน้มดีขึ้น และโครงการเพิ่มกำลังการผลิต (debottlenecking) ที่ส่งผลให้เราเพิ่มประมาณการกำไร นอกจากนี้ เรายังมองว่า **BSRC** ด้วยอัตราการทำค่าเสนอซื้อเป็นวิธีที่ถูกต้องกว่าในการเข้าลงทุนใน BCP



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ"

บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี" วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เราปรับคำแนะนำ **BSRC** ขึ้นเป็น "ซื้อ" จาก ขาย เนื่องจาก 1) เรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มตลาดการกลั่นโลก เนื่องจากการปิดโรงงานบางแห่งซึ่งช่วยลดแรงกดดันด้านอุปทาน 2) เราคาดว่าโครงการเพิ่มกำลังการผลิต (debottlenecking) ของ **BSRC** จะช่วยเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้นจากการกลั่น (GRM) เมื่อรวมกับภาพรวมอุตสาหกรรมกลั่นน้ำมันโลกที่ดีขึ้น เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ **BSRC** ขึ้น 8/25/8% ในปี 2025-27F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) เป็น 5.2 บาท จาก 4.7 บาท 3) **BSRC** เป็นทางเลือกที่ถูกต้องกว่าสำหรับการลงทุนในบมจ.บางจาก (BCP) โดยซื้อขายที่ส่วนลด 3% เมื่อเทียบกับราคาหุ้น BCP ตามการทำค่าเสนอซื้อผ่านการแลกเปลี่ยนหุ้นที่ 6.5 หุ้น **BSRC** ต่อ 1 หุ้น **BCP**

การปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM

เราปรับเพิ่มคาดการณ์ค่าการกลั่นสิงคโปร์คอมเพล็กซ์ขึ้น US\$1.0/0.7/0.2 เป็น US\$5.8/5.5/5.8 ต่อบาร์เรล ในปี 2025-27F ซึ่งสะท้อนถึงอุปทานโลกที่ตึงตัวมากขึ้นจากการปิดโรงกลั่นอย่างถาวรในสหรัฐ และยุโรป สมมติฐาน GRM ที่คงที่ในช่วง 3 ปีข้างหน้า สะท้อนถึงแนวโน้มความต้องการที่อ่อนแอจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกท่ามกลางการเพิ่มขึ้นของอุปทานในระดับปานกลาง ดูรายละเอียดเกี่ยวกับแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานโลกใน Exhibit 22 ของบทวิเคราะห์กลุ่ม

โครงการ Debottlenecking เพิ่มอัตรากำไร

BSRC กำลังดำเนินโครงการที่มุ่งเน้นการเพิ่ม GRM อยู่ 2 โครงการ ได้แก่ โครงการแรกคือ *Catalyst Switching on The Fly* ซึ่งแล้วเสร็จในเดือนพ.ค. 2025 มีเป้าหมายเพื่อยืดอายุการใช้งานของตัวเร่งปฏิกิริยา (catalyst) และทำให้สามารถกลั่นน้ำมันดิบที่มีปริมาณกำมะถันสูงขึ้นได้ ซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่ม GRM ได้ราว US\$0.1-0.2/bbl อีกโครงการหนึ่งคือ *การปรับปรุงท่อเรือ* เพื่อรองรับเรือบรรทุกน้ำมันดิบขนาดใหญ่ (VLCC) ซึ่งมีกำหนดแล้วเสร็จใน 4Q25 โดย **BSRC** คาดว่าจะช่วยลดต้นทุนค่าขนส่งได้ราว US\$0.35-0.45/bbl เมื่อรวมกันแล้ว ทั้งสองโครงการคาดว่าจะช่วยเพิ่ม GRM ราว US\$0.45-0.65/bbl ตั้งแต่ปี 2Q25F เป็นต้นไป เรายังได้นำปัจจัยนี้มาพิจารณาในประมาณการกำไรปี 2025-27F ด้วย

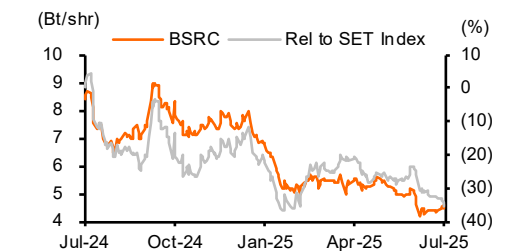
ทำค่าเสนอซื้อ

BCP ได้ประกาศทำข้อเสนอหุ้นผ่านการแลกเปลี่ยนหุ้นเพื่อซื้อหุ้นที่เหลือ 18.3% ใน **BSRC** ในอัตราส่วน 6.5 หุ้น **BSRC** ต่อ 1 หุ้น **BCP** ระยะเวลาทำข้อเสนอเริ่มตั้งแต่กลางเดือนกันยายนถึงเดือนพฤศจิกายน 2025 โดย **BSRC** จะถูกเพิกถอนจากการจดทะเบียนในเดือนธันวาคม จากอัตราการแลกเปลี่ยนดังกล่าว พบว่าหุ้นของ **BSRC** มีการซื้อขายอยู่ที่ส่วนลดประมาณ 3% เมื่อเทียบกับหุ้นของ **BCP** ซึ่งบ่งชี้ว่า **BSRC** เป็นทางเลือกในการเข้าลงทุนใน **BCP** ที่มีราคาถูกกว่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	245,434	243,644	165,990	165,990
Net profit	(1,647)	958	1,661	2,299
Consensus NP	—	1,817	2,871	2,973
Diff firm cons (%)	—	(47.3)	(42.2)	(22.7)
Norm profit	1,066	1,618	2,321	2,299
Prev. Norm profit	—	1,498	1,852	2,125
Chg firm prev (%)	—	8.0	25.3	8.2
Norm EPS (Bt)	0.3	0.5	0.7	0.7
Norm EPS grw (%)	36.6	51.8	43.4	(0.9)
Norm PE (x)	15.1	9.9	6.9	7.0
EV/EBITDA (x)	7.2	5.4	3.4	3.0
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	1.7	2.4	4.1	5.7
ROE (%)	4.0	6.3	8.8	8.3
Net D/E (%)	65.1	57.0	24.7	14.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jul-25 (Bt)	4.64
Market Cap (US\$ m)	493.6
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	18.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.4
12M Price H/L (Bt)	9.00/4.16
Sector	Energy
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 81.74%
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates	

ESG Summary Report P30

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
BSRC's market GRM (US\$/bbl)						
New	5.8	3.8	3.5	3.3	3.6	3.6
Old				2.9	3.2	3.5
Change (%)				15.8	11.7	3.3
Refinery utilization (%)						
New	75	68	85	85	85	85
Old				87	87	87
Change (%)				(2.3)	(2.3)	(2.3)
Reported profit (Bt m)						
New	9,508	780	(1,647)	958	1,661	2,299
Old				838	1,192	2,125
Change (%)				14.3	39.4	8.2
Normalized profit (Bt m)						
New	11,007	780	1,066	1,618	2,321	2,299
Old				1,498	1,852	2,125
Change (%)				8.0	25.3	8.2

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	5,665	6,635	6,816	7,283	4,959	4,877	4,181	4,237	4,276	4,153	4,356	4,398	
Free cash flow	3,082	9,628	3,708	4,121	2,188	2,210	1,702	1,792	1,855	1,804	1,981	2,039	32,222
PV of free cash flow	3,073	8,187	2,907	2,978	1,458	1,358	964	936	893	801	811	770	12,161
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.5												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	34,224												
Net debt (2024A)	16,391												
Minority interest	0												
Equity value	17,833												
# of shares (m)	3,461												
Equity value/share (Bt)	5.2												

Sources: Company data, Thanachart estimates

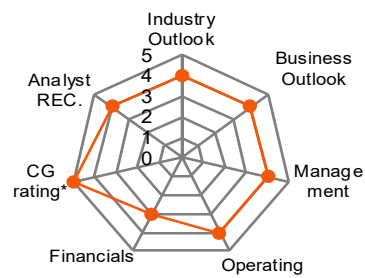
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำในประเทศไทย บริษัท ประกอบกิจการโรงงานกลั่นน้ำมันแบบ complex ใช้น้ำมันดิบวันละ 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 บริษัท เป็นบริษัทย่อยของ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ถือหุ้น 76%) บริษัทแม่ใหม่ บริษัท คาดว่าจะเปลี่ยนโฉมสถานีบริการทั้งหมดเป็นปั๊มบางจากภายในสิ้นปี 2024

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ประโยชน์จากการผนึกกำลังหลังการเข้าซื้อของ BCP

O — Opportunity

- เครือข่ายค้าปลีกและโรงกลั่นยังคงใช้ประโยชน์น้อยเกินไป เราคาดว่าจะมีการเพิ่มประสิทธิภาพมากขึ้นภายหลังการเข้าซื้อกิจการของ BCP ในปี 2023

W — Weakness

- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายกว่าราคาขายส่ง ผ่านทางการควบคุมค่าการตลาด
- การเป็นโรงกลั่นที่ซับซ้อนน้อยกว่าจะทำให้บริษัทมีโครงสร้างต้นทุนที่สูงขึ้นและมีการแข่งขันน้อยลง

T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ภัยคุกคามจากสิ่งทดแทน เช่น ยานพาหนะไฟฟ้า อาจลดความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมัน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.07	5.20	-14%
Net profit 25F (Bt m)	1,817	958	-47%
Net profit 26F (Bt m)	2,871	1,661	-42%
Consensus REC	BUY: 4	HOLD: 2	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

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

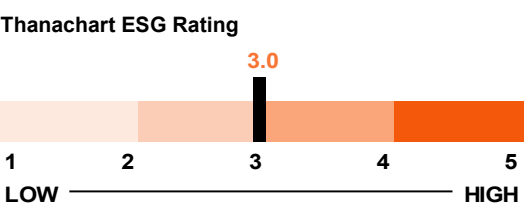
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ BSRC และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

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



	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	-	-	-	-	58.46	53.87	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 - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - 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. สำหรับค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมในปี 2023
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขภาพและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- คะแนนด้านสังคมของ BSRC อยู่ที่ 3.3 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่ดี เนื่องจากมีมาตรฐานด้านความปลอดภัยในการปฏิบัติงานที่สูง และบรรลุเป้าหมายด้านความปลอดภัยหลายประการในปี 2023 ไม่มีเหตุการณ์สูญเสียเวลาอันเนื่องมาจากอุบัติเหตุและไม่มีการรายงานการรั่วไหลในปี 2023 ทั้งโรงงานและโรงงานอะโรเมติกส์ไม่มีรายงานการรั่วไหลใดๆ 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	243,644	165,990	165,990
Cost of sales	223,344	238,904	236,007	159,218	159,151
Gross profit	6,194	6,530	7,637	6,772	6,839
% gross margin	2.7%	2.7%	3.1%	4.1%	4.1%
Selling & administration expenses	5,217	5,440	5,400	3,679	3,679
Operating profit	976	1,091	2,237	3,093	3,160
% operating margin	0.4%	0.4%	0.9%	1.9%	1.9%
Depreciation & amortization	2,912	3,396	3,428	3,541	3,655
EBITDA	3,888	4,487	5,665	6,635	6,816
% EBITDA margin	1.7%	1.8%	2.3%	4.0%	4.1%
Non-operating income	289	154	268	318	318
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(735)	(1,062)	(1,031)	(1,060)	(988)
Pre-tax profit	531	183	1,474	2,352	2,491
Income tax	110	(542)	240	415	575
After-tax profit	420	726	1,234	1,937	1,916
% net margin	0.2%	0.3%	0.5%	1.2%	1.2%
Shares in affiliates' Earnings	361	340	384	384	384
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	0	(2,713)	(660)	(660)	0
NET PROFIT	780	(1,647)	958	1,661	2,299
Normalized profit	780	1,066	1,618	2,321	2,299
EPS (Bt)	0.2	(0.5)	0.3	0.5	0.7
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.3	0.5	0.7	0.7

We expect BSRC's profit to recover in 2025F due to lower stock loss.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	36,408	33,052	34,549	24,386	24,381
Cash & cash equivalent	976	1,191	3,000	3,000	3,000
Account receivables	15,373	13,589	13,490	9,190	9,190
Inventories	18,713	16,467	16,267	10,974	10,970
Others	1,345	1,806	1,792	1,221	1,221
Investments & loans	2,079	2,259	2,259	2,259	2,259
Net fixed assets	22,888	21,857	20,959	19,948	18,823
Other assets	9,688	8,666	8,626	6,897	6,897
Total assets	71,062	65,834	66,393	53,489	52,359
LIABILITIES:					
Current liabilities:	22,618	26,151	25,128	16,071	14,354
Account payables	8,371	11,429	11,291	7,617	7,614
Bank overdraft & ST loans	8,234	5,995	6,038	3,291	2,458
Current LT debt	4,641	4,969	5,005	2,728	2,037
Others current liabilities	1,372	3,758	2,794	2,434	2,246
Total LT debt	15,433	6,617	6,665	3,633	2,713
Others LT liabilities	4,688	7,884	8,792	6,839	6,839
Total liabilities	42,739	40,653	40,584	26,543	23,906
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	4,604	5,741	7,249
Shareholders' equity	28,315	25,181	25,809	26,946	28,453
Liabilities & equity	71,062	65,834	66,393	53,489	52,359

Limited capex and healthy GRM support balance sheet.

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*We expect positive FCF
with limited capex*

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	531	183	1,474	2,352	2,491
Tax paid	(110)	542	(240)	(415)	(575)
Depreciation & amortization	2,912	3,396	3,428	3,541	3,655
Chg ln working capital	737	7,088	160	5,919	1
Chg ln other CA & CL / minorities	7,466	2,349	(567)	595	195
Cash flow from operations	11,535	13,559	4,255	11,993	5,768
Capex	(2,818)	(2,366)	(2,530)	(2,530)	(2,530)
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 ln other assets & liabilities	(2,218)	1,180	287	(883)	0
Cash flow from investments	(3,856)	(1,131)	(2,243)	(3,413)	(2,530)
Debt financing	(7,627)	(10,726)	127	(8,056)	(2,446)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,038)	(1,142)	(330)	(524)	(792)
Warrants & other surplus	(161)	(432)	0	0	0
Cash flow from financing	(8,826)	(12,301)	(203)	(8,580)	(3,238)
Free cash flow	8,718	11,193	1,725	9,463	3,238

VALUATION

*We think BSRC's
valuation is attractive*

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	20.6	15.1	9.9	6.9	7.0
Normalized PE - at target price (x)	23.1	16.9	11.1	7.8	7.8
PE (x)	20.6	na	16.8	9.7	7.0
PE - at target price (x)	23.1	na	18.8	10.8	7.8
EV/EBITDA (x)	11.2	7.2	5.4	3.4	3.0
EV/EBITDA - at target price (x)	11.7	7.7	5.8	3.7	3.3
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
P/CFO (x)	1.4	1.2	3.8	1.3	2.8
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	5.4	1.7	2.4	4.1	5.7
FCF Yield (%)	54.3	69.7	10.7	58.9	20.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.2	0.3	0.5	0.7	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	8.2
CFO/share	3.3	3.9	1.2	3.5	1.7
FCF/share	2.5	3.2	0.5	2.7	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(12.7)	6.9	(0.7)	(31.9)	0.0
Net profit (%)	(91.8)	na	na	73.3	38.5
EPS (%)	(91.8)	na	na	73.3	38.5
Normalized profit (%)	(92.9)	36.6	51.8	43.4	(0.9)
Normalized EPS (%)	(92.9)	36.6	51.8	43.4	(0.9)
Dividend payout ratio (%)	110.9	(16.8)	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	2.7	2.7	3.1	4.1	4.1
Operating margin (%)	0.4	0.4	0.9	1.9	1.9
EBITDA margin (%)	1.7	1.8	2.3	4.0	4.1
Net margin (%)	0.2	0.3	0.5	1.2	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	0.2	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	1.3	1.0	2.2	2.9	3.2
Interest coverage - EBITDA (x)	5.3	4.2	5.5	6.3	6.9
ROA - using norm profit (%)	1.0	1.6	2.4	3.9	4.3
ROE - using norm profit (%)	2.8	4.0	6.3	8.8	8.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.5	2.7	4.8	7.3	6.9
- asset turnover (x)	2.9	3.6	3.7	2.8	3.1
- operating margin (%)	0.6	0.5	1.0	2.1	2.1
- leverage (x)	2.8	2.6	2.6	2.3	1.9
- interest burden (%)	41.9	14.7	58.8	68.9	71.6
- tax burden (%)	79.2	395.9	83.8	82.4	76.9
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	1.2	7.8	4.5	6.3	7.2
NOPAT (Bt m)	773	4,319	1,874	2,547	2,431
invested capital (Bt m)	55,647	41,572	40,518	33,599	32,660

Sources: Company data, Thanachart estimates

Expect ROE to improve
with project upgrades

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 0.77 (From: Bt 0.70)

Downside : 12.5%

18 JULY 2025

IRPC Public Co Ltd (IRPC TB)

ขนาดเป็นปัจจัยสำคัญ

IRPC กำลังประสบกับช่วงขาลงของอุตสาหกรรมมากกว่าคู่แข่ง เนื่องจากขนาดกำลังการผลิตที่เล็กกว่า เราคาดว่ายังคงขาดทุนต่อเนื่องจนถึงปี 2027F และคงคำแนะนำ “ขาย”



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ขาดทุนต่อเนื่อง แนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี” วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เรายังคงแนะนำ “ขาย” IRPC และปรับลดราคาเป้าหมายปี 2025F ลงเป็น 0.77 บาท (จาก 0.7 บาท) หลังปรับลดคาดการณ์กำไรปี 2025-27F เพื่อสะท้อนสมมติฐาน GIM ที่ลดลง (ดู Exhibit 1) 1) เราคาดว่า IRPC จะยังคงขาดทุนต่อเนื่องจนถึงปี 2027F เนื่องจากภาวะตกต่ำของธุรกิจปิโตรเคมีที่ยืดเยื้อ และการเสียเปรียบคู่แข่งในด้านต้นทุนจากการเป็นผู้ประกอบการที่มีขนาดเล็กและบริษัทฯ ต้องดำเนินการในหลายขั้นตอนของกระบวนการผลิตที่เชื่อมโยงกัน 2) IRPC น่าจะขาดทุนต่อเนื่อง และเราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนจะยังคงสูงที่ 0.9 เท่า ในปี 2025-27F เราคาดว่าพันธมิตรรายใหม่จะอัดฉีดเงินทุน ซึ่งอาจทำให้ผลตอบแทนของผู้ถือหุ้นลดลง และ 3) เนื่องจากบริษัทยังคงขาดทุน และมีความเสี่ยงในการด้อยค่าของสินทรัพย์ เราจึงมองว่าที่ P/BV ที่ 0.3 เท่า ของบริษัทฯ ไม่น่าสนใจ

ต้นทุนการดำเนินงานยังคงสูง

ต้นทุนการดำเนินงานของ IRPC ค่อนข้างสูงที่ US\$9-10/bbl เทียบกับอัตราค่าไรรวม (อัตราค่าไรรวมจากทั้งธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมี) ที่ US\$7.7/bbl ในปีนี้ โครงสร้างต้นทุนที่สูงนี้เกิดจากขนาดกำลังการผลิตที่เล็ก (ดูสัดส่วนกำลังการผลิตใน Exhibit 2) นอกจากนี้ ผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ของบริษัทก็อยู่ในช่วงที่อ่อนแอ และมีสเปกตรัม เช่น อะโรมาติกส์, โอลิฟินส์, และน้ำมันหล่อลื่น อุปทานเคมีภัณฑ์ทั่วโลกที่ยังคงกดดันตลาด โดยเฉพาะจากการเพิ่มกำลังการผลิตที่มีต้นทุนต่ำของจีน ทำให้สเปกตรัมยังคงอยู่ในระดับต่ำ และทำให้ IRPC มีความสามารถในการแข่งขันที่ด้อยลง

