

BUY (Unchanged)

TP: Bt 60.00 (From: Bt 56.00)

Change in Numbers

Upside : : 30.4%

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

วัฏจักรธุรกิจแข็งแกร่ง และหุ้นยังคงถูก

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOP โดยปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 60 บาท หากไม่hibitผลประโยชน์จากการพุ่งขึ้นของ GRM จากสงคราม TOP ยังได้ประโยชน์จาก วัฏจักรขาขึ้นของธุรกิจโรงกลั่นในช่วง 3 ปีข้างหน้า เรามองว่า TOP น่าสนใจ เนื่องจากซื้อขายในระดับมูลค่าที่ถูกมากเพียง 0.5 เท่า P/BV



YUPAPAN POLPORNPRASERT

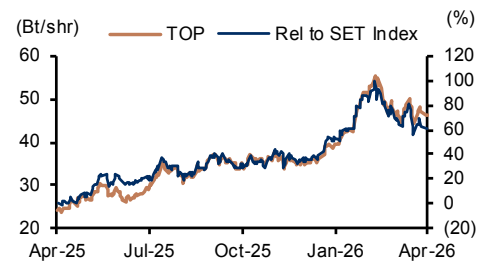
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	395,682	421,415	403,120	403,120
Net profit	14,584	18,883	13,160	18,741
Consensus NP	—	13,567	13,416	15,469
Diff frm cons (%)	—	39.2	(1.9)	21.2
Norm profit	11,602	14,659	13,160	18,741
Prev. Norm profit	—	12,393	12,071	16,604
Chg frm prev (%)	—	18.3	9.0	12.9
Norm EPS (Bt)	5.2	6.6	5.4	7.9
Norm EPS grw (%)	(32.7)	26.3	(18.2)	46.5
Norm PE (x)	8.9	7.0	8.6	5.8
EV/EBITDA (x)	6.6	5.2	5.9	4.1
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	3.9	6.1	4.7	6.8
ROE (%)	6.9	7.8	6.3	8.6
Net D/E (%)	24.5	20.4	23.6	18.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	46.00
Market Cap (US\$ m)	3,201.9
Listed Shares (m shares)	2,232.3
Free Float (%)	52.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	20.9
12M Price H/L (Bt)	55.25/23.60
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P113

วัฏจักรแข็งแกร่งและราคายังไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริง; แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOP โดยปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2026F เป็น 60 บาท จากเดิม 56 บาท 1) ตั้งแต่ก่อนสงคราม ตลาดโรงกลั่นอยู่ในวัฏจักรขาขึ้น (upcycle) จากอุปทานใหม่ที่จำกัด และเราคาดว่าวัฏจักรนี้จะดำเนินต่อไปในช่วงหลายปีข้างหน้า 2) นอกเหนือจากผลบวกพิเศษจาก GRM ที่พุ่งขึ้นในปีนี้ เราคาดว่าความเสียหายต่อโครงสร้างพื้นฐานจากสงครามตะวันออกกลางจะส่งผลเชิงบวกต่อ GRM ในระยะยาว เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM และกำไรของ TOP ขึ้น 18/9/13% ในปี 2026–28F 3) เรายังคงมุมมอง “การ re-rating 3 ระยะ” ของ TOP ได้แก่ การสิ้นสุดขาลงในปี 2024–25, ฐาน GRM ที่สูงขึ้นจากรอบอุปทานใหม่ที่ต่ำในปี 2026–27F และการเดินเครื่องเต็มรูปแบบของโครงการ Clean Fuel Project (CFP) ในปี 2028–29F และ 4) เราเชื่อว่าตลาดยังประเมินความแข็งแกร่งของวัฏจักรโรงกลั่นต่ำเกินไป และ TOP ยังถูกประเมินมูลค่าต่ำไปที่เพียง 0.5 เท่า P/BV ปี 2026F

