

12 May 2026

Sector: Energy

# Thai Oil

## กำไรสุทธิ 1Q26 ดีกว่าคาด; แนวโน้มกำไรปกติ 2Q26E สูงขึ้น YoY

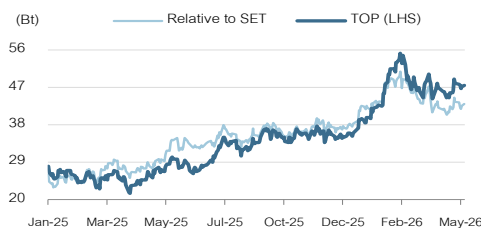
Bloomberg ticker	TOP TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt46.75
Target price	Bt55.00 (previously Bt50.00)
Upside/Downside	+18%
EPS revision	2026E: +74%; 2027E: +19%

Bloomberg target price	Bt53.81
Bloomberg consensus	Buy 16 / Hold 10 / Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt56.75 / Bt26.00
Market cap. (Bt mn)	104,432
Shares outstanding (mn)	2,234
Avg. daily turnover (Bt mn)	626
Free float	52%
CG rating	Excellent
SET ESG rating	AAA

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2024A	2025A	2026E	2027E
Revenue	466,777	395,682	463,853	387,865
EBITDA	22,026	17,618	35,149	26,777
Net profit	9,959	14,584	15,290	11,660
EPS (Bt)	4.46	6.53	6.85	5.22
Growth	-48.8%	46.4%	4.8%	-23.7%
Core profits	8,412	4,875	20,177	12,824
Core EPS (Bt)	3.77	2.18	9.04	5.74
Growth	-61.9%	-42.0%	313.9%	-36.4%
DPS (Bt)	1.90	1.80	3.00	2.50
Div. yield	4.1%	3.9%	6.4%	5.4%
PER (x)	10.5	7.2	6.8	9.0
Core PER (x)	12.4	21.4	5.2	8.1
EV/EBITDA (x)	10.0	8.4	5.2	6.9
PBV (x)	0.6	0.6	0.6	0.6

Bloomberg consensus				
Net profit	9,959	14,584	15,875	13,332
EPS (Bt)	4.46	6.53	7.11	5.97



Source: Aspen

Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	-0.5%	-6.5%	28.1%	71.6%
Relative to SET	0.6%	-12.0%	13.6%	48.6%

Major shareholders		Holding
1. PTT PCL		48.00%
2. Thai NVDR Co., Ltd.		11.51%
3. South East Asia UK (Type C) Nominees Limited		3.37%

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

TOP รายงานกำไรสุทธิ 1Q26 ที่ 1.95 หมื่นล้านบาท (+456% YoY, +693% QoQ) สูงกว่าเราและตลาดคาด 6%/8% ตามลำดับ โดยดีกว่าเราคาดจากค่าการกลั่นตลาด (market GRM) และกำไรจากสต็อก (stock gain net of NRV) ที่สูงกว่าคาด ทั้งนี้ บริษัทรายงานตัวเลขดำเนินงานที่สำคัญ ดังนี้

- กำไรของบริษัทในไตรมาสนี้หนุนหลักๆโดยกำไรที่แข็งแกร่งของธุรกิจโรงกลั่นซึ่งเห็น market GRM ที่สูงขึ้น YoY, QoQ ขณะที่ มีการรับรู้ stock gain (net of NRV) ก้อนใหญ่
- สำหรับรายการพิเศษ บริษัทมีการบันทึกขาดทุนจากเครื่องมือทางการเงิน (hedging loss) เข้ามาก่อนใหญ่สอดคล้องกับราคาน้ำมันดิบและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) ที่ปรับตัวขึ้นแรง

3) เรามีมุมมองเป็นกลางหลังเข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์ซึ่งภาพรวมธุรกิจสอดคล้องกับมุมมองของเราที่คาดว่าธุรกิจโรงกลั่นจะยังคงแข็งแกร่งใน 2Q26E ก่อนที่จะเริ่มปรับสู่ระดับปกติใน 2H26E