ฐานะการเงินอ่อนแอ

IRPC รายงานผลขาดทุนติดต่อกันเป็นระยะเวลา 3 ปี และเราคาดว่าผลขาดทุนนี้จะยังคงดำเนินต่อไปจนถึงปี 2027F อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน (Net D/E ratio) เพิ่มขึ้นเป็น 0.94 เท่า ใน 1Q25 (จาก 0.57 เท่า ในปี 2021) ซึ่งใกล้เคียงกับเกณฑ์ข้อบังคับที่ 1.25 เท่า อัตราส่วนความสามารถในการชำระหนี้ (DSCR) ก็อ่อนตัวลงเหลือ 1.55 เท่า ในปี 2024 (จาก 3.17 เท่า ในปี 2021) ซึ่งใกล้เคียงกับเกณฑ์ข้อบังคับที่ 1.2 เท่า ด้วยมีผลขาดทุนต่อเนื่อง เราจึงคาดว่า IRPC จะต้องทำการเพิ่มทุนเพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้กับงบดุลของบริษัทฯ

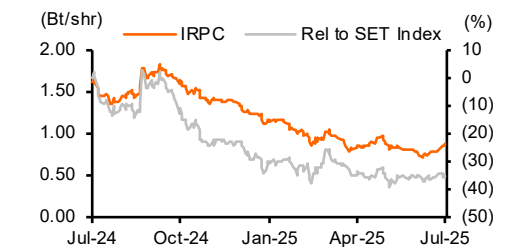
ความคืบหน้าในการปรับโครงสร้างสินทรัพย์ชะลอตัว

IRPC กำลังพยายามปรับโครงสร้างสินทรัพย์ รวมถึงการแปรรูปสินทรัพย์ (asset monetization), การปรับปรุงการใช้สินทรัพย์ (utilization improvement) หรือการหาพันธมิตรทางยุทธศาสตร์ (strategic partner) อย่างไรก็ตาม การพูดคุยกับพันธมิตรยังคงดำเนินต่อไป และอาจใช้เวลานาน เนื่องจากสถานการณ์ที่ท้าทายในอุตสาหกรรม นอกจากนี้ยังมีความเสี่ยงที่อาจเกิดการตั้งสำรองจากการตัดจำหน่ายสินทรัพย์หรือต้องปิดโรงงาน ในระหว่างนี้ การขาดทุนจากการดำเนินงานที่ต่อเนื่องจะยังคงส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องของบริษัทฯ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	281,711	218,977	211,570	212,043
Net profit	(5,194)	(3,581)	(1,620)	(241)
Consensus NP	—	(2,034)	(122)	1,290
Diff frm cons (%)	—	na	na	na
Norm profit	(4,415)	(1,949)	(600)	(241)
Prev. Norm profit	—	(2,485)	(785)	(417)
Chg frm prev (%)	—	na	na	na
Norm EPS (Bt)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	na
EV/EBITDA (x)	23.8	11.4	8.4	7.2
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
Div yield (%)	1.1	3.4	3.4	3.4
ROE (%)	na	na	na	na
Net D/E (%)	88.1	88.9	85.2	79.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jul-25 (Bt)	0.88
Market Cap (US\$ m)	552.8
Listed Shares (m shares)	20,434.4
Free Float (%)	51.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	1.82/0.71
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.05%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P38

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

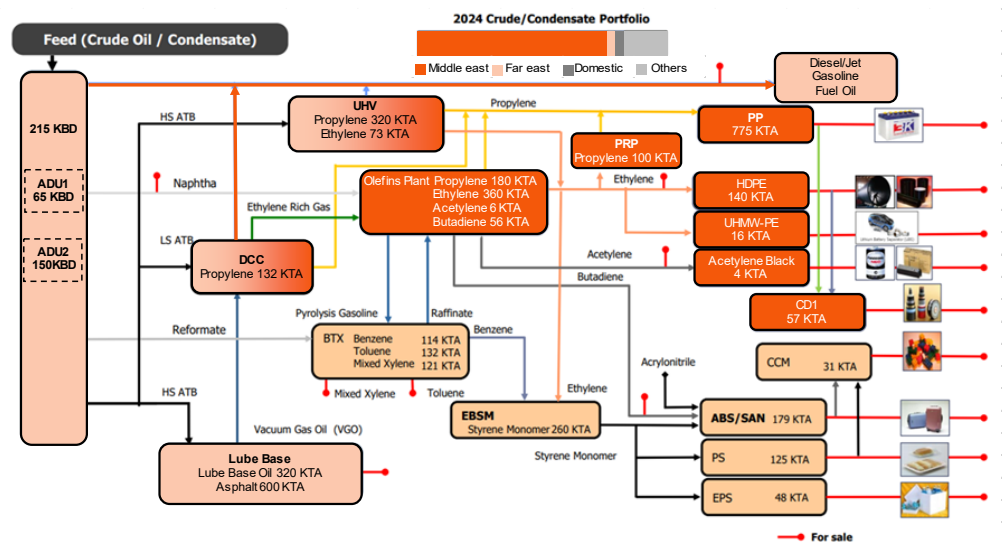


Ex 1: Earnings Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Net profit (Bt m)						
- New	(4,364)	(2,923)	(5,194)	(3,581)	(1,620)	(241)
- Old				(4,117)	(1,805)	(417)
- Change (%)				na	na	na
Normalized profit (Bt m)						
- New	1,869	(2,547)	(4,415)	(1,949)	(600)	(241)
- Old				(2,485)	(785)	(417)
- Change (%)				na	na	na
Market GIM (US\$/bbl)						
- New	10.6	7.9	7.2	8.4	9.1	9.4
- Old				8.2	9.0	9.1
- Change (%)				2.4	1.2	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: IRPC's Capacity Breakdown



Source: Company data

Ex 3: 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	6,686	8,553	9,241	9,471	7,988	7,297	6,851	7,257	7,663	8,069	8,475	8,475	
Free cash flow	7,753	8,308	7,147	9,473	3,026	4,286	3,954	4,295	4,639	4,983	5,327	5,350	85,532
PV of free cash flow	7,731	7,074	5,615	6,866	2,023	2,645	2,251	2,256	2,248	2,228	2,198	2,036	32,550
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.4												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	77,721												
Net debt (2024A)	61,800												
Minority interest	143												
Equity value	15,778												
# of shares (m)	20,434												
Equity value/share (Bt)	0.77												

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมีครบวงจรตั้งอยู่ในพื้นที่ชายฝั่งทะเลทางภาคตะวันออกของประเทศไทย บริษัท มีกำลังการกลั่นน้ำมันดิบ 215 kbd กำลังการผลิตโอเลฟิน 1.2m tpa และอะโรเมติกและสไตรีนคส์ 0.6m tpa กลยุทธ์การเติบโตของบริษัท มุ่งเน้นไปที่การขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ซึ่งบริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะเพิ่มปริมาณการขายโพลีเมอร์เป็น 52% ภายในปี 2025 จาก 22% ในปัจจุบัน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

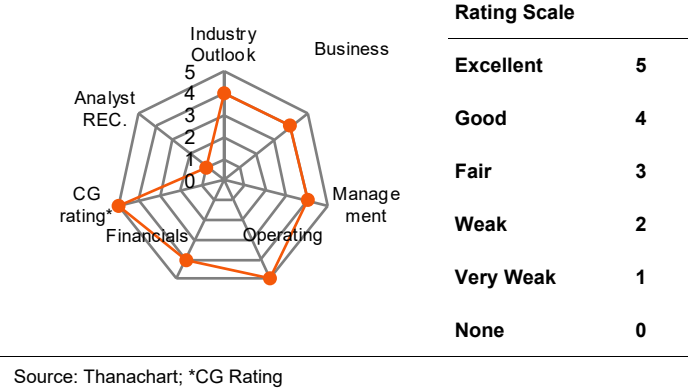
S — Strength

- เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมี complex แบบครบวงจร
- เป็นบริษัทในเครือ PTT

O — Opportunity

- มีโอกาสในการลดต้นทุน และปรับปรุงสัดส่วนการขายในประเทศ
- มีโอกาสที่มาร์จิ้นเพิ่มขึ้นจากการขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ที่ประสบความสำเร็จ

COMPANY RATING



W — Weakness

- โครงสร้างต้นทุนเดิม
- ทำเลที่ตั้งค่อนข้างแยกออกจากมาบตาพุด

T — Threat

- ค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่อ่อนแอกว่าที่คาดจากทั้งความต้องการที่อ่อนแอและอุปทานใหม่ที่เติบโตอย่างมาก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	0.96	0.77	-20%
Net profit 25F (Bt m)	-2,034	-3,581	na
Net profit 26F (Bt m)	-122	-1,620	na
Consensus REC	BUY: 1	HOLD: 8	SELL: 10

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการของเราสำหรับปี 2025-26F ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ Bloomberg consensus อย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งเป็นผลจากการใช้สมมติฐานที่ค่อนข้างระมัดระวังต่อธุรกิจเคมีภัณฑ์และค่าการกลั่น
- จึงส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด

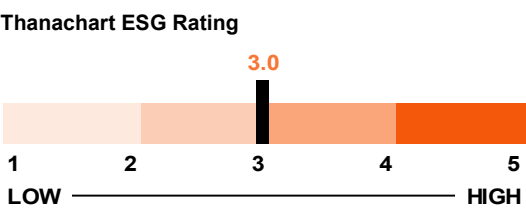
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Petrochemical spreads หรือ refining margin ที่สูงกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- หากราคาน้ำมันดิบลดลงสูงระดับต่ำ ซึ่งจะนำไปสู่ต้นทุนการดำเนินงานที่ลดลง จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- การประหยัดต้นทุน และ/หรือ การปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้นจะเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

IRPC เป็นผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันครบวงจรและผู้ผลิตปิโตรเคมีโดยใช้
เนฟทาเป็นวัตถุดิบ โดยมี PTT ถือหุ้นอยู่ 45% คะแนน ESG ของบริษัทอยู่ที่
3.01 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเล็กน้อยที่ 2.94 แม้ว่าคะแนนด้าน
สิ่งแวดล้อมของ IRPC จะถูกถ่วงจากการปล่อยคาร์บอนในระดับสูง แต่ก็
ได้รับการชดเชยด้วยคะแนนด้านสังคมที่แข็งแกร่ง ซึ่งมาจากการมีสหภาพ
แรงงานที่เข้มแข็งและการมีส่วนร่วมของพนักงานอย่างต่อเนื่อง



	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)
IRPC	-	-	YES	BBB	58.45	78.83	72.00	-	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	- เราประเมินคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ IRPC ที่ 2.75 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 2.9 เนื่องจากการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) อยู่ในระดับสูง - ความเข้มข้นของการปล่อยคาร์บอนอยู่ที่ 320 กิโลกรัม CO₂ ต่อบาร์เรลน้ำมันดิบเทียบเท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มซึ่งอยู่ที่ 280 กิโลกรัม CO₂ ต่อบาร์เรล เราเชื่อว่าสาเหตุหลักมาจาก IRPC มีห่วงโซ่การผลิตที่ยาวที่สุดในบรรดาผู้ประกอบการกลุ่ม downstream ของไทย - การปล่อยก๊าซเรือนกระจกแบบสมบูรณ์ของ IRPC (Scope 1 และ Scope 2) อยู่ที่ 3.77 ล้านตัน CO₂ เทียบเท่าในปี 2024 ซึ่งสอดคล้องกับเป้าหมายของบริษัท โดยสามารถลดการปล่อยได้ 3% ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของเป้าหมายที่จะลดการปล่อยลง 20% ภายในปี 2030 จากปีฐาน 2018 และมีพันธกิจระยะยาวเพื่อบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2050 และปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060 - บริษัทกำลังศึกษาโครงการนำพลังงานหมุนเวียนและพลังงานสะอาดมาใช้ เช่น โครงการโซลาร์ฟาร์มลอยน้ำ และกำลังวางแผนเป้าหมายระยะยาวตามดัชนีความเข้มข้นของพลังงาน (Energy Intensity Index – EII) ของ IRPC เพื่อช่วยลดการใช้พลังงานและเพิ่มประสิทธิภาพด้านพลังงาน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ IRPC ที่ 3.45 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.8 - ในปี 2024 IRPC ทำคะแนนความพึงพอใจของชุมชนได้ 80.9% คะแนนความพึงพอใจของลูกค้าอยู่ที่ 92.8% และคะแนนการมีส่วนร่วมของพนักงานอยู่ที่ 82% อีกทั้งยังได้รับเกียรติเป็นองค์กรเอกชนแห่งแรกที่ได้รับรางวัล “องค์กรต้นแบบสิทธิมนุษยชนระดับทอง” จากกระทรวงยุติธรรม เนื่องจากการปฏิบัติตามสิทธิมนุษยชนอย่างต่อเนื่องและเป็นเลิศ - บริษัทมีสหภาพแรงงานทั้งหมด 7 กลุ่ม โดยมีพนักงานเป็นสมาชิกสหภาพในอัตราหนึ่ง และในปี 2024 บริษัทได้รับข้อเสนอแนะจากสหภาพแรงงาน 3 เรื่อง ซึ่งทั้งหมดได้รับการแก้ไขเรียบร้อยแล้ว - บริษัทดำเนินโครงการรับผิดชอบต่อสังคม เช่น โครงการเกษตรอัจฉริยะเพื่อยกระดับคุณภาพชีวิตของเกษตรกรและผู้พิการ สนับสนุนการพัฒนาทักษะเยาวชนผ่านการเรียนรู้ด้านเกษตรกรรมแบบลงมือทำ ส่งเสริมการท่องเที่ยวอย่างยั่งยืน และนำขยะพลาสติกมารีไซเคิลเป็นอุปกรณ์ช่วยเหลือผู้ป่วยและขยายการรีไซเคิลในวงกว้าง
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราประเมินคะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) ของ IRPC ที่ 3.0 ซึ่งเท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เนื่องจากเราเห็นว่าโครงสร้างคณะกรรมการของ IRPC เหมาะสม โดยในจำนวนกรรมการ 14 คน มีกรรมการอิสระถึง 8 คน - การตัดสินใจของ IRPC ต้องได้รับการอนุมัติจาก PTT ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการตรวจสอบให้สอดคล้องกับนโยบายของกลุ่ม - ต้นทุนต่อหน่วยของ IRPC สูงกว่าคู่แข่งในกลุ่มโรงกลั่นน้ำมันไทย โดยส่วนใหญ่เป็นผลจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่า อย่างไรก็ตาม บริษัทมีความมุ่งมั่นที่จะลดต้นทุนการดำเนินงานเพื่อสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่ผู้ถือหุ้น

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	299,075	281,711	218,977	211,570	212,043
Cost of sales	288,142	272,996	208,136	198,677	198,539
Gross profit	10,933	8,715	10,841	12,893	13,504
% gross margin	3.7%	3.1%	5.0%	6.1%	6.4%
Selling & administration expenses	13,888	14,500	13,509	13,809	13,840
Operating profit	(2,955)	(5,785)	(2,668)	(916)	(335)
% operating margin	-1.0%	-2.1%	-1.2%	-0.4%	-0.2%
Depreciation & amortization	8,666	9,141	9,354	9,469	9,577
EBITDA	5,711	3,356	6,686	8,553	9,241
% EBITDA margin	1.9%	1.2%	3.1%	4.0%	4.4%
Non-operating income	1,407	1,298	1,214	1,241	1,244
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,021)	(2,427)	(1,687)	(1,625)	(1,505)
Pre-tax profit	(3,569)	(6,914)	(3,141)	(1,300)	(597)
Income tax	(772)	(1,474)	(902)	(412)	(67)
After-tax profit	(2,797)	(5,440)	(2,238)	(888)	(529)
% net margin	-0.9%	-1.9%	-1.0%	-0.4%	-0.2%
Shares in affiliates' Earnings	261	989	261	261	261
Minority interests	(11)	36	28	27	27
Extraordinary items	(376)	(779)	(1,632)	(1,020)	0
NET PROFIT	(2,923)	(5,194)	(3,581)	(1,620)	(241)
Normalized profit	(2,547)	(4,415)	(1,949)	(600)	(241)
EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)

With weak chemical and refinery margins, we expect IRPC to make losses in 2025-27F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	61,683	56,999	45,163	43,685	43,701
Cash & cash equivalent	6,220	9,924	9,000	9,000	9,000
Account receivables	15,597	13,269	10,314	9,965	9,988
Inventories	32,413	28,791	21,951	20,953	20,939
Others	7,453	5,015	3,898	3,766	3,775
Investments & loans	9,013	8,841	8,841	8,841	8,841
Net fixed assets	114,362	109,789	104,115	96,744	90,522
Other assets	7,604	8,926	7,140	6,929	6,942
Total assets	192,661	184,555	165,258	156,198	150,005
LIABILITIES:					
Current liabilities:	58,944	53,844	37,570	33,354	32,693
Account payables	34,305	29,589	22,559	21,534	21,519
Bank overdraft & ST loans	7,200	6,800	0	0	0
Current LT debt	10,881	9,197	9,563	6,252	5,792
Others current liabilities	6,558	8,257	5,447	5,569	5,382
Total LT debt	52,945	55,727	57,948	56,265	52,128
Others LT liabilities	4,650	4,875	3,907	3,783	3,791
Total liabilities	116,539	114,447	99,424	93,402	88,612
Minority interest	211	143	115	87	60
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434
Share premium	28,554	28,554	28,554	28,554	28,554
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(124)	(308)	(308)	(308)	(308)
Retained earnings	27,046	21,285	17,039	14,028	12,652
Shareholders' equity	75,911	69,966	65,719	62,709	61,333
Liabilities & equity	192,661	184,555	165,258	156,198	150,005

Sources: Company data, Thanachart estimates

Weak earnings will likely drag on balance sheet

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	(3,569)	(6,914)	(3,141)	(1,300)	(597)
Tax paid	772	1,474	902	412	67
Depreciation & amortization	8,666	9,141	9,354	9,469	9,577
Chg In working capital	6,256	1,234	2,765	321	(23)
Chg In other CA & CL / minorities	6,220	7,001	(1,433)	515	66
Cash flow from operations	18,345	11,936	8,448	9,417	9,090
Capex	(11,596)	(4,568)	(3,680)	(2,098)	(3,354)
Right of use	(5)	21	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(267)	172	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,288)	(3,761)	(814)	(933)	(6)
Cash flow from investments	(14,155)	(8,136)	(4,494)	(3,031)	(3,360)
Debt financing	(581)	655	(4,213)	(4,995)	(4,596)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(612)	(612)	(665)	(1,391)	(1,134)
Warrants & other surplus	(7)	(138)	0	0	0
Cash flow from financing	(1,200)	(96)	(4,879)	(6,386)	(5,731)
Free cash flow	6,749	7,368	4,768	7,319	5,736

Low capex help support positive FCF.

