

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 8.50** (From: Bt 7.00)

Change in Numbers

Upside : 30.8%

# Star Petroleum Refining Pcl (SPRC TB)

## มีโอกาที่หุ้นจะถูก re-rating

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” SPRC (ปัจจุบันเป็น Top Pick ของเรา) โดยคาดว่าราคาหุ้นจะมีการ re-rate ทำให้ dividend yield ที่อยู่ในระดับสูงผิดปกติที่ 13.8/8.5% ในปี 2026-27F ลดลง โดยได้รับแรงหนุนจาก FCF yield ที่ 26.5/15.6% SPRC มี EBITDA ปกติที่ 8 พันลบ. ต่อปี เทียบกับงบลงทุนที่ 1.3 พันลบ.



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

ได้รับการ Re-rating จากอัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติ; แนะนำ “ซื้อ” บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” SPRC โดยปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2026F เป็น 8.5 บาท จาก 7.0 บาท 1) เราคาดว่าราคาหุ้น SPRC จะมีการ re-rate เพื่อให้อัตราผลตอบแทนที่สูงผิดปกติที่ 15.4/8.5% ในปี 2026–27F ปรับลดลงมาอยู่ในระดับที่เหมาะสม โดยอัตราผลตอบแทนดังกล่าวได้รับการรองรับจาก FCF yield ที่ 12.6/14.4% เราคาด EBITDA อยู่ที่ 10/8.4 พันลบ. เทียบกับค่าใช้จ่ายลงทุนเพียง 2.7/1.3 พันลบ. ในปี 2026–27F 2) SPRC อยู่ในวัฏจักรอุตสาหกรรมที่ดี และเราคาดว่า GRM จะอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องจนถึงปี 2028F 3) การปิดซ่อมบำรุงและอัปเกรดโรงงานหลักเสร็จสิ้นใน 1Q26 ซึ่งจะช่วยเพิ่ม GRM และอัตราการใช้กำลังการผลิต เราคาดว่า SPRC จะมีความสามารถในการทำกำไรสูงขึ้น โดย ROE เพิ่มขึ้น 7% ในปี 2025 เป็น 10/11.6% ในปี 2027–28F ทั้งนี้ จากการปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 123/12/13% ในปี 2026–28F

### ปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM

เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐาน Singapore complex GRM ขึ้น US\$6.2/0.2/0.2/bbl เป็น US\$12.8/7.0/7.2 สำหรับปี 2026–28F เพื่อสะท้อนผลกระทบจากสงครามตะวันออกกลาง ซึ่งส่งผลให้เกิดความเสียหายต่อโครงสร้างพื้นฐานบางส่วนในภูมิภาค และต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู (โปรดดูบทวิเคราะห์หลัก) สำหรับ SPRC เราปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM เป็น US\$7.7/5.6/6.3 (จาก US\$5.3/5.3/6.2) ในปี 2026–28F

### การปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน

SPRC ได้ดำเนินการปิดซ่อมบำรุงและอัปเกรดโรงงานครั้งใหญ่เสร็จสิ้นใน 1Q26 โดยการอัปเกรดครั้งนี้ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานอย่างมีนัยสำคัญ ดังนี้ 1) product yields ดีขึ้น โดยผลผลิตน้ำมันเครื่องบิน และน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้น 3–4% จากการที่โรงงานสามารถใช้น้ำมันดิบชนิดเบา (light crude) ได้มากขึ้น 2) คาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตจะเพิ่มขึ้นเป็นมากกว่า 95% เทียบกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 3 ปีที่ราว 89% 3) ความน่าเชื่อถือและปริมาณการผลิตที่สูงขึ้นจะช่วยลดต้นทุนการดำเนินงานโรงกลั่นลงราว 5% เหลือราว US\$2.0/bbl นอกจากนี้ คาดว่าค่าเสื่อมราคาจะลดลง US\$10–15m ต่อปี เนื่องจากโรงกลั่นเข้าสู่ช่วงใกล้หมดอายุการคิดค่าเสื่อมตั้งแต่ 2H26F เป็นต้นไป ทั้งนี้ ผลบวกจากการอัปเกรดโรงงานดังกล่าว เราได้สะท้อนอยู่ในประมาณการแล้วในรูปของการเพิ่ม GRM ประมาณ US\$0.3/bbl

