

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 7.00

(From: Bt 5.70)

Upside : 25.0%

11 DECEMBER 2025

Small Cap Research

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

บริษัทที่สร้างผลตอบแทนได้สูงขึ้น

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SPRC เนื่องจากเป็นบริษัทให้ผลตอบแทนสูงขึ้นจากการอัปเดตโรงกลั่นและวัฏจักรอุตสาหกรรมที่ดีขึ้น เราคาดว่ากำไรปี 2027F จะเพิ่มขึ้น 82% จากปี 2024 ROE จะเพิ่มขึ้นเกือบเป็นสองเท่า พร้อมให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 9.8%



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ไม่แพง ด้วยให้ผลตอบแทนสูงขึ้น แนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SPRC เนื่องจาก 1) SPRC เป็นบริษัทที่ให้ผลตอบแทนสูงขึ้นจากการอัปเดตโรงกลั่นและวัฏจักรอุตสาหกรรมที่แข็งแกร่ง เราคาดว่ากำไรปี 2027F จะเพิ่มขึ้น 82% จากปี 2024 และ ROE จะเพิ่มเป็น 9.5% จาก 5.8% ในปี 2024 2) SPRC สร้างกระแสเงินสดได้มาก ด้วยคาดว่าจะมีอัตราผลตอบแทนกระแสเงินสดอิสระ (FCF yield) ที่ 17/17/16% ในปี 2025-27F ซึ่งรองรับอัตราผลตอบแทนปันผล 5.4/6.3/9.8% 3) มูลค่าหุ้นยังมีความน่าสนใจ ซื้อขายที่ 8.2/6.0 เท่า 2026-27F PE และ 0.6 เท่า P/BV เทียบกับ ROE ที่ 7.2/9.5% ในปี 2026-27F โดย PE ที่สูงขึ้น และ ROE ที่ต่ำลง ในปี 2026F เป็นผลจากค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงพิเศษ ทั้งนี้ ในบทวิเคราะห์นี้ เราปรับเพิ่มกำไรอย่างมีนัยสำคัญราว 104/226/41% สำหรับปี 2025-27E สาเหตุหลักมาจากการอัปเดตโรงกลั่น การจัดประเภทค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงใหม่ และการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานบางส่วน และ GRM ปี 2025F ที่ดีกว่าค่าที่เราปรับราคาเป้าหมายปีฐาน 2026F ขึ้นเป็น 7.0 บาท (จากเดิม 5.7 บาท)

การปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน

การอัปเดตโรงกลั่นจะช่วยยกระดับประสิทธิภาพการดำเนินงานของ SPRC 1) อัตราผลตอบแทนจากผลิตภัณฑ์จะดีขึ้น ด้วยผลผลิตน้ำมันอากาศยานและแก๊สโซลีนจะเพิ่มขึ้น 3-4% จากสัดส่วนวัตถุดิบน้ำมันดิบชนิดเบาที่มากขึ้น 2) การอัปเดตโรงกลั่นจะทำให้ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นน้อยกว่า 95% เทียบกับค่าเฉลี่ยสามปีย้อนหลังที่ 89% 3) ความเชื่อถือได้สูงขึ้นและปริมาณการกลั่นเพิ่มขึ้น ทำให้ค่าใช้จ่ายดำเนินการโรงกลั่นลดลงราว 5% เหลือราว US\$2.0/bbl สำหรับธุรกิจการค้า (สถานีบริการน้ำมันและขายส่ง) อัตรากำไรเชิงพาณิชย์ฟื้นตัวมาสู่ระดับค้ำทุ่นใน 9M25 ที่ US\$1.3/bbl เทียบกับ US\$0.9/bbl ในปี 2024) และมีแนวโน้มดีขึ้นต่อเนื่อง ด้วยมียอดค้าปลีกน้ำมันที่เพิ่มขึ้นจากยอดขายสาขาเดิมที่เติบโต, การขยายสถานีบริการ, และราคาน้ำมันที่ต่ำ

มุมมองต่อธุรกิจโรงกลั่นยังคงอยู่ในเกณฑ์ดี

เราคงสมมติฐานค่าการกลั่นน้ำมันสิงคโปร์ (Singapore GRM) ไว้เท่าเดิม โดยคาดว่าจะอยู่ที่ US\$5.8/6.1/6.4/bbl ในปี 2026-28F เทียบกับ US\$6.7/bbl ในปี 2025 แนวโน้มที่ดีนี้ได้แรงหนุนจากการเพิ่มกำลังการผลิตโรงกลั่นใหม่ทั่วโลกที่ยังมีอยู่อย่างจำกัด การปิดโรงกลั่นต่อเนื่อง การลดลงของโรงกลั่นขนาดเล็กอิสระในจีนจากการตรวจสอบด้านภาษีที่เข้มงวดขึ้น การจำกัดการอนุมัติโรงกลั่นใหม่ของจีนภายใต้นโยบายรัฐบาลที่มุ่งลดการแข่งขัน (anti-involution policy)