การเพิ่มขึ้นของ GRM หลังสงคราม

เรามีมุมมองเชิงบวกต่อวัฏจักรโรงกลั่นมาตั้งแต่ก่อนสงคราม เนื่องจากอุปทานใหม่ที่จำกัดในช่วงหลายปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม จากสงครามและความเสียหายต่อโครงสร้างพื้นฐานในอุตสาหกรรม ซึ่งต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐาน Singapore complex GRM ขึ้น US\$6.2/0.2/0.2 ต่อบาร์เรล เป็น US\$12.8/7.0/7.2 สำหรับปี 2026–28F เราคาดว่า GRM จะยังคงอยู่ในระดับสูง โดยได้แรงหนุนจากกำลังการผลิตโลกที่ตึงตัว และผลกระทบจากสงครามต่อโครงสร้างพื้นฐาน โรงงาน และระบบโลจิสติกส์ ซึ่งอาจทำให้เส้นทางการค้าปรับเปลี่ยนไป อีกปัจจัยบวกที่ยังไม่รวมในประมาณการคือ มาตรการคว่ำบาตรน้ำมันดิบอิหร่านอาจผ่อนคลายลง ซึ่งจะช่วยให้ต้นทุนน้ำมันดิบของโรงกลั่นเพิ่มขึ้น ส่งผลให้โรงกลั่นอิสระขนาดเล็กมีความสามารถในการแข่งขันลดลง และอาจต้องปิดตัวลงในที่สุด

ความเสี่ยงด้านอุปทานน้ำมันดิบอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้

TOP มีแหล่งน้ำมันดิบประมาณ 90% มาจากตะวันออกกลาง หลังสงครามเริ่ม บริษัทสามารถเพิ่มสัดส่วนการจำหน่ายน้ำมันดิบจากแหล่งนอกตะวันออกกลาง และสามารถจำหน่ายน้ำมันดิบได้ครบ 100% สำหรับความต้องการในเดือนพฤษภาคม นอกจากนี้ การขนส่งน้ำมันดิบผ่านช่องแคบฮอร์มุซ มีแนวโน้มยังคงสามารถใช้งานได้บางส่วน โดยอิหร่านสัญญาว่าจะอนุญาตให้เรือที่ไม่ได้เกี่ยวกับสหรัฐฯ หรืออิสราเอลสามารถผ่านได้ โดยรวมแล้ว มองว่า ความพร้อมของวัตถุดิบสำหรับ TOP ยังอยู่ในระดับปกติในระยะสั้น

ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้

รัฐบาลไทยอยู่ระหว่างการพิจารณาบังคับใช้กฎหมายเพื่อให้โรงกลั่นลดอัตรากำไรพิเศษ โดยในเบื้องต้นมีเป้าหมายลดราคาดีเซลหน้าโรงกลั่นลง 2 บาท/ลิตร (US\$10/bbl) สำหรับ TOP เราคาดว่า GRM หลังหัก crude premium จะลดลงจาก US\$28/bbl เหลือ US\$25/bbl อย่างไรก็ตาม เรามองว่ามาตรการนี้ไม่ใช่การอุดหนุนที่รุนแรง และเป็นเพียงช่วงที่มีอัตรากำไรสูงผิดปกติเท่านั้น ไม่ได้มีผลตลอดทั้งปี ทั้งนี้ เรายังคงคาดว่า GRM ของ TOP จะอยู่ที่ US\$8.6/6.4/ 9.3 ในปี 2026–28F ซึ่งปรับเพิ่มขึ้นจากประมาณการเดิมที่ US\$6.5/5.9/9.0 การปรับเพิ่ม GRM ดังกล่าวส่งผลให้เราปรับประมาณการกำไรของ TOP เพิ่มขึ้น 18/9/13% ในปี 2026–28F

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Normalized profit (Bt m)						
- New	27,412	17,245	11,602	14,659	13,160	18,741
- Old				12,393	12,071	16,604
- Change (%)				18.3	9.0	12.9
TOP's market GRM (US\$/bbl)						
- New	8.5	6.2	5.4	8.9	6.4	9.3
- Old				6.5	5.9	9.0
- Change (%)				38.0	7.3	3.6