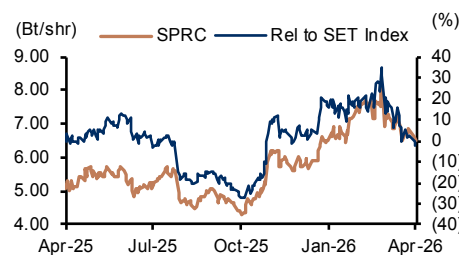
### FCF yields สูง สันับสนุนอัตราผลตอบแทนปันผล

เราคาดว่า SPRC จะสร้าง EBITDA ได้ 10/8.0 พันลบ. ในปี 2026–27F ขณะที่ค่าใช้จ่ายลงทุนอยู่ที่ 2.7/1.3 พันลบ. SPRC จะมีสถานะเกือบเป็นเงินสดสุทธิในปี 2026F ค่าใช้จ่ายลงทุนสำหรับโครงการอัปเกรดโรงงานอยู่ที่ 4.8 พันลบ. โดยใช้ไปแล้วราว 70% ในปี 2025 และเหลืออีก 1.4 พันลบ. ในปีนี้ ดังนั้น เราคาดว่า FCF yields จะอยู่ที่ 26.9/15.8% เพียงพอรองรับอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 13.8/8.5% ในปี 2026–27F ซึ่งคิดเป็นเงินปันผลที่คาดว่าจะราว 0.9/0.55 บาทต่อหุ้น โดยอิงสมมติฐานอัตราการจ่ายปันผลที่ 51/54% ในปี 2024–25 SPRC เคยจ่ายเงินปันผลที่ 0.4/0.45 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายถึง 78/76% หากย้อนกลับไปในปี 2022 ช่วงสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่ง SPRC ได้รับกำไรพิเศษจากภาวะสงครามประมาณ 7.7 พันลบ. บริษัทได้จ่ายเงินปันผลคิดเป็น 62.5% หรือปันผลต่อหุ้นที่ 1.1 บาท

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	241,882	246,612	265,916	265,916
Net profit	2,570	7,655	4,392	5,338
Consensus NP	—	3,127	4,285	4,487
Diff frm cons (%)	—	144.9	2.5	19.0
Norm profit	4,594	6,311	4,392	5,338
Prev. Norm profit	—	2,959	4,061	4,607
Chg frm prev (%)	—	113.3	8.1	15.9
Norm EPS (Bt)	1.1	1.5	1.0	1.2
Norm EPS gw (%)	94.8	37.4	(30.4)	21.5
Norm PE (x)	6.1	4.5	6.4	5.3
EV/EBITDA (x)	3.6	2.7	3.1	2.3
P/BV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	6.9	13.8	8.5	9.2
ROE (%)	11.9	15.7	10.2	11.8
Net D/E (%)	5.6	(5.6)	(8.3)	(15.2)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	6.50
Market Cap (US\$ m)	878.8
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	5.4
12M Price H/L (Bt)	8.15/4.30
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

### ESG Summary Report ..... P103

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

## Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>Normalized profit (Bt m)</b>					
- New	2,358	4,594	6,311	4,392	5,338
- Old			2,959	4,061	4,607
- Change (%)			113.3	8.1	15.9
<b>Market GRM (US\$/bbl)</b>					
- New	4.5	6.1	7.7	5.6	6.3
- Old			5.3	5.3	6.2
- Change (%)			44.7	5.5	1.8

Sources: Bloomberg, Company data; ttb wealth estimates

## Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation For Downstream Business, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	9,629	7,978	9,023	7,035	9,700	8,551	7,847	7,143	6,975	6,245	5,515	3,473	
Free cash flow	7,060	5,025	5,918	6,953	999	6,097	5,515	4,936	4,894	4,290	3,687	1,773	16,417
PV of free cash flow	7,040	4,095	4,351	4,613	598	3,295	2,689	2,172	1,944	1,538	1,193	518	4,793
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	10.8												
Terminal growth (%)	0.0												
Enterprise value - add investments	38,839												
Net cash/(debt)	2,130												
Minority interest	5												
Equity value	36,704												
# of shares (m)	4,336												
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>8.5</b>												