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	na	na	na	na	na
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	na	na
PE (x)	na	na	na	na	na
PE - at target price (x)	na	na	na	na	na
EV/EBITDA (x)	14.5	23.8	11.4	8.4	7.2
EV/EBITDA - at target price (x)	14.1	23.1	11.1	8.1	7.0
P/BV (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
P/BV - at target price (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
P/CFO (x)	1.0	1.5	2.1	1.9	2.0
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	3.4	1.1	3.4	3.4	3.4
FCF Yield (%)	37.5	41.0	26.5	40.7	31.9
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
EPS	(0.1)	(0.3)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	3.7	3.4	3.2	3.1	3.0
CFO/share	0.9	0.6	0.4	0.5	0.4
FCF/share	0.3	0.4	0.2	0.4	0.3

Valuation looks unattractive, in our view

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(6.1)	(5.8)	(22.3)	(3.4)	0.2
Net profit (%)	na	na	na	na	na
EPS (%)	na	na	na	na	na
Normalized profit (%)	na	na	na	na	na
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	(21.0)	(3.9)	(31.4)	(102.2)	(254.0)
Operating performance					
Gross margin (%)	3.7	3.1	5.0	6.1	6.4
Operating margin (%)	(1.0)	(2.1)	(1.2)	(0.4)	(0.2)
EBITDA margin (%)	1.9	1.2	3.1	4.0	4.4
Net margin (%)	(0.9)	(1.9)	(1.0)	(0.4)	(0.2)
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	1.0	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	1.4	4.0	5.3	6.1
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	na	na
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	na	na
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	na
- asset turnover (x)	1.5	1.5	1.3	1.3	1.4
- operating margin (%)	na	na	na	na	na
- leverage (x)	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5
- interest burden (%)	230.6	154.1	216.1	(399.0)	(65.6)
- tax burden (%)	na	na	na	na	na
WACC (%)	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
ROIC (%)	(2.0)	(4.1)	(1.4)	(0.5)	(0.3)
NOPAT (Bt m)	(2,955)	(5,785)	(1,901)	(626)	(298)
invested capital (Bt m)	140,717	131,766	124,230	116,225	110,253

Sources: Company data, Thanachart estimates

*With a weak PP spread
and lower GRM, ROE
looks set to remain low*

SELL

(From: BUY)

TP: Bt 18.00

(From: Bt 22.00)

18 JULY 2025

Change in Recommendation

Downside : 18.2%

Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

มูลค่าไม่น่าสนใจ

เราปรับลดคำแนะนำ IVL เป็น "ขาย" เนื่องจากมูลค่าไม่น่าสนใจ และอุตสาหกรรม PET ยังคงอยู่ในช่วงขาลง ที่ 2025F PE ที่ 29.8 เท่า, P/BV ที่ 0.9 เท่า, อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 2.0% และ ROE ที่ 4% เรามองว่า IVL มีมูลค่าแพง



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น "ขาย"

บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี" วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เราปรับคำแนะนำหุ้น IVL ลงจาก "ซื้อ" เป็น "ขาย" และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025) ลงเหลือ 18 บาท (จาก 22 บาท) 1) อุตสาหกรรม PET ยังคงอยู่ในช่วงขาลง และเราปรับลดกำไรลง 16-22% ในปี 2025-27F โดยไม่คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวที่มีนัยสำคัญของ integrated PET spreads เนื่องจากอุปทานยังคงเติบโตเร็วกว่าความต้องการในปี 2025-26F 2) เราไม่คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวของกำไรในปี 2025F แม้บริษัทจะมีการปิดโรงงานที่ไม่สร้างผลตอบแทนทางฝั่งต้นทุนที่ต่ำเพื่อลดต้นทุน 3) ด้านมูลค่าหุ้น เรามองว่าไม่น่าสนใจ ด้วยข้อขายที่ PE ที่ 29.8 เท่า, P/BV ที่ 0.9 เท่า, ROE ที่ 3.8% และให้อัตราผลตอบแทนปันผลเพียง 2.0% ในปี 2025F

PET ยังคงอยู่ในช่วงขาลง

แม้ว่าเรายังคงชอบธุรกิจ PET มากกว่ากลุ่มโพลีเอทิลีนและอะโรมาติกส์ แต่อุตสาหกรรม PET ก็อยู่ในช่วงขาลงเช่นกัน โดย integrated PET spread ในเอเชียเฉลี่ยอยู่ที่ US\$123/tonne ใน 1H25 เทียบกับค่าเฉลี่ยในช่วงขาขึ้นที่ US\$258/tonne ในปี 2021-22 Exhibit 2 แสดงกำลังการผลิตใหม่ยังคงเพิ่มขึ้นมากกว่าความต้องการไปจนถึงปี 2026F เราคาดว่า PET spread เอเชียจะอยู่ที่ US\$130-140/tonne ในปี 2025-27F ขณะที่ตลาด PET ตะวันตกมีแนวโน้มตึกว่ามาก เนื่องจากมีมาตรการกีดกันการนำเข้าในสหรัฐฯ และยุโรป ซึ่งเป็นภูมิภาคที่ IVL มีฐานการผลิตอยู่ เราคาดว่า PET spread ในตลาดตะวันตกจะอยู่ที่ US\$370-390/tonne ในปี 2025-27F ทั้งนี้ ธุรกิจ PET คิดเป็น 39% ของ EBITDA รวมในปี 2024

แนวโน้มธุรกิจสารลดแรงตึงผิว (Surfactant)

ธุรกิจออกไซด์แบบครบวงจร ซึ่งรวมถึงสารลดแรงตึงผิว (surfactants) และโพรพิลีนออกไซด์ (propylene oxide) ดำเนินการภายใต้บริษัท Indovinya และคิดเป็น 23% ของ EBITDA รวมของ IVL ในปี 2024 เราคาดว่า EBITDA ของธุรกิจนี้จะเติบโต 16% หนุนโดยอัตรากำไรที่ปรับตัวดีขึ้นจากพอร์ตผลิตภัณฑ์มูลค่าสูง (HVA) ที่แข็งแกร่ง และความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากตลาดเอเชีย ธุรกิจนี้ถือเป็นแหล่งรายได้ที่มีความมั่นคงของ IVL อย่างไรก็ตาม เมื่อพิจารณาถึงธุรกิจอื่น ๆ อย่าง PET, เส้นใย (fibers) และ MTBE ที่ยังคงเผชิญกับแนวโน้มขาลง การเติบโตของ Indovinya อาจไม่เพียงพอที่จะชดเชยความอ่อนแอโดยรวมของบริษัทได้ทั้งหมด

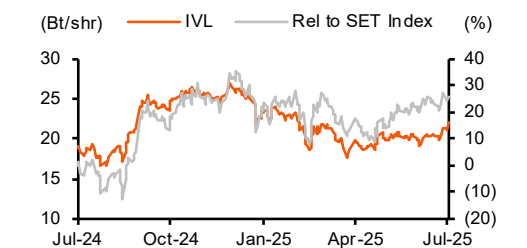
แนวโน้มกำไร

IVL บันทึกยอดขาย 2.4 หมื่นลบ. จากการปิดสินทรัพย์ที่ไม่ก่อให้เกิดผลตอบแทนใน 2Q24 ซึ่งทำให้ค่าเสื่อมราคาและต้นทุนดำเนินงานลดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรปี 2025F จะลดลงอีก 25% เนื่องจาก PET spreads และ MTBE ที่ลดลง เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวในปี 2026-27F โดยจะเติบโต 26/15% เนื่องจากไม่มีแผนปิดซ่อมบำรุง ภาวะดอกเบี้ยที่ลดลงจากการลดหนี้ และการปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยของ integrated PET spreads อย่างไรก็ตาม การเติบโตนี้เกิดขึ้นจากฐานกำไรที่ต่ำมากในปีนี้ และอุตสาหกรรมโดยรวมยังคงอยู่ในช่วงขาลง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	542,430	398,254	371,277	376,427
Net profit	(19,262)	4,929	7,274	8,305
Consensus NP	—	7,645	11,528	13,793
Diff frm cons (%)	—	(35.5)	(36.9)	(39.8)
Norm profit	6,163	4,929	7,274	8,305
Prev. Norm profit	—	6,329	8,720	9,945
Chg frm prev (%)	—	(22.1)	(16.6)	(16.5)
Norm EPS (Bt)	1.1	0.7	1.1	1.3
Norm EPS grw (%)	279.8	(32.9)	53.7	16.2
Norm PE (x)	20.0	29.8	19.4	16.7
EV/EBITDA (x)	6.8	6.9	6.4	6.1
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.9
Div yield (%)	3.2	2.0	2.6	3.0
ROE (%)	4.2	3.8	5.5	6.1
Net D/E (%)	166.9	138.4	127.2	117.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jul-25 (Bt)	22.00
Market Cap (US\$ m)	3,796.9
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	11.0
12M Price H/L (Bt)	27.00/16.60
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 62.43%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

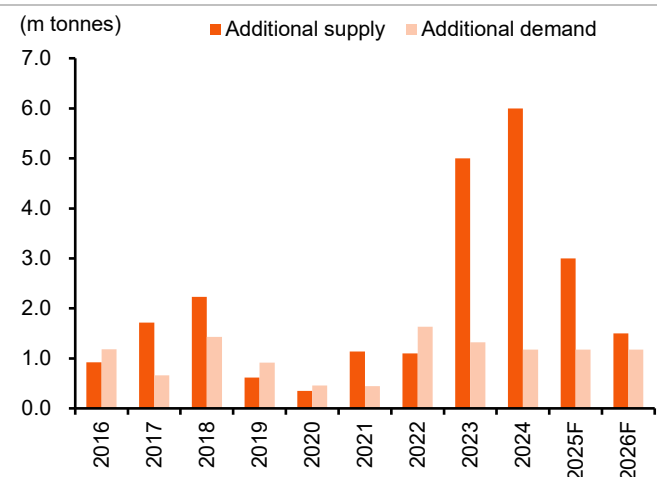
ESG Summary Report P46



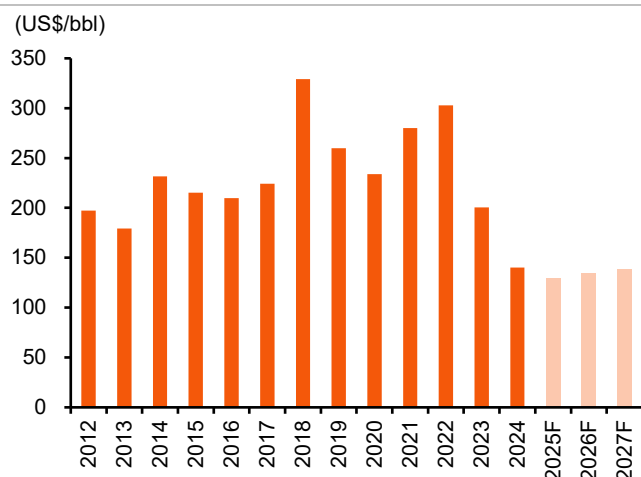
Ex 1: Key Earnings Revisions

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt m)					
- New	2,366	6,163	4,929	7,274	8,305
- Old			6,329	8,720	9,945
- Change (%)			(22.1)	(16.6)	(16.5)
Reported profit (Bt m)					
- New	(10,798)	(19,262)	4,929	7,274	8,305
- Old			6,329	8,720	9,945
- Change (%)			(22.1)	(16.6)	(16.5)
Asia Integrated PET spread (US\$/tonne)					
- New	162	140	130	134	139
- Old			125	135	144
- Change (%)			3.4	(0.3)	(3.5)
Specialty chemicals EBITDA (US\$m)					
- New	7	74	53	56	58
- Old			107	111	116
- Change (%)			(50.0)	(50.0)	(50.0)
Intermediate Chemicals EBITDA (US\$m)					
- New	235	244	180	195	195
- Old			285	285	285
- Change (%)			(36.8)	(31.6)	(31.6)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: PET Demand Vs. Supply Growth

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Integrated PET Spread – Asia

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 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	46,890	48,471	49,262	51,256	52,710	53,721	54,295	54,883	55,487	56,106	56,742	57,394	
Free cash flow	39,881	29,233	26,737	27,573	27,789	28,699	28,113	28,644	29,183	29,734	30,298	30,874	459,058
PV of free cash flow	39,772	24,674	20,730	19,634	18,177	17,244	15,518	14,521	13,590	12,720	11,906	11,142	165,671
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	8.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	345,527												
Net debt	231,940												
Minority interest	12,979												
Equity value	100,608												
# of shares	5,615												
Equity value/share (Bt)	18												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 5: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	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)	(%)	(%)
Reliance Industries	RIL IN	India	0.8	13.5	na	na	na	na	13.9	12.3	na	na
Lotte Chemical	011170 KS	South Korea	na	na	na	na	0.2	0.2	15.1	10.5	3.3	3.4
Alpek	ALPEKA MM	Mexico	11.1	49.6	11.1	7.4	0.7	0.7	5.7	5.0	4.7	7.9
Sinopec	386 HK	Hong Kong	(11.1)	9.5	10.5	9.6	0.6	0.6	5.9	5.6	6.0	6.6
IRPC	IRPC TB *	Thailand	na	na	na	na	0.3	0.3	11.4	8.4	3.4	3.4
Indorama Ventures	IVL TB *	Thailand	(32.9)	53.7	29.8	19.4	0.9	0.9	6.9	6.4	2.0	2.6
PTT Global Chemical	PTTGC TB *	Thailand	na	na	na	25.6	0.4	0.4	13.7	8.9	2.3	2.3
Siam Cement	SCC TB *	Thailand	(9.7)	18.9	31.3	26.4	0.6	0.6	19.4	17.5	3.2	3.7
Average			3.5	33.2	20.9	16.5	0.7	0.7	11.1	9.2	3.1	3.8

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 17 July 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตพอลิเอทิลีนเทเรฟทาเลต (PET) เส้นใยและเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์ กรดเทอแรพทาสิกบริสุทธิ์ (PTA) และ โมโนเอธิลีน ไกลคอล (MEG) IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแนวตั้งของห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยอดขายมีการกระจายอยู่ในตลาดสำคัญๆ ทั่วโลก เช่น อเมริกาและยุโรป และมีผลิตภัณฑ์ในหลายตลาดเช่น อาหาร เครื่องดื่ม การดูแลส่วนบุคคลและที่บ้าน การดูแลสุขภาพ ยานยนต์ สิ่งทอและผลิตภัณฑ์ในกลุ่มอุตสาหกรรม เราเชื่อว่า IVL อยู่ในจุดเปลี่ยนสำหรับการเติบโตระยะที่สาม ผ่านการขยายสู่บริษัทบรรจุภัณฑ์, โอเลฟินส์ครบวงจร

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงงานที่มีขนาดใหญ่และมีประสิทธิภาพสูงทำให้ IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในโลก
- ปริมาณการผลิตที่มาก และความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าช่วยให้ IVL สามารถคงอัตราการผลิตไว้ได้ในระดับสูง และได้รับผลจากการประหยัดต่อขนาดมาก
- การสร้างโรงงานในตลาดสำคัญๆ ช่วยให้ IVL สามารถลดค่าใช้จ่ายการขนส่งไปได้มาก และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการตั้งกำแพงการค้า

O — Opportunity

- IVL ยังคงมีโอกาสำหรับศักยภาพในการเติบโตเพิ่มเติมจากการขยายพอร์ต IOD
- มี upside ที่อาจเกิดขึ้นจากธุรกิจ rPET
- การควบรวมกิจการในสหรัฐฯ และในยุโรปช่วยให้ส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ยังคงตัวอยู่ได้

CONSENSUS COMPARISON

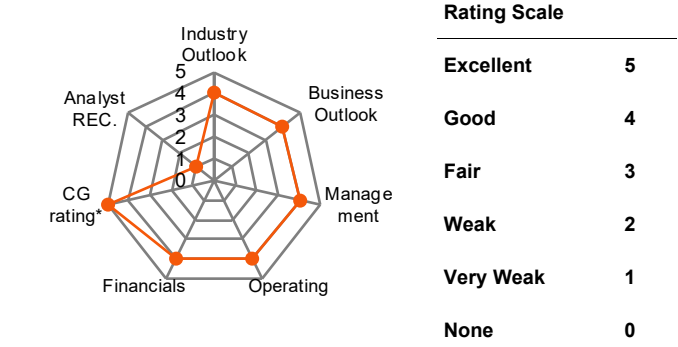
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	24.93	18.00	-28%
Net profit 25F (Bt m)	7,645	4,929	-36%
Net profit 26F (Bt m)	11,528	7,274	-37%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2025F ของเรต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อยเนื่องจากเราให้สมมติฐาน PET margin ต่ำลง
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- IVL พึ่งพาต่อสายการผลิตผลิตภัณฑ์ PET/polyester เป็นอย่างมาก และการลงทุนในโอเท่นแคร็กเกอร์ของสหรัฐฯ ทำให้ IVL มีความเสี่ยงต่อความผันผวนของราคาน้ำมัน
- สำหรับกลุ่ม PET ลูกค้าส่วนใหญ่ของ IVL เป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งมีอำนาจการต่อรองสูง

T — Threat

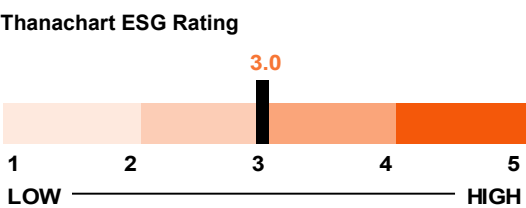
- ภัยคุกคามจากการตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมที่สูงขึ้น จะนำไปสู่ความต้องการ PET ที่ลดลง
- เทคโนโลยีใหม่ๆ ที่ช่วยลดต้นทุนการผลิตลง จะทำให้ผู้เล่นรายอื่นเลือกลงทุนเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และเกิดประโยชน์ร่วมกันจำกัด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Spreads ที่ต่ำกว่าคาด และ/หรือ การควบคุมต้นทุนที่ต่ำกว่าคาดเป็นปัจจัยหลักที่ก่อให้เกิด upside risk ต่อประมาณการของเรา
- ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้สเปรด MTBE และ MEG ลดลง ซึ่งเป็น upsideside risk ต่อประมาณการของเรา
- การเข้าซื้อกิจการล่าสุดที่รวดเร็วกว่าที่คาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการหนึ่ง

Source: Thanachart

IVL เป็นผู้ผลิต PET รายใหญ่ที่สุดในโลก ในฐานะบริษัทปิโตรเคมี IVL ปล่องก๊าซเรือนกระจกในปริมาณที่มีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม คะแนน ESG ของ IVL อยู่ที่ 3.04 ซึ่งเท่ากับค่าเฉลี่ยของกลุ่ม เราเห็นว่าบริษัทมีความมุ่งมั่นอย่างแข็งแกร่งในการบรรลุเป้าหมายด้าน ESG หลายประการ แต่ระดับการใช้พลังงานที่สูงของบริษัทเป็นปัจจัยที่หักล้างคะแนนดังกล่าว



	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)
IVL	YES	AAA	YES	-	58.73	72.74	81.00	45.0	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 - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราประเมินคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ IVL ที่ 2.95 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 เล็กน้อย เนื่องจากความมุ่งมั่นที่แข็งแกร่งในการลดการปล่อยคาร์บอน - ในปี 2024 การปล่อยก๊าซเรือนกระจก Scope 1 และ 2 ของ IVL รวมอยู่ที่ 9.6 ล้านตัน CO₂ เทียบเท่า ซึ่งใกล้เคียงกับปี 2023 โดยความเข้มข้นการปล่อยก๊าซ (emissions intensity) ดีขึ้นเป็น 0.5855 ตัน CO₂ เทียบเท่าต่อหนึ่งตันการผลิต ลดลง 4.49% เมื่อเทียบกับเป้าหมายปี 2025 สะท้อนถึงประสิทธิภาพที่ดีขึ้น - IVL ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 10% ภายในปี 2025 และ 30% ภายในปี 2030 โดยใช้ปี 2020 เป็นฐานอ้างอิง เพื่อบรรลุเป้าหมายนี้ บริษัทฯ ได้ดำเนินโครงการและร่วมมือหลากหลายทางด้านการลดคาร์บอนและส่งเสริมนวัตกรรม - พลังงานทดแทนเป็นหนึ่งในจุดสนใจหลัก โดยตั้งเป้าหมายใช้พลังงานหมุนเวียน 10% ของการใช้พลังงานทั้งหมดภายในปี 2025 และ 25% ภายในปี 2030 ในปี 2024 พลังงานไฟฟ้าจากพลังงานทดแทนคิดเป็น 2.2% ของการใช้ทั้งหมด นอกจากนี้ IVL ยังพัฒนาการใช้เชื้อเพลิงอย่างต่อเนื่อง โดยมีกำลังการรับวัตถุดิบรีไซเคิล ถึง 852,581 ตัน ใกล้เคียงเป้าหมายปี 2030 ที่ 1.5 ล้านตัน ความก้าวหน้าที่สำคัญมาจากทีมงานในเยอรมนีที่ผลิตโพลีเมอร์ที่มีสัดส่วนวัสดุรีไซเคิล PCR ถึง 30% จากขวด PET สี
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ IVL ที่ 3.30 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 เล็กน้อย - โครงการ Future Leaders Program ของ IVL ซึ่งเริ่มในปี 2023 เร่งพัฒนาผู้นำรุ่นใหม่ และได้รับ Gold Award 2024 บริษัทยังมีคะแนนการมีส่วนร่วมของพนักงานที่แข็งแกร่ง โดยมีอัตราการมีส่วนร่วม 73.91% และชั่วโมงฝึกอบรมรวมกว่า 597,000 ชั่วโมงเฉลี่ย 23.11 ชั่วโมงต่อพนักงานหนึ่งคน - ในปี 2024 IVL ลงทุน US\$2.2m ในกิจกรรมเพื่อสังคมทั่วโลก บริษัทให้ความรู้เกี่ยวกับการรีไซเคิลแก่ประชาชนกว่า 1.1 ล้านคน สนับสนุนชุมชนกว่า 141,000 คนผ่านโครงการต่างๆ และเก็บขวด PET ได้ 120 ตัน ด้วยกิจกรรม CSR จำนวน 527 ครั้ง ชั่วโมงอาสาสมัคร 8,843 ชั่วโมง และพนักงานที่มีส่วนร่วมมากกว่า 1,100 คน IVL ยังคงสร้างผลกระทบทางสังคมและสิ่งแวดล้อมอย่างยั่งยืน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ IVL ที่ 2.95 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.1 เนื่องจากโครงสร้างคณะกรรมการ - IVL มีกรรมการบริษัท 12 คน ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตธุรกิจของบริษัทฯ ในจำนวน 12 คน 5 คน เป็นกรรมการอิสระ แต่อย่างไรก็ตามมีสมาชิก 5 คน รวมทั้งประธาน อยู่ในครอบครัวของเจ้าของ - เนื่องจากเป็นธุรกิจครอบครัว จึงมีการทำธุรกรรมระหว่างบริษัทในเครือ IVL มีความโปร่งใสในการกำหนดราคาการซื้อขายที่เกี่ยวข้องกันให้เป็นไปตามตลาด - IVL เติบโตมากกว่าปกติของธุรกิจผ่านการเข้าซื้อกิจการหลายครั้ง และงบดุลของบริษัทอาจสร้างความกังวลได้ อย่างไรก็ตาม เมื่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมอ่อนแอลง บริษัทฯ จึงมุ่งเน้นไปที่การลดค่าใช้จ่ายด้านการลงทุนและการลดหนี้