จากผลประกอบการ 1Q26 ที่น่าประทับใจ เราได้ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2026E-2027E ขึ้น 74%/19% เป็น 1.53/1.17 หมื่นล้านบาท เทียบกับ 1.46 หมื่นล้านบาทในปี 2025 หลักๆเพื่อสะท้อน 1) Market GRM ที่สูงขึ้น 2) อัตราการใช้กำลังการกลั่น (refinery run rate) ที่ดีขึ้น และ 3) การรับรู้ stock gain (net of NRV) ใน 2026E

เมื่อรวมผลกระทบจากการปรับประมาณการกำไร เราได้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 55.00 บาท (เดิม 50.00 บาท) ถึง 2026E PBV ที่ 0.69x (ประมาณ -0.6SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ยังคงคำแนะนำ "ซื้อ"

### Event: 1Q26 earnings review and analyst meeting

กำไรสุทธิ 1Q26 ดีกว่าคาด TOP รายงานกำไรสุทธิ 1Q26 ที่ 1.95 หมื่นล้านบาท (+456% YoY, +693% QoQ) สูงกว่าเราและตลาดคาด 6%/8% ตามลำดับ โดยมีตัวเลขดำเนินงานที่สำคัญ คือ 1) ธุรกิจโรงกลั่นรายงาน EBITDA ที่ 2.88 หมื่นล้านบาท (+624% YoY, +871% QoQ) โดยสูงขึ้น YoY, QoQ หลักๆตาม market GRM ที่สูงขึ้นเป็น USD14.9/bbl (+176% YoY, +25% QoQ) และการรับรู้ stock gain (net of NRV) 1.68 หมื่นล้านบาท เทียบกับ 1.2 พันล้านบาทใน 1Q26 และขาดทุน -3.5 พันล้านบาทใน 4Q25 2) ธุรกิจปิโตรเคมี (อะโรมาติกส์และโพลีเอทิลีน) มี EBITDA รวมที่ 910 ล้านบาท (+20% YoY, +9% QoQ) โดยสูงขึ้น YoY, QoQ ตาม Aromatics product-to-feed (P2F) margin ที่ดีขึ้นเป็น USD58/ton (+4% YoY, +14% QoQ) 3) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานรายงาน EBITDA ที่ 853 ล้านบาท (+2% YoY, -35% QoQ) โดยลดลงแรง QoQ ตาม Lube P2F margin ที่เข้ามาที่ USD129/ton (-1% YoY, -20% QoQ) ตาม 500SN และ Bitumen spread ที่อ่อนตัว และ 4) รายการอื่นๆ 4.1 กำไรจากการซื้อคืนหุ้น USD ที่ 2.4 พันล้านบาท 4.2 กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่ 2.0 พันล้านบาท เทียบกับกำไร 80 ล้านบาทใน 1Q25 และขาดทุน -307 ล้านบาทใน 4Q25 และ 4.3 Hedging loss อยู่ที่ -8.3 พันล้านบาท เทียบกับกำไร 261 ล้านบาท ใน 1Q25 และขาดทุน -996 ล้านบาทใน 4Q25

แนวโน้มกำไรยังดีใน 2Q26E แม้มีความท้าทายอยู่; เริ่มปรับสู่ระดับปกติใน 2H26E เราคงมุมมองของเราหลังเข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์โดยคาดว่า 1) บริษัทจะยังเห็นกำไรปกติที่แข็งแกร่งใน 2Q26E หนุนหลักๆโดย crack spread ที่แข็งแกร่งจากผลกระทบของสงครามระหว่างอิสราเอล/สหรัฐอเมริกา (US)-อิหร่าน ซึ่งน่าจะมากพอที่จะชดเชยผลกระทบจากพรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) ที่สูงขึ้นและการปรับลดราคาหน้าโรงกลั่น (ex-refinery price) ของราคาขายปลีกน้ำมันดีเซล 2.00-5.00 บาทในช่วง 9 เม.ย.2026-19 พ.ค.2026 และ 2) บริษัทจะเริ่มเห็นผลประกอบการที่กลับมาเป็นปกติมากขึ้นใน 2H26E บนสมมติฐานที่ว่าสงครามยุติแล้วการเดินทางของแคบฮอร์มุซ (Strait of Hormuz) กลับมาเป็นปกติ

