

**SELL** (Unchanged)

**TP: Bt 1.45** (From: Bt 0.77)

Change in Numbers

**Downside : 11.0%**

# IRPC Public Co Ltd (IRPC TB)

## ต้นทุนสูงและแข่งขันยาก

แม้ว่าสงครามในตะวันออกกลางจะสร้างกำไรพิเศษในระยะสั้น แต่ IRPC ยังคงเผชิญแรงกดดันจากภาวะขาดของอุตสาหกรรมปิโตรเคมี และต้นทุนการผลิตที่สูงจากขนาดธุรกิจที่เล็ก (มีสายการผลิตขนาดเล็กหลายหน่วย) เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” IRPC



**YUPAPAN POLPORNPRASERT**

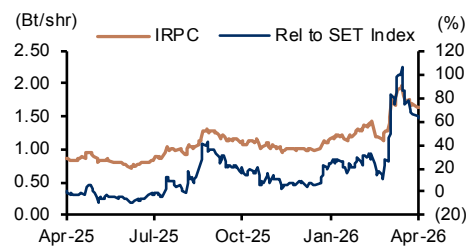
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	232,671	235,624	231,380	194,846
Net profit	(3,572)	6,888	1,204	1,370
Consensus NP	—	703	1,844	3,012
Diff frm cons (%)	—	879.6	(34.7)	(54.5)
Norm profit	(1,161)	3,586	1,204	1,370
Prev. Norm profit	—	(600)	(241)	(187)
Chg frm prev (%)	—	na	na	na
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.2	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	na	na	(66.4)	13.9
Norm PE (x)	na	9.3	27.7	24.3
EV/EBITDA (x)	9.8	4.1	4.7	4.1
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	0.6	1.8	1.8	1.8
ROE (%)	na	5.2	1.7	1.9
Net D/E (%)	61.9	39.9	29.7	19.7

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	1.63
Market Cap (US\$ m)	1,038.6
Listed Shares (m shares)	20,434.4
Free Float (%)	51.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	4.4
12M Price H/L (Bt)	1.98/0.71
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.05%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

### วัฏจักรอ่อนแอและเสียเปรียบด้านขนาด; แนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรากำหนดคำแนะนำ “ขาย” IRPC แม้จะปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2026F เป็น 1.45 บาท (จาก 0.77 บาท) จากการปรับเพิ่มสมมติฐานมาร์จิ้นของธุรกิจปิโตรเคมีและโรงกลั่น ประเด็นสำคัญมีดังนี้ 1) เช่นเดียวกับบริษัทอื่นในกลุ่มพลังงาน IRPC ได้ประโยชน์จากราคาพลังงาน และสเปรดที่เพิ่มขึ้นจากสงครามตะวันออกกลาง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกดังกล่าวเริ่มลดลงตามการคลี่คลายของความขัดแย้ง 2) วัฏจักรอุตสาหกรรมปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงขาลงต่อเนื่อง ซึ่งเราคาดว่าจะยาวไปจนถึงปี 2028F 3) ขนาดธุรกิจของ IRPC ค่อนข้างเล็ก โดยแต่ละสายผลิตภัณฑ์มีกำลังการผลิตไม่มาก ทำให้บริษัทมีต้นทุนการผลิตสูง ซึ่งยิ่งกดดันกำไรสุทธิในช่วงขาลง และ 4) ด้วยซื้อขายที่ P/BV 0.5 เท่า เทียบกับ ROE เพียง 1.7% ในปี 2027F เราจึงมองว่า IRPC ยังมีมูลค่าแพง

### ผลประโยชน์เริ่มลดลง

IRPC ได้ประโยชน์จากการพุ่งขึ้นของ GRM และ petrochemical spreads ในช่วงสงครามตะวันออกกลาง อย่างไรก็ตาม สงครามกำลังผ่อนคลายเข้าสู่ช่วงการเจรจา ซึ่งเราคาดว่าจะสิ้นสุดภายในเดือนนี้ เรายังคงชอบกลุ่มโรงกลั่นหลังสงครามยุติ แต่คาดว่ากลุ่มปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงขาลงต่อเนื่อง IRPC มีกำลังการผลิตค่อนข้างเล็ก เพียง 215kbd และผลประโยชน์ของบริษัทถูกขบเคลือบโดยธุรกิจปิโตรเคมีเป็นหลัก ในด้านอุปสงค์-อุปทาน คาดว่าจะมีกำลังการผลิตโพลีโพรพิลีนเพิ่มขึ้น 19 ล้านตัน ในปี 2025–30F เทียบกับอุปสงค์ที่เพิ่มเพียง 13 ล้านตัน เพื่อสะท้อนผลกระทบจากสงครามตะวันออกกลางและโครงสร้างพื้นฐานที่เสียหายซึ่งต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐานส่วนต่างราคา PP-naphtha spread เป็น US\$420/410/400 ต่อตัน ในปี 2026–28F (จาก 390/400/390) อย่างไรก็ตาม ระดับดังกล่าวยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยช่วงวัฏจักรปกติ (mid-cycle) ที่ประมาณ US\$500 ต่อตัน

