

# ไทยออยล์- TOP



## ข้อเก็งกำไร

|                     |           |
|---------------------|-----------|
| ราคาเป้าหมาย        | 32 บาท    |
| Upside/Downside     | +20%      |
| Median Consensus    | 29.50 บาท |
| 1M price direction: | ↑         |



## Stock information

|                            |                  |
|----------------------------|------------------|
| ราคาปิด                    | 26.75 บาท        |
| ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี      | 60.75/24.50 บาท  |
| มูลค่าตลาด                 | 59,755 ล้านบาท   |
| ปริมาณหุ้น (พาร์ 10)       | 2,233.8 ล้านหุ้น |
| Free Float                 | 51.98%           |
| Foreign Limit/Available    | 40%/23.97%       |
| NVDR in hand (% of share)  | 8.50%            |
| ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000) | 12,130.99        |
| Anti-corruption:           | ได้รับการรับรอง  |
| CG Score:                  | ★★★★             |

## XD - Date

| Period | X-Date   | DPS(Bt) |
|--------|----------|---------|
| -      | 12/09/24 | 1.20    |
| -      | 27/02/24 | 2.75    |
| -      | 07/09/23 | 0.65    |



เอกรินทร์ วงศ์ศิริ, CFA  
เลขหมายนักวิเคราะห์ : 055680  
E-mail: ekkarin@trinitythai.com

คาด 4Q24 จะพลิกกลับมาทำกำไร 2.5 พันล้านบาท ค่าการกลั่นยังแข็งแกร่ง ได้รับผลบวกจากช่วงหน้าหนาว

- ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 32 บาท อิง PBV ที่ 0.4 เท่า ซึ่งเป็นระดับสมัย COVID-19 ปัจจุบันราคาหุ้น Trade ที่ 0.33 เท่า ต่ำกว่าระดับ -2SD ด้วยความกังวลในเรื่องโครงการ CPF ที่มีความล่าช้าและต้องเพิ่มงบลงทุน คาดว่าราคาหุ้นจะยัง sideways ต่อไปจากปัจจัยดังกล่าว ดังนั้นเราจึงปรับคำแนะนำเป็น Trading Buy
- คาด TOP จะพลิกกลับมาทำกำไรใน 4Q24 ที่ 2.5 พันล้านบาท -16% YoY แต่ดีขึ้นจาก 3Q24 ที่เป็นขาดทุน -4.2 พันล้านบาท โดยหลักเป็นผลจาก GRM ที่ปรับลดลง YoY แต่ปรับดีขึ้น QoQ และคาดว่าจะไม่มีผลขาดทุน stock ในไตรมาสก่อน
- ปรับประมาณการกำไรปี 2025 ลงเหลือ 1.4 หมื่นล้านบาท ด้วยปัญหาที่เกิดขึ้นส่งผลให้โครงการ CPF ล้าช้าออกไป

## Earning Preview:

คาด TOP จะพลิกกลับมาทำกำไรใน 4Q24 ที่ 2.5 พันล้านบาท -16% YoY แต่ดีขึ้นจาก 3Q24 ที่เป็นขาดทุน -4.2 พันล้านบาท โดยหลักเป็นผลจาก GRM ที่ปรับลดลง YoY แต่ปรับดีขึ้น QoQ และคาดว่าจะไม่มีผลขาดทุน stock ในไตรมาสก่อน

- คาดปริมาณเข้ากลั่นไตรมาสอยู่ที่ 315 KBD +2% YoY, +1.8% QoQ
- Market GRM คาดจะอยู่ที่ USD5.2/bbl จาก 4Q23 ที่อยู่สูงถึง USD7.2/bbl ซึ่งในปี 2023 มีความหนาแน่นผิดปกติส่งผลให้ GRM ปรับขึ้นค่อนข้างแรงในช่วงปลายปี และปรับดีขึ้นจาก 3Q24 ที่ USD3.7/bbl โดยหลักที่ปรับดีขึ้นมาจากกลุ่มน้ำมัน Jet และ Diesel ที่เป็น seasonal ของความต้องการในช่วงหน้าหนาว
- คาด Aromatic/LAB/Lube มี Contribution Margin USD 2/bbl
- คาดไตรมาสที่ไม่มีผลของ Net Stock gain/ loss และ NRV อย่างมีนัยสำคัญ