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Implication

□ ปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2026E/2027E ขึ้น 74%/19% เป็น 1.53/1.17 หมื่นล้านบาท เทียบกับ 1.46 หมื่นล้านบาทในปี 2025 หลักๆเพื่อสะท้อน 1) Market GRM ที่สูงขึ้นในช่วง USD6.9/bbl-USD9.0/bbl จากเดิม USD6.1/bbl-USD6.4/bbl 2) Refinery run rate ที่ดีขึ้นเป็น 113% จาก 111% และ 3) การรับรู้ stock gain (net of NRV) ใน 2026E ที่ 4.1 พันล้านบาท

Valuation/Catalyst/Risk

เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 55.00 บาท (เดิม 50.00 บาท) ถึง 2026E PBV ใหม่ที่ 0.69x (ประมาณ -0.6SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) จากเดิม 0.63x เพื่อสะท้อนภาพรวมธุรกิจโรงกลั่น 1H26E ที่ดีกว่าคาด ทั้งนี้ เรายังเชื่อว่าบริษัทจะรายงานกำไรปกติที่สูงขึ้น YoY ได้ใน 2Q26E จากแรงหนุนของ crack spread ที่แข็งแกร่ง อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงขาลง (downside risk) จากมุมมองของเราอาจมาจากการขยายการลด ex-refinery price สำหรับราคาดีเซลไปใน 2H26E

Fig 1: 1Q26 earnings review

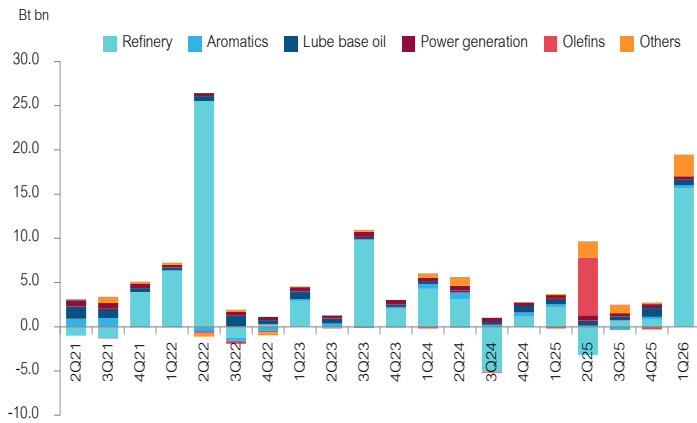
FY: Dec (Bt mn)	1Q26	1Q25	YoY	4Q25	QoQ	2026E	2025	YoY
Revenue	122,458	106,788	14.7%	109,357	12.0%	463,853	395,682	17.2%
COGS	(92,313)	(101,633)	9.2%	(103,149)	10.5%	(432,173)	(382,005)	-13.1%
Gross profit	30,145	5,155	484.8%	6,208	385.6%	31,680	13,677	131.6%
SG&A	(1,224)	(812)	-50.7%	(1,391)	12.0%	(5,574)	(4,056)	-37.4%
EBITDA	31,641	6,462	389.6%	5,981	429.0%	35,149	17,618	99.5%
Other inc./exps	469	622	-24.6%	350	33.9%	1,835	1,781	3.0%
Interest expenses	(683)	(969)	29.6%	(708)	3.5%	(2,795)	(3,494)	20.0%
Income tax	(4,884)	(883)	-453.0%	(459)	-965.0%	(4,217)	(2,131)	-97.9%
Core profit	23,359	2,989	681.5%	3,433	580.4%	20,177	4,875	313.9%
Net profit	19,481	3,504	456.0%	2,458	692.5%	15,290	14,584	4.8%
EPS (Bt)	8.73	1.57	456.0%	1.10	692.5%	6.85	6.53	4.8%
Gross margin	24.6%	4.8%		5.7%		6.8%	3.5%	
EBITDA margin	25.8%	6.1%		5.5%		7.6%	4.5%	
Net margin	15.9%	3.3%		2.2%		3.3%	3.7%	