Sources: ttb wealth estimates

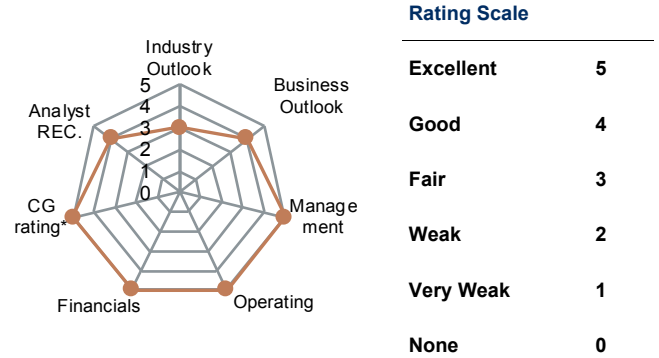
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

## COMPANY RATING



Source: ttb wealth; \*CG Rating

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงกลั่นนำเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

## O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงกลั่นเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

## W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำได้จากการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

## T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	8.09	8.50	5%
Net profit 26F (Bt m)	3,127	7,655	145%
Net profit 27F (Bt m)	4,285	4,392	2%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 7	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- เรามีประมาณการกำไรสุทธิในปี 2026F สูงกว่าค่าเฉลี่ยคาดการณ์ของ Bloomberg consensus ซึ่งเกิดจากการที่เราใช้สมมติฐาน GRM ที่สูงกว่า
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าค่าเฉลี่ย Bloomberg เล็กน้อย

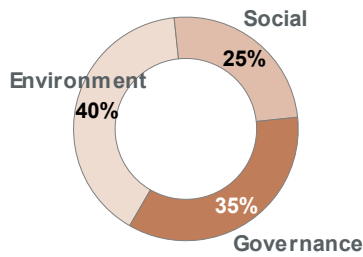
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

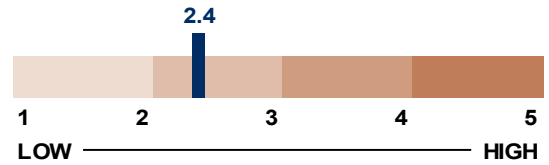
- แนวโน้ม GRM ที่ต่ำกว่าคาดเป็น downside risk ต่อมุมมองเชิงบวกของเรา
- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

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>SPRC</b>	<b>YES</b>	-	-	<b>2.44</b>	<b>0</b>	<b>69.52</b>	<b>5.0</b>

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.