## ปรับประมาณการ 2025 ลงเหลือ 1.4 หมื่นล้านบาท

เรามีการปรับประมาณการกำไรปี 2025 ลงเหลือ 1.4 หมื่นล้านบาท จากเดิมที่ 2.8 หมื่นล้านบาท ซึ่งเดิมเราได้มีการรวมโครงการ CPF ที่จะขึ้นในปี แต่ด้วยปัญหาที่เกิดขึ้นส่งผลให้โครงการ CPF ล้าช้าออกไป เราจึงต้องปรับสมมติฐานดังกล่าวใหม่ และปี 2025 จะมีการหยุดซ่อมบำรุงของ CDU ด้วย

## ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 32 บาท

ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 32 บาท อิง PBV ที่ 0.4 เท่า ซึ่งเป็นระดับสมัย COVID-19 ปัจจุบันราคาหุ้น Trade ที่ 0.33 เท่า ต่ำกว่าระดับ -2SD ด้วยความกังวลในเรื่องโครงการ CPF ที่มีความล่าช้าและต้องเพิ่มงบลงทุน คาดว่าราคาหุ้นจะยัง sideways ต่อไปจากปัจจัยดังกล่าว

**ความเสี่ยง:** ความเสี่ยงจาก Supply ที่ล้นตลาด ในขณะที่ Demand ลดลงจากเศรษฐกิจ

## ข้อมูลทางการเงิน

| Year End:          | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F   |
|--------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Sales(Bt mn)       | 529,589 | 469,244 | 463,821 | 407,578 | 431,000 |
| EBITDA(Bt mn)      | 52,877  | 38,698  | 22,578  | 28,770  | 31,565  |
| Net Profit (Bt mn) | 32,668  | 19,443  | 9,667   | 13,692  | 15,978  |
| EPS (Bt)           | 14.62   | 8.70    | 4.33    | 6.13    | 7.15    |
| EV/EBITDA (x)      | 3.92    | 5.34    | 10.26   | 7.54    | 6.75    |
| PER(x)             | 1.71    | 2.87    | 5.78    | 4.08    | 3.50    |
| PBV(x)             | 0.36    | 0.34    | 0.33    | 0.31    | 0.30    |
| DPS(Bt)            | 3.83    | 3.40    | 1.73    | 2.45    | 2.86    |
| Div Yield (%)      | 15.3%   | 13.6%   | 6.9%    | 9.8%    | 11.4%   |
| ROE (%)            | 23.6%   | 12.1%   | 5.7%    | 7.8%    | 8.7%    |