Fig 2: Earnings revision

Unit	2026E			2027E			
	New (THB m)	Old (THB m)	Change (%)	New (THB m)	Old (THB m)	Change (%)	
Revenue	Bt mn	463,853	341,778	36	387,865	329,900	18
Consolidated EBITDA		35,149	22,249	58	26,777	23,929	12
Recurring profit		20,177	9,303	117	12,824	10,281	25
Net profit		15,290	8,791	74	11,660	9,787	19
<b>Key assumptions</b>							
Dubai crude oil	USD/bbl	85.0	67.0	27	75.0	65.0	15
Refining utilization	%	113.0	111.0	2	113.0	111.0	2
Market GRM	USD/bbl	9.0	6.1	47	6.9	6.4	8
Accounting GRM		10.2	5.6	82	6.7	6.1	9
Aromatics utilization	%	74.8	76.3	(2)	75.0	75.0	-
Aromatics P2F	USD/ton	4.7	6.1	(23)	5.5	5.0	10
Lube utilization	%	80.3	75.0	7	80.3	75.0	7
Lube P2F	USD/ton	18.4	12.0	53	20.0	12.0	67
Market GIM	USD/bbl	11.5	8.7	33	9.4	8.9	6
Accounting GIM		12.7	8.2	56	9.1	8.6	6
Finance cost		(2,795)	(2,929)	(5)	(2,685)	(2,731)	(2)
Equity income		(61)	(171)	(64)	(78)	(165)	(53)

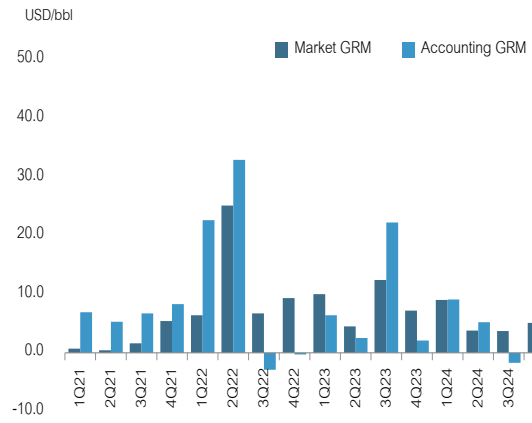
Source: DAOL

Fig 3: Quarterly net profits breakdown



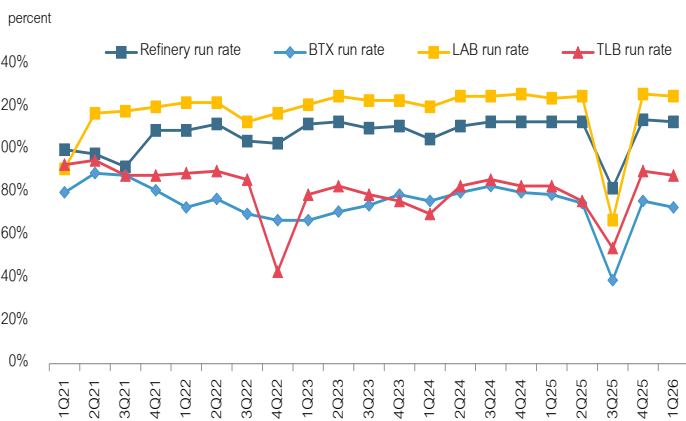
Source: TOP, DAOL

Fig 4: Quarterly market/accounting GRM



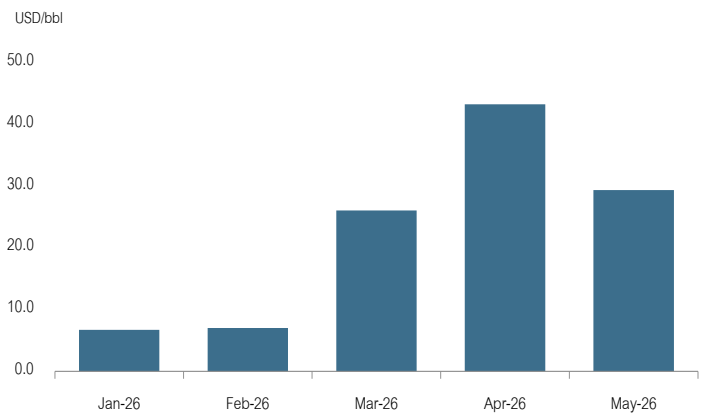
Source: TOP, DAOL

Fig 5: Quarterly run rate (by business)