Source: 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	28,451	26,534	35,685	43,972	42,386	40,800	39,215	39,215	39,215	39,215	39,215	39,215	
Free cash flow	(13,788)	(1,270)	20,592	28,042	21,884	20,749	18,074	18,554	18,657	18,759	18,862	18,965	217,994
PV of free cash flow	(13,751)	(1,075)	16,033	20,086	14,420	12,578	10,078	9,517	8,804	8,144	7,531	6,966	80,074
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	8.7												
Terminal growth (%)	0.0												
Enterprise value - add investments	193,156												
Net cash/(debt)	65,368												
Minority interest	21,137												
Equity value	106,651												
# of shares (m)	2,232												
Equity value/share (Bt)	48												
Sum-of-the-parts valuation				Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology						
Downstream				106,651	48.0	79%	DCF						
Power (GPSC)				6,741	3.0	5%	DCF						
Chandra Asri				20,944	9.4	16%							
Total value per share				134,336	60								

Sources: ttb wealth estimates

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) (TOP) เป็นบริษัทที่ทำธุรกิจโรงกลั่นที่สำคัญของกลุ่ม PTT ซึ่งถือหุ้น 49% โดยดำเนินธุรกิจโรงกลั่นแบบครบวงจรรายใหญ่ที่สุดของไทย มีกำลังการกลั่นน้ำมันราว 275,000 บาร์เรลต่อวัน (25% ของกำลังการผลิตรวมของประเทศไทย) และ 9.8 Nelson complexity และยังผลิตอะโรเมติกส์กำลังการผลิต 0.8 ล้านตัน และน้ำมันหล่อลื่นและปิโตรเมเนน 0.3 ล้านตัน อีกด้วย นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเพิ่งเข้าซื้อหุ้น 15% ใน Chandra Asri ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มธุรกิจปิโตรเคมีชั้นนำในอินโดนีเซีย ซึ่ง SCC เป็นเจ้าของด้วยสัดส่วนการถือหุ้น 30.5% ธุรกิจอื่นๆ ได้แก่ ไฟฟ้า การขนส่งทางทะเล และการผลิตเอทานอล

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายธุรกิจปิโตรเคมีเพิ่มเติมภายหลังการลงทุนใน Chandra Asri
- ความสามารถในการอัพเกรดผลิตภัณฑ์ขั้นกลางเป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

CONSENSUS COMPARISON

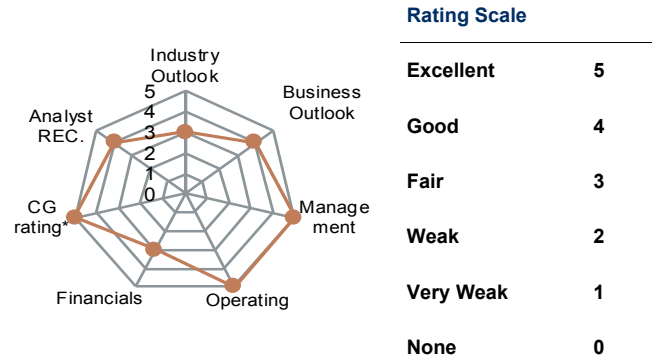
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	53.48	60.00	12%
Net profit 26F (Bt m)	13,567	18,883	39%
Net profit 27F (Bt m)	13,416	13,160	-2%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 10	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2026F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากกว่าเกี่ยวกับ GRM
- ราคาเป้าหมายของเราอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดอย่างชัดเจน เนื่องจากเราเชื่อว่าตลาดประเมินผลตอบแทนจากโครงการ Clean Fuel Project (CFP) ต่ำเกินไป

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะในธุรกิจการกลั่น ซึ่งอุปสงค์มีแนวโน้มอ่อนแอ
- งบดุลที่อ่อนแอ และมี Capex สูงในช่วงสองปีข้างหน้า อันเนื่องมาจากการลงทุน US\$4bn ในโครงการเชื้อเพลิงสะอาด (CFP)

T — Threat

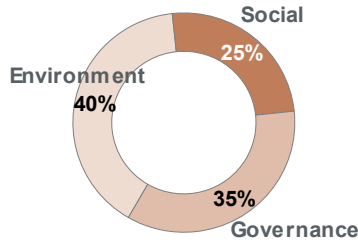
- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัท ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