### กำไรลดลงอย่างมากในปี 2027–28F

เราคาดว่า IRPC จะมีกำไร 3.6 พันลบ. ในปี 2026F จากแรงหนุนพิเศษของสงครามตะวันออกกลาง พลิกจากขาดทุน 3.5 พันลบ. อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวดังกล่าวไม่น่าจะยั่งยืน โดยคาดว่ากำไรจะลดลงอย่างมากเหลือเพียง 1.2/1.3 พันลบ. ในปี 2027–28F จากการที่สเปรดกลับสู่ภาวะปกติ และการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ของโรงงานในปี 2028F

### โครงสร้างต้นทุนที่ไม่สามารถแข่งขันได้

ฐานต้นทุนการดำเนินงานของ IRPC อยู่ในระดับสูงที่ประมาณ US\$9–10/bbl เทียบกับ integrated margin เพียง US\$8.8/bbl ในปี 2025 ข้อเสียเปรียบด้านต้นทุนนี้มีส่วนสำคัญมาจากขนาดธุรกิจที่เล็กและสินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำกว่า ซึ่งจำกัดการเกิดการประหยัดจากขนาด ตัวอย่างเช่น บริษัทมีกำลังการผลิตโรงกลั่น 215kbd PP 775,000 ตัน HDPE 140,000 ตัน PS 125,000 ตัน เมื่อเทียบกับกำลังการผลิตใหม่ในตลาดโลก โดยเฉพาะในจีน ซึ่งสร้างในขนาดที่ใหญ่กว่ามาก ส่งผลให้มีต้นทุนต่อหน่วยต่ำกว่า อย่างมีนัยสำคัญ

## Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2023	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Norm profit (Bt m)</b>					
- New	(4,415)	(1,161)	3,586	1,204	1,370
- Old			(600)	(241)	(187)
- Change (%)			na	na	na
<b>Market GIM (US\$/bbl)</b>					
- New	7.9	7.2	12.0	10.3	11.2
- Old			9.1	9.4	10.2
- Change (%)			31.3	10.0	9.9
<b>PP-naphtha (US\$/tonne)</b>					
- New	320	348	460	410	380
- Old			390	400	370
- Change (%)			17.9	2.5	2.7

Source: ttb wealth estimates

## Ex 2: 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	2037F	Terminal Value
EBITDA	15,054	11,626	11,574	10,073	9,821	6,514	6,453	5,802	5,151	4,520	4,520	4,717	
Free cash flow	11,063	8,952	8,593	9,802	8,647	3,601	4,390	3,421	3,307	2,197	2,358	2,919	50,459
PV of free cash flow	11,032	7,691	6,840	7,232	5,912	2,282	2,578	1,861	1,668	1,027	1,021	1,172	20,253
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
WACC (%)	7.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	70,570												
Net debt	40,818												
Minority interest	107												
Equity value	29,645												
# of shares	20,434												
Equity value / share	1.45												

Sources: Company data, ttb wealth estimates

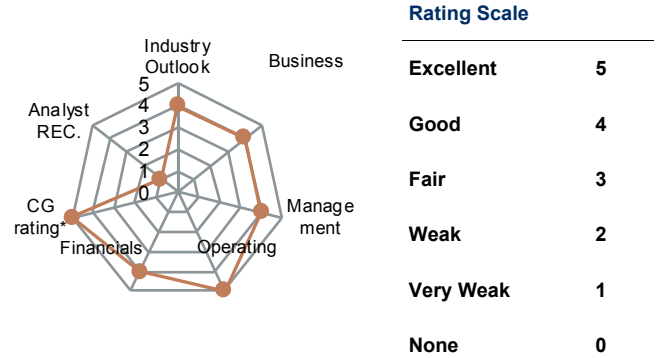
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