Sources: Company note, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	550,877	542,430	398,254	371,277	376,427
Cost of sales	469,977	465,814	331,299	305,324	308,969
Gross profit	80,900	76,617	66,955	65,953	67,458
% gross margin	14.7%	14.1%	16.8%	17.8%	17.9%
Selling & administration expenses	63,661	52,729	45,825	42,721	43,313
Operating profit	17,239	23,888	21,130	23,233	24,145
% operating margin	3.1%	4.4%	5.3%	6.3%	6.4%
Depreciation & amortization	28,183	28,034	25,759	25,238	25,117
EBITDA	45,421	51,923	46,890	48,471	49,262
% EBITDA margin	8.2%	9.6%	11.8%	13.1%	13.1%
Non-operating income	(1,038)	(275)	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(14,426)	(16,229)	(15,799)	(15,283)	(14,907)
Pre-tax profit	1,775	7,384	5,332	7,950	9,238
Income tax	(462)	2,203	1,020	1,664	1,922
After-tax profit	2,237	5,181	4,312	6,285	7,316
% net margin	0.4%	1.0%	1.1%	1.7%	1.9%
Shares in affiliates' Earnings	7	317	0	371	371
Minority interests	122	666	618	618	618
Extraordinary items	(13,164)	(25,425)	0	0	0
NET PROFIT	(10,798)	(19,262)	4,929	7,274	8,305
Normalized profit	2,366	6,163	4,929	7,274	8,305
EPS (Bt)	(2.1)	(3.4)	0.7	1.1	1.3
Normalized EPS (Bt)	0.3	1.1	0.7	1.1	1.3

Despite closing loss making asset, we expect lower profit in 2025F.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	189,354	184,116	138,260	129,446	130,867
Cash & cash equivalent	19,757	18,039	18,543	18,543	18,543
Account receivables	51,114	53,085	38,975	36,335	36,839
Inventories	96,657	92,855	66,041	60,863	61,590
Others	21,827	20,137	14,700	13,705	13,895
Investments & loans	4,436	4,065	4,065	4,065	4,065
Net fixed assets	312,393	271,124	262,365	254,126	246,009
Other assets	83,949	82,246	72,377	70,530	70,883
Total assets	590,132	541,552	477,067	458,168	451,824
LIABILITIES:					
Current liabilities:	201,347	192,738	140,358	144,832	151,279
Account payables	101,935	93,116	66,227	61,034	61,763
Bank overdraft & ST loans	28,419	42,193	36,762	34,580	32,778
Current LT debt	38,536	28,916	17,500	31,500	38,500
Others current liabilities	32,457	28,512	19,869	17,718	18,238
Total LT debt	173,824	178,870	163,542	138,792	122,919
Others LT liabilities	36,893	31,015	29,160	28,094	28,297
Total liabilities	412,064	402,622	333,060	311,718	302,496
Minority interest	13,706	12,979	12,361	11,743	11,125
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Share premium	60,331	60,331	60,331	60,331	60,331
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	4,661	(10,003)	(5,003)	(5,003)	(5,003)
Retained earnings	93,755	70,008	70,702	73,764	77,260
Shareholders' equity	164,362	125,951	131,645	134,707	138,202
Liabilities & equity	590,132	541,552	477,067	458,168	451,824

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,775	7,384	5,332	7,950	9,238
Tax paid	(795)	(2,282)	(1,416)	(1,752)	(1,902)
Depreciation & amortization	28,183	28,034	25,759	25,238	25,117
Chg In working capital	18,897	(6,989)	14,035	2,626	(502)
Chg In other CA & CL / minorities	10,687	7,602	(2,925)	(696)	682
Cash flow from operations	58,747	33,749	40,784	33,365	32,633
Capex	(19,946)	13,235	(17,000)	(17,000)	(17,000)
Right of use	(2,589)	1,566	0	0	0
ST loans & investments	(92)	1	115	0	0
LT loans & investments	(371)	371	0	0	0
Adj for asset revaluation	(3,386)	(14,639)	5,000	0	0
Chg In other assets & liabilities	(24,273)	(40,690)	8,015	780	(149)
Cash flow from investments	(50,656)	(40,158)	(3,870)	(16,220)	(17,149)
Debt financing	(2,634)	9,200	(32,175)	(12,933)	(10,674)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(7,200)	(3,930)	(4,235)	(4,212)	(4,810)
Warrants & other surplus	(244)	(580)	0	0	0
Cash flow from financing	(10,078)	4,690	(36,410)	(17,145)	(15,484)
Free cash flow	38,801	46,984	23,784	16,365	15,633

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	76.1	20.0	29.8	19.4	16.7
Normalized PE - at target price (x)	62.3	16.4	24.4	15.9	13.7
PE (x)	na	na	29.8	19.4	16.7
PE - at target price (x)	na	na	24.4	15.9	13.7
EV/EBITDA (x)	7.6	6.8	6.9	6.4	6.1
EV/EBITDA - at target price (x)	7.1	6.4	6.4	5.9	5.6
P/BV (x)	0.8	1.0	0.9	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	0.6	0.8	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	2.1	3.7	3.0	3.7	3.8
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	4.2	3.2	2.0	2.6	3.0
FCF Yield (%)	31.4	38.0	19.3	13.2	12.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.3	1.1	0.7	1.1	1.3
EPS	(2.1)	(3.4)	0.7	1.1	1.3
DPS	0.9	0.7	0.4	0.6	0.7
BV/share	29.3	22.4	23.4	24.0	24.6
CFO/share	10.5	6.0	7.3	5.9	5.8
FCF/share	6.9	8.4	4.2	2.9	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see IVL's 0.9x 2025F
P/BV as expensive given
lower ROE of 4%.*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.0)	(1.5)	(26.6)	(6.8)	1.4
Net profit (%)	na	na	na	47.6	14.2
EPS (%)	na	na	na	53.7	16.2
Normalized profit (%)	(93.1)	160.4	(20.0)	47.6	14.2
Normalized EPS (%)	(95.1)	279.8	(32.9)	53.7	16.2
Dividend payout ratio (%)	(45.0)	(20.4)	60.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	14.7	14.1	16.8	17.8	17.9
Operating margin (%)	3.1	4.4	5.3	6.3	6.4
EBITDA margin (%)	8.2	9.6	11.8	13.1	13.1
Net margin (%)	0.4	1.0	1.1	1.7	1.9
D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.8	1.5	1.4	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.7	1.4	1.3	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	1.2	1.5	1.3	1.5	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	3.1	3.2	3.0	3.2	3.3
ROA - using norm profit (%)	0.4	1.1	1.0	1.6	1.8
ROE - using norm profit (%)	1.4	4.2	3.8	5.5	6.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.3	3.6	3.3	4.7	5.4
- asset turnover (x)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	2.9	4.4	5.3	6.3	6.4
- leverage (x)	3.5	3.9	4.0	3.5	3.3
- interest burden (%)	11.0	31.3	25.2	34.2	38.3
- tax burden (%)	126.0	70.2	80.9	79.1	79.2
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	5.3	4.3	4.8	5.6	6.0
NOPAT (Bt m)	21,724	16,760	17,088	18,369	19,122
invested capital (Bt m)	385,384	357,891	330,906	321,035	313,856

Sources: Company data, Thanachart estimates

Leverage is trending
down with lower capex

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 37.00

(From: Bt 35.00)

18 JULY 2025

Upside : 17.5%

PTT Public Co Ltd (PTT TB)

จ่ายปันผลสม่ำเสมอ

เรามองว่า PTT จะยังคงจ่ายปันผลที่ 2.1 บาท/หุ้น หรืออัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.7% ในปี 2025-26F และเรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” เงินปันผลได้แรงหนุนจากธุรกิจก๊าซที่เป็นแหล่งรายได้หลักของ PTT กระแสเงินสดจำนวนมากของ PTTEP และเงินปันผลจ่ายจากบริษัทในเครือ



YUPAPAN POLPORNPRASSERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ให้อัตราผลตอบแทนที่สูงและสม่ำเสมอ; แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี” วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTT ราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F ที่ 37 บาท (จาก 35 บาท) เนื่องจาก 1) PTT และบริษัทย่อยหลักอย่าง PTTEP และ OR เป็นแหล่งรายได้หลัก (cash cows) ที่สามารถหนุนเงินปันผลจ่ายที่มั่นคงที่ 2.1 บาท/หุ้น หรืออัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.7% ต่อปี แม้ในช่วงที่ธุรกิจขบเซา 2) ธุรกิจก๊าซของ PTT ซึ่งคิดเป็น 17% ของ EBITDA ปี 2024 มีลักษณะที่ค่อนข้างมั่นคง ส่งผลให้ PTT มีกระแสเงินสดและกำไรที่แข็งแกร่งมากกว่าบริษัทในเครือ 3) เราปรับประมาณการกำไรปกติขึ้น 6-7% ในปี 2025-27F เพื่อสะท้อนสมมติฐานราคาน้ำมัน (ผ่าน PTTEP) และค่าการกลั่น (ผ่านบริษัทร่วมในกลุ่มโรงกลั่น) ที่สูงขึ้น ทั้งนี้ เรายังไม่รวมแผนการปรับโครงสร้างกลุ่มของ PTT ที่คาดว่าจะเพิ่ม EBITDA ได้ถึง 2.4 หมื่นลบ. หรือประมาณ 6% ของ EBITDA ภายในปี 2029F

ไม่มีความเสี่ยงเพิ่มเติมจากการอุดหนุนอัตราค่าไฟฟ้า

ตั้งแต่ปีที่ผ่านมา PTT รับภาระในการอุดหนุนค่าไฟฟ้าผ่านราคา single gas ซึ่งส่งผลให้อัตรากำไรของธุรกิจโรงแยกก๊าซ (GSP) ลดลง EBITDA ของ GSP ลดลงจาก 2.1 หมื่นลบ. ในปี 2023 เหลือ 8.0 พันลบ. ในปี 2024 ภายใต้โครงสร้างราคาก๊าซใหม่ GSP คาดว่าจะมีผลตอบแทนที่เท่ากับต้นทุนของทุน (WACC) เท่านั้น ดังนั้น เราไม่คาดว่าจะมีความเสี่ยงเพิ่มเติมต่อ EBITDA ของธุรกิจนี้

กระแสเงินสดแข็งแกร่งหนุนการจ่ายเงินปันผล

ธุรกิจก๊าซของ PTT ซึ่งรวมถึงโรงแยกก๊าซ, ระบบท่อส่งก๊าซ, ท่าเทียบเรือ LNG และธุรกิจจำหน่ายและค้าก๊าซ สร้าง EBITDA รายปีละ 6.5 หมื่นลบ. ส่วนรายได้จากเงินปันผลของ PTT ที่ได้รับจากบริษัทลูกที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ คาดว่าจะอยู่ที่ราว 2.9 หมื่นลบ. ต่อปี เงินสดในมือของ PTT (เฉพาะส่วนที่ไม่รวมงบกับบริษัทลูก) ณ 1Q25 อยู่ที่ราว 1.23 หมื่นลบ. ดังนั้นเราจึงเชื่อว่า PTT สามารถรักษาการจ่ายเงินปันผลที่ระดับ 2.1 บาทต่อหุ้นไว้ได้ ซึ่งเท่ากับการจ่ายเงินปันผลรวมราว 5.7 หมื่นลบ. ต่อปี อัตราส่วนหนี้สุทธิต่อทุนของ PTT อยู่ที่เพียง 0.4 เท่า ในปี 2025F

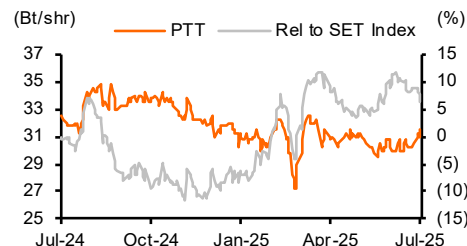
ชะลอแผนการขยายธุรกิจ

จากแนวโน้มอุตสาหกรรมพลังงานที่ยังอ่อนแอ PTT จึงอยู่ในช่วงชะลอแผนการขยายธุรกิจ แผนธุรกิจบางส่วน ได้แก่ 1) การขายสินทรัพย์เพื่อนำเงินกลับเข้าบริษัทมูลค่า 8.0 พันลบ. ในปี 2025 2) โครงการ Mission X เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานเพื่อเพิ่ม EBITDA ที่ 1.0 หมื่นลบ. ภายในปี 2027 3) การสร้างประโยชน์จากการทำงานร่วมกันในกลุ่ม (group synergy) มูลค่า 3.0 พันลบ. ภายในปี 2028 และ 4) การเปลี่ยนผ่านสู่ระบบดิจิทัล (digital transformation) เพื่อลดต้นทุนได้ 1.1 หมื่นลบ. ต่อปี ภายในปี 2029 โดยประมาณการของเรา ณ ปัจจุบัน รวมเพียงรายการการขายสินทรัพย์ 8.0 พันลบ. ในปีนี้ เท่านั้น ส่วนแผนอื่นๆ ถือเป็นโอกาสในการเติบโตเพิ่มเติม (upside potential)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	3,090,453	3,043,323	2,997,169	2,994,893
Net profit	90,072	91,948	86,316	87,150
Consensus NP	—	97,144	101,547	100,207
Diff frm cons (%)	—	(5.3)	(15.0)	(13.0)
Norm profit	91,682	83,948	86,316	87,150
Prev. Norm profit	—	85,462	80,784	80,966
Chg frm prev (%)	—	(1.8)	6.8	7.6
Norm EPS (Bt)	3.2	2.9	3.0	3.1
Norm EPS grw (%)	(8.0)	(8.4)	2.8	1.0
Norm PE (x)	9.8	10.7	10.4	10.3
EV/EBITDA (x)	4.0	4.1	3.7	3.2
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7
Div yield (%)	6.7	6.7	6.7	6.7
ROE (%)	8.1	7.3	7.4	7.3
Net D/E (%)	33.3	36.3	30.3	22.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jul-25 (Bt)	31.50
Market Cap (US\$ m)	27,656.9
Listed Shares (m shares)	28,563.0
Free Float (%)	48.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	40.3
12M Price H/L (Bt)	34.75/27.25
Sector	Energy
Major Shareholder	Ministry of Finance 51.11%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P53

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-derived SOTP-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	61,810	59,420	57,390	57,078	57,152	65,778	64,658	63,563	62,490	61,438	60,405	59,639	
Free cash flow	42,921	53,204	54,088	55,376	54,413	62,209	62,834	61,791	60,815	59,867	58,952	58,209	862,985
PV of free cash flow	42,804	44,890	41,914	39,403	35,560	37,339	34,639	31,278	28,273	25,563	23,119	20,961	310,759
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	8.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	673,698												
Net debt	139,038												
Minority interest	0												
Equity value	534,659												
# of shares (m)	28,563												
Equity value/sh (Bt)	18.70												

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Gas and other core operation	534,659	18.7	46%	DCF
Oil & retail	103,500	3.6	9%	EV/EBITDA
Upstream	322,561	11.3	28%	DCF
Refining & chemical	78,997	2.8	7%	DCF
Power	19,113	0.7	2%	DCF
Other investments	48,000	1.7	4%	Earnings multiples
Total equity value		40.9	100%	SOTP
Holding discount		10%		
Target price		37.0		

Sources: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทน้ำมันครบวงจร และมีหุ้นขนาดใหญ่ที่สุดในตลาดไทย ภาครัฐถือหุ้นใน PTT ทั้งโดยตรง และโดยอ้อม 66% ธุรกิจของ PTT สามารถแบ่งออกได้เป็น 7 กลุ่ม ได้แก่ 1) E&P ซึ่งดำเนินธุรกิจโดยบริษัทย่อย PTTEP ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65% 2) ปิโตรเคมี ซึ่งดำเนินธุรกิจโดย PTTGC 3) โรงกลั่น ซึ่งมีบริษัทในเครือซึ่งจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ TOP และ IRPC 4) ธุรกิจการตลาดน้ำมันผ่าน PTTOR ที่ถือหุ้น 75% 5) ธุรกิจไฟฟ้าผ่านการถือหุ้น GPSC ในสัดส่วน 43%; 6) ธุรกิจท่อส่งก๊าซ และ GSP ที่ดำเนินการโดย PTT บริษัทแม่ และ 7) การค้าถ่านหินและการค้าระหว่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้จัดจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทยที่ดำเนินธุรกิจท่อส่งก๊าซ และโรงแยกก๊าซของประเทศไทย
- ธุรกิจครบวงจร : upstream E&P ผลิตก๊าซ ปิโตรเคมี โรงกลั่น และค้าปลีก

O — Opportunity

- กระแสเงินสดอิสระที่แข็งแกร่งทำให้สามารถขยายตัวไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่ และต่างประเทศ
- ทำ M&As ภายในกลุ่ม หรือ ทำ M&As ในต่างประเทศ เพื่อทำให้โครงสร้างธุรกิจแข็งแกร่ง

CONSENSUS COMPARISON

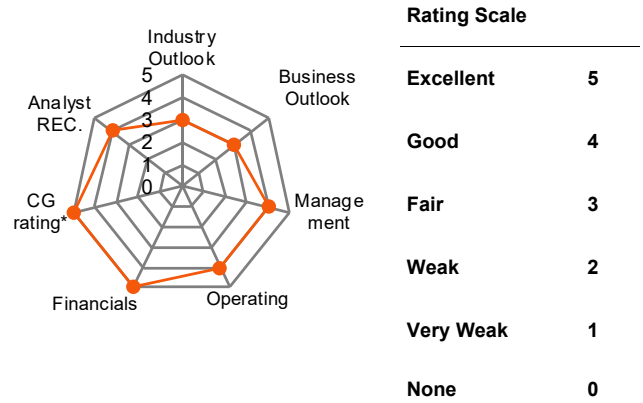
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	33.55	37.00	10%
Net profit 25F (Bt m)	97,144	91,948	-5%
Net profit 26F (Bt m)	101,547	86,316	-15%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 10	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการผลกำไรของเราในปี 2025F ต่ำกว่าของตลาด 5% เนื่องจากสมมติฐานกำไรจากบริษัทย่อยที่ลดลง
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด 10% เนื่องจากเราลดการให้ส่วนลดบริษัทโฮลดิ้งเพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายที่ลดลง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- PTT พึ่งพาตลาดประเทศไทยเป็นอย่างมาก ซึ่งมีโอกาสเติบโตจำกัดสำหรับธุรกิจ O&G เดิม
- PTT ด้วยเป็นองค์กรของรัฐ จึงถูกควบคุมอย่างมาก และบริษัทฯ อาจต้องให้ดำเนินการเพื่อชาติ เช่น ให้การอุดหนุนราคาพลังงาน