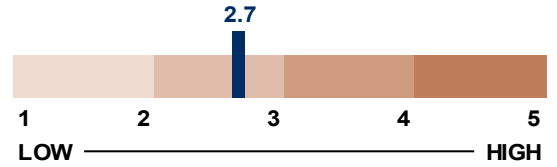
- ความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา คือ ค่าการกลั่น (GRM) ที่ต่ำกว่าคาด
- ความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อก
- ขณะที่ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบชนิดเบาที่สูงกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงด้านลบของเรา หากจีนส่งออกน้ำมันเพิ่มขึ้นอย่างทันที

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)
TOP	YES	AAA	YES	2.74	0	66.41	5.0

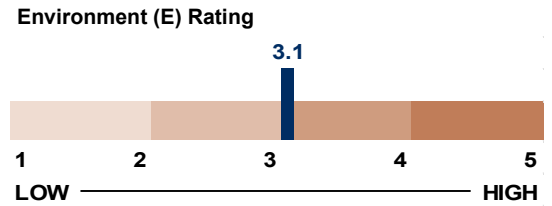
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- TOP เป็นโรงกลั่นน้ำมันที่ใหญ่เป็นอันดับสองของไทย มีกำลังการกลั่นรวม 275kbd TOP กำลังยกระดับและขยายกำลังการกลั่นให้เป็น 400 kbd โครงการขยายใหม่นี้เรียกว่า Clean Fuel Project (CFP) ซึ่งเดิมมีกำหนดแล้วเสร็จในปี 2024 แต่ถูกเลื่อนออกไปเป็นปี 2027 สำหรับเฟสแรก และปี 2028 สำหรับเฟสสอง
- เราให้คะแนน ESG แก่ TOP ระดับปานกลางที่ 2.7 สะท้อนถึงลักษณะธุรกิจโรงกลั่นที่ปล่อยคาร์บอนสูง ความหลากหลายทางธุรกิจจำกัด เหตุการณ์น้ำมันรั่วในอดีต รวมถึงความล่าช้าและต้นทุนบานปลายของโครงการ CFP แยกตามเสาหลักเราให้คะแนนด้าน สิ่งแวดล้อม (E) ที่ดีที่ 3.1 ด้านสังคม (S) ที่ต่ำที่ 2.2 และด้านธรรมาภิบาล (G) ที่ระดับปานกลางที่ 2.8
- คะแนน E ของบริษัทสูงที่สุดในบรรดาเสาหลัก ESG ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงแผนงานสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ และความก้าวหน้าในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการปรับปรุงประสิทธิภาพพลังงาน อย่างไรก็ตาม ปริมาณการปล่อยก๊าซรวมยังสูงเนื่องจากธุรกิจโรงกลั่นที่ปล่อยคาร์บอนสูง โครงการ CFP ใหม่จะทำให้ปริมาณการปล่อยก๊าซรวมเพิ่มขึ้น แต่สัดส่วนความซับซ้อนที่สูงขึ้นจะช่วยลดการปล่อยต่อหน่วยผลิต TOP ยังมีประวัติเกิดเหตุการณ์น้ำมันรั่วในช่วง 10 ปีที่ผ่านมาด้วย
- เราให้คะแนน S ต่ำ เนื่องจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลสองครั้งในช่วงสามปีที่ผ่านมาในพื้นที่เดียวกัน ส่วน S อื่นๆ นั้นอยู่ในระดับที่ดี รวมถึงมาตรฐานด้านสุขภาพและความปลอดภัยที่ดี การปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเป็นธรรม ความพึงพอใจของพนักงานสูง และโครงการ CSR ที่สร้างผลกระทบเชิงบวก
- คะแนน G อยู่ในระดับปานกลาง แม้โครงสร้างคณะกรรมการจะเข้มแข็ง แต่ถูกดัดดันจากโครงการ CFP และการลงทุนด้านเคมีที่เกินงบประมาณ ซึ่งเพิ่มความเสี่ยงการดำเนินงาน รวมถึงลักษณะธุรกิจที่มีความผันผวนตามวัฏจักรทำให้ความเสี่ยงโดยรวมสูงขึ้น

We assign TOP a decent Environmental score of 3.1. The company has made tangible progress in reducing emissions and has a clear pathway toward net zero. Its new CFP project will increase total emissions but reduce per-unit emissions. However, the score is tempered by its history of oil spills.