## COMPANY RATING



Source: ttb wealth; \*CG Rating

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมี complex แบบครบวงจร
- เป็นบริษัทในเครือ PTT

### O — Opportunity

- มีโอกาสในการลดต้นทุน และปรับปรุงสัดส่วนการขายในประเทศ
- มีโอกาสที่มาร์จิ้นเพิ่มขึ้นจากการขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ที่ประสบความสำเร็จ

### W — Weakness

- โครงสร้างต้นทุนเดิม
- ทำเลที่ตั้งค่อนข้างแยกออกจากมาบตาพุด

### T — Threat

- ค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่อ่อนแอกว่าที่คาดจากทั้งความต้องการที่อ่อนแอและอุปทานใหม่ที่เติบโตอย่างมาก

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	1.44	1.45	1%
Net profit 26F (Bt m)	703	6,888	880%
Net profit 27F (Bt m)	1,844	1,204	-35%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 9	SELL: 6

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการของเราสำหรับปี 2026F สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ Bloomberg consensus เนื่องจากสมมติฐาน GRM ของเราที่สูงขึ้น
- จึงส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด

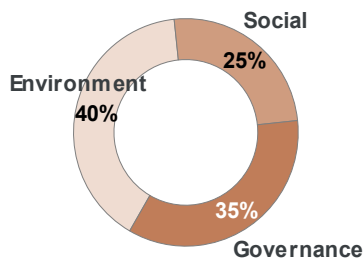
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

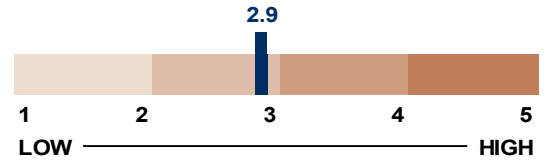
- Petrochemical spreads หรือ refining margin ที่สูงกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- หากราคาน้ำมันดิบลดลงสูงระดับต่ำ ซึ่งจะนำไปสู่ต้นทุนการดำเนินงานที่ลดลง จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- การประหยัดต้นทุน และ/หรือ การปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: ttb wealth

**ESG Weighting**



**ESG Rating**



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>IRPC</b>	-	-	YES	2.87	0	59.37	5.0

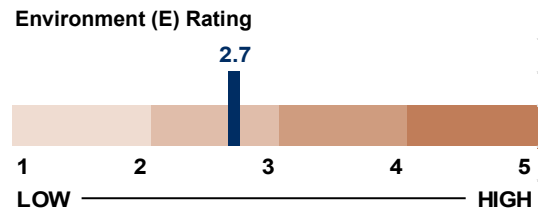
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



**ESG Summary**

- IRPC เป็นบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีแบบครบวงจร โดยมี PTT ถือหุ้นอยู่ 45% บริษัทมีขนาดกลาง ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นขนาด 215,000 บาร์เรลต่อวัน ในจังหวัดระยอง และมีการผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีรวม 2.2 ล้านตัน
- เราให้คะแนน ESG ของ IRPC อยู่ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.0 โดยด้านที่แข็งแกร่งที่สุดคือ สังคม (S) ที่ 3.5 รองลงมาคือ ธรรมชาติ (G) ที่ 3.0 และ สิ่งแวดล้อม (E) ที่ 2.7 ทั้งนี้ เราไม่ได้มองว่า IRPC เป็นหุ้นเด่นด้าน ESG
- IRPC มีจุดเด่นด้าน S โดยได้แรงหนุนจากความเสถียรในการดำเนินงานและความเสี่ยงจากการหยุดชะงักที่ต่ำ นอกจากนี้ยังมีการมีส่วนร่วมของพนักงานที่สูง มาตรฐานความปลอดภัยที่ดี และการบริหารแรงงานที่มีประสิทธิภาพ (มีสภาพแรงงานในระดับสูงแต่มีความขัดแย้งต่ำ)
- ด้านสิ่งแวดล้อม (E) เป็นจุดอ่อนที่สุดของ IRPC โดยมีคะแนนเพียง 2.7 แม้จะเป็นผู้ผลิตแบบครบวงจรทั้งโรงกลั่นและปิโตรเคมี แต่บริษัทมีประสิทธิภาพการใช้พลังงานไม่สูงนัก เนื่องจากโรงงานค่อนข้างเก่า และแต่ละสายการผลิตมีขนาดค่อนข้างเล็ก
- ด้านธรรมาภิบาล (G) อยู่ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.0 โดยมีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสมและมีคณะกรรมการย่อยครบถ้วน อย่างไรก็ตาม ถูกกดดันจากการกำกับดูแลในระดับกลุ่มของ PTT และโครงสร้างต้นทุนการดำเนินงานที่ค่อนข้างสูง