Source: TOP, DAOL

Fig 6: Crude premium/freight/insurance cost spiked during war



Source: TOP, DAOL

Fig 7: 5.9-mbd capacity loss (5.5% of global refinery capacity) led to high crack spread

### Impact to Middle East Refineries

Gulf energy infrastructure under following attacks and supply chain disruptions

Country-Refineries	Capacity of Disrupted Refineries	Capacity loss (%Run Cut)	Compare to ME CDU Capacity	Date
<b>Kuwait</b> • Alzour • KPC	1,451 KBD • 615 KBD • 836 KBD	1,076 KBD (67-80%) • 410 KBD (67%) • 666 KBD (80%)	9.3% • 3.5% • 5.7%	Late Mar-26 • 18-19 Mar-26
<b>Bahrain-Sitra</b>	405 KBD	220 KBD (54%)	1.9%	Late Mar-Early Apr-26
<b>Saudi Arabia</b> • Ras Tanura • SAMREF • Riyadh • SATORP/SASREF	1,855 KBD • 550 KBD • 400 KBD • 120 KBD • 785 KBD	505 KBD (13-35%) • 150 KBD (27%) • 50 KBD (13%) • 30 KBD (25%) • 275 KBD (35%)	4.4% • 1.3% • 0.4% • 0.3% • 2.4%	Mid-Mar-26 • Late-Mar-26 • Late Mar 26 • 7-8 Apr-26
<b>UAE</b> • Fujairah • Ruwais • Jebel Ali	1,109 KBD • 82 KBD • 817 KBD • 210 KBD	777 KBD (67-100%) • 82 KBD (100%) • 555 KBD (68%) • 140 KBD (67%)	6.7% • 0.7% • 4.8% • 1.2%	Early Mar-26 • 10 Mar-26 • Mar-26
<b>Qatar</b> • Mesaieed • Ras Laffan	429 KBD • 137 KBD • 292 KBD	342 KBD (34-100%) • 50 KBD (36%) • 292 KBD (100%)	2.9% • 0.4% • 2.5%	Late Mar-26 • 18-19 Mar-26
<b>Iraq</b> • KRG • Federal	1,600 KBD • 300 KBD • 1,300 KBD	240 KBD (11-33%) • 100 KBD (33%) • 140 KBD (11%)	2.1% • 0.9% • 1.2%	Mar-26 • Mar-26
<b>Oman-Duqm</b>	255 KBD	68 KBD (27%)	0.6%	Mar-26
<b>Iran-All</b>	N/A	220 KBD	1.9%	Mar-26

ME CDU capacity 2025 = 11.6 MBD, Capacity loss = 3.4 MBD (29.7%)

### Impact to Asia Refineries

90% of crude flows through the Strait of Hormuz lands in Asia and the region is set to lose around 200 MB of supply in Mar'26

Country-Refineries	Capacity of Disrupted Refineries	Capacity loss (%Run Cut)	Compare to AP CDU Capacity	Date
<b>China</b> • CNOOC • JRLP • Sinochem • Zhejiang • Independent	1,897 KBD • 473 KBD • 301 KBD • 323 KBD • 800 KBD • N/A	597 KBD (20-30%) • 142 KBD (30%) • 90 KBD (30%) • 65 KBD (20%) • 200 KBD (25%) • 500 KBD	2.5% • 0.4% • 0.2% • 0.2% • 0.5% • 1.25%	Mid-Mar-26 • Mid-Mar-26 • Mid-Mar-26 • Mid-Mar-26 • Apr-26
<b>India-MRPL</b>	368 KBD	121 KBD (33%)	0.3%	Mid-Mar-26
<b>Singapore</b> • SRC • Jurong • Aster	882 KBD • 290 KBD • 592 KBD • N/A	412 KBD (40-50%) • 116 KBD (40%) • 296 KBD (50%) • N/A	1.0% • 0.3% • 0.7% • N/A	Mid-Mar-Apr-26 • Mid-Mar-Apr-26 • Late Mar-26
<b>South Korea-SK Energy</b>	560 KBD	560 KBD (100%)	1.4%	Feb-Mar-26
<b>Malaysia-Petchem</b>	300 KBD	300 KBD (100%)	0.8%	Mid-Mar-Apr-26
<b>Japan-Cosmo Oil</b>	100 KBD	100 KBD (100%)	0.3%	Early Mar-26
<b>Taiwan</b>	Force majeure in PetChem (Feedstock delay)			Mid-Mar-26