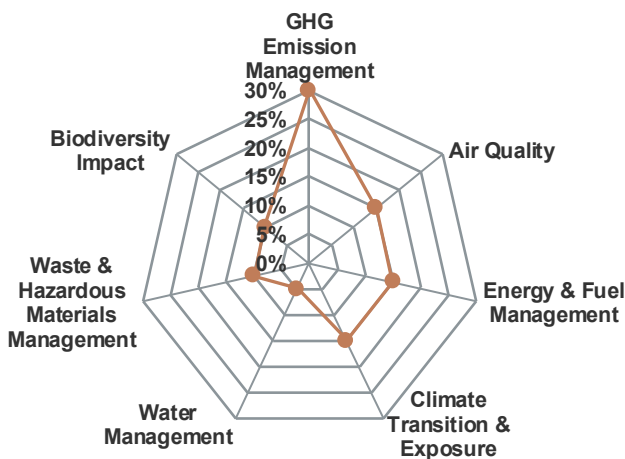


ENVIRONMENT **Our Comments**

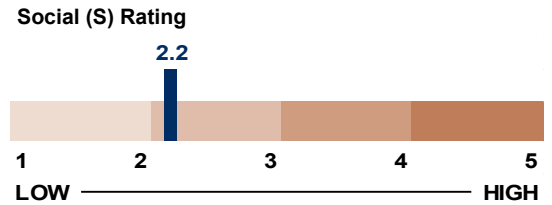
- Air Quality
- Biodiversity Impact
- Climate Transition & Exposure
- Energy & Fuel Management
- GHG Emission Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

- We assign TOP a decent E score of 3.1, reflecting its tangible progress in carbon emissions, a clear roadmap toward net zero in 2060, and a net improvement from CFP. On the negative side, its refining business is carbon-intensive, and past oil spill incidents have had a negative impact on the environment.
- We expect the CFP project to result in a net improvement of the E score for TOP. The project, with partial commissioning in 2027 and full commissioning in 2028, would increase TOP's total carbon emissions because total refining capacity would increase from 275kbd to 400kbd. However, due to the project lifting TOP's refining facilities' complexity ratio to 9.8 from 12, emissions per unit (or intensity) would fall. TOP plans to retire the old, fully depreciated CDU #1 and #2 and replace them with the more energy-efficient CDU #3, reducing energy use per unit. This would also enable production of Euro 5 diesel (10ppm sulfur) and upgrade fuel oil into higher value-added, cleaner products.
- Beyond refining, TOP's subsidiaries produce a range of lower-carbon and environmentally friendly products, including cassava-based ethanol, biodegradable products, IMO-compliant low-sulfur fuel oil (LSFO), biodiesel, and gasohol. Revenue from green product accounted for 40% of total revenue in 2024.
- TOP has made tangible progress with emissions reduction. Over 2012–24, total GHG emissions fell by ~427k tonnes of CO₂e (-14% vs. 2020), delivering ~Bt2.5bn in cost savings from energy-efficiency initiatives. Energy intensity was 0.0315 tCO₂e/BOE in 2024, beating the company's target of 0.0339.
- While expansion remains hydrocarbon-focused, TOP is progressing with decarbonization via its power business and carbon credit strategy, with 1.675mtCO₂e of credits accumulated in 2024 from cogeneration, forest land, and mangrove projects.
- TOP targets a 15% GHG reduction by 2035 (from the 2026 base year), carbon neutrality by 2050, and net-zero emissions by 2060, underpinned by three pillars: (1) energy efficiency, (2) strengthening its carbon credit platform, and (3) integrating sustainability into lower-carbon and new-energy businesses.
- However, ESG performance is partly offset by past oil spills. Management has since completed clean-up and remediation, strengthened operating and safety standards.