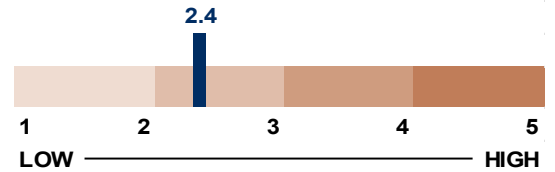


**ESG Summary**

- SPRC เป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมัน 6 แห่งของไทย มีกำลังการกลั่นราว 175kbd และมีสถานีบริการน้ำมันกว่า 500 แห่งภายใต้แบรนด์ Caltex บริษัทผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูป เช่น น้ำมันเบนซิน ดีเซล น้ำมันเครื่องบิน และ LPG ทั้งตลาดในประเทศและตลาดส่งออก บริษัทมีผู้ถือหุ้นใหญ่คือ Chevron South Asia และมุ่งเน้นที่ประสิทธิภาพการดำเนินงานและความเสถียรของการกลั่น มากกว่าการขยายธุรกิจปลายน้ำหรือลงทุนในพลังงานทดแทน
- เราให้คะแนน ESG ของ SPRC ในระดับปานกลางถึงค่อนข้างต่ำที่ 2.5 โดยประกอบด้วยคะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ที่ต่ำที่ 2.4, ด้านสังคม (S) ที่ต่ำที่ 2.2, และด้านธรรมาภิบาล (G) ปานกลางที่ 2.8 โดยรวมแล้ว โปรไฟล์ ESG ของ SPRC ยังถือว่าค่อนข้างอ่อนแอ เนื่องจากความคืบหน้าในการลดคาร์บอนยังมีจำกัด ด้านสังคมถูกกดดันจากเหตุการณ์ด้านความปลอดภัยในอดีต ด้านธรรมาภิบาลถูกจำกัดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่มีความกระจุกตัวสูง การปรับปรุงเกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป หลักๆ มาจากการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ SPRC อยู่ในระดับต่ำที่ 2.4 ซึ่งสะท้อนว่าบริษัทเน้นการลดคาร์บอนผ่านการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานเป็นหลัก แต่ยังคงถูกจำกัดจากการลงทุนด้านพลังงานสะอาดที่ค่อนข้างน้อย นอกจากนี้ยังได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในปี 2022 แม้จะไม่มีเหตุการณ์เกิดขึ้นซ้ำอีกตั้งแต่นั้นมา
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ของ SPRC ในระดับต่ำที่ 2.2 ซึ่งสะท้อนผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในปี 2022 อย่างไรก็ดีตาม คะแนนดังกล่าวถูกชดเชยบางส่วนจากการพัฒนาทรัพยากรบุคคลที่ดี มาตรฐานความปลอดภัยที่ปรับปรุงขึ้น และกิจกรรม CSR รวมถึงการมีส่วนร่วมกับชุมชนอย่างต่อเนื่อง
- ด้านธรรมาภิบาล (G) อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งถือว่าดีกว่าด้านอื่น ๆ โดยได้แรงหนุนจากการรายงานตามมาตรฐาน IFRS และการกำกับดูแลทางการเงินที่ค่อนข้างเหมาะสม อย่างไรก็ตาม ยังถูกจำกัดจากโครงสร้างผู้ถือหุ้นที่กระจุกตัว และความเป็นอิสระของคณะกรรมการที่ยังมีจำกัด แม้จะมีความโปร่งใสและกรอบการควบคุมที่อยู่ในระดับที่เหมาะสม

We assign SPRC a low E score of 2.4, reflecting its focus on efficiency-driven decarbonization, but constrained by limited green investments, and the impact of the 2022 oil spill, despite no recurrence since.

Environment (E) Rating

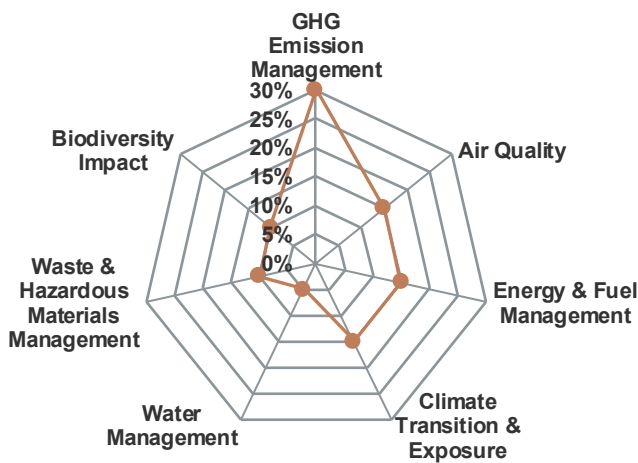


**ENVIRONMENT** **Our Comments**

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

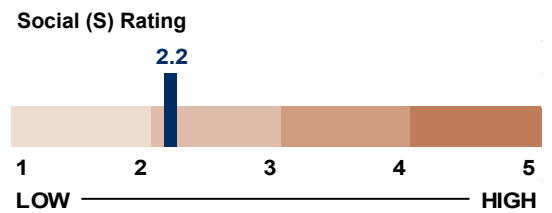
- SPRC’s E score is low at 2.4, reflecting its focus on efficiency-led decarbonization but not structural energy transition. There are limited green investments, and the company suffered an oil spill in 2022.
- The company targets a 10% reduction in carbon intensity by 2030 (vs. the 2021 base) and is gradually positioning for the energy transition through initiatives such as transforming service stations into “Energy Hubs”, and expanding EV charging infrastructure and non-oil services to support low-carbon mobility and strengthen business resilience.
- It is also investing in energy efficiency technologies and exploring carbon capture opportunities, while aligning with Thailand’s Net Zero 2050 ambition and supporting the development of appropriate carbon pricing mechanisms.
- Operational efficiency remains a core focus, supported by 3R initiatives (reduce, reuse, recycle) and industrial symbiosis to convert waste streams into usable inputs, improving cost efficiency and resource utilization.
- In 2025, SPRC continues to maintain carbon intensity at ~0.16 tCO<sub>2</sub>/tonne of production (since 2023), with a longer-term plan to sustain this level through 2028.
- In the commercial segment, SPRC is promoting energy savings through solar rooftop installation across 100 new Caltex service stations by 2030, supporting incremental progress toward lower-carbon retail operations.
- Overall, SPRC continues to lag global peers in diversification into renewable fuels or bio-based businesses, with capital allocation still largely directed toward efficiency improvements rather than structural decarbonization.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

Social is the weakest ESG pillar for SPRC and we assign a low Social score of 2.2. This reflects the 2022 major oil spill incident. On the positive side, the company has solid human capital development, improved safety practices, and active CSR and community engagement programs.