หุ้นปันผลที่น่าเชื่อถือ

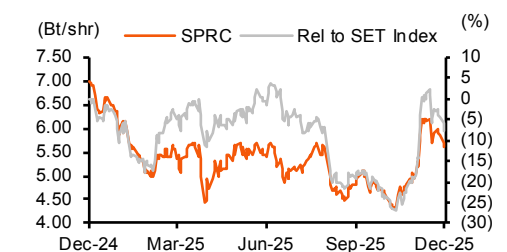
เนื่องจากคาดการณ์กำไรที่สูงขึ้น เราจึงปรับประมาณการ DPS ขึ้นจาก 0.25 บาทต่อปี เป็น 0.30/0.35/0.55 บาท ในปี 2025-27F คิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.4/6.3/9.8% อิงจากสมมติฐานอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 51% ในปี 2025-26F ซึ่งเป็นช่วงที่มีการปันผลกำไรจ่ายลงทุนและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานจากการซ่อมบำรุง จากนั้นเราคาดว่าอัตราการจ่ายเงินปันผลจะเพิ่มขึ้นเป็น 59% ในปี 2027F ประมาณการของเราคาดว่ากระแสเงินสดอิสระต่อหุ้นอยู่ที่ 1.0/0.4/0.9 บาท ในปี 2025-27F ซึ่งเพียงพอที่จะรองรับเงินปันผลที่คาดการณ์ไว้

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	270,606	251,658	213,242	238,329
Net profit	2,235	2,526	2,959	4,061
Consensus NP	—	1,923	2,770	3,488
Diff frm cons (%)	—	31.3	6.8	16.4
Norm profit	2,358	3,933	2,959	4,061
Prev. Norm profit	—	1,927	907	2,872
Chg frm prev (%)	—	104.1	226.4	41.4
Norm EPS (Bt)	0.5	0.9	0.7	0.9
Norm EPS grw (%)	na	66.8	(24.8)	37.2
Norm PE (x)	10.3	6.2	8.2	6.0
EV/EBITDA (x)	5.6	3.8	4.3	3.3
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6
Div yield (%)	7.1	5.4	6.3	9.8
ROE (%)	5.8	9.9	7.2	9.5
Net D/E (%)	17.9	13.4	11.3	6.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

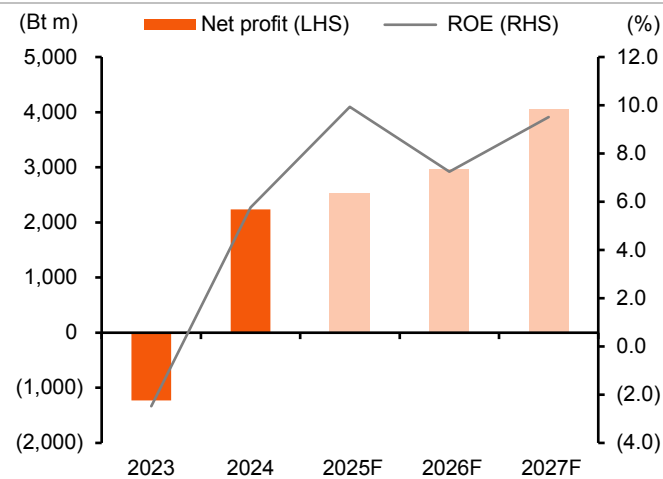
Price as of 11-Dec-25 (Bt)	5.60
Market Cap (US\$ m)	764.6
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.7
12M Price H/L (Bt)	6.95/4.30
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

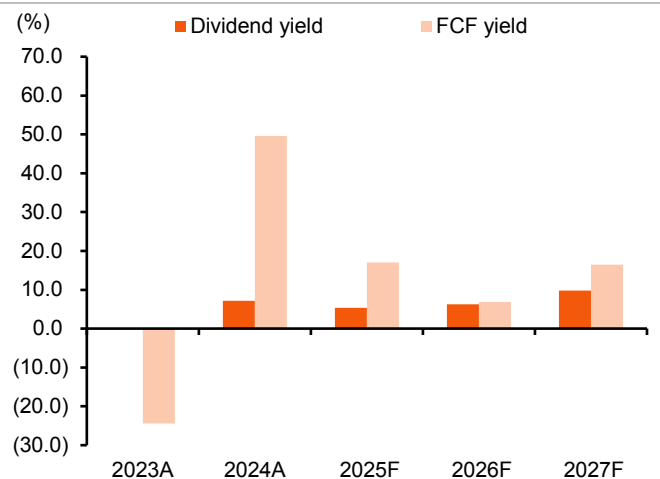
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Net Profit Vs. ROE