SCALE WEIGHTING



TOP's social score is only 2.2, reflecting the past two oil spills over the past three years. Health, safety, and labor practices are good, with high employee satisfaction and no human rights complaints. CSR initiatives delivered a 2:1 social return through sustainable energy projects.



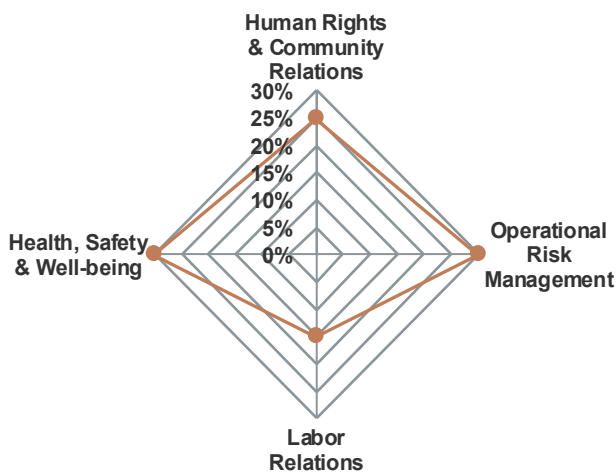
SOCIAL

Our Comments

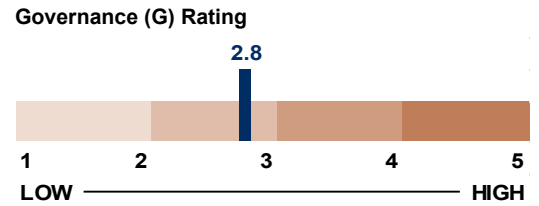
- Human Rights & Community Relations
- Health, Safety & Well-being
- Labor Relations
- Operational Risk Management

- TOP's social score is low at 2.2, reflecting its past two oil spills in the same area in September 2023 and June 2025. While the company responded swiftly with containment and cleanup, concerns remain over the environmental impact.
- Health and safety systems follow International Organization for Standardization standards, with zero work-related fatalities in 2024 and a total recordable injury frequency rate of 0.24, below its target. Performance ranks in the top 10% of the oil and gas industry (among international oil and gas producers, with less than 50m man-hours).
- No human rights complaints were filed by employees or suppliers in 2024.
- The company prioritizes labor rights and equality, with fair pay, non-discrimination policies, and union support. In 2024, 98% of employees were satisfied, and 75% were union members, with zero labor conflicts.
- Corporate social responsibility initiatives achieved a social return on investment of 2:1, meaning that every Bt1 invested generated Bt2 of social value. The impact came from sustainable energy projects in healthcare and education, including rooftop solar installations, with Bt197m invested in 2024.

SCALE WEIGHTING



TOP's governance score is moderate at 2.8. While strong points include a solid board structure, transparent accounting, and robust innovation projects, they are weighed down by overbudget and long-delayed CFP and high-risk chemical investments.



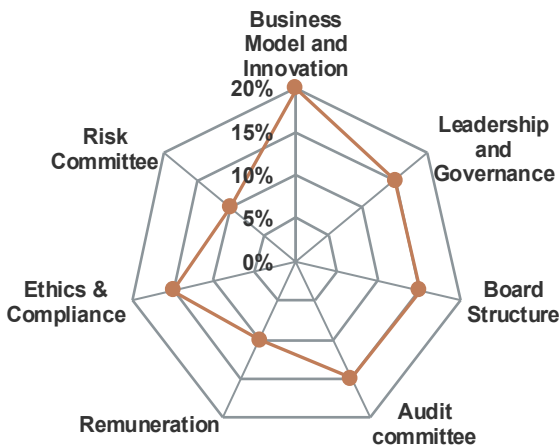
GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