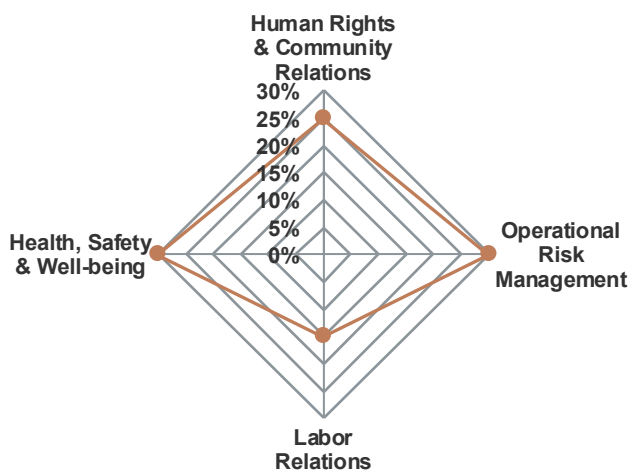


**SOCIAL** **Our Comments**

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

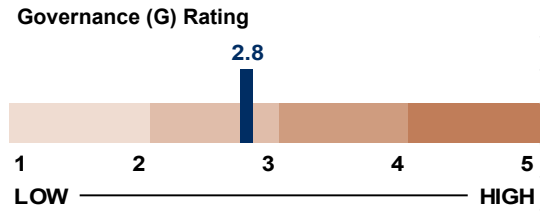
- We assign SPRC a Social score of 2.2, mainly reflecting the major oil spill in 2022 that had a large impact on communities, the environment, and the company’s financial burden.
- On the positive side, the company responded effectively by activating its emergency response plan, containing the spill, and coordinating with authorities, with no major incidents reported since, indicating improved safety controls and operational discipline.
- SPRC continues to strengthen its health and safety culture through ongoing training for employees and contractors, while promoting a “One Team, One Family” culture to support employee well-being, engagement, and open communication.
- Employee engagement remains solid, with a Gallup score of 3.98/5, supported by structured follow-up actions to drive continuous improvement.
- Training coverage reached 100% of employees, with over 120,000 training hours and continued increase in 2025, reflecting a strong commitment to workforce development and a lifelong learning culture.
- On community engagement, SPRC delivered strong participation in CSR activities and improved stakeholder trust, as reflected in higher community satisfaction, supported by consistent CSR spending and employee involvement.

**SCALE WEIGHTING**



Sources: ttb wealth, Company data

We assign SPRC a moderate G score of 2.8, supported by transparent financial reporting and generally strong operational oversight. However, that is weighed down by a concentrated ownership structure, limited board independence, and past internal control weaknesses, including its 2019 cybersecurity incident.