T — Threat

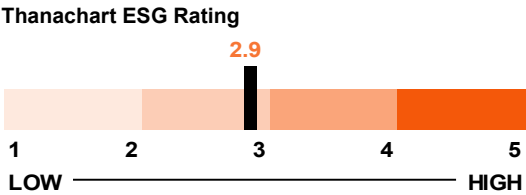
- รัฐบาลจะอนุญาตให้บุคคลที่สามนำเข้า LNG และอาจส่งผลกระทบต่อความเป็นตัวแทนจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวของ PTT
- ปริมาณสำรองก๊าซในประเทศหมดลง ซึ่งอาจเป็นภัยคุกคามต่อกำไรของโรงแยกก๊าซ
- การลงทุนที่อาจนำไปสู่การทำลายมูลค่า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าสมมติฐานของเราจะเป็น downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา
- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้เกิดการดำเนินมาตรการกำกับดูแลที่ไม่พึงประสงค์
- มี downside risk อีกประการจากค่าการกลั่นและเคมีคอลสเปรตที่ต่ำกว่าคาด

Source: Thanachart

PTT บริษัทพลังงานแห่งชาติของไทย มีคะแนน ESG อยู่ที่ 2.88 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.95 เล็กน้อย สาเหตุหลักมาจากการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในระดับสูง เราคาดว่าคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ PTT จะดีขึ้นเมื่อบริษัทขับเคลื่อนความพยายามในการลดการปล่อยก๊าซและส่งเสริมความยั่งยืน PTT ยังเป็นผู้สนับสนุนหลักของเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนและการปล่อยก๊าซสุทธิเป็นศูนย์ของประเทศไทย



	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)
PTT	YES	AAA	YES	AA	77.89	77.43	81.00	44.0	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 - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราประเมินคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ PTT ที่ 2.75 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 เนื่องจากการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับสูง - ในปี 2024 PTT ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่ารวม 11.1 ล้านตัน และในกลุ่มบริษัท PTT ปล่อยรวม 41.5 ล้านตัน ซึ่งเป็นปริมาณสูงสุดในกลุ่มอุตสาหกรรมพลังงาน ปริมาณที่สูงนี้เป็นผลจากขนาดของบริษัท แต่หากพิจารณาในเชิงธุรกิจของ PTT จะเห็นภาพที่ชัดเจนกว่า - PTT ตั้งเป้าลดการปล่อยคาร์บอนลง 15% ในปี 2020 ถึง 2030 และคาดว่าจะบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 - PTT ได้จัดตั้งคณะทำงาน PTT Group Net Zero Task Force (G-NET) ซึ่งประกอบด้วยผู้บริหารระดับสูงจากบริษัทต่างๆ ในกลุ่ม PTT คณะทำงานนี้มีหน้าที่กำหนดเป้าหมายและเน้นการจัดการโครงการสำคัญต่างๆ ที่มุ่งลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกหรือเพิ่มการกำจัดและกักเก็บคาร์บอนไดออกไซด์อย่างมีนัยสำคัญ ความพยายามเหล่านี้สอดคล้องกับบริบททางธุรกิจของกลุ่ม PTT เช่น การจับและกักเก็บคาร์บอน (CCS) การจับและใช้ประโยชน์คาร์บอน (CCU) พลังงานทดแทน (RE) พลังงานไฮโดรเจน และการปลูกป่าทดแทน (RF) เพื่อหนุนให้ประเทศไทยบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ PTT ที่ 3.00 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 เล็กน้อย - PTT มีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานรวม (Total Recordable Injuries Rate) สำหรับพนักงานที่ 0.031 และสำหรับผู้รับเหมาเป็น 0 (เมื่อเทียบกับเป้าหมายที่ 0.040 และ 0.048 ตามลำดับ) บริษัทฯ บันทึกอุบัติเหตุรถบรรทุกขนาดใหญ่เป็นศูนย์ต่อการขับขี่ 1,000,000 กิโลเมตร ซึ่งเป็นไปตามเป้าหมาย รักษาดัชนีทุนมนุษย์ (Human Capital Index - HCI) ไว้ที่ 80% ซึ่งตรงตามเป้าหมาย รายงานการบรรจาดเพื่อการกุศลคิดเป็น 19.07% ของงบประมาณการลงทุนเพื่อสังคม ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 30%
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราประเมินคะแนนด้านสังคม (S) ของ PTT ที่ 2.95 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.0 เล็กน้อย - ในฐานะที่เป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ โดยมีรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ในบางครั้ง PTT จึงต้องปฏิบัติหน้าที่ทางสังคมและการกิจเพื่อชาติ - เราเห็นว่า PTT มีขนาดคณะกรรมการที่เหมาะสม จำนวน 14 คน โดยในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระถึง 11 คน - การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินมีมาตรฐานที่สูงมากในมุมมองของเรา อย่างไรก็ตาม มีรายการระหว่างกันหลายบริษัท เนื่องจากการขายวัตถุดิบก๊าซ/น้ำมันให้กับบริษัทย่อย บางครั้งบริษัทฯ ยังให้เงินกู้เพื่อช่วยเหลือบริษัทย่อยอีกด้วย

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	3,144,551	3,090,453	3,043,323	2,997,169	2,994,893
Cost of sales	2,767,102	2,755,320	2,711,641	2,659,559	2,652,837
Gross profit	377,449	335,134	331,682	337,611	342,056
% gross margin	12.0%	10.8%	10.9%	11.3%	11.4%
Selling & administration expenses	148,280	157,194	154,797	152,449	152,334
Operating profit	229,168	177,940	176,885	185,161	189,723
% operating margin	7.3%	5.8%	5.8%	6.2%	6.3%
Depreciation & amortization	173,065	185,918	193,840	204,114	213,411
EBITDA	402,233	363,857	370,725	389,276	403,134
% EBITDA margin	12.8%	11.8%	12.2%	13.0%	13.5%
Non-operating income	50,572	64,769	12,173	11,989	11,980
Non-operating expenses	(13,194)	(6,933)	0	0	0
Interest expense	(45,383)	(46,821)	(39,211)	(40,762)	(40,122)
Pre-tax profit	221,163	188,955	149,847	156,388	161,580
Income tax	81,313	67,210	40,212	39,847	41,145
After-tax profit	139,850	121,745	109,635	116,541	120,435
% net margin	4.4%	3.9%	3.6%	3.9%	4.0%
Shares in affiliates' Earnings	3,013	(6,668)	3,000	3,000	3,000
Minority interests	(43,256)	(23,396)	(28,687)	(33,225)	(36,285)
Extraordinary items	12,418	(1,610)	8,000	0	0
NET PROFIT	112,024	90,072	91,948	86,316	87,150
Normalized profit	99,606	91,682	83,948	86,316	87,150
EPS (Bt)	3.9	3.2	3.2	3.0	3.1
Normalized EPS (Bt)	3.5	3.2	2.9	3.0	3.1

PTT's profit is set to be more resilient than its subsidiaries'

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	1,081,739	1,029,736	1,014,702	1,005,351	1,004,607
Cash & cash equivalent	449,525	451,131	445,000	445,000	445,000
Account receivables	259,813	251,391	247,557	243,803	243,618
Inventories	210,999	187,333	184,363	180,822	180,365
Others	161,401	139,882	137,782	135,726	135,625
Investments & loans	179,265	214,942	214,942	214,942	214,942
Net fixed assets	1,541,209	1,534,658	1,522,459	1,500,666	1,434,265
Other assets	658,249	659,449	788,973	782,724	782,416
Total assets	3,460,462	3,438,784	3,541,076	3,503,682	3,436,229
LIABILITIES:					
Current liabilities:	588,710	569,088	557,524	533,168	508,733
Account payables	243,385	240,193	236,386	231,846	231,260
Bank overdraft & ST loans	103,011	110,921	117,325	108,083	93,619
Current LT debt	97,399	77,281	81,743	75,303	65,226
Others current liabilities	144,915	140,693	122,071	117,937	118,629
Total LT debt	863,303	814,719	861,757	793,871	687,632
Others LT liabilities	383,474	398,100	427,093	422,383	422,150
Total liabilities	1,835,486	1,781,907	1,846,375	1,749,422	1,618,516
Minority interest	503,778	507,225	535,912	569,137	605,422
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	55,858	52,040	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	1,007,566	1,039,838	1,071,803	1,098,137	1,125,305
Shareholders' equity	1,121,198	1,149,652	1,158,789	1,185,123	1,212,290
Liabilities & equity	3,460,462	3,438,784	3,541,076	3,503,682	3,436,229

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	221,163	188,955	149,847	156,388	161,580
Tax paid	(85,895)	(66,302)	(41,295)	(39,913)	(41,329)
Depreciation & amortization	173,065	185,918	193,840	204,114	213,411
Chg In working capital	(16,391)	28,897	2,996	2,755	56
Chg In other CA & CL / minorities	16,159	(11,154)	(14,503)	988	3,978
Cash flow from operations	308,100	326,315	290,884	324,333	337,696
Capex	(214,945)	(179,366)	(181,642)	(182,321)	(147,010)
Right of use	7,954	(379)	0	0	0
ST loans & investments	(43)	10	0	0	0
LT loans & investments	(6,205)	(35,677)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	49,150	(2,122)	(90,466)	1,538	76
Cash flow from investments	(164,088)	(217,534)	(272,108)	(180,783)	(146,934)
Debt financing	(3,724)	(45,558)	57,904	(83,568)	(130,780)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(62,368)	(82,234)	(59,982)	(59,982)	(59,982)
Warrants & other surplus	18,951	20,616	(22,829)	0	0
Cash flow from financing	(47,141)	(107,176)	(24,907)	(143,551)	(190,762)
Free cash flow	93,155	146,948	109,243	142,012	190,686

*PTT's capex is mainly
driven by subsidiaries*

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	9.0	9.8	10.7	10.4	10.3
Normalized PE - at target price (x)	10.6	11.5	12.6	12.2	12.1
PE (x)	8.0	10.0	9.8	10.4	10.3
PE - at target price (x)	9.4	11.7	11.5	12.2	12.1
EV/EBITDA (x)	3.8	4.0	4.1	3.7	3.2
EV/EBITDA - at target price (x)	4.2	4.4	4.5	4.1	3.6
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
P/CFO (x)	2.9	2.8	3.1	2.8	2.7
Price/sales (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	6.3	6.7	6.7	6.7	6.7
FCF Yield (%)	10.4	16.3	12.1	15.8	21.2
(Bt)					
Normalized EPS	3.5	3.2	2.9	3.0	3.1
EPS	3.9	3.2	3.2	3.0	3.1
DPS	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
BV/share	39.3	40.2	40.6	41.5	42.4
CFO/share	10.8	11.4	10.2	11.4	11.8
FCF/share	3.3	5.1	3.8	5.0	6.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(6.6)	(1.7)	(1.5)	(1.5)	(0.1)
Net profit (%)	22.9	(19.6)	2.1	(6.1)	1.0
EPS (%)	22.9	(19.6)	2.1	(6.1)	1.0
Normalized profit (%)	(8.5)	(8.0)	(8.4)	2.8	1.0
Normalized EPS (%)	(8.5)	(8.0)	(8.4)	2.8	1.0
Dividend payout ratio (%)	51.0	66.6	65.2	69.5	68.8
Operating performance					
Gross margin (%)	12.0	10.8	10.9	11.3	11.4
Operating margin (%)	7.3	5.8	5.8	6.2	6.3
EBITDA margin (%)	12.8	11.8	12.2	13.0	13.5
Net margin (%)	4.4	3.9	3.6	3.9	4.0
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	5.0	3.8	4.5	4.5	4.7
Interest coverage - EBITDA (x)	8.9	7.8	9.5	9.6	10.0
ROA - using norm profit (%)	2.9	2.7	2.4	2.5	2.5
ROE - using norm profit (%)	9.2	8.1	7.3	7.4	7.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	12.9	10.7	9.5	9.9	10.0
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	8.5	7.6	6.2	6.6	6.7
- leverage (x)	3.2	3.0	3.0	3.0	2.9
- interest burden (%)	83.0	80.1	79.3	79.3	80.1
- tax burden (%)	63.2	64.4	73.2	74.5	74.5
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	8.1	6.6	7.6	7.8	8.2
NOPAT (Bt m)	144,912	114,648	129,417	137,983	141,411
invested capital (Bt m)	1,735,386	1,701,443	1,774,614	1,717,379	1,613,767

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect steady ROE
with resilient profit*

SELL (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 18.00

(From: Bt 16.00)

18 JULY 2025

Downside : 18.9%

PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

ไม่ถูกอย่างที่เห็น

PTTGC ยังคงเผชิญกับแรงกดดันจากภาวะถดถอยของอุตสาหกรรมและแนวโน้มโครงสร้างที่เงินกำลังพึ่งพาตนเองมากขึ้น หลังจากราคาหุ้นฟื้นตัวในช่วงสี่เดือนที่ผ่านมา และมีแนวโน้มขาดทุนในปีนี้ เราจึงปรับลดคำแนะนำเป็น "ขาย" จาก ถือ



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย

บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี" วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เราปรับคำแนะนำ PTTGC ลงจาก ถือ เป็น "ขาย" และปรับราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F ขึ้นเป็น 18 บาท (จาก 16 บาท) แม้การปรับลดกำไรลงจะมีสาเหตุหลักจาก aromatic spread ที่อ่อนตัว และกำไรจาก Allnex ที่ลดลง แต่เราปรับราคาเป้าหมายขึ้น เพราะลดสมมติฐานค่าใช้จ่ายลงทุนลง 1) อุตสาหกรรมปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงถดถอยตามวัฏจักรจากการมีอุปทานจำนวนมากถึงปี 2028F 2) อุตสาหกรรมกำลังเปลี่ยนโครงสร้าง โดยเงินเริ่มพึ่งพาตนเองมากขึ้น และกลายเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำกว่า 3) แม้มีสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างอิสราเอล-อิหร่าน แต่สมมติฐานราคาน้ำมันของเรานั้นต่ำกว่า US\$70/65/65/bbl ในปี 2025-27F ซึ่งราคาน้ำมันต่ำส่งผลต่ออัตรากำไรของปิโตรเคมีของ PTTGC 4) เราคาดว่าบริษัท จะยังคงขาดทุนในปีนี้ และมีกำไรเพียงเล็กน้อยในปีหน้า และ 5) PTTGC นั้นแพง ที่ P/Adjusted BV ที่ 0.8 เท่า

อุตสาหกรรมปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงขาลง

อุตสาหกรรมปิโตรเคมีกำลังอยู่ในช่วงขาลงตามวัฏจักรและเชิงโครงสร้าง โดยตามวัฏจักร อุปทานที่มีจำนวนมากคาดว่าจะยืดเยื้อไปจนถึงปี 2028F (Exhibit 1) ขณะเดียวกัน การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกก็ไม่ส่งผลดีต่ออุปสงค์ ในเชิงโครงสร้าง จีนซึ่งเป็นผู้บริโภคหลักกำลังพึ่งพาตนเองมากขึ้น และด้วยขนาดธุรกิจที่ใหญ่กว่า จีนจึงกลายเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำ PTTGC มีการผลิตทั้งในสายโพลีเอทิลีนและอะโรมาติกส์ ซึ่งทั้งสองสายผลิตภัณฑ์ต่างก็อยู่ในช่วงวัฏจักรที่อ่อนแอ Exhibit 4 แสดงให้เห็นว่า สเปกตรัมของผลิตภัณฑ์ทั้งสองสายยังคงอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง

เปลี่ยนทิศทางนโยบาย

เนื่องจากอุตสาหกรรมที่อ่อนแอ PTTGC จึงหันมาให้ความสำคัญกับธุรกิจที่มีอยู่เดิม มากกว่าการแสวงหาโอกาสลงทุนใหม่ๆ บริษัท ได้ตัดสินใจยุติการดำเนินงานและบันทึกด้อยค่าสินทรัพย์โครงการ PTT Asahi และ Vencorex รวม 2.2 หมื่นลบ. ในปี 2024 นอกจากนี้ บริษัท ยังตั้งเป้าสร้างรายได้จากสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักมูลค่ารวม 3.0 หมื่นลบ. ในปีนี้ หากแผนดังกล่าวเป็นไปตามเป้า เราคาดว่าจะช่วยลดภาระดอกเบี้ยได้ราว 1.2 พันลบ. ต่อปี โดยอิงอัตราดอกเบี้ยที่ 4% ทั้งนี้ เราได้สะท้อนสมมติฐานอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงไว้ในประมาณการแล้ว

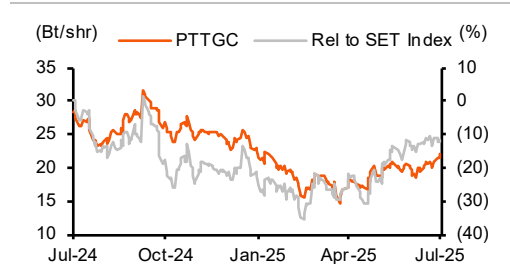
มูลค่าไม่ถูกอย่างที่เห็น

เราคาดว่า PTTGC จะขาดทุน 8 พันลบ. ในปีนี้ เนื่องจากการขาดทุนในธุรกิจอะโรมาติกส์ และกำไรจากโพลีเอทิลีน และ Allnex ที่อ่อนแอ เราคาดว่า จะมีการไถ่ถอนน้อยที่ 2.9/6.7 พันลบ. ในปี 2026-27F เทียบกับฐานวัฏจักรเดิมที่ 11 พันลบ. ในปี 2019 ซึ่งทำให้ ROE ต่ำมาก แม้ในปี 2027F ที่เพียง 1.5% ซึ่งสะท้อนว่าที่ P/BV ที่ 0.4 เท่าในปัจจุบันนั้นสมเหตุสมผลแล้ว หากพิจารณา P/Adjusted BV หากไม่รวมสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและค่าความนิยมมูลค่า 1.27 แสนลบ. ใน 1Q25 P/Adjusted BV จะเพิ่มขึ้นเป็น 0.8 เท่า โดยสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และค่านิยม ดังกล่าวหลักๆ มาจากการเข้าซื้อกิจการ Allnex ที่มีมูลค่าสูงดังนั้น เราจึงมองว่าหุ้นนี้ไม่ถือว่าถูก เมื่อเทียบกับ adjusted ROE ที่ -6% ถึง 4% ในปี 2025-27F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	604,044	576,919	543,473	543,473
Net profit	(29,810)	(8,200)	2,913	6,732
Consensus NP	—	3,072	7,601	8,927
Diff frm cons (%)	—	na	(61.7)	(24.6)
Norm profit	(10,336)	(6,434)	3,907	6,732
Prev. Norm profit	—	(1,887)	4,600	7,883
Chg frm prev (%)	—	na	(15.1)	(14.6)
Norm EPS (Bt)	(2.3)	(1.4)	0.9	1.5
Norm EPS grw (%)	na	na	na	72.3
Norm PE (x)	na	na	25.6	14.9
EV/EBITDA (x)	11.6	13.7	8.9	7.5
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4
Div yield (%)	2.3	2.3	2.3	2.3
ROE (%)	na	na	1.5	2.6
Net D/E (%)	73.0	75.6	70.9	64.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