Source: Company Data, Trinity Research

Figure 1 : TOP Quarterly Result

**THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED**  
**STATEMENT OF PROFIT & LOSS (CONSOLIDATED)**

| (Unit : Bt mn)                     | 1Q23      | 2Q23      | 3Q23      | 4Q23      | 1Q24      | 2Q24      | 3Q24      | 4Q24F     | QoQ | YoY  | 2023      | 2024F     | % YoY |
|------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----|------|-----------|-----------|-------|
| <b>Revenues</b>                    |           |           |           |           |           |           |           |           |     |      |           |           |       |
| Sales                              | 116,820   | 108,662   | 124,206   | 119,556   | 119,532   | 123,520   | 111,189   | 109,581   | -1% | -8%  | 469,244   | 463,821   | -1%   |
| COGS                               | (108,388) | (103,788) | (102,085) | (114,103) | (107,965) | (113,989) | (114,798) | (102,608) |     |      | (428,364) | (439,361) |       |
| Gross Profit                       | 8,431     | 4,873     | 22,121    | 5,454     | 11,567    | 9,531     | (3,610)   | 6,973     | nm  | 28%  | 40,880    | 24,460    | -40%  |
| SG&A                               | (674)     | (799)     | (899)     | (1,149)   | (841)     | (935)     | (966)     | (1,096)   |     |      | (3,521)   | (3,838)   |       |
| EBITDA                             | 8,072     | 4,374     | 21,625    | 4,627     | 11,108    | 9,239     | (4,045)   | 6,277     | nm  | 36%  | 38,698    | 22,578    | -42%  |
| Depreciation & Amortization        | (1,904)   | (1,936)   | (1,941)   | (2,018)   | (1,823)   | (2,251)   | (2,006)   | (2,000)   |     |      | (7,799)   | (8,080)   |       |
| EBIT                               | 6,168     | 2,438     | 19,684    | 2,609     | 9,285     | 6,987     | (6,051)   | 4,277     | nm  | 64%  | 30,898    | 14,498    | -53%  |
| Interest expense                   | (922)     | (1,081)   | (1,032)   | (1,053)   | (1,047)   | (1,008)   | (1,011)   | (1,000)   |     |      | (4,089)   | (4,066)   |       |
| Share of gain (loss) of associates | 101       | 16        | (49)      | 16        | (124)     | (40)      | (30)      | (30)      |     |      | 84        | (224)     |       |
| Other income (expenses)            | 314       | 300       | 403       | 322       | 382       | 644       | 530       | 400       |     |      | 1,339     | 1,955     |       |
| Pretax profit                      | 5,347     | 1,373     | 18,602    | 1,572     | 8,114     | 5,939     | (7,092)   | 3,247     | nm  | 106% | 26,894    | 10,208    | -62%  |
| Tax                                | (1,805)   | 523       | (2,680)   | (710)     | (1,464)   | (1,154)   | 1,057     | (649)     |     |      | (4,672)   | (2,210)   |       |
| Net Profit after Tax               | 3,541     | 1,896     | 15,922    | 862       | 6,651     | 4,785     | (6,035)   | 2,597     | nm  | 201% | 22,222    | 7,998     | -64%  |
| Minority Interest                  | (44)      | (25)      | (60)      | (13)      | (38)      | (19)      | 16        | (122)     |     |      | (142)     | (164)     |       |
| Net Profit before Extra            | 3,497     | 1,872     | 15,862    | 850       | 6,613     | 4,765     | (6,019)   | 2,475     | nm  | 191% | 22,080    | 7,834     | -65%  |
| Hedging                            | 1,057     | (755)     | (5,035)   | 2,095     | (750)     | 85        | 1,801     | 0         |     |      | (2,637)   | 1,136     |       |
| Forex Gain (Loss)                  | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | (234)     | 0         | 0         |     |      | 0         | (234)     |       |
| Extra Items                        | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         | 931       | 0         | 0         |     |      | 0         | 931       |       |
| Net Profit                         | 4,554     | 1,117     | 10,828    | 2,944     | 5,863     | 5,547     | (4,218)   | 2,475     | nm  | -16% | 19,443    | 9,667     | -50%  |
| <b>Profitability Ratios (%)</b>    |           |           |           |           |           |           |           |           |     |      |           |           |       |
| Gross margin                       | 5.6%      | 2.7%      | 16.2%     | 2.9%      | 8.2%      | 5.9%      | -5.1%     | 4.5%      |     |      | 7.0%      | 3.5%      |       |
| EBITDA margin                      | 6.9%      | 4.0%      | 17.4%     | 3.9%      | 9.3%      | 7.5%      | -3.6%     | 5.7%      |     |      | 8.2%      | 4.9%      |       |
| EBIT margin                        | 5.3%      | 2.2%      | 15.8%     | 2.2%      | 7.8%      | 5.7%      | -5.4%     | 3.9%      |     |      | 6.6%      | 3.1%      |       |
| Pretax profit margin               | 4.6%      | 1.3%      | 15.0%     | 1.3%      | 6.8%      | 4.8%      | -6.4%     | 3.0%      |     |      | 5.7%      | 2.2%      |       |
| Profit margin before extra item    | 3.0%      | 1.7%      | 12.8%     | 0.7%      | 5.5%      | 3.9%      | -5.4%     | 2.3%      |     |      | 4.7%      | 1.7%      |       |
| Net profit margin                  | 3.9%      | 1.0%      | 8.7%      | 2.5%      | 4.9%      | 4.5%      | -3.8%     | 2.3%      |     |      | 4.1%      | 2.1%      |       |