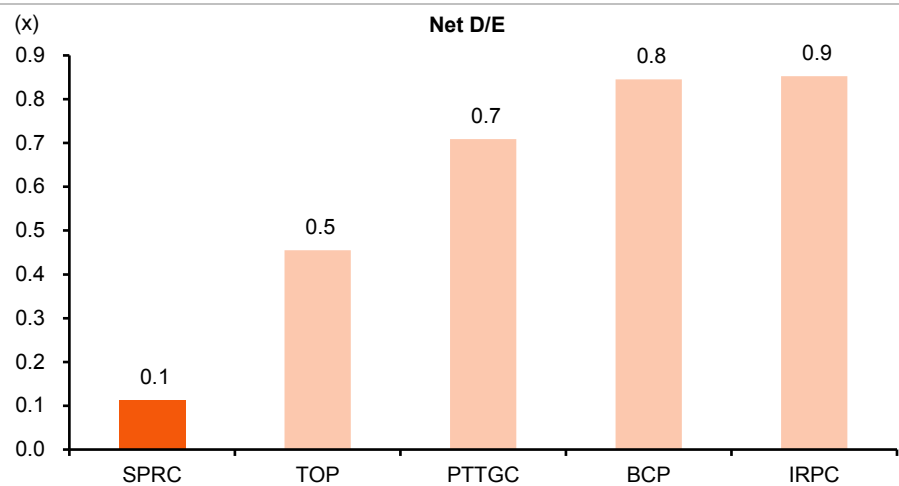
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: FCF Yield Vs. DPS Yield



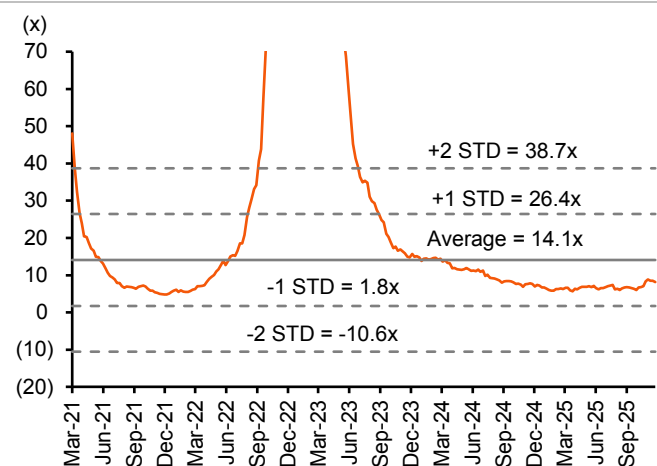
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: SPRC Has A Strong Balance Sheet With Low Net Gearing



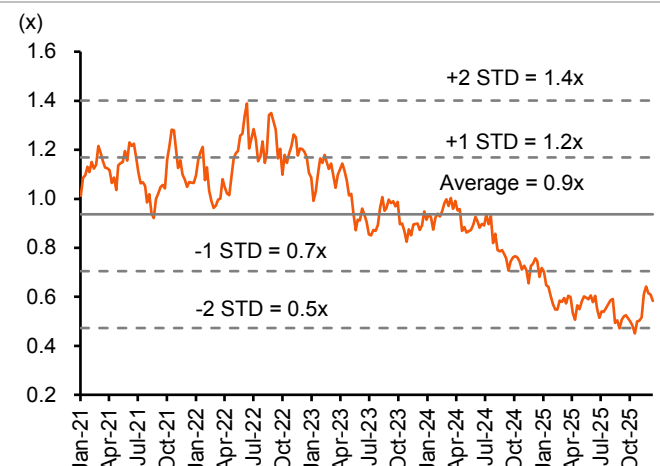
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: PE Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: P/BV Band