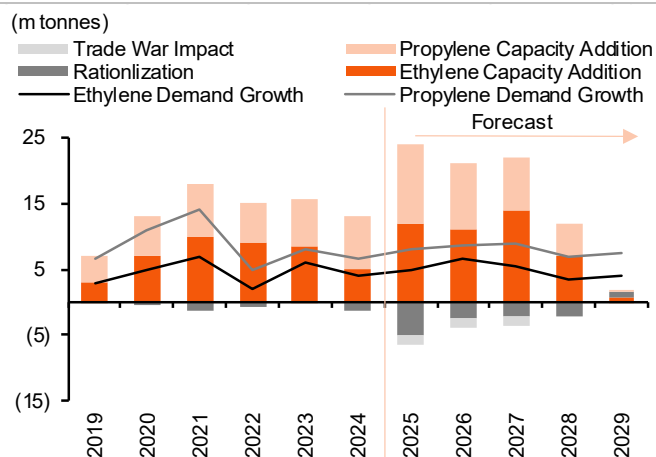
Price as of 17-Jul-25 (Bt)	22.20
Market Cap (US\$ m)	3,076.9
Listed Shares (m shares)	4,508.8
Free Float (%)	51.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	18.3
12M Price H/L (Bt)	31.75/14.70
Sector	PETRO
Major Shareholder	PTT Pcl 45.18%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

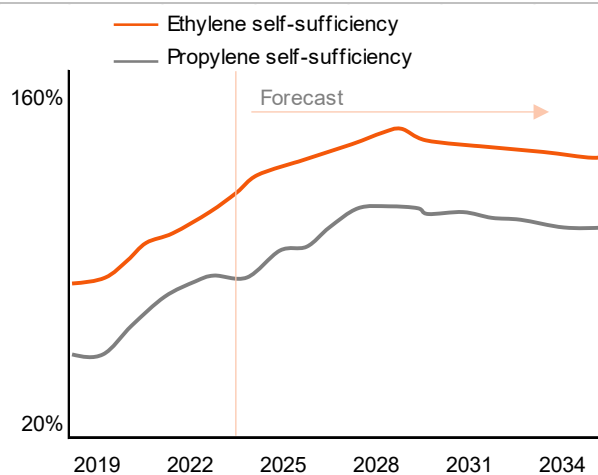
ESG Summary Report P61

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

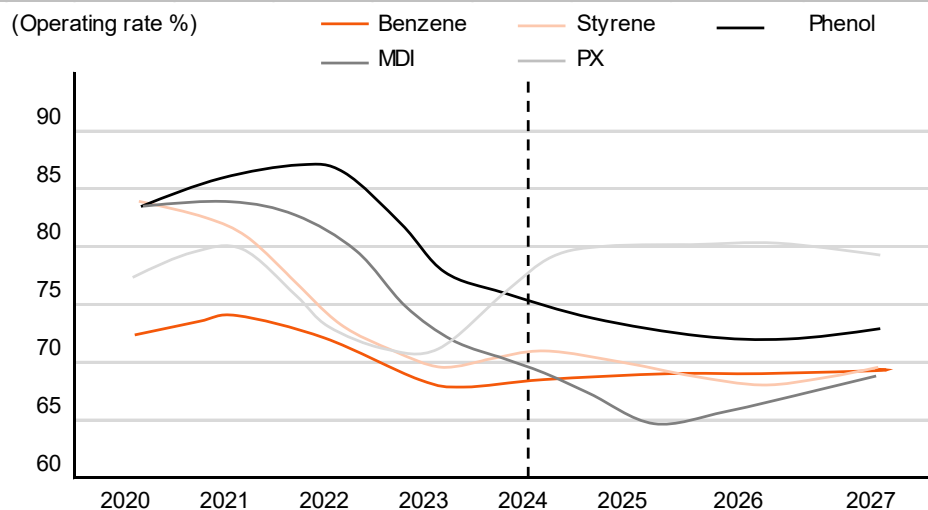
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Ethylene Capacity Growth Vs. Demand Growth

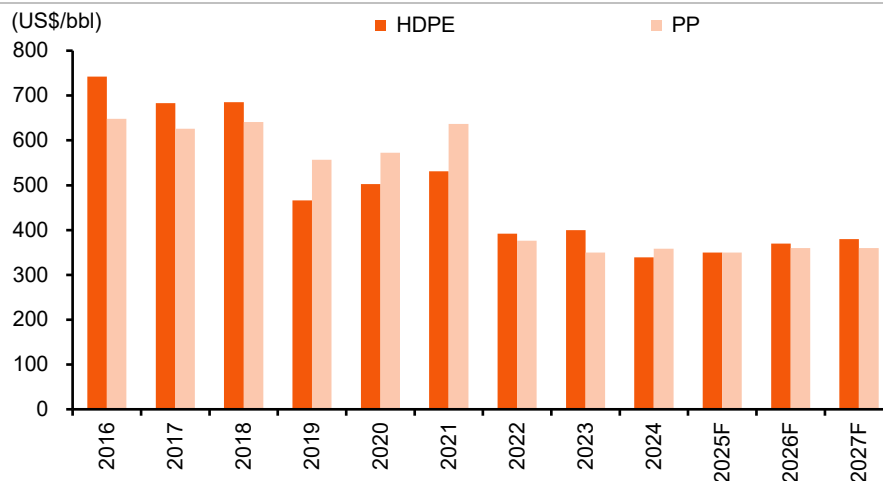
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Mainland China's Self-Sufficiency

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Global Operating Rate

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Petrochemical Trough Prolong

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Revisions

	2022	2023	2,024	2025F	2026F	2027F
Reported profit (Bt m)						
- New	(8,752)	999	(29,810)	(8,200)	2,913	6,732
- Old				(4,869)	3,606	7,883
- Change (%)				na	(19.2)	(14.6)
Normalized profit (Bt m)						
- New	17,381	(2,753)	(10,336)	(6,434)	3,907	6,732
- Old				(1,887)	4,600	7,883
- Change (%)				na	(15.1)	(14.6)
Market GRM (US\$/bbl)						
- New	12.0	12.7	4.7	4.7	5.4	5.7
- Old				3.8	4.3	4.4
- Change (%)				24.4	26.7	31.5
Px-Naphtha (US\$/tonne)						
- New	243	274	302	240	260	280
- Old				302	322	342
- Change (%)				(20.5)	(19.3)	(18.1)
HDPE-Naphtha (US\$/tonne)						
- New	392	386	340	350	370	380
- Old				350	370	380
- Change (%)				0.0	0.0	0.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 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 & equity income	21,683	32,340	36,599	36,887	36,439	35,189	34,806	34,806	34,806	34,806	34,806	34,806	
Free cash flow	9,673	20,892	22,753	23,852	22,861	24,060	23,908	24,058	24,207	20,871	24,535	24,684	345,299
PV of free cash flow	9,647	17,843	17,956	17,390	15,401	14,978	13,753	12,785	11,887	9,470	10,287	9,562	133,757
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value - add investments	285,069												
Net debt	196,079												
Minority interest	6,962												
Equity value	82,027												
# of shares (m)	4,509												
Equity value / share	18.0												

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

PTTGC เป็นบริษัทปิโตรเคมีและโรงกลั่นที่มีฐานการผลิตครบวงจรหลังเกิดการควบรวมระหว่าง PTTCH และ PTTAR ในปี 2011 ผลิตภัณฑ์ของบริษัทคือ olefins และ derivatives โดยที่ผลิตภัณฑ์หลักคือ ethylene, propylene, HDPE, LDPE, LLDPE, และ MEG และด้วยธุรกิจโอเลฟินคิดเป็นส่วนประมาณ 27% ของ EBITDA ปี 2024 PTTGC เป็นหนึ่งในแครกเกอร์ที่ใช้ก๊าซเป็นส่วนประกอบเพียงไม่กี่แห่งในเอเชีย และมีโครงสร้างต้นทุนที่แข่งขันได้เมื่อเทียบกับแครกเกอร์ที่ใช้เนฟทาอื่นๆ บริษัท ยังมีโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์แบบครบวงจร ซึ่งผลิตพาราไซลีน และเบนซีนเป็นหลัก นอกจากนี้ บริษัท ยังได้ย้ายเข้าสู่ธุรกิจสารเคลือบพิเศษด้วยการลงทุนใน Allnex Holdings GmbH (Allnex)

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้ผลิต gas-based และมีความยืดหยุ่นในด้านการผลิต ได้เปรียบในด้านต้นทุน
- ประหยัดจากขนาดด้วยมี synergy จากฐานการผลิตที่ครบวงจร
- เป็นเครือบริษัท PTT ซึ่งช่วยให้มีวัตถุดิบที่แน่นอน และฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ความต้องการเคมีภัณฑ์ที่เติบโตอย่างมากในภูมิภาค
- เพิ่มมูลค่าจาก synergies และการทำ debottlenecking และ downstream ที่ครบวงจรมากขึ้น
- กิจกรรม M&A ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่นักลงทุน

CONSENSUS COMPARISON

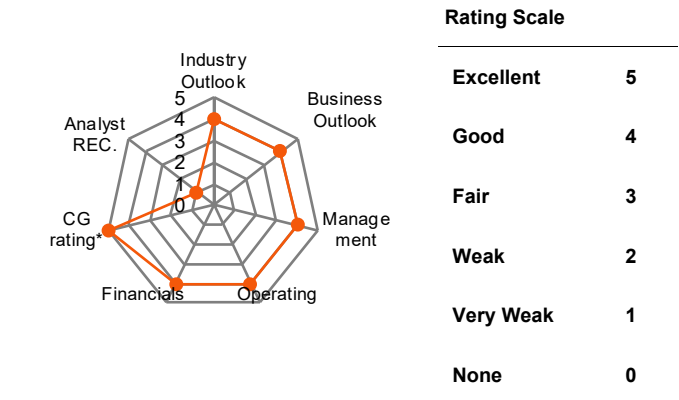
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	23.41	18.00	-23%
Net profit 25F (Bt m)	3,072	(8,200)	na
Net profit 26F (Bt m)	7,601	2,913	-62%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 7	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2025-26F ของเรต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากสมมติฐานค่าการกลั่น และ chemical spread ที่อ่อนแอลงของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- เป็นวัฏจักรธุรกิจ ก๊าซและกระแสเงินสดจึงมีความผันผวน
- ผลกระทบต่อกำไรจากการขาดทุนสต็อก (หลักๆ จากราคาน้ำมัน)
- การพึ่งพาเคมีภัณฑ์จำนวนมาก และมีเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษจำกัด

T — Threat

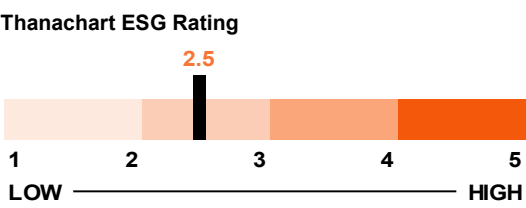
- การลดอุปทานก๊าซธรรมชาติที่มีต้นทุนต่ำจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในการเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำลดลง
- ราคาน้ำมันที่ตกต่ำบั่นทอนความได้เปรียบทางการแข่งขัน
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในตะวันออกกลางและแครกเกอร์ในสหรัฐฯ
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และ synergies ที่จำกัด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมัน และ/หรือ chemical spreads ที่สูงกว่าคาด น่าจะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกต่อประมาณการของเรา
- อุปทานก๊าซที่สูงขึ้นจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐานการผลิตที่น้อยกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงด้านบวกคือการแก้ไขสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ได้เร็วกว่าที่คาดไว้

Source: Thanachart

PTTGC ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันที่มีความสามารถในการผลิต 145,000 บาร์เรลต่อวัน (kbd) และโอเลฟินส์ที่ใช้ก๊าซและนาฟทาเป็นวัตถุดิบที่มีกำลังการผลิต 3.7 ล้านตันต่อปี เราให้คะแนน ESG ที่ 2.5 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทอื่นในกลุ่มที่ 2.9 แม้บริษัทฯ มีเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดการปล่อยคาร์บอน แต่คะแนน ESG ของบริษัทฯ ก็ได้รับผลกระทบจากความเข้มข้นด้านพลังงานที่สูงและการลงทุนในอดีตที่ทำให้เกิดการด้อยค่าอย่างมาก



	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)
PTTGC	YES	AAA	-	BBB	60.28	56.33	87.00	50.0	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	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่ 2.4 แก่ PTTGC เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 2.9 เนื่องจากการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ที่สูงขึ้น โรงปิโตรเคมีปล่อย GHG มากกว่าโรงกลั่นน้ำมัน นอกจากนี้ เนื่องจากการลดลงของการจัดหาก๊าซภายในประเทศ PTTGC จึงต้องใช้วัตถุดิบจากนาฟทา (น้ำมัน) มากขึ้นกว่าในอดีต ส่วนผสมของนาฟทาในปี 2024 อยู่ที่ 29% เทียบกับ 12% ในปี 2019 - PTTGC ตั้งเป้าหมายในการลดคาร์บอนที่ชัดเจน โดยมีเป้าหมายเป็นการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 และลดการปล่อยคาร์บอนลง 20% ภายในปี 2030 จากฐานปี 2020 - ปี 2023 PTTGC ปล่อย CO2 เทียบเท่า 8.2 ล้านตัน ลดลง 3% จากปี 2022 เนื่องจากความต้องการเคมีภัณฑ์ที่อ่อนแอ ความเข้มข้นของคาร์บอนดีขึ้น โดยลดลงจาก 0.41 เป็น 0.37 ตันของ CO2 ต่อตันการผลิต - เพื่อลดการปล่อยคาร์บอน PTTGC มีการริเริ่มหลายโครงการ เช่น การพัฒนาเศรษฐกิจไฮโดรเจนและเชื้อเพลิงสะอาด การร่วมมือกับ Eastern Thailand CCS Hub ในการดักจับ CO2 ปีละ 6 ล้านตัน และการขยายพื้นที่สีเขียวมากกว่า 20,000 ไร่เพื่อดูดซับ CO2 ประมาณ 46,000 ตัน ปรับปรุงคุณภาพอากาศ และปกป้องความหลากหลายทางชีวภาพ
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคมที่ 2.2 แก่ PTTGC ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 2.8 - บริษัทฯ เคยประสบเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2014 โดยไม่มีเหตุการณ์ที่สำคัญตั้งแต่นั้นมา - PTTGC ส่งเสริมวัฒนธรรมความปลอดภัย ด้วยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานทั้งหมด (TRIR) ของพนักงานและผู้รับเหมาเพียง 0.4 และ 0.63 กรณี ต่อ 1 ล้านชั่วโมงการทำงานตามลำดับ - ในปี 2023 อัตราการลาออกของพนักงานยังคงต่ำที่ 5.43% ขณะที่พนักงานได้รับการฝึกอบรมเฉลี่ย 38.7 ชั่วโมงต่อปี บริษัทฯ ให้ความสำคัญกับความเป็นอยู่ที่ดีของพนักงานผ่านนโยบายต่างๆ เช่น การทำงานจากที่บ้าน (WFH) เป็นการปฏิบัติที่เป็นมาตรฐาน การประกันภัยครบวงจรสำหรับพนักงานและครอบครัว และโปรแกรมความช่วยเหลือสำหรับพนักงาน (EAP) เพื่อส่งเสริมคุณภาพชีวิตและให้คำปรึกษาพนักงานสำหรับปัญหาส่วนบุคคล
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาลที่ 2.9 ให้กับ PTTGC ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 3.0 เล็กน้อย แม้ว่าบริษัทจะมีโครงสร้างคณะกรรมการที่แข็งแกร่ง แต่ก็ยังมีความกังวลเกี่ยวกับการตัดสินใจลงทุนของบริษัท เนื่องจากมีโครงการบางโครงการที่ผลตอบแทนต่ำ สร้างความสูญเสีย หรือประสบกับการด้อยค่า - คณะกรรมการของบริษัทมีประธานที่เป็นกรรมการอิสระ โดยมีสมาชิกคณะกรรมการกว่า 2 ใน 3 เป็นกรรมการอิสระ ซึ่งเราเห็นว่าเป็นอัตราส่วนที่เหมาะสม - อย่างไรก็ตาม มีธุรกรรมที่เกี่ยวข้องหลายรายการกับบริษัทแม่ คือ PTT โดยที่วัตถุดิบก๊าซ (เอทานและโพรเพน) ถูกจัดหาโดย PTT การตั้งราคาเป็นแบบ net-back หรืออัตราผลตอบแทนภายใน (IRR) เท่ากับธุรกิจโรงแยกก๊าซของ PTT - PTTGC ได้ทำการลงทุนหลายครั้งที่ทำให้เกิดการด้อยค่าอย่างมีนัยสำคัญในอดีต ซึ่งเพิ่มความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงในงบดุล ต้นทุนการลงทุนที่สูงของ Allnex อาจนำไปสู่การด้อยค่าในสินทรัพย์ในอนาคต

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	616,635	604,044	576,919	543,473	543,473
Cost of sales	587,414	580,853	560,006	516,460	513,065
Gross profit	29,221	23,191	16,913	27,013	30,408
% gross margin	4.7%	3.8%	2.9%	5.0%	5.6%
Selling & administration expenses	26,824	28,725	23,077	21,739	21,739
Operating profit	2,397	(5,534)	(6,164)	5,274	8,669
% operating margin	0.4%	-0.9%	-1.1%	1.0%	1.6%
Depreciation & amortization	27,504	30,995	27,847	27,066	27,929
EBITDA	29,901	25,461	21,683	32,340	36,599
% EBITDA margin	4.8%	4.2%	3.8%	6.0%	6.7%
Non-operating income	8,001	6,350	6,350	6,350	6,350
Non-operating expenses	0	0	561	0	0
Interest expense	(10,708)	(10,863)	(8,483)	(6,970)	(6,834)
Pre-tax profit	(310)	(10,047)	(7,737)	4,654	8,185
Income tax	1,352	(969)	(1,660)	931	1,637
After-tax profit	(1,662)	(9,078)	(6,077)	3,723	6,548
% net margin	-0.3%	-1.5%	-1.1%	0.7%	1.2%
Shares in affiliates' Earnings	(1,225)	(1,462)	(552)	0	0
Minority interests	134	204	195	184	184
Extraordinary items	3,752	(19,474)	(1,766)	(994)	0
NET PROFIT	999	(29,810)	(8,200)	2,913	6,732
Normalized profit	(2,753)	(10,336)	(6,434)	3,907	6,732
EPS (Bt)	0.2	(6.6)	(1.8)	0.6	1.5
Normalized EPS (Bt)	(0.6)	(2.3)	(1.4)	0.9	1.5

Outlook is worsening
given trade war risks

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	186,874	156,134	158,024	149,937	164,556
Cash & cash equivalent	46,249	33,110	40,000	40,000	55,000
Account receivables	57,761	47,753	45,609	42,965	42,965
Inventories	68,517	65,222	62,881	57,991	57,610
Others	14,347	10,049	9,534	8,981	8,981
Investments & loans	74,836	58,851	58,851	58,851	58,851
Net fixed assets	285,860	267,769	262,659	255,493	246,043
Other assets	171,435	163,090	163,090	163,090	163,090
Total assets	719,005	645,844	642,624	627,370	632,540
LIABILITIES:					
Current liabilities:	125,841	114,131	130,747	183,066	102,972
Account payables	71,163	62,154	59,924	55,264	54,901
Bank overdraft & ST loans	2,203	1,115	0	0	0
Current LT debt	18,915	20,968	40,000	100,000	20,000
Others current liabilities	33,560	29,893	30,823	27,802	28,071
Total LT debt	243,934	207,105	197,186	127,489	208,133
Others LT liabilities	53,048	56,015	53,981	52,318	52,318
Total liabilities	422,824	377,251	381,913	362,873	363,423
Minority interest	7,287	6,962	6,768	6,584	6,400
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	36,937	36,937	36,937	36,937	36,937
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5,775)	475	475	475	475
Retained earnings	212,644	179,130	171,443	175,413	180,216
Shareholders' equity	288,895	261,631	253,943	257,913	262,716
Liabilities & equity	719,005	645,844	642,624	627,370	632,540