We assign IRPC a moderate E score of 2.7. Despite being an integrated refinery-petrochemical company, IRPC’s energy efficiency is limited by its aging facilities and the relatively small scale of each production unit. However, the company has set targets to improve its emission levels.



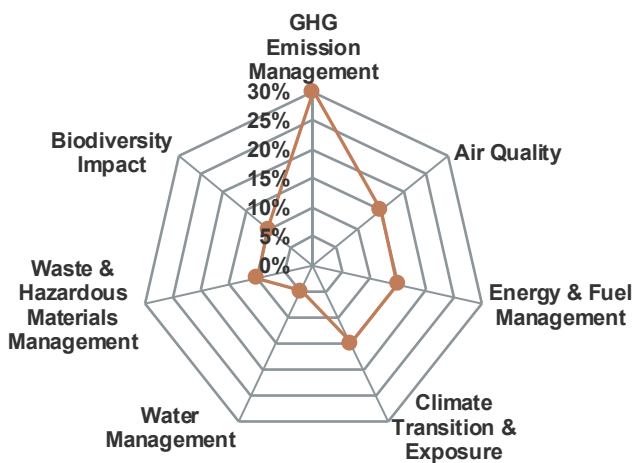
ENVIRONMENT

Our Comments

- Air Quality
- Biodiversity Impact
- Climate Transition & Exposure
- Energy & Fuel Management
- GHG Emission Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

- We assign IRPC a moderate E score of 2.7, below the sector average of 2.9. The score reflects its small-scale production units on each production line, which results in its higher greenhouse gas (GHG) intensity of 320kg CO<sub>2</sub> per barrel of crude oil equivalent, above its peers’ average of 280kg CO<sub>2</sub> per barrel of crude oil equivalent.
- That said, IRPC has set clear targets of a 20% emission reduction by 2030 from the 2019 base year and net-zero emissions by 2050. Its absolute emissions are trending in the right direction, with Scope 1 and 2 emissions falling 10% to 3.71m tonnes of CO<sub>2</sub>e in 2025 from 2019.
- IRPC has operational efficiency improvement plans with 39 energy-saving initiatives. The initiatives resulted in energy reduction equivalent to 23,000 tonnes of CO<sub>2</sub>.
- Under its “IRPC Going Circular” framework, the company achieved an 84% waste circularity rate in 2025, alongside securing Thailand’s first “Zero Plastic Waste to Landfill in Production Processes” certification — a notable ESG differentiator domestically.
- Its decarbonization pathway remains in the early stages, with initiatives including floating solar deployment, energy efficiency optimization via its Energy Intensity Index (EII), and broader clean energy adoption.
- Product-side transition is developing, with IRPC expanding its low-carbon “ECO-PRO” product portfolio and registering 73 products under Carbon Footprint of Product (CFP) labels, positioning for rising demand for sustainable materials, particularly in export markets.

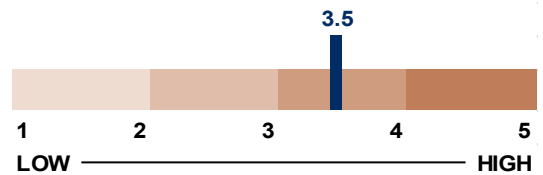
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

IRPC’s social performance is 3.5, a clear relative strength underpinned by high employee engagement, a solid safety track record, and proactive community investment.