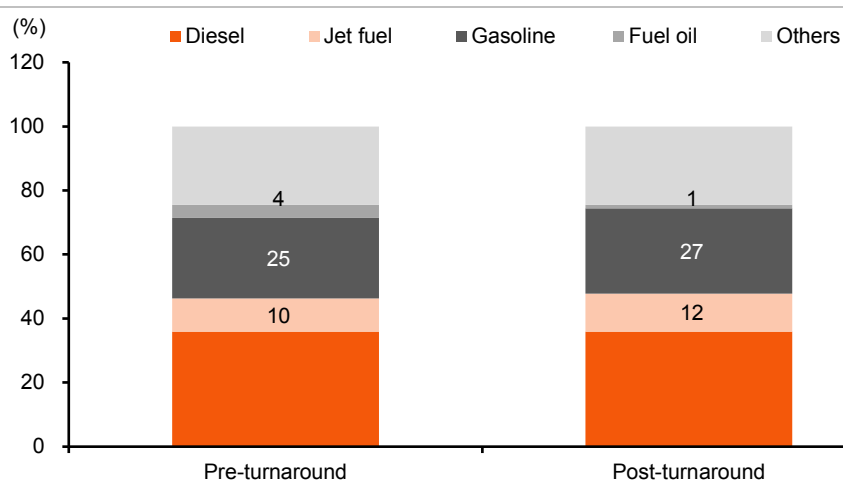


Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

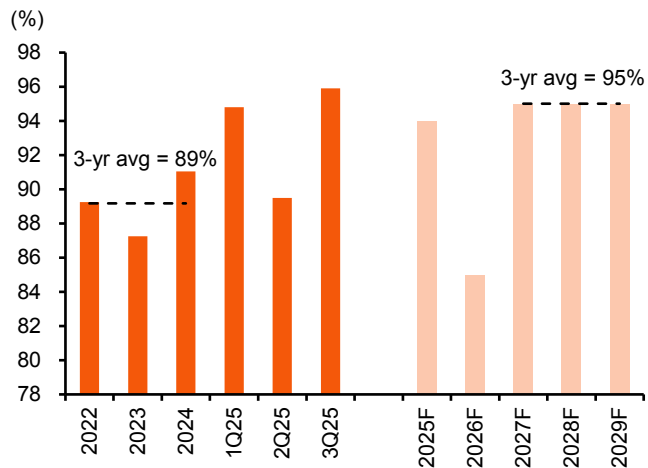
Ex 6: Earnings Revisions

	2024	2025F	2026F	2027F
Net profit (Bt m)				
- New	2,235	2,526	2,959	4,061
- Old		1,256	309	2,872
- Change (%)		101.1	856.3	41.4
Normalized profit (Bt m)				
- New	2,358	3,933	2,959	4,061
- Old		1,927	907	2,872
- Change (%)		104.1	226.4	41.4
Turnaround cost (US\$m)				
- New		30.0	15.0	-
- Old		35.0	70.0	-
- Change (%)		(14.3)	(78.6)	-
Utilization (%)				
- New	91.0	94.0	85.0	95.0
- Old		90.0	85.0	90.0
- Change (ppt)		4.0	0.0	5.0
Market GRM (US\$/bbl)				
- New	5.7	5.9	5.3	5.6
- Old		4.5	5.3	5.6
- Change (%)		30.6	0.0	0.0

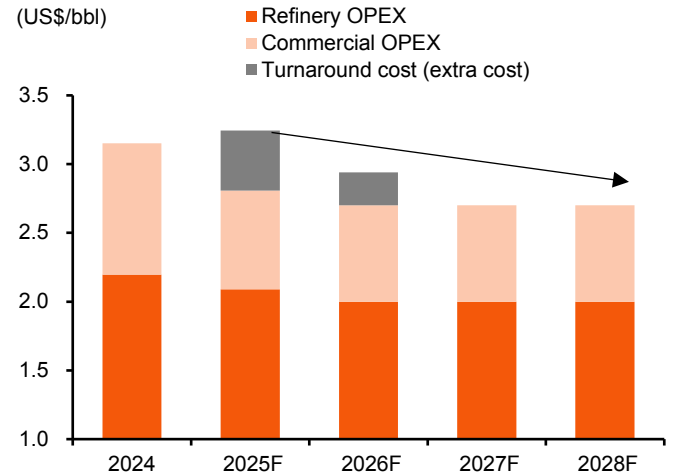
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Refinery Product Yields

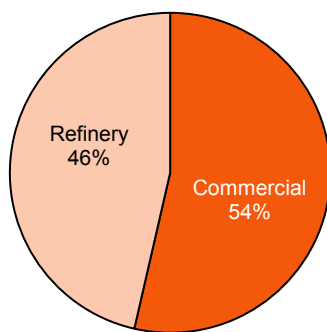
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Refinery Utilization

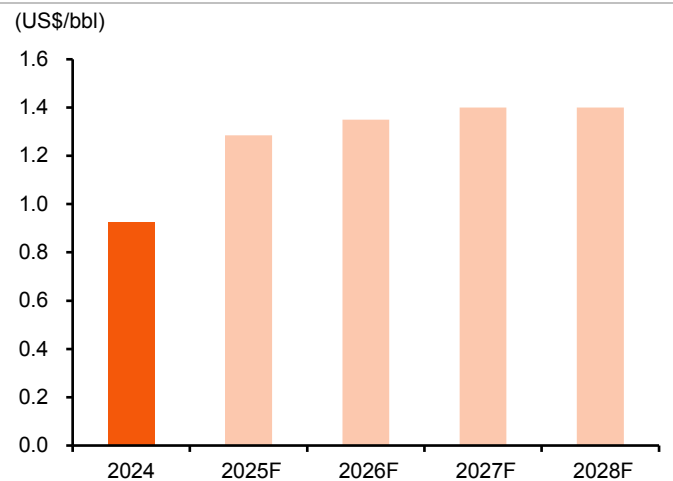
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Cost Per Bbl