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	(310)	(10,047)	(7,737)	4,654	8,185
Tax paid	(859)	156	2,005	(1,164)	(1,549)
Depreciation & amortization	27,504	30,995	27,847	27,066	27,929
Chg In working capital	9,145	4,294	2,254	2,874	18
Chg In other CA & CL / minorities	9,842	7,520	480	(2,235)	181
Cash flow from operations	45,321	32,918	24,850	31,195	34,765
Capex	(17,042)	(12,905)	(22,737)	(19,899)	(18,480)
Right of use	142	(2,630)	0	0	0
ST loans & investments	531	(13)	67	0	0
LT loans & investments	6,400	15,985	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,955)	(13,560)	(3,800)	(2,657)	0
Cash flow from investments	(15,925)	(13,122)	(26,470)	(22,556)	(18,480)
Debt financing	(11,706)	(35,480)	7,997	(9,696)	644
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,269)	(3,503)	513	1,058	(1,929)
Warrants & other surplus	(2,136)	6,049	0	0	0
Cash flow from financing	(15,110)	(32,934)	8,510	(8,639)	(1,285)
Free cash flow	28,279	20,013	2,113	11,296	16,285

*We expect positive FCF
in 2025-26F from limited
capex*

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	na	na	na	25.6	14.9
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	20.8	12.1
PE (x)	100.2	na	na	34.4	14.9
PE - at target price (x)	81.2	na	na	27.9	12.1
EV/EBITDA (x)	10.7	11.6	13.7	8.9	7.5
EV/EBITDA - at target price (x)	10.0	10.9	12.8	8.3	6.9
P/BV (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
P/BV - at target price (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
P/CFO (x)	2.2	3.0	4.0	3.2	2.9
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	3.4	2.3	2.3	2.3	2.3
FCF Yield (%)	28.3	20.0	2.1	11.3	16.3
(Bt)					
Normalized EPS	(0.6)	(2.3)	(1.4)	0.9	1.5
EPS	0.2	(6.6)	(1.8)	0.6	1.5
DPS	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
BV/share	64.1	58.0	56.3	57.2	58.3
CFO/share	10.1	7.3	5.5	6.9	7.7
FCF/share	6.3	4.4	0.5	2.5	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(9.1)	(2.0)	(4.5)	(5.8)	0.0
Net profit (%)	na	na	na	na	131.1
EPS (%)	na	na	na	na	131.1
Normalized profit (%)	na	na	na	na	72.3
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	72.3
Dividend payout ratio (%)	338.5	(7.6)	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	4.7	3.8	2.9	5.0	5.6
Operating margin (%)	0.4	(0.9)	(1.1)	1.0	1.6
EBITDA margin (%)	4.8	4.2	3.8	6.0	6.7
Net margin (%)	(0.3)	(1.5)	(1.1)	0.7	1.2
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	na	0.8	1.3
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	2.3	2.6	4.6	5.4
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	0.6	1.1
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	1.5	2.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	1.5	2.5
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	na	na	na	2.1	2.8
- leverage (x)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
- interest burden (%)	(3.0)	(1,231.3)	(1,036.1)	40.0	54.5
- tax burden (%)	na	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	0.4	(1.1)	(1.0)	1.0	1.6
NOPAT (Bt m)	2,397	(5,534)	(4,602)	4,501	6,936
invested capital (Bt m)	507,698	457,709	451,129	445,403	435,849

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net D/E remains at a manageable level, in our view

BUY (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 6.20

Upside : 19.2%

(From: Bt 4.80)

18 JULY 2025

Small Cap Research

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

สร้างกระแสเงินสดได้อย่างต่อเนื่อง

เราได้ปรับเพิ่มคำแนะนำ SPRC เป็น “ซื้อ” หลังถูก de-rated ทำให้มีอัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าพอใจที่ราว 6.7% ต่อปี ในปี 2025-27F โดย SPRC เป็นธุรกิจที่มีเงินสดหมุนเวียนดี ซึ่งเราคาดว่าจะสามารถจ่ายเงินปันผลได้ต่อเนื่อง หากค่าการกลั่นอยู่ในระดับปกติเหมือนปัจจุบัน



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

อัตราผลตอบแทนปันผลน่าสนใจ; ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ”
บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี” วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เราได้ปรับคำแนะนำ SPRC จาก ขาย เป็น “ซื้อ” โดยมีเหตุผลหลักดังนี้ 1) หลังราคาหุ้นปรับตัวลดลงครั้งหนึ่งจากจุดสูงสุดในปี 2022 เราเริ่มเห็นมูลค่าที่น่าพอใจ ด้วยให้อัตราผลตอบแทนปันผล 6.7% ต่อปีในปี 2025-26F 2) SPRC เป็นธุรกิจที่สร้างกระแสเงินสดสูง (cash cow) เนื่องจากยกเว้นค่าใช้จ่ายจากการปรับปรุงโรงกลั่นเล็กน้อยในปี 2026F เราคาดว่า SPRC จะมีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ราว 4.0-6.0 พันลบ. ต่อปี คิดเป็น FCF yield ที่ 14-28% ซึ่งเพียงพอในการรองรับการจ่ายเงินปันผลที่ดี ทั้งนี้ อัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่เพียง 0.18 เท่า ใน 1Q25 และ 3) เราปรับเพิ่มสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์ และปรับประมาณการกำไรปี 2025-27F ของ SPRC ขึ้น 20/12/7% เนื่องจากอุปทานใหม่มีแนวโน้มจำกัด เราจึงคาดว่าค่าการกลั่นจะยังคงอยู่ที่ระดับปกติในปัจจุบันที่ราว US\$5.6-5.8/bbl

ปรับเพิ่มคาดการณ์ GRM

เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์ (Singapore complex GRM) ขึ้น US\$1.0/0.5/0.2 เป็น US\$5.8/5.6/5.8 ต่อบาร์เรล สำหรับปี 2025-27F ซึ่งสะท้อนการปิดโรงกลั่นที่มีต้นทุนสูงมากขึ้น โดยเฉพาะในสหรัฐอเมริกา ยุโรป และกลุ่มโรงกลั่นขนาดเล็ก (“teapot”) ในจีน แนวโน้มของอุปทานใหม่ยังคงเหมือนเดิม คือ มีแนวโน้มลดลงในช่วงสามปีข้างหน้า แม้แนวโน้มอุปทานจะดีขึ้น แต่เราคาดว่าค่าการกลั่นจะทรงตัวอยู่ในระดับปกติ เนื่องจากแนวโน้มความต้องการไม่ได้แข็งแกร่งมากนักเช่นกัน

การหยุดซ่อมบำรุงและอัปเดตโรงกลั่นในปี 2026

SPRC กำหนดการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นครั้งใหญ่ใน 1Q26 และยังมีแผนอัปเดตโรงกลั่นเพื่อเพิ่มสัดส่วนการผลิตน้ำมันอากาศยาน (jet fuel) และน้ำมันเบนซิน (gasoline) ขึ้นอีกราว 3-4% เราประเมินงบลงทุนรวมสำหรับการหยุดซ่อมบำรุงและการอัปเดตโรงกลั่นไว้ที่ราว US\$37m เราคาดว่า yield ที่ดีขึ้นจะช่วยให้ GRM เพิ่มขึ้น US\$0.4/bbl หรือเพิ่มขึ้น 7%

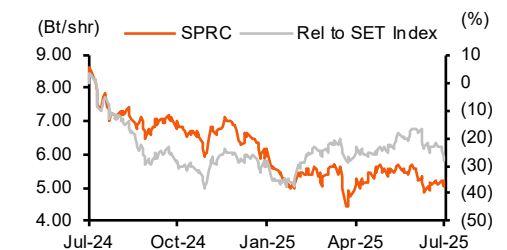
มุ่งมั่นเป็นหุ้นปันผลที่มั่นคง

แม้ว่า SPRC จะยังไม่มีกำหนดแนวทางอย่างชัดเจน แต่เมื่อเร็วๆ นี้บริษัทได้แสดงเจตนาว่าต้องการเป็นผู้จ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ เราประเมินว่า DPS จะอยู่ที่ 0.35 บาทต่อหุ้น ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลราว 6.7% ในช่วง 3 ปีข้างหน้า โดยคิดเป็นอัตราการจ่ายปันผล (payout ratio) ที่ 65/83/51% ในปี 2025-27F ส่วนในปี 2024 บริษัทจ่ายปันผลในอัตรา 76% การเพิ่มขึ้นของอัตราการจ่ายปันผลในปี 2026F เนื่องจากผลของการปิดซ่อมบำรุงใหญ่ใน 1Q26F ซึ่งกระทบต่อกำไรโมเดลของเราคาดการณ์กระแสเงินสดอิสระต่อหุ้นที่ 1.8/1.9/1.2 บาท ในปี 2025-27F ซึ่งถือว่าเพียงพอที่จะรองรับการจ่ายปันผลที่ 0.35 บาทต่อหุ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	270,606	209,842	177,901	194,073
Net profit	2,235	2,339	1,839	2,958
Consensus NP	—	2,382	2,930	3,665
Diff frm cons (%)	—	(1.8)	(37.2)	(19.3)
Norm profit	2,358	3,010	2,437	2,958
Prev. Norm profit	—	2,511	2,170	2,777
Chg frm prev (%)	—	19.9	12.3	6.5
Norm EPS (Bt)	0.5	0.7	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	na	27.6	(19.0)	21.4
Norm PE (x)	9.6	7.5	9.3	7.6
EV/EBITDA (x)	5.3	4.0	4.2	3.2
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.5
Div yield (%)	7.7	6.7	6.7	6.7
ROE (%)	5.8	7.6	6.1	7.2
Net D/E (%)	17.9	5.4	1.8	(4.3)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jul-25 (Bt)	5.20
Market Cap (US\$ m)	693.1
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.0
12M Price H/L (Bt)	8.60/4.42
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P68

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings Revisions

	2024	2025F	2026F	2027F
Normalized profit (Bt m)				
- New	2,358	3,010	2,437	2,958
- Old		2,511	2,170	2,777
- Change (%)		19.9	12.3	6.5
Net profit (Bt m)				
- New	2,235	2,339	1,839	2,958
- Old		1,840	1,573	2,777
- Change (%)		27.1	16.9	6.5
Market GRM (US\$/bbl)				
- New	5.2	5.0	5.3	5.3
- Old		4.4	4.5	4.6
- Change (%)		14.6	19.1	14.4
Utilization (%)				
- New	91	90	85	90
- Old		90	85	90
- Change (ppt)		0.0	0.0	0.0

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	6,221	5,565	6,427	7,052	6,696	6,840	6,255	5,760	6,339	6,471	6,065	6,535	
Free cash flow	5,722	3,138	3,417	5,503	6,285	86	4,915	5,573	3,977	895	5,871	4,184	38,739
PV of free cash flow	5,706	2,557	2,513	3,651	3,763	47	2,397	2,453	1,580	321	1,900	1,221	11,309
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	10.8												
Terminal growth (%)	0.0												
Enterprise value - add Investments	33,712												
Net debt (2024A)	7,017												
Minority interest	5												
Equity value	26,690												
# of shares (m)	4,336												
Equity value/sh (Bt)	6.2												

Sources: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

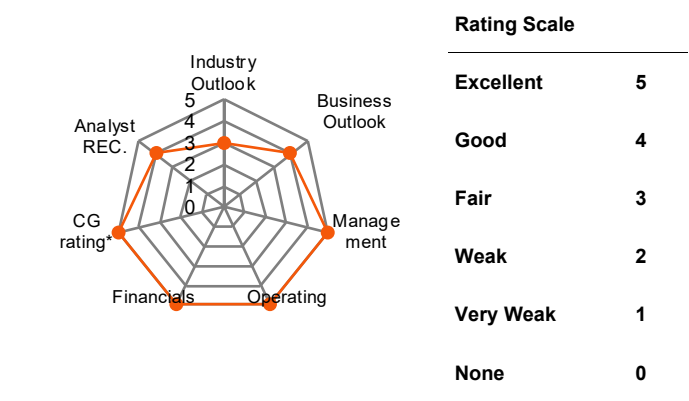
S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานที่น่าเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

COMPANY RATING



W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจการกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำการจากการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงงาน เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	6.70	6.20	-8%
Net profit 25F (Bt m)	2,382	2,339	-2%
Net profit 26F (Bt m)	2,930	1,839	-37%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 6	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2025-26F ของเรต่ำกว่าการประมาณการของ Bloomberg consensus ซึ่งเราให้เหตุผลว่าเป็นผลจากสมมติฐาน GRM ที่ต่ำกว่าของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตัวเลขของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

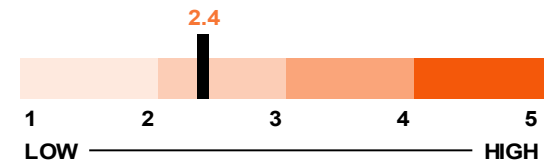
- แนวโน้ม GRM ที่ต่ำกว่าคาดเป็น downside risk ต่อมุมมองเชิงบวกของเรา
- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

SPRC เป็นผู้กลั่นน้ำมันที่มีกำลังการผลิต 175,000 บาร์เรลต่อวัน (kbd) พร้อมกับเครือข่ายสถานีบริการน้ำมัน โดยเราให้คะแนน ESG ของบริษัทที่ 2.4 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 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	56.58	47.25	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 - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ SPRC อยู่ที่ 2.4 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 2.9 เนื่องจากขาดการริเริ่มลงทุนในธุรกิจสีเขียว - ในปี 2023 SPRC ปลดปล่อย 1.2 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ซึ่งเพิ่มขึ้น 10% จากปี 2022 ความเข้มข้นของการปล่อยอยู่ที่ 194 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทพลังงานไทยอื่นที่ 280 กก./BOE - บริษัท ไม่มีเป้าหมายการลดการปล่อยมลพิษที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม บริษัท ตั้งเป้าที่จะรักษาดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพการใช้พลังงานของโซโลมอน (Solomon Energy Intensity Index: EII). ไว้ในควอไทล์ที่ 1 ของภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก นอกจากนี้ SPRC ยังมีแผนที่จะร่วมมือกับเชฟรอน ซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำระดับโลก เพื่อศึกษาและกำหนดแนวทางปรับปรุงอย่างต่อเนื่องที่จำเป็นต่อการลดการใช้พลังงานและการปล่อยก๊าซเรือนกระจก - SPRC ล้าหลังกว่าคู่แข่งทั่วโลกในแง่ของการหันไปทำธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพหรือพลังงานหมุนเวียนที่สามารถช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนได้ เราเชื่อว่าบริษัท คงเป้าหมายที่จะใช้เงินลงทุนในการปรับปรุงประสิทธิภาพ
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- คะแนนด้านสังคมของ SPRC อยู่ที่ 2.2 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 2.8 ซึ่งสาเหตุหลักมาจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2022 - ด้านบวก, SPRC ได้จัดการเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2022 ได้ดีโดยการเปิดใช้แผนตอบสนองฉุกเฉินอย่างรวดเร็ว, การควบคุมการรั่วไหล, และการประสานงานกับหน่วยงานท้องถิ่นในการทำความสะอาด - ตั้งแต่นั้นมา, บริษัท 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% - เคยเกิดเหตุการณ์การโจมตีทางอีเมลธุรกิจ (BEC) ในปี 2019 ซึ่งผู้โจมตีปลอมตัวเป็นผู้จำหน่ายสินค้าและทำให้การชำระเงินจำนวน US\$22m ถูกโอนไปยังบัญชีปลอม เหตุการณ์นี้ทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับการควบคุมภายในและมาตรการความปลอดภัยทางไซเบอร์ของ SPRC - ผลการดำเนินงานของบริษัท เป็นไปตามเกณฑ์มาตรฐานและสามารถตรวจสอบได้อย่างง่ายดาย มีการรายงานค่าสอบบัญชี และใช้มาตรฐานการบัญชี IFRS แม้ว่าจะมีความเสี่ยงจากหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และอัตราแลกเปลี่ยน แต่งบดุลยังแข็งแกร่ง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	238,284	270,606	209,842	177,901	194,073
Cost of sales	238,059	264,988	203,623	172,468	187,901
Gross profit	225	5,617	6,219	5,433	6,173
% gross margin	0.1%	2.1%	3.0%	3.1%	3.2%
Selling & administration expenses	1,302	3,311	3,311	3,311	3,311
Operating profit	(1,077)	2,306	2,908	2,122	2,862
% operating margin	-0.5%	0.9%	1.4%	1.2%	1.5%
Depreciation & amortization	2,599	3,282	3,313	3,443	3,565
EBITDA	1,521	5,588	6,221	5,565	6,427
% EBITDA margin	0.6%	2.1%	3.0%	3.1%	3.3%
Non-operating income	139	1,065	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(367)	(426)	(208)	(119)	(58)
Pre-tax profit	(1,306)	2,945	2,700	2,003	2,804
Income tax	(294)	587	399	274	554
After-tax profit	(1,012)	2,358	2,301	1,728	2,250
% net margin	-0.4%	0.9%	1.1%	1.0%	1.2%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	708	708	708
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(218)	(123)	(671)	(597)	0
NET PROFIT	(1,230)	2,235	2,339	1,839	2,958
Normalized profit	(1,012)	2,358	3,010	2,437	2,958
EPS (Bt)	(0.3)	0.5	0.5	0.4	0.7
Normalized EPS (Bt)	(0.2)	0.5	0.7	0.6	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	35,483	30,371	32,926
Cash & cash equivalent	1,374	575	2,000	2,000	2,000
Account receivables	18,352	14,923	13,589	11,521	12,568
Inventories	26,459	23,482	19,513	16,527	18,006
Others	418	491	381	323	352
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	24,143	22,300	20,417	22,223	19,658
Other assets	4,822	6,665	5,249	4,505	4,882
Total assets	75,567	68,435	61,148	57,099	57,466
LIABILITIES:					
Current liabilities:	30,120	20,010	15,836	12,986	13,689
Account payables	14,156	16,726	12,777	10,822	11,791
Bank overdraft & ST loans	12,483	592	325	212	16
Current LT debt	0	394	576	377	29
Others current liabilities	3,481	2,299	2,158	1,575	1,854
Total LT debt	0	6,606	3,263	2,134	162
Others LT liabilities	2,677	2,712	2,230	1,837	2,033
Total liabilities	32,797	29,329	21,329	16,957	15,884
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	10,376	10,698	12,138
Shareholders' equity	42,765	39,101	39,814	40,136	41,577
Liabilities & equity	75,567	68,435	61,148	57,099	57,466

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	(1,306)	2,945	2,700	2,003	2,804
Tax paid	294	(587)	(399)	(274)	(554)
Depreciation & amortization	2,599	3,282	3,313	3,443	3,565
Chg In working capital	(5,346)	8,976	1,355	3,099	(1,558)
Chg In other CA & CL / minorities	1,801	(1,130)	676	182	957
Cash flow from operations	(1,958)	13,486	7,645	8,452	5,214
Capex	(3,966)	(1,430)	(1,430)	(5,250)	(1,000)
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)	266	(245)	(180)
Cash flow from investments	(4,066)	(4,203)	(1,165)	(5,495)	(1,180)
Debt financing	2,034	(4,183)	(3,429)	(1,440)	(2,517)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(650)	(1,084)	(1,626)	(1,518)	(1,518)
Warrants & other surplus	5,939	(4,815)	0	0	0
Cash flow from financing	7,322	(10,082)	(5,055)	(2,957)	(4,034)
Free cash flow	(5,924)	12,056	6,215	3,202	4,214