Social (S) Rating

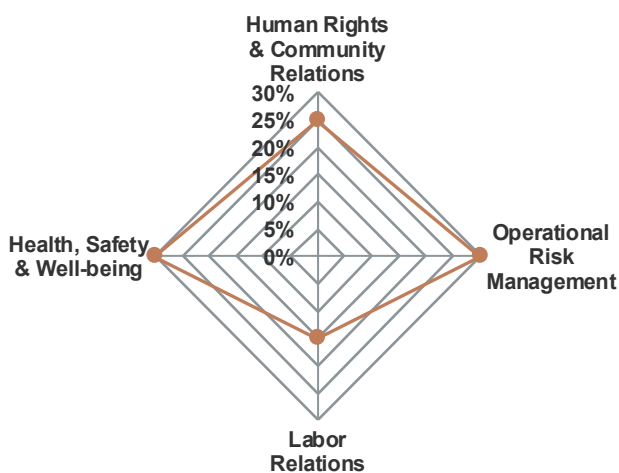


**SOCIAL** **Our Comments**

- Human Rights & Community Relations
- Health, Safety & Well-being
- Labor Relations
- Operational Risk Management

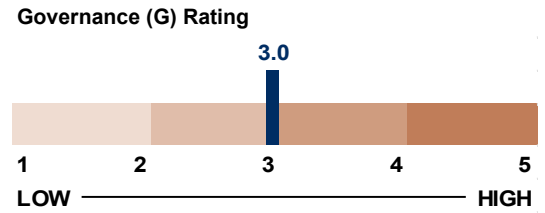
- We assign IRPC a good S score of 3.5, above its peer average of 3.0. This reflects its smooth operations, strong execution across workforce management, safety, and community engagement.
- Despite not being highly efficient in its structure, IRPC has operated its plants well. There haven’t been major incidents in either the refinery and petrochemical operations.
- Employee engagement is its key strength, with an 82% engagement score in 2025 (vs. 80% target). This was further validated by external recognition as a “2025 Mercer Thailand Best Employer”, reinforcing IRPC’s positioning as a leading employer in the sector.
- Safety performance is robust, with a Total Recordable Injury Rate (TRIR) of 0.22, outperforming the 0.26 target, and zero fatalities recorded during the year — an important metric for heavy industry operators.
- Human rights standards are well established, with IRPC recognized as a Gold Level Human Rights Model Organization for the second consecutive year (2024–25) and the seventh consecutive year overall, highlighting consistency rather than a one-off achievement.
- Labour relations appear stable and constructive, with ~80% of employees unionized across four labour unions. Engagement remains active but manageable, with three union proposals submitted and all successfully resolved during the year, suggesting limited labour friction risk.
- Community engagement is both measurable and impactful, with a community satisfaction score of 80.9% (vs. the 78% target). Initiatives are increasingly aligned with long-term social value creation, including smart farming programs, youth skills development, sustainable tourism promotion, and plastic recycling into medical prosthetics, supporting both circular economy and social inclusion objectives.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

IRPC's G score is decent at 3.0, reflecting a well-structured governance framework that is broadly in line with peers, supported by independent oversight and formal committees. However, group-level control via PTT, along with its high operating cost structure, weighs down the score.

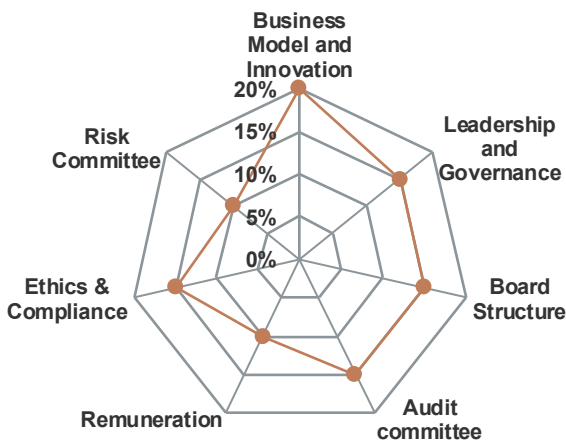


**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY** **Our Comments**

- Audit committee
- Board Structure
- Business Model and Innovation
- Ethics & Compliance
- Leadership and Governance
- Remuneration
- Risk Committee