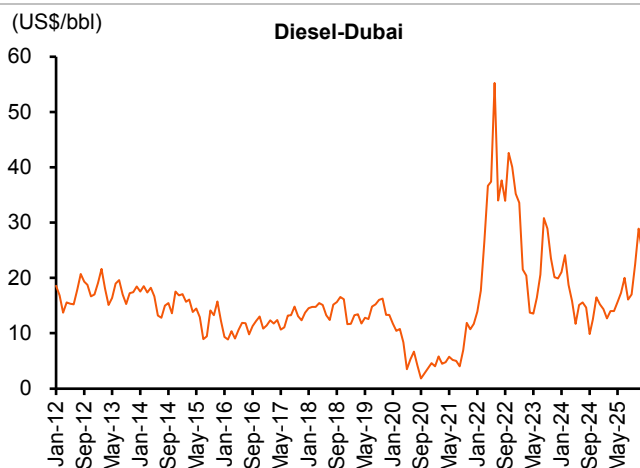
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Sales Volume Breakdown

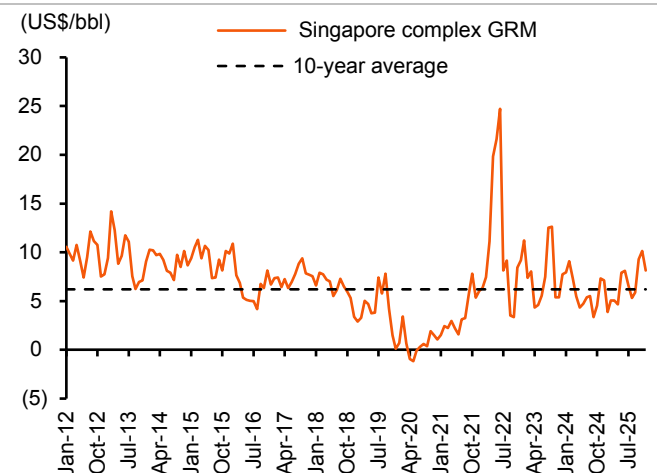
Sources: Company data, Thanachart

Ex 11: Commercial Margin

Sources: Company data, Thanachart estimates

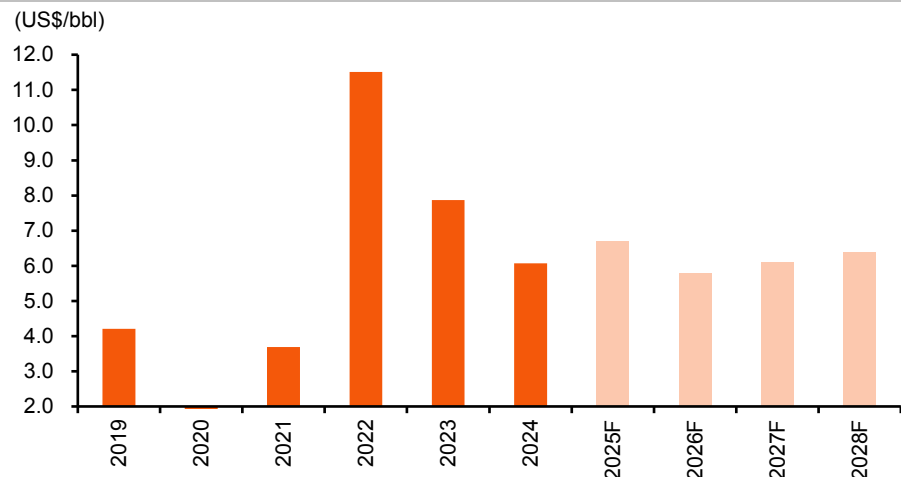
Ex 12: Diesel Crack Spread

Source: Company data

Ex 13: Singapore Complex GRM – Monthly

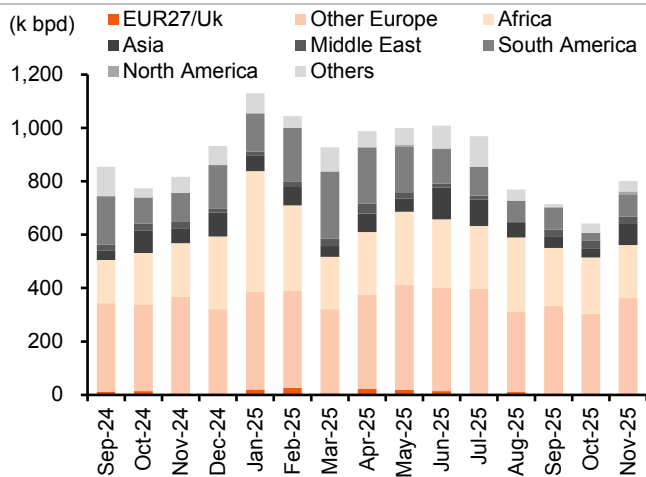
Sources: Company data, Thanachart

Ex 14: Singapore Complex GRM – Yearly



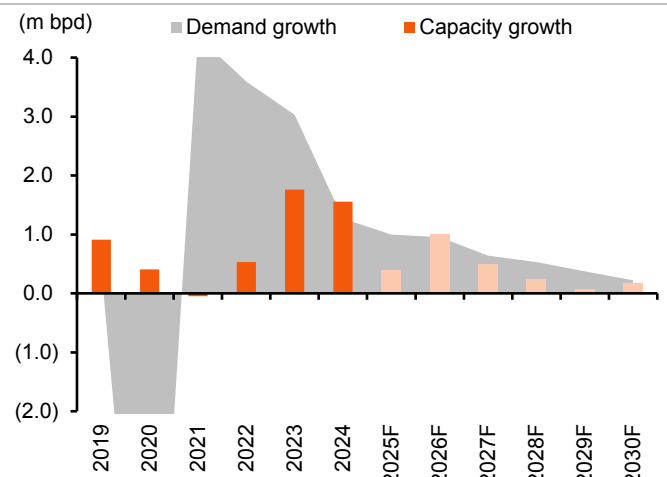
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: Russian Diesel Exports



Source: Bloomberg

Ex 16: Global Refinery Supply Growth Vs. Demand



Source: Company data

Ex 17: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA + dividend	6,802	8,187	8,697	6,369	5,914	5,914	5,914	5,914	5,914	5,914	5,914	
Free cash flow	2,493	3,916	6,162	6,811	(2,494)	3,918	3,921	3,924	3,926	3,929	3,931	36,399
PV of free cash flow	2,486	3,191	4,530	4,519	(1,493)	2,117	1,912	1,727	1,560	1,408	1,272	11,774
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	10.8											
Terminal growth (%)	0.0											
Enterprise value - add Investments	35,003											
Net debt (2025F)	5,389											
Minority interest	5											
Equity value	29,609											
# of shares (m)	4,336											
Equity value/sh (Bt)	7.0											

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 18: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Market	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	(5.9)	(0.6)	9.5	9.6	1.0	0.9	4.3	4.3	5.3	5.2	10.3	9.8
Sinopec	386 HK	China	(28.9)	21.3	13.1	10.8	0.6	0.6	6.4	5.9	4.8	5.8	4.6	5.5