Asia CDU capacity '25 = 40.2 MBD, Capacity loss = 2.5 MBD (6.2%)

Sources: FACTs Semi Annual Reports Fall (Dec'25), FACTs AWRO (Dec'25), FACTs (Apr'26), Energy Aspect (Jan'26)

### Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Sales	106,788	99,440	80,098	109,357	122,458
Cost of sales	(101,633)	(99,295)	(77,927)	(103,149)	(92,313)
Gross profit	5,155	144	2,171	6,208	30,145
SG&A	(812)	(1,022)	(831)	(1,391)	(1,224)
EBITDA	6,462	1,278	3,897	5,981	31,641
Finance costs	(969)	(982)	(835)	(708)	(683)
Core profit	2,989	(2,093)	546	3,433	23,359
Net profit	3,504	6,476	2,147	2,458	19,481
EPS	1.57	2.90	0.96	1.10	8.73
Gross margin	4.8%	0.1%	2.7%	5.7%	24.6%
EBITDA margin	6.1%	1.3%	4.9%	5.5%	25.8%
Net profit margin	3.3%	6.5%	2.7%	2.2%	15.9%

### Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Cash & deposits	28,432	29,042	62,568	27,146	19,139
Accounts receivable	33,508	29,813	27,995	32,818	27,442
Inventories	52,656	40,577	32,104	36,320	30,656
Other current assets	10,776	12,789	7,632	8,947	7,481
<b>Total cur. assets</b>	<b>125,371</b>	<b>112,222</b>	<b>130,299</b>	<b>105,231</b>	<b>84,718</b>
Investments	47,116	43,529	46,198	56,598	47,731
Fixed assets	217,479	224,153	218,461	250,601	268,983
Other assets	30,026	29,107	32,326	37,896	31,688
<b>Total assets</b>	<b>419,993</b>	<b>409,010</b>	<b>427,284</b>	<b>450,325</b>	<b>433,119</b>
Short-term loans	13,259	7,901	3,834	8,150	7,388
Accounts payable	50,184	51,579	76,392	86,424	72,946
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	10,058	8,182	10,163	11,914	9,962
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>73,501</b>	<b>67,663</b>	<b>90,389</b>	<b>106,489</b>	<b>90,297</b>
Long-term debt	149,858	146,896	111,982	106,948	102,165
Other LT liabilities	28,322	28,266	31,882	37,375	31,252
<b>Total LT liabilities</b>	<b>178,180</b>	<b>175,162</b>	<b>143,863</b>	<b>144,322</b>	<b>133,417</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>251,681</b>	<b>242,826</b>	<b>234,252</b>	<b>250,811</b>	<b>223,714</b>
Registered capital	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Paid-up capital	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Share premium	10,699	10,699	10,699	10,699	10,699
Retained earnings	143,848	144,984	155,540	164,140	170,215
Others	(14,061)	(17,313)	(37,703)	(41,313)	(38,745)
Minority interests	2,744	2,739	21,079	21,825	22,449
<b>Shares' equity</b>	<b>165,568</b>	<b>163,446</b>	<b>171,953</b>	<b>177,689</b>	<b>186,956</b>

### Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Net profit	19,443	9,959	14,584	15,290	11,660
Depreciation	7,799	8,106	8,065	8,371	9,178
Chg in working capital	(8,368)	13,280	42,242	1,429	(2,924)
Others	(2,917)	862	397	(77)	85
<b>CF from operations</b>	<b>15,957</b>	<b>32,207</b>	<b>65,288</b>	<b>25,013</b>	<b>18,000</b>
Capital expenditure	(16,130)	(12,554)	84	(40,511)	(27,560)
Others	7,782	3,588	(2,669)	(10,400)	8,867
<b>CF from investing</b>	<b>(8,348)</b>	<b>(8,966)</b>	<b>(2,586)</b>	<b>(50,911)</b>	<b>(18,693)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>7,609</b>	<b>23,241</b>	<b>62,702</b>	<b>(25,898)</b>	<b>(693)</b>
Net borrowings	(10,634)	(8,319)	(38,982)	(718)	(5,545)
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,249)	(8,823)	(3,351)	(6,689)	(5,585)
Others	(4,539)	(3,262)	16,291	(2,118)	3,816
<b>CF from financing</b>	<b>(20,422)</b>	<b>(20,404)</b>	<b>(26,043)</b>	<b>(9,525)</b>	<b>(7,313)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>(12,814)</b>	<b>2,837</b>	<b>36,660</b>	<b>(35,422)</b>	<b>(8,006)</b>