- We assign IRPC a decent G score of 3.0, reflecting a sound governance framework and adequate board independence, partially offset by its high operating cost structure.
- IRPC's board structure is quite decent, with the board chairman being an independent director. Also, its independent board ratio of 8 out of 14 (53%) is acceptable, as it's over 50% but still below the two-thirds ideal.
- IRPC has a comprehensive set of committees, including an Audit Committee, Corporate Governance and Sustainability Committee, Nomination and Remuneration Committee, and Risk Management Committee.
- IRPC is 45% owned by PTT and its strategic decisions requires approval from the parent company. While this ensures alignment with group policies and risk controls, it may limit strategic flexibility and speed of execution relative.
- On business sustainability, cost competitiveness is a key weakness for IRPC. The disadvantage is on small and medium size of its operation units. IRPC's production capacities of its product lines are considered small scale by today's global and regional standards. The company however is committed to improve this via cost rationalization initiatives. Also to improve return, IRPC targets to increase higher-margin specialty products from 40% of sales in 2025 to 60% by 2030.
- Still on business sustainability, IRPC remains a highly volatile company due to the nature of its refinery and petrochemical businesses. Despite being a relatively integrated producer, the business remains highly volatile. There is yet to be diversification to a stable non-energy business area.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Sales	281,711	232,671	235,624	231,380	194,846
Cost of sales	272,996	221,223	217,463	216,348	182,027
<b>Gross profit</b>	<b>8,715</b>	<b>11,448</b>	<b>18,161</b>	<b>15,032</b>	<b>12,819</b>
% gross margin	3.1%	4.9%	7.7%	6.5%	6.6%
Selling & administration expenses	14,500	13,299	12,573	12,983	10,933
<b>Operating profit</b>	<b>(5,785)</b>	<b>(1,851)</b>	<b>5,588</b>	<b>2,049</b>	<b>1,886</b>
% operating margin	-2.1%	-0.8%	2.4%	0.9%	1.0%
Depreciation & amortization	9,141	9,425	9,466	9,578	9,688
<b>EBITDA</b>	<b>3,356</b>	<b>7,574</b>	<b>15,054</b>	<b>11,626</b>	<b>11,574</b>
% EBITDA margin	1.2%	3.3%	6.4%	5.0%	5.9%
Non-operating income	1,298	1,282	1,212	1,252	1,054
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,427)	(2,337)	(2,427)	(2,731)	(2,156)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(6,914)</b>	<b>(2,906)</b>	<b>4,372</b>	<b>570</b>	<b>784</b>
Income tax	(1,474)	(817)	1,715	294	337
<b>After-tax profit</b>	<b>(5,440)</b>	<b>(2,089)</b>	<b>2,657</b>	<b>276</b>	<b>447</b>
% net margin	-1.9%	-0.9%	1.1%	0.1%	0.2%
Shares in affiliates' Earnings	989	900	900	900	900
Minority interests	36	28	28	28	23
Extraordinary items	(779)	(2,411)	3,302	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(5,194)</b>	<b>(3,572)</b>	<b>6,888</b>	<b>1,204</b>	<b>1,370</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(4,415)</b>	<b>(1,161)</b>	<b>3,586</b>	<b>1,204</b>	<b>1,370</b>
EPS (Bt)	(0.3)	(0.2)	0.3	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	(0.2)	(0.1)	0.2	0.1	0.1

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	56,999	67,086	48,687	48,274	42,055
Cash & cash equivalent	9,924	27,198	9,000	9,000	9,000
Account receivables	13,269	12,037	12,190	11,970	10,080
Inventories	28,791	23,832	23,427	23,307	19,610
Others	5,015	4,019	4,070	3,997	3,366
Investments & loans	8,841	9,887	9,887	9,887	9,887
Net fixed assets	109,789	101,534	94,640	88,066	80,878
Other assets	8,926	8,875	8,978	8,830	7,553
<b>Total assets</b>	<b>184,555</b>	<b>187,383</b>	<b>162,193</b>	<b>155,057</b>	<b>140,374</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	53,844	58,981	52,914	49,908	41,689
Account payables	29,589	40,685	39,993	39,788	33,476
Bank overdraft & ST loans	6,800	0	0	0	0
Current LT debt	9,197	10,786	5,988	3,051	2,339
Others current liabilities	8,257	7,510	6,933	7,069	5,874
<b>Total LT debt</b>	<b>55,727</b>	<b>57,229</b>	<b>31,773</b>	<b>27,456</b>	<b>21,053</b>
Others LT liabilities	4,875	5,183	5,347	5,254	4,459
<b>Total liabilities</b>	<b>114,447</b>	<b>121,393</b>	<b>90,035</b>	<b>82,618</b>	<b>67,201</b>
Minority interest	143	107	79	51	28
Preferred 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	(308)	(318)	(318)	(318)	(318)
<b>Retained earnings</b>	<b>21,285</b>	<b>17,211</b>	<b>23,409</b>	<b>23,717</b>	<b>24,474</b>
Shareholders' equity	69,966	65,882	72,079	72,387	73,145
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>184,555</b>	<b>187,383</b>	<b>162,193</b>	<b>155,057</b>	<b>140,374</b>