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	9.6	7.5	9.3	7.6
Normalized PE - at target price (x)	na	11.4	8.9	11.0	9.1
PE (x)	na	10.1	9.6	12.3	7.6
PE - at target price (x)	na	12.0	11.5	14.6	9.1
EV/EBITDA (x)	22.1	5.3	4.0	4.2	3.2
EV/EBITDA - at target price (x)	25.0	6.1	4.7	5.0	3.9
P/BV (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
P/BV - at target price (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6
P/CFO (x)	(11.5)	1.7	2.9	2.7	4.3
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	0.0	7.7	6.7	6.7	6.7
FCF Yield (%)	(26.3)	53.5	27.6	14.2	18.7
(Bt)					
Normalized EPS	(0.2)	0.5	0.7	0.6	0.7
EPS	(0.3)	0.5	0.5	0.4	0.7
DPS	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
BV/share	9.9	9.0	9.2	9.3	9.6
CFO/share	(0.5)	3.1	1.8	1.9	1.2
FCF/share	(1.4)	2.8	1.4	0.7	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.5)	13.6	(22.5)	(15.2)	9.1
Net profit (%)	na	na	4.7	(21.4)	60.8
EPS (%)	na	na	4.7	(21.4)	60.8
Normalized profit (%)	na	na	27.6	(19.0)	21.4
Normalized EPS (%)	na	na	27.6	(19.0)	21.4
Dividend payout ratio (%)	0.0	77.6	64.9	82.5	51.3
Operating performance					
Gross margin (%)	0.1	2.1	3.0	3.1	3.2
Operating margin (%)	(0.5)	0.9	1.4	1.2	1.5
EBITDA margin (%)	0.6	2.1	3.0	3.1	3.3
Net margin (%)	(0.4)	0.9	1.1	1.0	1.2
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.1	0.0	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.4	14.0	17.8	49.3
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	13.1	30.0	46.8	110.8
ROA - using norm profit (%)	na	3.3	4.6	4.1	5.2
ROE - using norm profit (%)	na	5.8	7.6	6.1	7.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	5.8	5.8	4.3	5.5
- asset turnover (x)	3.4	3.8	3.2	3.0	3.4
- operating margin (%)	na	1.2	1.4	1.2	1.5
- leverage (x)	1.7	1.8	1.6	1.5	1.4
- interest burden (%)	139.1	87.4	92.9	94.4	98.0
- tax burden (%)	na	80.1	85.2	86.3	80.2
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	(2.2)	3.4	5.4	4.4	5.9
NOPAT (Bt m)	(1,077)	1,846	2,484	1,846	2,410
invested capital (Bt m)	53,875	46,118	41,977	40,859	39,783

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (From: SELL)

TP: Bt 34.00

(From: Bt 20.00)

18 JULY 2025

Change in Recommendation

Upside : 11.5%

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

ปัจจัยเลวร้ายสิ้นสุด

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ TOP เป็น “ซื้อ” จากค่าการกลั่นที่ปรับตัวดีขึ้นจากการปรับโครงสร้างโรงกลั่นทั่วโลก ต้นทุนโครงการ CFP ที่บานปลายก็เป็นเรื่องเก่าแล้ว และน่าจะสะท้อนในราคาหุ้นซึ่งซื้อขายที่ 2025F P/BV ที่ 0.3 เท่า แล้ว อีกทั้ง TOP ยังให้ yield สูงที่ 6.1/5.4% ในปี 2025-26F ด้วย



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ความกังวลลดลง – ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี” วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เราปรับคำแนะนำขึ้นจากขาย เป็น “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ (ปีฐาน 2025) ที่ 34 บาท (จาก 20 บาท) จาก 1) ค่าการกลั่นสิงคโปร์ฟื้นตัวขึ้นจากอุปทานที่ตึงตัว หลังการปิดโรงกลั่นหลายแห่งทั่วโลก เราจึงปรับกำไรของ TOP ขึ้น 5/14/9% ในปี 2025-27F จากสมมติฐาน GRM ที่สูงขึ้น 2) แม้มีค่าใช้จ่ายลงทุนเพิ่มเติมจากโครงการ Clean Fuel Project (CFP) แต่เราคาดว่า TOP จะสามารถรักษาอัตราการจ่ายปันผลไว้ที่ 40% ได้ และคาดว่าผลตอบแทนปันผลจะอยู่ที่ 6.1/5.4% ในปี 2025-26F 3) TOP มีงบดุลแข็งแกร่ง แม้จะมีค่าใช้จ่ายลงทุนในโครงการ CFP โดยเราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนจะเพิ่มขึ้นจาก 0.5 เท่าในปี 2025F เป็นเพียง 0.6 เท่า ในปี 2027F โดยสมมติว่า TOP จะออกหุ้นกู้ perpetual bond ในปี 2025F และ 4) ด้วย GRM ที่มีเสถียรภาพมากขึ้น และ CFP เป็นข่าวเก่า TOP จึงดูน่าสนใจ ที่ 2025F P/BV เพียง 0.3 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนปันผลถึง 6.1%

ค่าการกลั่นมีแนวโน้มดีขึ้น

ค่าการกลั่นสิงคโปร์ปรับตัวลงจากจุดสูงสุดในช่วงสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งอยู่ที่ US\$30/bbl ในปี 2022 มาอยู่ที่ US\$7.9/6.1 ในปี 2023-24 แต่ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำผิดปกติที่ US\$4.6 ใน 1Q25 จาก gasoline spread ที่อ่อนตัวลง แต่ล่าสุดปรับตัวขึ้นอีกครั้ง จากการปิดตัวของโรงกลั่นที่ไม่มีประสิทธิภาพ โดยเฉพาะในสหรัฐ และยุโรป การปิดโรงกลั่นเหล่านี้ทำให้การเพิ่มขึ้นของกำลังการผลิตสุทธิทั่วโลกลดลงเหลือเพียง 400k bpd (จากเดิมที่ 600k bpd) ซึ่งต่ำกว่าการเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันที่คาดว่าจะอยู่ที่ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน เราจึงปรับสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์ขึ้น US\$1.0/0.4/0.2 เป็น US\$5.8 /5.5/5.8/bbl ในปี 2025-27F

ค่าใช้จ่ายลงทุนในโครงการ CFP ยังอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้

แม้โครงการ CFP จะมีค่าใช้จ่ายลงทุนเพิ่มเติมสูงถึง 6.3 หมื่นลบ. (ราว US\$1.7bn) แต่เราคาดว่าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ TOP จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 0.6 เท่า ในปี 2027F จาก 0.5 เท่าในปี 2025 ซึ่งเป็นช่วงที่โครงการมีกำหนดแล้วเสร็จ ทั้งนี้ เราสมมติว่า TOP จะออก Perpetual Bond มูลค่า 3.0 หมื่นลบ. ในปี 2025F เราคาดว่า TOP จะสร้าง EBITDA ได้ราว 2.5 หมื่นลบ.ต่อปี ในปี 2025-26F เทียบกับดอกเบี้ยจ่ายที่ 4.0 พันลบ. และค่าใช้จ่ายลงทุนราว 2.5 หมื่นลบ. ผู้บริหารคาดว่าจะได้ข้อสรุปในสัญญา EPC ใหม่ได้ใน 3Q25F และเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 2Q27

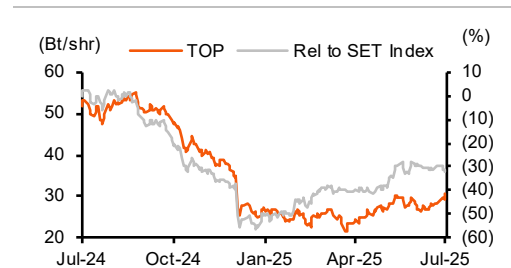
ผลตอบแทนเงินปันผลที่น่าพอใจ

เราคาดว่า TOP จะมีกระแสเงินสดอิสระ (FCF) ติดลบในสามปีข้างหน้าเนื่องจากงบลงทุนใน CFP แต่ยังคงคาดว่าจะจ่ายปันผลที่ 1.9/1.6 บาท หรืออัตราผลตอบแทนปันผลที่ 6.1/5.4% ในปี 2025-26F เราสมมติให้จ่ายปันผลในอัตรา 40% เทียบกับ 43% ในปี 2024 เนื่องจาก 1) เงินปันผลต่อหุ้นนี้หมายถึงการจ่ายเงินปันผลรวมเพียง 3-4 พันลบ. ต่อปี ซึ่งไม่ได้เป็นจำนวนมาก 2) งบดุลของ TOP ที่มีอัตราส่วนหนี้สินต่ำ จึงสามารถรองรับการจ่ายเงินปันผลนี้ได้ และ 3) เราเชื่อว่า บมจ. ปตท. (PTT) น่าจะหนุนให้ TOP ยังคงจ่ายปันผล ทั้งนี้ TOP เคยจ่ายปันผลแม้ในช่วงปีที่มี FCF ติดลบในปี 2019-21

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	466,777	404,106	383,936	383,936
Net profit	9,959	12,673	10,907	9,445
Consensus NP	—	11,012	11,997	10,617
Diff frm cons (%)	—	15.1	(9.1)	(11.0)
Norm profit	17,245	10,277	12,405	9,445
Prev. Norm profit	—	9,752	10,842	8,666
Chg frm prev (%)	—	5.4	14.4	9.0
Norm EPS (Bt)	7.7	4.6	4.8	3.4
Norm EPS grw (%)	(37.1)	(40.4)	3.2	(27.9)
Norm PE (x)	3.9	6.6	6.4	8.9
EV/EBITDA (x)	6.8	6.7	7.5	8.6
P/BV (x)	0.4	0.3	0.3	0.3
Div yield (%)	6.2	6.1	5.4	4.5
ROE (%)	10.5	5.6	6.1	4.5
Net D/E (%)	69.1	45.5	55.4	57.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Jul-25 (Bt)	30.50
Market Cap (US\$ m)	2,092.9
Listed Shares (m shares)	2,232.3
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	17.1
12M Price H/L (Bt)	55.00/21.50
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P75

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Key Assumption Changes

	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Reported profit (Bt m)					
- New	19,768	9,959	12,673	10,907	9,445
- Old			7,275	9,337	8,666
- Change (%)			74.2	16.8	9.0
Normalized profit (Bt m)					
- New	27,412	17,245	10,277	12,405	9,445
- Old			9,752	10,842	8,666
- Change (%)			5.4	14.4	9.0
Market GRM (US\$/bbl)					
- New	8.5	6.2	6.1	5.9	5.9
- Old			5.6	5.6	5.7
- Change (%)			9.7	4.5	3.2

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	24,026	24,696	22,279	27,497	29,600	26,080	24,251	24,704	25,156	25,609	25,609	25,609	
Free cash flow	(5,069)	(12,000)	2,496	18,020	20,276	17,456	15,995	16,399	16,805	17,215	17,254	17,302	212,975
PV of free cash flow	(5,055)	(10,267)	1,975	13,184	13,721	10,925	9,258	8,777	8,319	7,881	7,306	6,774	83,383
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.1												
Terminal growth (%)	0.0												
Enterprise value - add investments	161,236												
Net cash/(debt)	114,881												
Minority interest	2,739												
Equity value	43,616												
# of shares (m)	2,232												
Equity value/share (Bt)	20												
Sum-of-the-parts valuation				Value (Bt m)		Per share (Bt/shr)		% of total		Methodology			
Downstream				43,616		20		59%		DCF			
Power (GPSC)				6,891		3		9%		DCF			
Chandra Asri				23,936		11		32%					
Total value per share				74,443		34							

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

กรุณารออ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

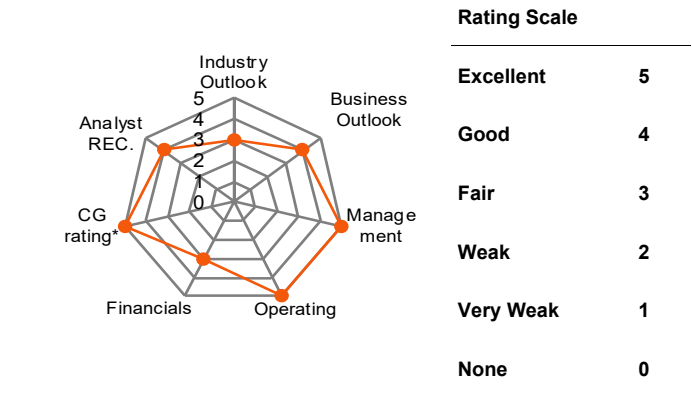
S — Strength

- 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)	30.22	34.00	13%
Net profit 25F (Bt m)	11,012	12,673	15%
Net profit 26F (Bt m)	11,997	10,907	-9%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 11	SELL: 6

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2025F ที่เราคาดการณ์ไว้สูงกว่าประมาณการของ Bloomberg consensus เนื่องจากเรารวมกำไรที่ไม่ใช่เงินสดจาก Chandra Asri เข้าไว้ด้วย
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าค่าเฉลี่ยของนักวิเคราะห์ในตลาด เพราะเราเชื่อว่า consensus คาดการณ์ผลตอบแทนจากโครงการ CFP ไว้ต่ำกว่าเรา

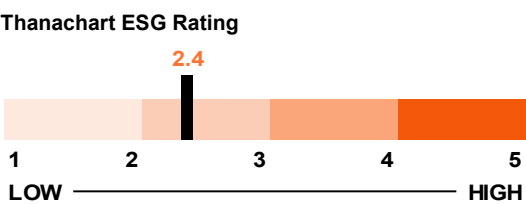
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา คือ ค่าการกลั่น (GRM) ที่ต่ำกว่าคาด
- ความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อก
- ขณะที่ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบชนิดเบาที่สูงกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงด้านลบของเรา หากจีนส่งออกน้ำมันเพิ่มขึ้นอย่างทันที

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	AAA	YES	BBB	57.22	73.72	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 - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - 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 และอัปเดตการประเมินสูงให้เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูง 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 มีการดำเนินการมาตรการเพื่อให้มั่นใจว่าใช้ราคาตลาดในการทำธุรกรรม - 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	404,106	383,936	383,936
Cost of sales	435,217	444,016	384,413	363,411	366,385
Gross profit	34,027	22,761	19,692	20,525	17,551
% gross margin	7.3%	4.9%	4.9%	5.3%	4.6%
Selling & administration expenses	3,521	3,874	4,041	3,839	3,839
Operating profit	30,507	18,887	15,651	16,686	13,712
% operating margin	6.5%	4.0%	3.9%	4.3%	3.6%
Depreciation & amortization	7,799	8,106	8,375	8,011	8,568
EBITDA	38,306	26,993	24,026	24,696	22,279
% EBITDA margin	8.2%	5.8%	5.9%	6.4%	5.8%
Non-operating income	1,138	2,008	1,817	1,726	1,726
Non-operating expenses	(86)	556	0	0	0
Interest expense	(4,089)	(4,052)	(4,352)	(3,727)	(4,070)
Pre-tax profit	27,470	17,399	13,116	14,685	11,368
Income tax	(0)	(1)	2,904	2,499	2,165
After-tax profit	27,470	17,400	10,213	12,185	9,203
% net margin	5.9%	3.7%	2.5%	3.2%	2.4%
Shares in affiliates' Earnings	84	(132)	84	238	260
Minority interests	(142)	(22)	(19)	(18)	(18)
Extraordinary items	(7,645)	(7,287)	2,396	(1,498)	0
NET PROFIT	19,768	9,959	12,673	10,907	9,445
Normalized profit	27,412	17,245	10,277	12,405	9,445
EPS (Bt)	8.9	4.5	5.7	4.1	3.4
Normalized EPS (Bt)	12.3	7.7	4.6	4.8	3.4

We expect 2025-26F profit to be stable, in-line with GRM.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	125,371	112,222	111,525	107,753	108,084
Cash & cash equivalent	34,376	39,738	40,000	40,000	40,000
Account receivables	31,154	27,601	25,014	23,765	23,765
Inventories	52,656	40,577	42,783	40,445	40,776
Others	7,185	4,306	3,728	3,542	3,542
Investments & loans	32,039	31,427	31,427	31,427	31,427
Net fixed assets	218,618	224,153	235,599	264,377	274,713
Other assets	43,964	41,209	39,243	38,949	39,449
Total assets	419,993	409,010	417,794	442,505	453,673
LIABILITIES:					
Current liabilities:	73,501	67,663	73,950	57,962	58,990
Account payables	50,184	51,579	43,573	41,192	41,529
Bank overdraft & ST loans	3,198	2,725	2,345	2,749	2,864
Current LT debt	10,061	5,177	20,911	7,662	7,981
Others current liabilities	10,058	8,182	7,122	6,358	6,616
Total LT debt	149,858	146,717	109,783	145,586	151,643
Others LT liabilities	28,322	28,445	29,410	29,454	29,944
Total liabilities	251,681	242,826	213,143	233,002	240,576
Minority interest	2,744	2,739	2,758	2,776	2,795
Preferred 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)	15,426	15,426	15,426
Retained earnings	143,848	144,984	153,445	158,279	161,854
Shareholders' equity	165,568	163,446	201,893	206,727	210,302
Liabilities & equity	419,993	409,010	417,794	442,505	453,673

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	13,116	14,685	11,368
Tax paid	2,723	(2,708)	(1,798)	(3,130)	(1,888)
Depreciation & amortization	7,799	8,106	8,375	8,011	8,568
Chg In working capital	(23,678)	17,027	(7,625)	1,205	6
Chg In other CA & CL / minorities	14,520	(2,277)	(5,856)	(4,264)	(4,733)
Cash flow from operations	28,834	37,547	6,212	16,507	13,321
Capex	(19,942)	(13,641)	(19,822)	(36,788)	(18,904)
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)	10,179	3,894	5,464
Cash flow from investments	(17,651)	(11,307)	(10,143)	(33,394)	(13,940)
Debt financing	(10,149)	(8,799)	(21,580)	22,959	6,490
Capital increase	0	0	(15)	0	0
Dividends paid	(5,249)	(8,823)	(4,212)	(6,072)	(5,870)
Warrants & other surplus	(4,985)	(3,257)	30,000	0	0
Cash flow from financing	(20,383)	(20,879)	4,193	16,887	619
Free cash flow	8,893	23,906	(13,610)	(20,281)	(5,583)

TOP will likely enter into another capex cycle

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	2.5	3.9	6.6	6.4	8.9
Normalized PE - at target price (x)	2.8	4.4	7.4	7.2	9.9
PE (x)	3.4	6.8	5.4	7.5	8.9
PE - at target price (x)	3.8	7.6	6.0	8.3	9.9
EV/EBITDA (x)	5.1	6.8	6.7	7.5	8.6
EV/EBITDA - at target price (x)	5.3	7.1	7.0	7.8	8.9
P/BV (x)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
P/BV - at target price (x)	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4
P/CFO (x)	2.4	1.8	11.0	4.1	5.1
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	11.1	6.2	6.1	5.4	4.5
FCF Yield (%)	13.1	35.1	(20.0)	(29.8)	(8.2)
(Bt)					
Normalized EPS	12.3	7.7	4.6	4.8	3.4
EPS	8.9	4.5	5.7	4.1	3.4
DPS	3.4	1.9	1.9	1.6	1.4
BV/share	74.2	73.2	90.4	92.6	94.2
CFO/share	12.9	16.8	2.8	7.4	6.0
FCF/share	4.0	10.7	(6.1)	(9.1)	(2.5)

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see TOP's 6.6x 2025F PE multiple as attractive

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(11.4)	(0.5)	(13.4)	(5.0)	0.0
Net profit (%)	(39.5)	(49.6)	27.3	(13.9)	(13.4)
EPS (%)	(42.8)	(49.6)	27.3	(28.1)	(16.1)
Normalized profit (%)	(27.5)	(37.1)	(40.4)	20.7	(23.9)
Normalized EPS (%)	(31.5)	(37.1)	(40.4)	3.2	(27.9)
Dividend payout ratio (%)	38.4	42.6	33.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	7.3	4.9	4.9	5.3	4.6
Operating margin (%)	6.5	4.0	3.9	4.3	3.6
EBITDA margin (%)	8.2	5.8	5.9	6.4	5.8
Net margin (%)	5.9	3.7	2.5	3.2	2.4
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.9	0.7	0.7	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.5	0.6	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	7.5	4.7	3.6	4.5	3.4
Interest coverage - EBITDA (x)	9.4	6.7	5.5	6.6	5.5
ROA - using norm profit (%)	6.3	4.2	2.5	2.9	2.1
ROE - using norm profit (%)	17.0	10.5	5.6	6.1	4.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.1	10.6	5.6	6.0	4.4
- asset turnover (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
- operating margin (%)	6.7	4.6	4.3	4.8	4.0
- leverage (x)	2.7	2.5	2.3	2.1	2.1
- interest burden (%)	87.0	81.1	75.1	79.8	73.6
- tax burden (%)	100.0	100.0	77.9	83.0	81.0
WACC (%)	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
ROIC (%)	10.7	6.4	4.4	4.7	3.4
NOPAT (Bt m)	30,507	18,887	12,186	13,846	11,100
invested capital (Bt m)	294,309	278,328	294,931	322,725	332,789

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	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.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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้” ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SAWAD) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570, 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนหิรัญกุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี 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, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง 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 , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชนันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี 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