Source: Company , Trinity Research

Figure 2 : TOP PBV Band


**บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500**

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อวัตถุประสงค์ในการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการยืนยันหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 3 : Revised Assumptions

|                  | 2025E   |          |        |
|------------------|---------|----------|--------|
|                  | Revised | Previous | Change |
| EBITDA           | 27,570  | 46,387   | -41%   |
| Net              | 13,692  | 28,746   | -52%   |
| GRM (USD/bbl)    | 5.0     | 6.5      | (1.5)  |
| Crude Intake KBD | 290     | 360      | -19%   |

Source Bloomberg

## TOP: นโยบาย ESG

## SET ESG Ratings

AAA

E – Environment  
(ด้านสิ่งแวดล้อม)

- ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกร้อยละ 15 ภายในปี 2578 เทียบกับปีฐาน 2569
- มุ่งสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2593
- สามารถทดแทนสัดส่วนน้ำใช้จากแหล่งน้ำจืดด้วยน้ำทะเลร้อยละ 37 เพื่อลดอัตราการใช้ทรัพยากรน้ำ
- ปี 2566 สามารถบรรลุเป้าหมายการควบคุมปริมาณการฝังกลบของเสียเป็นศูนย์
- ปี 2566 มีโครงการอนุรักษ์พลังงานรวมทั้งสิ้น 23 โครงการ สามารถลดการใช้พลังงานได้เทียบเท่า 28,003 ตันคาร์บอนไดออกไซด์ต่อปี

S – Social  
(ด้านสังคม)

- รักษาความผู้พันของชุมชนให้มากกว่าร้อยละ 90
- ดำเนินการตามแผนงาน 5 ปี ด้านความปลอดภัยอาชีวอนามัย การจัดการเหตุฉุกเฉิน และวิกฤต
- ยึดมั่นต่อหลักการขององค์กรสากลด้านสิทธิมนุษยชนอย่างเคร่งครัด ครอบคลุมถึงข้อตกลงโลกแห่งสหประชาชาติ

G – Governance  
(ด้านการกำกับดูแลกิจการ)

- ปราศจากการฝ่าฝืนกฎหมายและกฎระเบียบขององค์กร
- เป็นองค์กรที่ได้รับการยอมรับด้านบรรษัทภิบาลที่ดี
- กำหนดจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนยึดถือปฏิบัติ
- ได้รับรางวัลองค์กรโปร่งใส ของสำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ

**THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED**
**Income statement**

| Year End Dec (Btm)                | 2022A         | 2023A         | 2024F         | 2025F         | 2026F         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales                             | 529,589       | 469,244       | 463,821       | 407,578       | 431,000       |
| Cost of good sold                 | (473,393)     | (428,364)     | (439,361)     | (375,479)     | (395,846)     |
| <b>Gross Profit</b>               | <b>56,196</b> | <b>40,880</b> | <b>24,460</b> | <b>32,098</b> | <b>35,153</b> |
| SG&A                              | (4,182)       | (3,521)       | (3,838)       | (4,529)       | (4,789)       |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>52,014</b> | <b>37,359</b> | <b>20,623</b> | <b>27,570</b> | <b>30,365</b> |
| Depreciation & Amortization       | (7,744)       | (7,799)       | (8,080)       | (7,726)       | (7,831)       |
| <b>EBIT</b>                       | <b>44,270</b> | <b>29,560</b> | <b>12,543</b> | <b>19,844</b> | <b>22,534</b> |
| Equity Shares                     | (513)         | 84            | (224)         | 84            | 84            |
| Financial Costs                   | (3,860)       | (4,089)       | (4,066)       | (3,848)       | (3,679)       |
| Other Income                      | 863           | 1,339         | 1,955         | 1,200         | 1,200         |
| Other Expenses                    | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>Pretax Profit</b>              | <b>40,760</b> | <b>26,894</b> | <b>10,208</b> | <b>17,279</b> | <b>20,139</b> |
| Tax                               | (4,464)       | (4,672)       | (2,210)       | (3,439)       | (4,011)       |
| <b>Net Profit before minority</b> | <b>36,296</b> | <b>22,222</b> | <b>7,998</b>  | <b>13,840</b> | <b>16,128</b> |
| Less Minority Interest            | (438)         | (142)         | (164)         | (147)         | (150)         |
| <b>Net Profit before Extra.</b>   | <b>35,858</b> | <b>22,080</b> | <b>7,834</b>  | <b>13,692</b> | <b>15,978</b> |
| Hedging                           | (16,006)      | (2,637)       | 1,136         | 0             | 0             |
| Extraordinary items               | 12,816        | 0             | 697           | 0             | 0             |
| <b>Reported Net Profit</b>        | <b>32,668</b> | <b>19,443</b> | <b>9,667</b>  | <b>13,692</b> | <b>15,978</b> |
| <b>EPS (Bt)</b>                   | <b>14.62</b>  | <b>8.70</b>   | <b>4.33</b>   | <b>6.13</b>   | <b>7.15</b>   |

**Statements of Financial Position**

| Year End Dec (Btm)               | 2022A          | 2023A          | 2024F          | 2025F          | 2026F          |
|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Cash in hand & at banks          | 43,919         | 28,432         | 4,329          | 9,343          | 6,390          |
| Shor term investment             | 0              | 5,945          | 2,972          | 4,458          | 3,715          |
| Accounts receivable -net         | 33,119         | 33,508         | 25,415         | 22,333         | 23,616         |
| Inventories                      | 55,343         | 52,656         | 72,224         | 61,723         | 65,071         |
| Other current assets             | 21,447         | 4,832          | 4,776          | 4,197          | 4,438          |
| <b>Total Current Assets</b>      | <b>153,828</b> | <b>125,371</b> | <b>109,715</b> | <b>102,054</b> | <b>103,231</b> |
| Investments                      | 54,898         | 47,116         | 47,200         | 47,284         | 47,368         |
| Property, Plant & Equipment      | 206,476        | 218,618        | 219,607        | 221,881        | 224,050        |
| Good will                        | 849            | 826            | 826            | 826            | 826            |
| Intangible assets                | 24,038         | 22,224         | 22,224         | 22,224         | 22,224         |
| Deferred tax assets              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Others                           | 4,492          | 5,837          | 5,837          | 5,837          | 5,837          |
| <b>Total Assets</b>              | <b>444,581</b> | <b>419,993</b> | <b>405,410</b> | <b>400,106</b> | <b>403,536</b> |
| Loans and O/D from banks         | 1,892          | 3,198          | 6,000          | 6,000          | 6,000          |
| Account payable-trade            | 79,102         | 54,095         | 36,112         | 30,861         | 32,535         |
| Current portion 1 yr L/T loans   | 20,202         | 11,492         | 15,000         | 15,000         | 15,000         |
| Other current liabilities        | 2,478          | 4,716          | 4,480          | 4,256          | 4,043          |
| <b>Total Current Liabilities</b> | <b>103,673</b> | <b>73,501</b>  | <b>61,592</b>  | <b>56,117</b>  | <b>57,578</b>  |
| Long-term debt                   | 172,765        | 170,655        | 162,122        | 154,016        | 146,315        |
| Other                            | 9,486          | 7,525          | 7,420          | 7,334          | 7,266          |
| <b>Total Liabilities</b>         | <b>285,923</b> | <b>251,681</b> | <b>231,134</b> | <b>217,467</b> | <b>211,160</b> |
| Paid-up share capital            | 22,338         | 22,338         | 22,338         | 22,338         | 22,338         |
| Premium on share capital         | 6,356          | 6,356          | 6,356          | 6,356          | 6,356          |
| Legal reserve                    | 2,315          | 2,315          | 2,315          | 2,315          | 2,315          |
| Reserve for expansion            | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Subordinated capital debentures  | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Unappropriated                   | 127,340        | 141,288        | 147,089        | 155,304        | 164,891        |
| Others                           | (2,315)        | (6,730)        | (6,730)        | (6,730)        | (6,730)        |
| <b>Total Equity before MI</b>    | <b>156,034</b> | <b>165,568</b> | <b>171,368</b> | <b>179,584</b> | <b>189,170</b> |
| Minority Interest                | 2,623          | 2,744          | 2,908          | 3,055          | 3,206          |
| <b>Total Equity</b>              | <b>158,657</b> | <b>168,312</b> | <b>174,276</b> | <b>182,639</b> | <b>192,376</b> |