Sources: Company data, ttb wealth estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Earnings before tax	(6,914)	(2,906)	4,372	570	784
Tax paid	1,474	817	(1,715)	(294)	(337)
Depreciation & amortization	9,141	9,425	9,466	9,578	9,688
Chg In working capital	1,234	17,286	(439)	135	(724)
Chg In other CA & CL / minorities	7,001	3,069	272	1,110	336
<b>Cash flow from operations</b>	<b>11,936</b>	<b>27,691</b>	<b>11,956</b>	<b>11,098</b>	<b>9,746</b>
Capex	(4,568)	(1,170)	(2,572)	(3,003)	(2,500)
Right of use	21	16	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	172	(1,047)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,761)	(4,026)	3,363	56	481
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(8,136)</b>	<b>(6,227)</b>	<b>791</b>	<b>(2,947)</b>	<b>(2,019)</b>
Debt financing	655	(3,679)	(30,254)	(7,255)	(7,114)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(612)	(204)	(691)	(895)	(613)
Warrants & other surplus	(138)	(308)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(96)</b>	<b>(4,191)</b>	<b>(30,945)</b>	<b>(8,151)</b>	<b>(7,727)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>3,800</b>	<b>21,465</b>	<b>12,747</b>	<b>8,151</b>	<b>7,727</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Normalized PE (x)	na	na	9.3	27.7	24.3
Normalized PE - at target price (x)	na	na	8.3	24.6	21.6
PE (x)	na	na	4.8	27.7	24.3
PE - at target price (x)	na	na	4.3	24.6	21.6
EV/EBITDA (x)	28.3	9.8	4.1	4.7	4.1
EV/EBITDA - at target price (x)	27.2	9.3	3.9	4.4	3.8
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/CFO (x)	2.8	1.2	2.8	3.0	3.4
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Dividend yield (%)	0.6	0.6	1.8	1.8	1.8
FCF Yield (%)	11.4	64.4	38.3	24.5	23.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.2)	(0.1)	0.2	0.1	0.1
EPS	(0.3)	(0.2)	0.3	0.1	0.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	3.4	3.2	3.5	3.5	3.6
CFO/share	0.6	1.4	0.6	0.5	0.5
FCF/share	0.2	1.1	0.6	0.4	0.4

Sources: Company data, ttb wealth estimates

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(5.8)	(17.4)	1.3	(1.8)	(15.8)
Net profit (%)	na	na	na	(82.5)	13.9
EPS (%)	na	na	na	(82.5)	13.9
Normalized profit (%)	na	na	na	(66.4)	13.9
Normalized EPS (%)	na	na	na	(66.4)	13.9
Dividend payout ratio (%)	(3.9)	(5.7)	17.1	50.9	44.7
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	3.1	4.9	7.7	6.5	6.6
Operating margin (%)	(2.1)	(0.8)	2.4	0.9	1.0
EBITDA margin (%)	1.2	3.3	6.4	5.0	5.9
Net margin (%)	(1.9)	(0.9)	1.1	0.1	0.2
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	0.5	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.6	0.4	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	2.3	0.8	0.9
Interest coverage - EBITDA (x)	1.4	3.2	6.2	4.3	5.4
ROA - using norm profit (%)	na	na	2.1	0.8	0.9
ROE - using norm profit (%)	na	na	5.2	1.7	1.9
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	3.9	0.4	0.6
- asset turnover (x)	1.5	1.3	1.3	1.5	1.3
- operating margin (%)	na	na	2.9	1.4	1.5
- leverage (x)	2.6	2.7	2.5	2.2	2.0
- interest burden (%)	154.1	510.4	64.3	17.3	26.7
- tax burden (%)	na	na	60.8	48.4	57.0
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	(4.1)	(1.4)	3.2	1.0	1.1
NOPAT (Bt m)	(5,785)	(1,851)	3,396	992	1,076
invested capital (Bt m)	131,766	106,700	100,841	93,894	87,537

Sources: Company data, ttb wealth 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. 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 information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

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

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

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยชนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เบลู") โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

**WARNING:** DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### 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: ธนาคารทหารไทยชนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

วิสิษฐา สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

nariporn.kla@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุญเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

### ยานยนต์, นิตมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

### วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

## ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th