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

- TOP's G score is moderate at 2.8. The strong areas of board structure, transparent accounting, and business innovations are offset by related-party transactions, the overbudget, long-delayed CFP, and high-risk investments in the petrochemical business.
- TOP is owned 45% by PTT, and there have been related company transactions, including crude feedstock purchases, though these are conducted at market-based prices.
- The board structure is solid with the board chair being an independent director. Although eight independent directors make up more than half of the total 15 board members, this is still below the ideal two-thirds ratio.
- Accounting and audit processes are generally transparent and easy to cross-check.
- TOP's business isn't diversified and has very high earnings volatility. It is also in the middle of a heavy capex cycle due to its new CFP.
- In innovation, TOP develops new and high-value products through collaboration with internal teams, research institutions, and private-sector partners. This includes surfactants for industrial and personal use, and research on bacteriocins as natural bio-preservatives.
- Key investment risks include CFP, which has required substantial additional capital due to construction delays and contractor changes, limiting potential returns, and the 2021 acquisition of a naphtha cracker in Indonesia, which involved divesting a renewable power business, reducing TOP's environmental focus.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	466,777	395,682	421,415	403,120	403,120
Cost of sales	444,016	376,953	397,248	381,175	374,144
Gross profit	22,761	18,729	24,166	21,946	28,976
% gross margin	4.9%	4.7%	5.7%	5.4%	7.2%
Selling & administration expenses	3,874	4,056	4,320	4,132	4,132
Operating profit	18,887	14,673	19,846	17,813	24,843
% operating margin	4.0%	3.7%	4.7%	4.4%	6.2%
Depreciation & amortization	8,106	8,065	8,604	8,721	10,842
EBITDA	26,993	22,738	28,451	26,534	35,685
% EBITDA margin	5.8%	5.7%	6.8%	6.6%	8.9%
Non-operating income	2,008	2,090	1,895	1,813	1,813
Non-operating expenses	556	(6,914)	0	0	0
Interest expense	(4,052)	(3,494)	(2,682)	(1,834)	(1,975)
Pre-tax profit	17,399	6,354	19,059	17,792	24,681
Income tax	(1)	956	4,443	3,399	4,708
After-tax profit	17,400	5,398	14,616	14,392	19,972
% net margin	3.7%	1.4%	3.5%	3.6%	5.0%
Shares in affiliates' Earnings	(132)	6,259	100	100	100
Minority interests	(22)	(54)	(58)	(1,332)	(1,332)
Extraordinary items	(7,287)	2,982	4,224	0	0
NET PROFIT	9,959	14,584	18,883	13,160	18,741
Normalized profit	17,245	11,602	14,659	13,160	18,741
EPS (Bt)	4.5	6.5	8.5	5.4	7.9
Normalized EPS (Bt)	7.7	5.2	6.6	5.4	7.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	112,222	130,299	105,351	102,614	102,015
Cash & cash equivalent	39,738	68,601	40,000	40,000	40,000
Account receivables	27,601	23,687	25,228	24,133	24,133
Inventories	40,577	32,104	33,832	32,463	31,865
Others	4,306	5,907	6,291	6,018	6,018
Investments & loans	31,427	34,865	34,865	34,865	34,865
Net fixed assets	224,153	218,461	250,208	266,907	267,405
Other assets	41,209	43,659	45,617	45,080	45,580
Total assets	409,010	427,284	436,041	449,467	449,866
LIABILITIES:					
Current liabilities:	67,663	90,389	103,995	92,588	89,897
Account payables	51,579	76,392	80,505	77,247	75,823
Bank overdraft & ST loans	2,725	2,658	1,978	2,181	1,936
Current LT debt	5,177	1,176	13,470	4,642	4,120
Others current liabilities	8,182	10,163	8,042	8,517	8,019
Total LT debt	146,717	111,982	70,720	88,201	78,280
Others LT liabilities	28,445	31,882	35,294	35,073	35,563
Total liabilities	242,826	234,252	210,009	215,861	203,740
Minority interest	2,739	21,079	21,137	22,468	23,800
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	22,338	22,338	22,323	22,323	22,323
Share premium	10,699	10,699	10,699	10,699	10,699
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(14,574)	(16,624)	2,576	2,576	2,576
Retained earnings	144,984	155,540	169,298	175,539	186,728
Shareholders' equity	163,446	171,953	204,896	211,137	222,326
Liabilities & equity	409,010	427,284	436,041	449,467	449,866