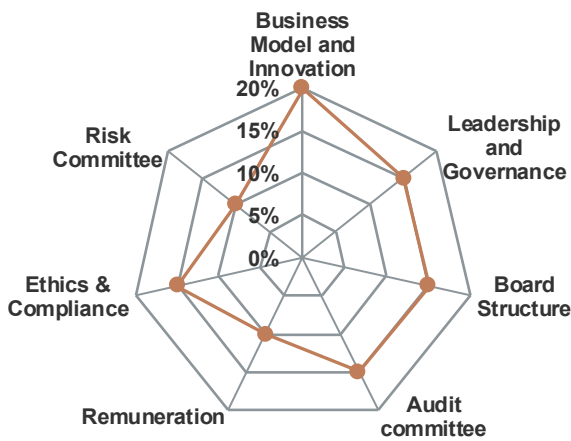


**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY** **Our Comments**

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

- We assign SPRC a moderate G score of 2.8, though it is stronger than its E and S scores. SPRC has solid reporting standards and operational transparency, but it has a weak board structure and internal control.
- The board structure remains a key limitation, with the chairman representing the major shareholder and independent directors comprising less than half of the board. Chevron South Asia Limited, holding a 60.6% stake, results in concentrated ownership and influence.
- Historical incidents, such as the 2019 business email compromise (BEC) attack, raised concerns over internal controls and cybersecurity, highlighting areas for improvement.
- That said, governance is supported by IFRS-compliant reporting, disclosed audit fees, and transparent operating performance, which can be benchmarked against industry peers.
- Despite exposure to commodity price volatility, forex movements, and some contingent liabilities, SPRC maintains a generally strong balance sheet and disciplined financial management.
- SPRC has a decent business sustainability running refining business in Thailand where there are limited new competition or major capacity expansions. An area of improvement in our view is its petrol station business which is still using a traditional pure petrol services model which is being threatened by other players that have adjusted their models toward the retail business to attract traffic and increase return.
- SPRC has audit and risk committees.

**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	270,606	241,882	246,612	265,916	265,916
Cost of sales	264,988	233,685	236,595	257,390	256,344
<b>Gross profit</b>	<b>5,617</b>	<b>8,197</b>	<b>10,018</b>	<b>8,527</b>	<b>9,572</b>
% gross margin	2.1%	3.4%	4.1%	3.2%	3.6%
Selling & administration expenses	3,311	3,197	3,197	3,197	3,197
<b>Operating profit</b>	<b>2,306</b>	<b>5,000</b>	<b>6,820</b>	<b>5,329</b>	<b>6,375</b>
% operating margin	0.9%	2.1%	2.8%	2.0%	2.4%
Depreciation & amortization	3,330	3,441	2,809	2,649	2,649
<b>EBITDA</b>	<b>5,636</b>	<b>8,441</b>	<b>9,629</b>	<b>7,978</b>	<b>9,023</b>
% EBITDA margin	2.1%	3.5%	3.9%	3.0%	3.4%
Non-operating income	1,065	242	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(426)	(258)	(74)	36	131
<b>Pre-tax profit</b>	<b>2,945</b>	<b>4,984</b>	<b>6,746</b>	<b>5,366</b>	<b>6,505</b>
Income tax	587	544	435	973	1,167
<b>After-tax profit</b>	<b>2,358</b>	<b>4,441</b>	<b>6,311</b>	<b>4,392</b>	<b>5,338</b>
% net margin	0.9%	1.8%	2.6%	1.7%	2.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	154	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(123)	(2,024)	1,344	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>2,235</b>	<b>2,570</b>	<b>7,655</b>	<b>4,392</b>	<b>5,338</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,358</b>	<b>4,594</b>	<b>6,311</b>	<b>4,392</b>	<b>5,338</b>
EPS (Bt)	0.5	0.6	1.8	1.0	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.5	1.1	1.5	1.0	1.2