Average			(17.4)	10.4	11.3	10.2	0.8	0.8	5.3	5.1	5.1	5.5	7.4	7.6
SK Innovation	096770	S.Korea	na	na	na	na	0.8	0.7	17.6	11.9	1.8	1.9	na	na
S-Oil	010950	S.Korea	na	na	na	14.8	1.1	1.0	14.2	7.4	0.5	1.3	0.9	6.8
Average			na	na	na	14.8	0.9	0.9	15.9	9.7	1.1	1.6	0.9	6.8
Reliance Industries	RIL IB	India	0.8	15.7	na	na	na	na	14.5	12.9	na	na	8.6	9.0
Indian Oil	IOCL IB	India	(77.2)	159.1	22.6	8.7	1.2	1.1	10.8	6.4	2.2	4.7	6.4	14.1
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(50.6)	53.3	11.3	7.4	1.8	1.6	7.9	5.6	3.6	5.1	15.8	23.4
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	(59.8)	114.3	13.8	6.5	1.8	1.5	10.2	5.7	2.4	5.1	14.1	26.4
Average			(46.7)	85.6	15.9	7.5	1.6	1.4	10.9	7.6	2.7	5.0	11.2	18.2
Marathon Petroleum	MPC US	USA	22.7	41.3	18.0	12.8	3.4	3.3	8.1	7.3	1.9	2.1	17.2	24.7
Valero	VLO US	USA	27.7	30.2	17.6	13.5	2.2	2.1	8.7	7.6	2.6	2.7	11.7	14.1
Phillips 66	PSX US	USA	8.9	83.5	21.8	11.9	2.1	2.0	9.8	8.0	3.3	3.4	9.2	16.4
PBF Energy'	PBF US	USA	(20.2)	144.9	na	14.9	0.7	0.7	56.2	4.9	3.4	3.4	na	5.0
Delek	DK US	USA	139.4	(111.4)	15.7	na	8.3	9.6	4.9	6.3	2.9	3.0	20.3	na
Average			35.7	37.7	18.3	13.3	3.3	3.5	17.5	6.8	2.8	2.9	14.6	15.0
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	(16.5)	25.6	6.6	5.2	0.6	0.5	2.4	2.7	4.2	5.7	9.0	10.5
Bangchak Sriracha *	BSRC TB *	Thailand	51.8	43.4	6.6	4.6	0.4	0.4	4.5	2.6	3.6	6.2	6.3	8.8
Star Petroleum Refining	SPRC TB *	Thailand	66.8	(24.8)	6.2	8.2	0.6	0.6	3.8	4.3	5.4	6.3	9.9	7.2
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	(27.5)	(21.2)	6.3	7.9	0.4	0.4	5.8	7.1	6.3	4.3	6.8	5.7
Average			18.6	5.8	6.4	6.5	0.5	0.5	4.1	4.2	4.9	5.6	8.0	8.1
Total Average			(2.4)	34.9	13.0	10.5	1.4	1.4	10.8	6.7	3.3	4.1	8.4	11.1