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	17,399	6,354	19,059	17,792	24,681
Tax paid	(2,708)	362	(5,066)	(3,096)	(4,885)
Depreciation & amortization	8,106	8,065	8,604	8,721	10,842
Chg In working capital	17,027	37,199	844	(793)	(826)
Chg In other CA & CL / minorities	(418)	18,691	(4,464)	(1,697)	(2,636)
Cash flow from operations	39,406	70,670	18,977	20,927	27,176
Capex	(13,641)	(2,373)	(40,352)	(25,421)	(11,340)
Right of use	1,842	1,582	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	612	(3,438)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,979)	7,150	8,861	3,057	2,904
Cash flow from investments	(13,165)	2,921	(31,991)	(22,864)	(8,936)
Debt financing	(8,799)	(38,651)	(29,647)	8,856	(10,689)
Capital increase	0	0	(15)	0	0
Dividends paid	(8,823)	(3,351)	(5,125)	(6,919)	(7,551)
Warrants & other surplus	(3,257)	(2,727)	19,200	0	0
Cash flow from financing	(20,879)	(44,729)	(15,587)	1,937	(18,240)
Free cash flow	26,241	73,592	(13,014)	(1,937)	18,240

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	6.0	8.9	7.0	8.6	5.8
Normalized PE - at target price (x)	7.8	11.5	9.1	11.2	7.6
PE (x)	10.3	7.0	5.4	8.6	5.8
PE - at target price (x)	13.4	9.2	7.1	11.2	7.6
EV/EBITDA (x)	8.1	6.6	5.2	5.9	4.1
EV/EBITDA - at target price (x)	9.2	8.0	6.3	7.1	5.0
P/BV (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
P/CFO (x)	2.6	1.5	5.4	4.9	3.8
Price/sales (x)	0.2	0.3	0.2	0.3	0.3
Dividend yield (%)	4.1	3.9	6.1	4.7	6.8
FCF Yield (%)	25.6	71.7	(12.7)	(1.9)	17.8
(Bt)					
Normalized EPS	7.7	5.2	6.6	5.4	7.9
EPS	4.5	6.5	8.5	5.4	7.9
DPS	1.9	1.8	2.8	2.1	3.1
BV/share	73.2	77.0	91.8	94.6	99.6
CFO/share	17.7	31.7	8.5	9.4	12.2
FCF/share	11.8	33.0	(5.8)	(0.9)	8.2

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.5)	(15.2)	6.5	(4.3)	0.0
Net profit (%)	(49.6)	46.4	29.5	(30.3)	42.4
EPS (%)	(49.6)	46.4	29.5	(36.5)	46.5
Normalized profit (%)	(37.1)	(32.7)	26.3	(10.2)	42.4
Normalized EPS (%)	(37.1)	(32.7)	26.3	(18.2)	46.5
Dividend payout ratio (%)	42.6	27.6	33.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	4.9	4.7	5.7	5.4	7.2
Operating margin (%)	4.0	3.7	4.7	4.4	6.2
EBITDA margin (%)	5.8	5.7	6.8	6.6	8.9
Net margin (%)	3.7	1.4	3.5	3.6	5.0
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.6	0.4	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	4.7	4.2	7.4	9.7	12.6
Interest coverage - EBITDA (x)	6.7	6.5	10.6	14.5	18.1
ROA - using norm profit (%)	4.2	2.8	3.4	3.0	4.2
ROE - using norm profit (%)	10.5	6.9	7.8	6.3	8.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.6	3.2	7.8	6.9	9.2
- asset turnover (x)	1.1	0.9	1.0	0.9	0.9
- operating margin (%)	4.6	2.5	5.2	4.9	6.6
- leverage (x)	2.5	2.5	2.3	2.1	2.1
- interest burden (%)	81.1	64.5	87.7	90.7	92.6
- tax burden (%)	100.0	84.9	76.7	80.9	80.9
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
ROIC (%)	6.4	4.5	6.9	5.7	7.6
NOPAT (Bt m)	18,887	12,465	15,220	14,410	20,104
invested capital (Bt m)	278,328	219,168	251,064	266,161	266,662

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	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.

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

รวิสราร 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, นิคมฯ, 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