### Forward PBV band



### Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Sales	469,244	466,777	395,682	463,853	387,865
Cost of sales	(436,164)	(450,010)	(382,005)	(432,173)	(364,774)
<b>Gross profit</b>	<b>33,080</b>	<b>16,767</b>	<b>13,677</b>	<b>31,680</b>	<b>23,091</b>
SG&A	(3,521)	(3,874)	(4,056)	(5,574)	(5,493)
<b>EBITDA</b>	<b>35,454</b>	<b>22,026</b>	<b>17,618</b>	<b>35,149</b>	<b>26,777</b>
Depre. & amortization	7,799	8,106	8,065	8,371	9,178
Equity income	84	(132)	(1,131)	(61)	(78)
Other income	1,339	2,008	2,064	1,890	1,580
<b>EBIT</b>	<b>29,560</b>	<b>12,893</b>	<b>9,621</b>	<b>26,106</b>	<b>17,598</b>
Finance costs	(4,089)	(4,052)	(3,494)	(2,795)	(2,685)
Income taxes	(4,672)	(2,283)	(2,131)	(4,217)	(2,969)
<b>Net profit before MI</b>	<b>19,585</b>	<b>9,981</b>	<b>14,638</b>	<b>16,036</b>	<b>12,284</b>
Minority interest	(142)	(22)	(54)	(746)	(624)
<b>Core profit</b>	<b>22,080</b>	<b>8,412</b>	<b>4,875</b>	<b>20,177</b>	<b>12,824</b>
Extraordinary items	(2,637)	1,547	9,710	(4,887)	(1,164)
<b>Net profit</b>	<b>19,443</b>	<b>9,959</b>	<b>14,584</b>	<b>15,290</b>	<b>11,660</b>

### Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	-11.4%	-0.5%	-15.2%	17.2%	-16.4%
EBITDA	-4.7%	-37.9%	-20.0%	99.5%	-23.8%
Net profit	-40.5%	-48.8%	46.4%	4.8%	-23.7%
Core profit	-38.4%	-61.9%	-42.0%	313.9%	-36.4%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	7.0%	3.6%	3.5%	6.8%	6.0%
EBITDA margin	7.6%	4.7%	4.5%	7.6%	6.9%
Core profit margin	4.7%	1.8%	1.2%	4.3%	3.3%
Net profit margin	4.1%	2.1%	3.7%	3.3%	3.0%
ROA	4.6%	2.4%	3.4%	3.4%	2.7%
ROE	11.7%	6.1%	8.5%	8.6%	6.2%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	1.52	1.49	1.36	1.41	1.20
Net D/E (x)	0.90	0.89	0.47	0.66	0.61
Interest coverage ratio	7.23	3.18	2.75	9.34	6.55
Current ratio (x)	1.71	1.66	1.44	0.99	0.94
Quick ratio (x)	0.84	0.87	1.00	0.56	0.52
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	8.71	4.46	6.53	6.85	5.22
Core EPS	9.89	3.77	2.18	9.04	5.74
Book value	74.17	73.22	77.03	79.60	83.75
Dividend	3.40	1.90	1.80	3.00	2.50
<b>Valuation (x)</b>					
PER	5.37	10.48	7.16	6.83	8.95
Core PER	4.73	12.41	21.41	5.17	8.14
P/BV	0.63	0.64	0.61	0.59	0.56
EV/EBITDA	6.49	10.04	8.44	5.22	6.94
Dividend yield	7.3%	4.1%	3.9%	6.4%	5.4%

Corporate governance report of Thai listed companies 2025

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างไร้ข้อสงสัย มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- ❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- ❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.