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 11 December 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

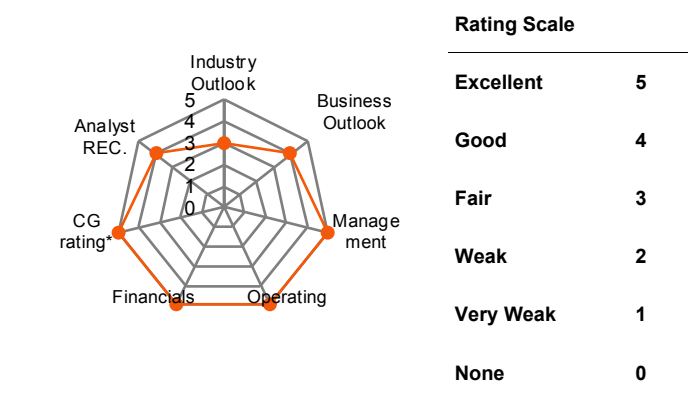
S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานที่น่าเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจการกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำการจากการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงงาน เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	7.18	7.00	-3%
Net profit 25F (Bt m)	1,923	2,526	31%
Net profit 26F (Bt m)	2,770	2,959	7%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2025–26F ของเราสูงกว่าตลาด ซึ่งเราให้น้ำหนักกับสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM) ที่สูงกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาดซึ่งเรามองว่าเกิดจากสมมติฐาน GRM ระยะยาวที่เราคาดไว้ต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

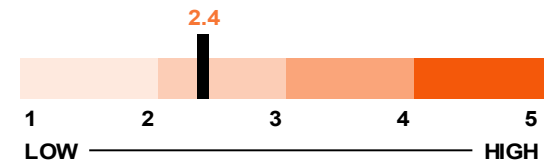
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- แนวโน้ม GRM ที่ต่ำกว่าคาดเป็น downside risk ต่อมุมมองเชิงบวกของเรา
- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

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	69.72	59.48	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) <ul style="list-style-type: none"> นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก การบริหารจัดการน้ำ การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> 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) <ul style="list-style-type: none"> การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน การดูแลพนักงาน สุขอนามัยและความปลอดภัย ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> คะแนนด้านสังคมของ SPRC อยู่ที่ 2.2 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 2.8 ซึ่งสาเหตุหลักมาจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2022 ด้านบวก, SPRC ได้จัดการเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2022 ได้ดีโดยการเปิดใช้แผนตอบสนองฉุกเฉินอย่างรวดเร็ว, การควบคุมการรั่วไหล, และการประสานงานกับหน่วยงานท้องถิ่นในการทำความสะอาด ตั้งแต่นั้นมา, บริษัท ได้จัดการฝึกอบรมด้านสุขภาพและความปลอดภัยในการทำงานอย่างต่อเนื่องให้กับพนักงานและผู้รับเหมาเพื่อเสริมสร้างความรู้และทักษะในการปฏิบัติงานอย่างปลอดภัย และไม่มีเหตุการณ์ใหญ่เกิดขึ้นหลังจากการรั่วไหลของน้ำมันครั้งล่าสุด
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none"> โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท จริยธรรมและความโปร่งใส ความยั่งยืนของธุรกิจ การบริหารความเสี่ยง นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> 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	251,658	213,242	238,329
Cost of sales	238,059	264,988	243,567	206,024	229,561
Gross profit	225	5,617	8,091	7,217	8,767
% gross margin	0.1%	2.1%	3.2%	3.4%	3.7%
Selling & administration expenses	1,302	3,311	3,311	3,311	3,311
Operating profit	(1,077)	2,306	4,779	3,906	5,456
% operating margin	-0.5%	0.9%	1.9%	1.8%	2.3%
Depreciation & amortization	2,599	3,282	3,061	2,896	2,731
EBITDA	1,521	5,588	7,841	6,802	8,187
% EBITDA margin	0.6%	2.1%	3.1%	3.2%	3.4%
Non-operating income	139	1,065	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(367)	(426)	(264)	(252)	(326)
Pre-tax profit	(1,306)	2,945	4,516	3,654	5,130
Income tax	(294)	587	583	694	1,068
After-tax profit	(1,012)	2,358	3,933	2,959	4,061
% net margin	-0.4%	0.9%	1.6%	1.4%	1.7%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(218)	(123)	(1,407)	0	0
NET PROFIT	(1,230)	2,235	2,526	2,959	4,061
Normalized profit	(1,012)	2,358	3,933	2,959	4,061
EPS (Bt)	(0.3)	0.5	0.6	0.7	0.9
Normalized EPS (Bt)	(0.2)	0.5	0.9	0.7	0.9

We expect earnings to improve in 2026-27F despite its TAM in 1Q26

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	46,603	39,471	40,107	39,274	42,924
Cash & cash equivalent	1,374	575	2,000	2,500	3,000
Account receivables	18,352	14,923	16,297	13,809	15,592
Inventories	26,459	23,482	21,354	22,578	23,900
Others	418	491	457	387	433
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	24,143	22,300	21,713	21,292	19,901
Other assets	4,822	6,665	6,223	5,328	5,913
Total assets	75,567	68,435	68,044	65,894	68,737
LIABILITIES:					
Current liabilities:	30,120	20,010	19,464	16,371	17,792
Account payables	14,156	16,726	15,284	12,928	14,237
Bank overdraft & ST loans	12,483	592	576	563	465
Current LT debt	0	394	1,022	998	825
Others current liabilities	3,481	2,299	2,582	1,882	2,265
Total LT debt	0	6,606	5,791	5,657	4,673
Others LT liabilities	2,677	2,712	2,675	2,202	2,497
Total liabilities	32,797	29,329	27,929	24,229	24,962
Minority interest	5	5	5	5	5
Preferred 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	10,671	12,221	14,332
Shareholders' equity	42,765	39,101	40,109	41,660	43,770
Liabilities & equity	75,567	68,435	68,044	65,894	68,737

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	4,516	3,654	5,130
Tax paid	294	(587)	(583)	(694)	(1,068)
Depreciation & amortization	2,599	3,282	3,061	2,896	2,731
Chg In working capital	(5,346)	8,976	(688)	(1,092)	(1,795)
Chg In other CA & CL / minorities	1,801	(1,130)	314	(633)	334
Cash flow from operations	(1,958)	13,486	6,621	4,130	5,333
Capex	(3,966)	(1,430)	(2,475)	(2,475)	(1,340)
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)	(1,391)	425	(286)
Cash flow from investments	(4,066)	(4,203)	(3,866)	(2,050)	(1,626)
Debt financing	2,034	(4,183)	188	(171)	(1,255)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(650)	(1,084)	(1,518)	(1,409)	(1,951)
Warrants & other surplus	5,939	(4,815)	0	0	0
Cash flow from financing	7,322	(10,082)	(1,330)	(1,580)	(3,207)
Free cash flow	(5,924)	12,056	4,146	1,655	3,993

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	10.3	6.2	8.2	6.0
Normalized PE - at target price (x)	na	12.9	7.7	10.3	7.5
PE (x)	na	10.9	9.6	8.2	6.0
PE - at target price (x)	na	13.6	12.0	10.3	7.5
EV/EBITDA (x)	23.3	5.6	3.8	4.3	3.3
EV/EBITDA - at target price (x)	27.3	6.7	4.6	5.2	4.1
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
P/CFO (x)	(12.4)	1.8	3.7	5.9	4.6
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	0.0	7.1	5.4	6.3	9.8
FCF Yield (%)	(24.4)	49.7	17.1	6.8	16.4
(Bt)					
Normalized EPS	(0.2)	0.5	0.9	0.7	0.9
EPS	(0.3)	0.5	0.6	0.7	0.9
DPS	0.0	0.4	0.3	0.4	0.6
BV/share	9.9	9.0	9.3	9.6	10.1
CFO/share	(0.5)	3.1	1.5	1.0	1.2
FCF/share	(1.4)	2.8	1.0	0.4	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.5)	13.6	(7.0)	(15.3)	11.8
Net profit (%)	na	na	13.0	17.2	37.2
EPS (%)	na	na	13.0	17.2	37.2
Normalized profit (%)	na	na	66.8	(24.8)	37.2
Normalized EPS (%)	na	na	66.8	(24.8)	37.2
Dividend payout ratio (%)	0.0	77.6	51.5	51.3	58.7
Operating performance					
Gross margin (%)	0.1	2.1	3.2	3.4	3.7
Operating margin (%)	(0.5)	0.9	1.9	1.8	2.3
EBITDA margin (%)	0.6	2.1	3.1	3.2	3.4
Net margin (%)	(0.4)	0.9	1.6	1.4	1.7
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.4	18.1	15.5	16.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	13.1	29.8	26.9	25.1
ROA - using norm profit (%)	na	3.3	5.8	4.4	6.0
ROE - using norm profit (%)	na	5.8	9.9	7.2	9.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	5.8	9.9	7.2	9.5
- asset turnover (x)	3.4	3.8	3.7	3.2	3.5
- operating margin (%)	na	1.2	1.9	1.8	2.3
- leverage (x)	1.7	1.8	1.7	1.6	1.6
- interest burden (%)	139.1	87.4	94.5	93.5	94.0
- tax burden (%)	na	80.1	87.1	81.0	79.2
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	(2.2)	3.4	8.4	7.0	9.3
NOPAT (Bt m)	(1,077)	1,846	3,883	3,164	4,320
invested capital (Bt m)	53,875	46,118	45,498	46,378	46,733

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 “หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รตา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน รวีสร่า สุวรรณอำไพ rawisara.suw@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 วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th