**Assumption**

| Assumptions                   | 2022A         | 2023A         | 2024F         | 2025F         | 2026F         |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Crude Intake (Mil bbl)</b> | <b>310.00</b> | <b>310.00</b> | <b>310.00</b> | <b>290.00</b> | <b>310.00</b> |
| <b>GRM</b>                    | <b>12.00</b>  | <b>8.50</b>   | <b>7.00</b>   | <b>5.00</b>   | <b>6.00</b>   |

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้ไม่มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



**THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED**
**Cash Flow Statement**

| Year End Dec (Btm)         | 2022A           | 2023A           | 2024F           | 2025F           | 2026F           |
|----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Pre-tax profit             | 40,992          | 28,203          | 15,943          | 20,980          | 23,667          |
| Depreciation               | 7,744           | 7,799           | 8,080           | 7,726           | 7,831           |
| Chg in working capital     | (4,464)         | (4,672)         | (2,210)         | (3,439)         | (4,011)         |
| Tax paid                   | 3,190           | 2,637           | (1,833)         | 0               | 0               |
| Other operating activities | 10,148          | (5,239)         | (29,502)        | 8,830           | (3,262)         |
| <b>CF from Operating</b>   | <b>57,611</b>   | <b>28,729</b>   | <b>(9,522)</b>  | <b>34,097</b>   | <b>24,225</b>   |
| Capital expenditure        | (42,727)        | (18,104)        | (9,069)         | (10,000)        | (10,000)        |
| Change in investments      | 2,492           | 1,837           | 2,889           | (1,570)         | 659             |
| Other investing activities | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| <b>CF from Investment</b>  | <b>(40,235)</b> | <b>(16,267)</b> | <b>(6,180)</b>  | <b>(11,570)</b> | <b>(9,341)</b>  |
| Capital Increase           | 6,113           | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Debt Financing             | 12,373          | (9,512)         | (2,224)         | (8,106)         | (7,701)         |
| Dividend (incl. tax)       | (8,547)         | (5,249)         | (3,867)         | (5,477)         | (6,391)         |
| Other financing activities | (13,419)        | (13,188)        | (2,310)         | (3,929)         | (3,745)         |
| <b>CF from Financing</b>   | <b>(3,480)</b>  | <b>(27,950)</b> | <b>(8,400)</b>  | <b>(17,513)</b> | <b>(17,837)</b> |
| <b>Change in Cash</b>      | <b>13,895</b>   | <b>(15,487)</b> | <b>(24,103)</b> | <b>5,015</b>    | <b>(2,953)</b>  |
| <b>Beginning Cash</b>      | <b>30,024</b>   | <b>43,919</b>   | <b>28,432</b>   | <b>4,329</b>    | <b>9,343</b>    |
| <b>Ending Cash</b>         | <b>43,919</b>   | <b>28,432</b>   | <b>4,329</b>    | <b>9,343</b>    | <b>6,390</b>    |