**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:	39,471	34,155	34,861	38,133	39,161
Cash & cash equivalent	575	976	2,000	2,500	3,000
Account receivables	14,923	11,447	11,486	12,385	13,005
Inventories	23,482	21,112	20,743	22,566	22,474
Others	491	620	632	682	682
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	22,300	21,037	20,948	19,580	18,211
Other assets	6,665	6,106	6,218	6,676	6,676
<b>Total assets</b>	<b>68,435</b>	<b>61,298</b>	<b>62,027</b>	<b>64,389</b>	<b>64,048</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	20,010	18,452	16,865	18,189	17,623
Account payables	16,726	15,017	15,204	16,541	16,400
Bank overdraft & ST loans	592	0	0	0	0
Current LT debt	394	1,356	(60)	(174)	(617)
Others current liabilities	2,299	2,078	1,721	1,822	1,840
<b>Total LT debt</b>	<b>6,606</b>	<b>1,750</b>	<b>(342)</b>	<b>(983)</b>	<b>(3,499)</b>
Others LT liabilities	2,712	3,176	2,855	3,285	3,182
<b>Total liabilities</b>	<b>29,329</b>	<b>23,378</b>	<b>19,378</b>	<b>20,491</b>	<b>17,306</b>
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	(1,544)	(3,998)	(3,998)	(3,998)	(3,998)
<b>Retained earnings</b>	<b>9,663</b>	<b>10,931</b>	<b>15,660</b>	<b>16,909</b>	<b>19,754</b>
Shareholders' equity	39,101	37,915	42,644	43,893	46,737
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>68,435</b>	<b>61,298</b>	<b>62,027</b>	<b>64,389</b>	<b>64,048</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	2,945	4,984	6,746	5,366	6,505
Tax paid	(587)	(544)	(435)	(973)	(1,167)
Depreciation & amortization	3,330	3,441	2,809	2,649	2,649
Chg In working capital	8,976	4,137	518	(1,386)	(669)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,130)	(99)	(370)	52	19
<b>Cash flow from operations</b>	<b>13,534</b>	<b>11,920</b>	<b>9,268</b>	<b>5,707</b>	<b>7,337</b>
Capex	(1,430)	(1,901)	(2,720)	(1,280)	(1,280)
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	(2,821)	(1,985)	911	(29)	(105)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(4,251)</b>	<b>(3,886)</b>	<b>(1,809)</b>	<b>(1,309)</b>	<b>(1,385)</b>
Debt financing	(4,183)	(3,877)	(3,508)	(755)	(2,959)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,084)	(1,301)	(2,927)	(3,144)	(2,493)
Warrants & other surplus	(4,815)	(2,455)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(10,082)</b>	<b>(7,632)</b>	<b>(6,435)</b>	<b>(3,898)</b>	<b>(5,452)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>9,283</b>	<b>8,034</b>	<b>7,459</b>	<b>4,398</b>	<b>5,952</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)	12.0	6.1	4.5	6.4	5.3
Normalized PE - at target price (x)	15.6	8.0	5.8	8.4	6.9
PE (x)	12.6	11.0	3.7	6.4	5.3
PE - at target price (x)	16.5	14.3	4.8	8.4	6.9
EV/EBITDA (x)	6.2	3.6	2.7	3.1	2.3
EV/EBITDA - at target price (x)	7.8	4.6	3.6	4.2	3.3
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
P/CFO (x)	2.1	2.4	3.0	4.9	3.8
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	6.2	6.9	13.8	8.5	9.2
FCF Yield (%)	32.9	28.5	26.5	15.6	21.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.5	1.1	1.5	1.0	1.2
EPS	0.5	0.6	1.8	1.0	1.2
DPS	0.4	0.5	0.9	0.6	0.6
BV/share	9.0	8.7	9.8	10.1	10.8
CFO/share	3.1	2.7	2.1	1.3	1.7
FCF/share	2.1	1.9	1.7	1.0	1.4

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	13.6	(10.6)	2.0	7.8	0.0
Net profit (%)	na	15.0	197.9	(42.6)	21.5
EPS (%)	na	15.0	197.9	(42.6)	21.5
Normalized profit (%)	na	94.8	37.4	(30.4)	21.5
Normalized EPS (%)	na	94.8	37.4	(30.4)	21.5
Dividend payout ratio (%)	77.6	75.9	51.0	54.3	48.7
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	2.1	3.4	4.1	3.2	3.6
Operating margin (%)	0.9	2.1	2.8	2.0	2.4
EBITDA margin (%)	2.1	3.5	3.9	3.0	3.4
Net margin (%)	0.9	1.8	2.6	1.7	2.0
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.1)
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	5.4	19.4	92.3	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	13.2	32.7	130.3	na	na
ROA - using norm profit (%)	3.3	7.1	10.2	6.9	8.3
ROE - using norm profit (%)	5.8	11.9	15.7	10.2	11.8
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	5.8	11.5	15.7	10.2	11.8
- asset turnover (x)	3.8	3.7	4.0	4.2	4.1
- operating margin (%)	1.2	2.2	2.8	2.0	2.4
- leverage (x)	1.8	1.7	1.5	1.5	1.4
- interest burden (%)	87.4	95.1	98.9	100.7	102.0
- tax burden (%)	80.1	89.1	93.6	81.9	82.1
WACC (%)	#N/A	10.8	10.8	10.8	10.8
ROIC (%)	3.4	9.7	16.1	12.5	13.0
NOPAT (Bt m)	1,846	4,455	6,454	5,043	5,218
invested capital (Bt m)	46,118	40,045	40,242	40,236	39,621

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 แนนโวมูร์จิก, 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

narinorn.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 คูเจริญไพศาล

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