**Key Ratios**

| Year End Dec (Bt mn)           | 2022A   | 2023A   | 2024F   | 2025F   | 2026F  |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|--------|
| <b>Per Share (Bt)</b>          |         |         |         |         |        |
| EPS                            | 14.62   | 8.70    | 4.33    | 6.13    | 7.15   |
| DPS                            | 3.83    | 3.40    | 1.73    | 2.45    | 2.86   |
| BV                             | 69.85   | 74.12   | 76.71   | 80.39   | 84.68  |
| CF                             | 25.79   | 12.86   | -4.26   | 15.26   | 10.84  |
| <b>Liquidity Ratio (x)</b>     |         |         |         |         |        |
| Current Ratio                  | 1.48    | 1.71    | 1.78    | 1.82    | 1.79   |
| Quick Ratio                    | 0.95    | 0.99    | 0.61    | 0.72    | 0.66   |
| <b>Profitability Ratio (%)</b> |         |         |         |         |        |
| Gross Margin (Inc. Depre)      | 9.15%   | 7.05%   | 3.53%   | 5.98%   | 6.34%  |
| EBITDA Margin                  | 9.82%   | 7.96%   | 4.45%   | 6.76%   | 7.05%  |
| EBIT Margin                    | 8.36%   | 6.30%   | 2.70%   | 4.87%   | 5.23%  |
| Net Margin                     | 6.17%   | 4.14%   | 2.08%   | 3.36%   | 3.71%  |
| ROE                            | 23.19%  | 11.89%  | 5.64%   | 7.67%   | 8.52%  |
| <b>Efficiency Ratio</b>        |         |         |         |         |        |
| ROA                            | 7.35%   | 4.63%   | 2.38%   | 3.42%   | 3.96%  |
| ROFA                           | 15.82%  | 8.89%   | 4.40%   | 6.17%   | 7.13%  |
| <b>Leverage Ratio (x)</b>      |         |         |         |         |        |
| Debt to Equity                 | 1.25    | 1.12    | 1.07    | 0.97    | 0.88   |
| Net Debt to Equity             | 0.97    | 0.91    | 1.03    | 0.90    | 0.83   |
| Interest Coverage Ratio        | 11.47   | 7.23    | 3.08    | 5.16    | 6.13   |
| <b>Growth</b>                  |         |         |         |         |        |
| Sales Grow th                  | 53.28%  | -11.39% | -1.16%  | -12.13% | 5.75%  |
| EBITDA Grow th                 | 68.16%  | -26.82% | -41.66% | 27.42%  | 9.71%  |
| Net Profit Grow th             | 159.72% | -40.48% | -50.28% | 41.64%  | 16.69% |
| EPS Grow th                    | 137.18% | -40.48% | -50.28% | 41.64%  | 16.69% |
| <b>Valuation</b>               |         |         |         |         |        |
| PER (x)                        | 1.71    | 2.87    | 5.78    | 4.08    | 3.50   |
| P/BV (x)                       | 0.36    | 0.34    | 0.33    | 0.31    | 0.30   |
| EV/EBITDA (x)                  | 3.91    | 5.34    | 10.26   | 7.54    | 6.75   |
| P/CF (x)                       | 0.97    | 1.94    | -5.86   | 1.64    | 2.31   |
| Dividend Yield (%)             | 15.30%  | 13.60%  | 6.92%   | 9.81%   | 11.44% |
| Dividend Payout Ratio (%)      | 26%     | 39%     | 40%     | 40%     | 40%    |

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สีสัน ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้ลงทุน การซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## Corporate Governance Report Rating

| ช่วงคะแนน<br>Score | สัญลักษณ์<br>Range Number of Logo                                                 | ความหมาย | Description  |
|--------------------|-----------------------------------------------------------------------------------|----------|--------------|
| 90 - 100           |  | ดีเลิศ   | Excellent    |
| 80 - 89            |  | ดีมาก    | Very Good    |
| 70 - 79            |  | ดี       | Good         |
| 60 - 69            |  | ดีพอใช้  | Satisfactory |
| 50 - 59            |  | ผ่าน     | Pass         |
| ต่ำกว่า 50         | No logo given                                                                     | N/A      | N/A          |

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

## Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด