

BUY (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 125.00 (From: Bt 93.00)

Upside : 13.6%

20 JUNE 2025

PTT Exp & Production Pcl (PTTEP TB)

Yield ดีในภาวะราคาน้ำมันที่ต่ำ

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ PTTEP เป็น “ซื้อ” จากคาดการณ์ราคาน้ำมันที่
สูงขึ้นและความสามารถในการจ่ายปันผลที่ดีที่อัตราผลตอบแทน 7.3/7.0%
ในภาวะราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำในปี 2025-26F และ PTTEP ยังคงถือ
เงินสดสำรองจำนวนมากสำหรับโครงการที่มีอยู่และการลงทุนในอนาคต



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำของ PTTEP เป็น “ซื้อ” จาก ขยาย ด้วยเหตุผลหลัก
3 ประการ 1) ปัจจุบันเราเชื่อว่าคาดการณ์ราคาน้ำมันเบรนท์ก่อนหน้า
ของเราที่ US\$65/60/60/bbl ในปี 2025-27F เป็นระดับที่ต่ำไป เราจึงปรับ
ขึ้นเป็น US\$70/65/65 โดยยังคงสะท้อนถึงการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก
และการเพิ่มกำลังการผลิตของ OPEC แต่ด้วยยังคงมีปัญหาค่าเงินบาทแข็ง
ทั่วโลก จึงทำให้เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 16/16/17% และปรับราคา
เป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) เป็น 125 บาท (จาก 93 บาท) 2) แม้จะมีการ
ปรับราคาน้ำมันขึ้น แต่เรามองว่าระดับราคายังคงต่ำ และในภาวะราคา
น้ำมันที่ต่ำนี้ เราคาดว่า PTTEP จะสามารถจ่ายปันผลที่ดีในอัตรา
ผลตอบแทน 7.3/7.0% ในปี 2025-26F ซึ่งได้แรงหนุนจากอัตรา
ผลตอบแทนจากกระแสเงินสดอิสระที่สูงถึง 7.3/7.3% ในปีเหล่านั้น และ 3)
PTTEP ซื้อขายที่ 6.8 เท่า 2025F PE ซึ่งต่ำกว่าคู่แข่งถึง 42% ทำให้เป็น
หนึ่งในหุ้นที่ถูกที่สุดในภูมิภาค.

ความขัดแย้งทั่วโลกที่ทวีความรุนแรงขึ้น

แม้เราไม่คาดว่าสงครามระหว่างอิสราเอลและอิหร่านจะลุกลามไปสู่ระดับ
ภูมิภาคหรือระดับโลก แต่เหตุการณ์นี้ได้เพิ่มความตึงเครียดให้กับความ
ขัดแย้งทั่วโลก นอกเหนือจากกรณีของรัสเซีย-ยูเครน และอิสราเอล-ฮามาส
ที่ยังดำเนินอยู่ นอกจากนี้ สงครามระหว่างอิสราเอลและอิหร่านยัง
เชื่อมโยงกับหนึ่งในเส้นทางขนส่งน้ำมันทางทะเลที่ใหญ่ที่สุดของโลกคือ
ช่องแคบฮอร์มุซ ซึ่งรองรับน้ำมันดิบที่ขนส่งทางเรือถึง 34% ของโลก
ดังนั้น แม้เรายังคงคาดว่าภาวะเศรษฐกิจโลกจะชะลอตัวใน 2 ปีข้างหน้า
แต่เราเห็น risk premium ที่เพิ่มขึ้นในตลาดน้ำมัน เราจึงปรับสมมติฐาน
ราคาน้ำมันเบรนท์ขึ้น US\$5/bbl เป็น US\$70/65/65 ในปี 2025-27F จาก
การวิเคราะห์ความอ่อนไหวของกำไร พบว่าราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นทุกๆ
US\$5/bbl จะทำให้ราคาเป้าหมายของ PTTEP เพิ่มขึ้น 14 บาท

พอร์ตที่เน้นก๊าซช่วยลดความผันผวน

พอร์ตของ PTTEP ที่เน้นการผลิตก๊าซเป็นหลัก (คิดเป็น 73% ของ
ปริมาณการผลิตทั้งหมด) ช่วยลดความผันผวนจากราคาน้ำมัน ในช่วง 4 ปี
ที่ผ่านมา ราคาก๊าซยังคงมีเสถียรภาพอยู่ในช่วง US\$5.8-6.7 ต่อ mmbtu
แม้ราคาน้ำมันจะผันผวนอย่างรุนแรงก็ตาม นอกจากนี้ การเติบโตของ
ผลผลิตที่คาดว่าจะอยู่ที่ 4/7% ในปี 2025-26F จะช่วยชดเชยความเสี่ยง
ด้านลบจากราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลงไปอีก ซึ่งจะช่วยให้การจ่ายปันผลมีความ
มั่นคงมากยิ่งขึ้น.

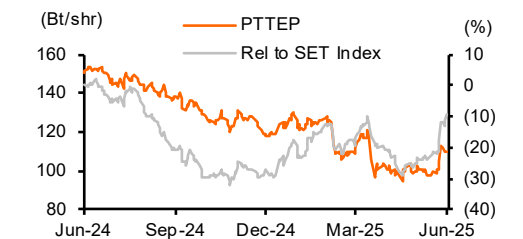
งบดุลแข็งแกร่งหนุนอัตราผลตอบแทนปันผล

PTTEP เป็นบริษัทย่อยที่แข็งแกร่งที่สุดของบมจ. ปตท. (PTT, แนะนำ
“ซื้อ”) และเราเชื่อว่า PTT คาดหวังเงินปันผลที่มั่นคงจาก PTTEP โดย
PTTEP มีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และสร้างกระแสเงินสดได้อย่างแข็งแกร่ง
EBITDA หลังหักดอกเบี้ยอยู่ที่ราว 1.88 แสนลบ. ต่อปี แม้จะมีการลงทุน
ขนาดใหญ่ (Capex) เนื่องจากเป็นผู้ดำเนินธุรกิจสำรวจและผลิตน้ำมันและ
ก๊าซ เราคาดว่าบริษัท จะมีกระแสเงินสดอิสระราว 3.3 หมื่นลบ. ต่อปี
หรือคิดเป็นอัตราผลตอบแทนที่ 7.7/7.5% ในปี 2025-26F ซึ่งช่วยหนุน
อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.3/7.0% ในปี 2025-26F เราสมมติอัตราการ
จ่ายปันผลที่ 51% ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปีของบริษัท

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	312,310	284,765	289,424	284,396
Net profit	78,824	64,143	59,274	59,335
Consensus NP	—	64,931	63,527	57,710
Diff frm cons (%)	—	(1.2)	(6.7)	2.8
Norm profit	78,239	64,143	59,274	59,335
Prev. Norm profit	—	55,216	50,305	49,945
Chg frm prev (%)	—	16.2	17.8	18.8
Norm EPS (Bt)	19.7	16.2	14.9	14.9
Norm EPS grw (%)	(0.5)	(18.0)	(7.6)	0.1
Norm PE (x)	5.6	6.8	7.4	7.4
EV/EBITDA (x)	1.7	2.0	2.1	2.2
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	8.8	7.3	7.0	7.0
ROE (%)	15.1	11.5	10.0	9.6
Net D/E (%)	(8.1)	(7.7)	(4.1)	(0.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Jun-25 (Bt)	110.00
Market Cap (US\$ m)	13,333.5
Listed Shares (m shares)	3,970.0
Free Float (%)	34.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	34.7
12M Price H/L (Bt)	154.00/94.75
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 63.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่
ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสาร
ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่
สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Raising Our Brent Oil Price Assumptions By US\$5/bbl To Reflect Geopolitical Risk

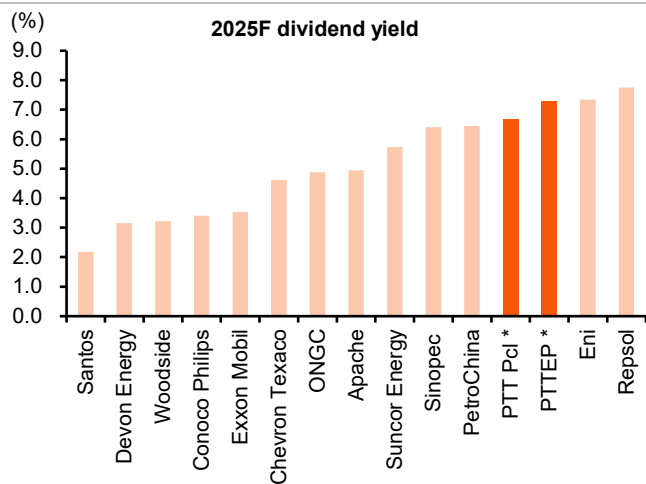
	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Brent oil (US\$/bbl)							
- New	71	99	82	80	70	65	65
- Old					65	60	60
- Change (%)					7.7	8.3	8.3

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings Changes

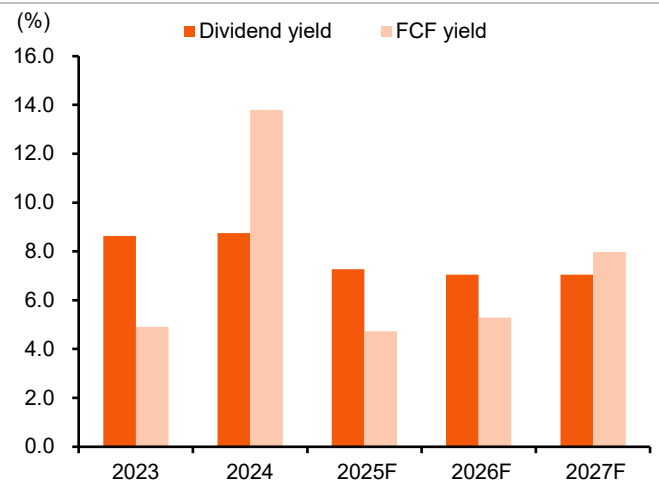
	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Norm profit (Bt m)							
- New	42,888	90,721	78,656	78,239	63,786	58,262	58,305
- Old					55,216	50,305	49,945
- Change (%)					15.5	15.8	16.7
Reported profit (Bt m)							
- New	38,864	70,901	76,706	78,824	63,786	58,262	58,305
- Old					55,216	50,305	49,945
- Change (%)					15.5	15.8	16.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Dividend Yield Vs. Peers

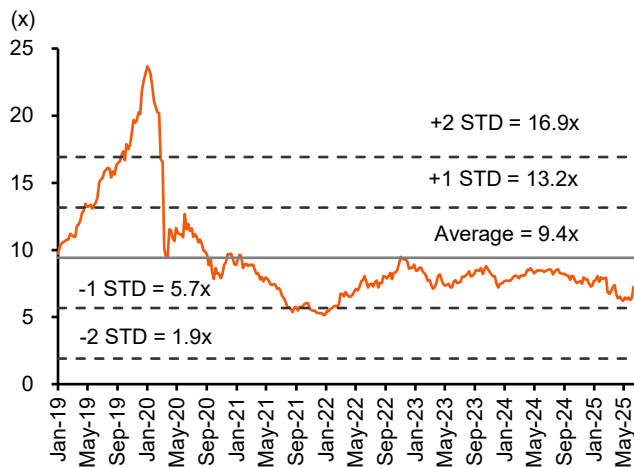
Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Company under our coverage

Ex 4: Dividend Yield Vs. FCF Yield

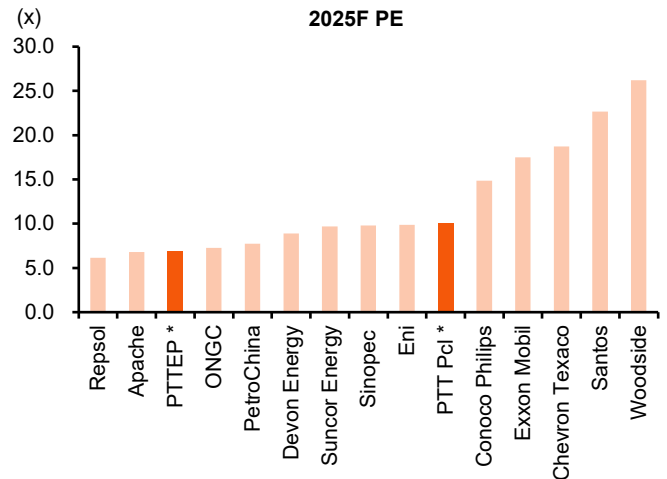
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: PE Band Chart



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

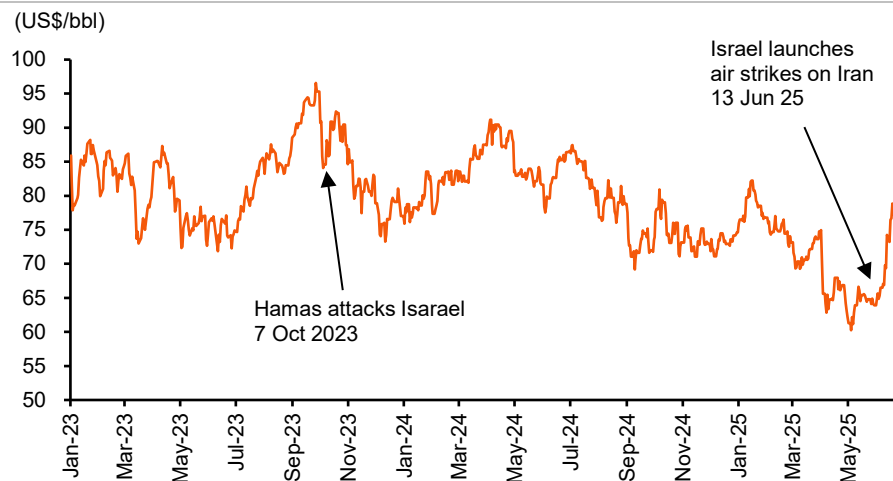
Ex 6: PE Vs. Regional Peers



Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Company under our coverage

Ex 7: Brent Crude Oil Price



Sources: Company data, Thanachart

Ex 8: Strait Of Hormuz Is Critical To Oil Flows

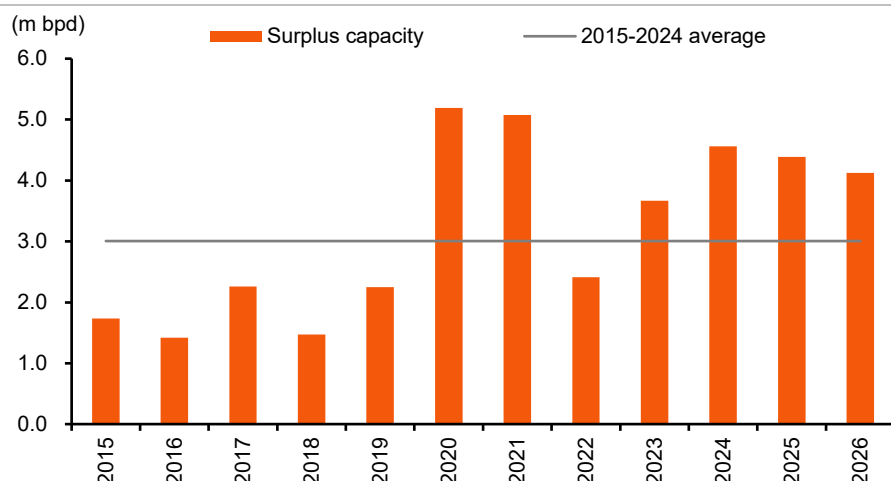


Source: Bloomberg

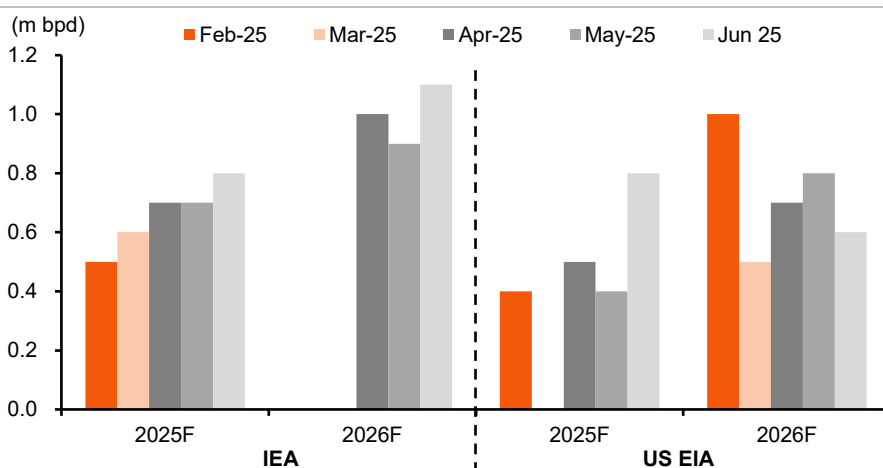
Ex 9: Country Exports Via Strait Of Hormuz

(m bpd)	Crude	Product	Total
UAE	2.8	1.6	4.4
Saudi Arabia	6.0	1.2	7.2
Kuwait	1.4	1.0	2.3
Iran	1.8	0.4	2.1
Qatar	0.7	0.5	1.2
Iraq	3.2	0.4	3.6
Bahrain	-	0.2	0.2
Oman	-	-	-
Strait of Hormuz	15.9	5.2	21.2

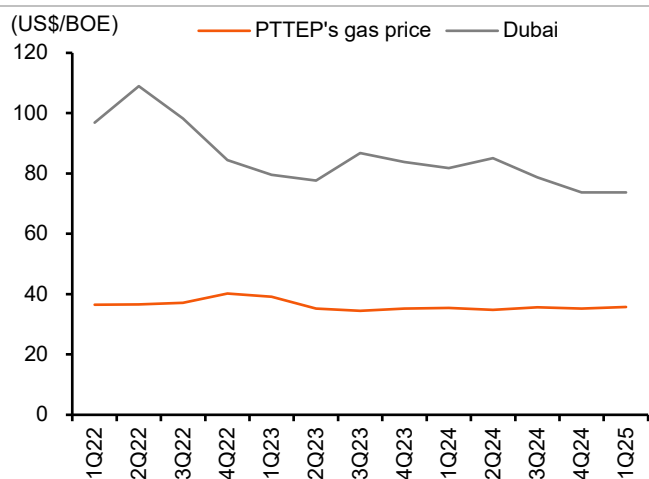
Source: Kepler

Ex 10: OPEC's Surplus Crude Oil Production Capacity

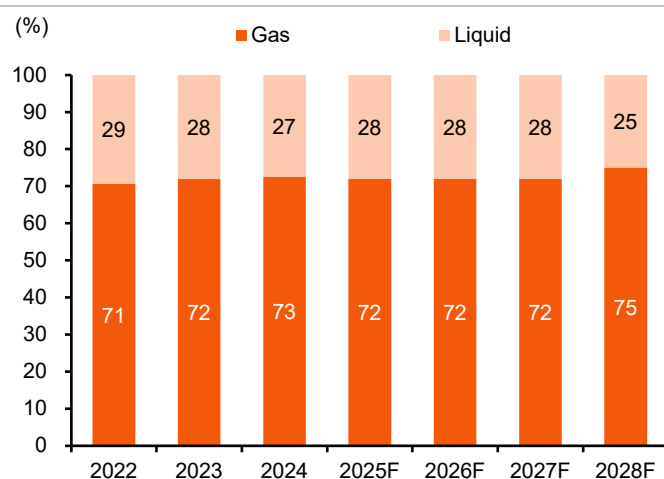
Source: EIA

Ex 11: Evolution Of Oil Balance Estimates For 2025-26 By Key Agencies

Source: Bloomberg

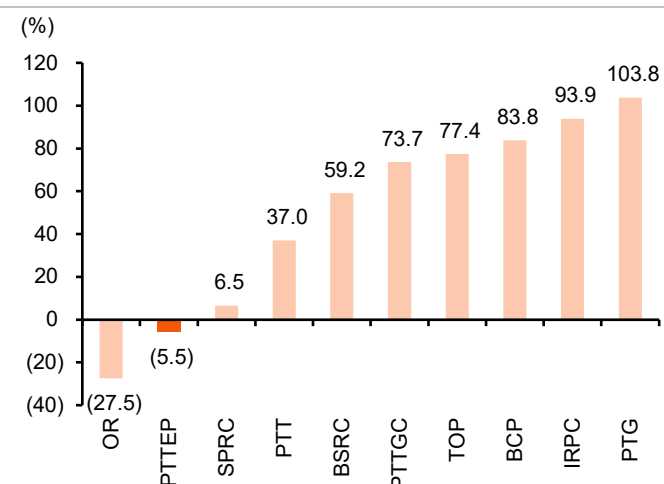
Ex 12: PTTEP's Gas Price Vs. Dubai Price

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: PTTEP's Sales Volume Mix

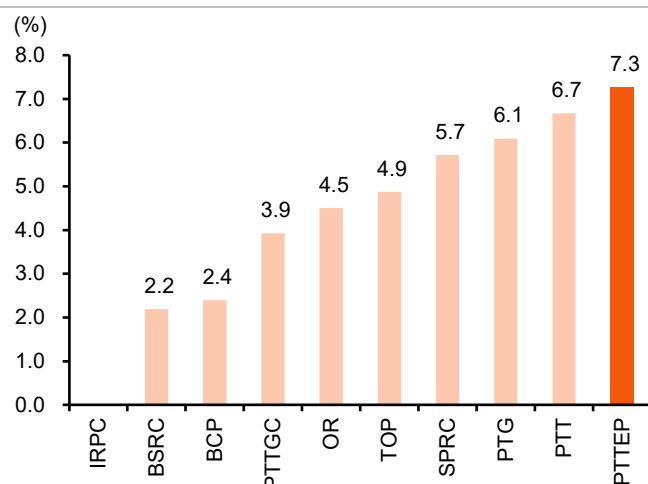
Source: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: Net D/E Comparison



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: 2025F Dividend Yield Comparison



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA	196,649	196,107	193,227	209,063	208,363	211,229	214,124	217,048	220,001	222,983	225,995	229,038	
Free cash flow	(12)	1,971	11,879	60,143	57,821	28,343	42,216	45,274	48,348	51,439	54,546	57,672	728,942
PV of free cash flow	(12)	1,627	8,910	40,974	35,788	15,938	21,567	21,008	20,382	19,701	18,980	18,227	230,376
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	10.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	453,478												
Net debt	(43,496)												
Minority interest	281												
Equity value	496,693												
# of shares	3,970												
Equity value / share	125												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 17: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Refining & Marketing														
Ampol	ALD AU	Australia	46.2	38.1	17.1	12.4	1.8	1.7	7.5	6.6	3.8	5.9	12.0	14.5
BPCL	BPCL IN	India	(50.6)	14.8	10.1	8.8	1.6	1.5	7.7	6.8	4.0	4.2	15.8	17.3
HPCL	HPCL IN	India	(59.9)	51.8	12.1	8.0	1.6	1.4	9.9	7.0	2.7	3.9	14.3	19.9
IOCL	IOCL IN	India	(77.2)	98.8	19.4	9.7	1.0	1.0	10.0	7.1	2.6	4.0	6.4	10.3
Reliance Industries	RIL IN	India	0.8	13.7	na	na	na	na	13.8	12.3	na	na	8.6	9.0
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	na	na	19.9	0.6	0.6	14.5	10.0	2.0	2.2	na	3.1
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	179.3	35.3	12.6	0.8	0.8	8.9	6.3	1.0	1.9	2.0	6.0
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(20.1)	32.3	29.4	22.2	1.1	1.1	11.3	10.1	2.8	3.4	4.1	4.9
Bangchak *	BCP TB	Thailand	(38.8)	26.5	10.4	8.2	0.7	0.6	3.7	3.9	2.4	3.0	6.6	8.0
Bangchak Sriracha *	BSRC TB	Thailand	40.5	23.6	10.2	8.3	0.6	0.6	5.5	3.7	2.2	3.1	5.9	7.1
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	na	na	na	0.2	0.2	12.5	8.3	0.0	0.0	(3.6)	(1.2)
PTT Oil And Retail *	OR TB *	Thailand	17.2	7.8	13.9	12.9	1.1	1.1	5.1	5.0	4.5	4.9	8.2	8.5
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	2.3	4.3	9.2	8.8	1.0	1.0	3.3	2.8	6.1	7.0	11.3	11.2
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	na	na	na	18.7	0.3	0.3	8.9	7.2	3.9	1.7	(0.7)	1.8
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	6.5	(13.6)	9.0	10.4	0.6	0.6	4.7	4.5	5.7	4.9	6.4	5.5
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	(43.5)	(7.3)	6.1	6.6	0.4	0.3	8.6	9.2	4.9	5.0	5.9	5.9
Average			(14.7)	36.2	15.2	12.0	0.9	0.8	8.5	6.9	3.2	3.7	6.9	8.2
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	(5.8)	1.3	7.7	7.7	0.8	0.7	4.1	4.0	6.5	6.3	10.3	9.9
Sinopec	386 HK	China	(10.6)	9.7	9.8	8.9	0.6	0.6	5.9	5.5	6.4	7.0	5.9	6.3
Total	FP	France	(16.8)	5.0	na	na	na	na	na	na	na	na	13.5	12.8
Eni	ENI IM	Italy	(17.8)	10.2	9.9	9.0	0.8	0.8	4.2	4.0	7.3	7.6	8.2	8.7
Repsol	REP SM	Spain	(20.0)	11.1	6.1	5.5	0.5	0.5	3.6	3.5	7.7	8.2	8.3	8.5
Chevron Texaco	CVX US	USA	(23.1)	24.3	18.7	15.1	1.7	1.8	7.2	6.1	4.6	4.8	9.8	12.1
Exxon Mobil	XOM US	USA	(15.8)	17.2	17.5	14.9	1.9	1.9	7.6	6.9	3.5	3.7	11.0	12.6
Conoco Philips	COP US	USA	(17.6)	8.9	14.9	13.6	1.8	1.8	5.3	5.2	3.4	3.5	12.1	12.8
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	(6.8)	(5.5)	10.0	10.6	0.7	0.7	4.1	3.7	6.7	6.7	7.4	6.9
Average			(14.9)	9.1	11.8	10.7	1.1	1.1	5.2	4.9	5.8	6.0	9.6	10.1
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	(16.7)	25.0	22.6	18.1	1.6	1.5	6.0	5.0	2.2	3.1	7.0	7.7
Woodside	WDS AU	Australia	(36.2)	(28.9)	26.2	36.8	1.4	1.4	4.7	5.3	3.2	2.3	5.4	3.7
Suncor Energy	SU US	Canada	(22.7)	2.7	9.7	9.4	1.1	1.1	5.5	5.4	5.7	5.9	10.9	10.5
ONGC	ONGC IN	India	(5.6)	(3.5)	7.3	7.5	0.9	0.8	5.6	5.2	4.9	4.8	12.4	12.2
RIL	RIL IN	India	0.8	13.7	na	na	na	na	13.8	12.3	na	na	8.6	9.0
Apache	APA US	USA	(26.5)	(11.7)	6.8	7.7	1.2	1.1	2.7	2.9	4.9	5.2	16.4	11.6
Devon Energy	DVN US	USA	(19.8)	8.6	8.9	8.2	1.4	1.3	4.0	4.0	3.1	3.2	15.5	15.2
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	(18.5)	(8.7)	6.8	7.5	0.8	0.7	2.1	2.2	7.3	7.0	11.5	9.9
Average			(18.1)	(0.3)	12.6	13.6	1.2	1.1	5.6	5.3	4.5	4.5	10.9	10.0

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 20 June 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทต้นน้ำในการสำรวจและผลิตปิโตรเลียม ซึ่งมีปริมาณการผลิต 464,000 boe ต่อวัน 70% ของการผลิตเป็นก๊าซธรรมชาติและเกือบทั้งหมดของการผลิตมาจากแหล่งในประเทศไทยและประเทศอื่นในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ บริษัทฯ มีปริมาณสำรองที่พิสูจน์แล้วว่า 2,286 ล้าน boe และมีอายุ 10.7 ปี PTTEP เป็นบริษัทในเครือ PTT ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65%

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

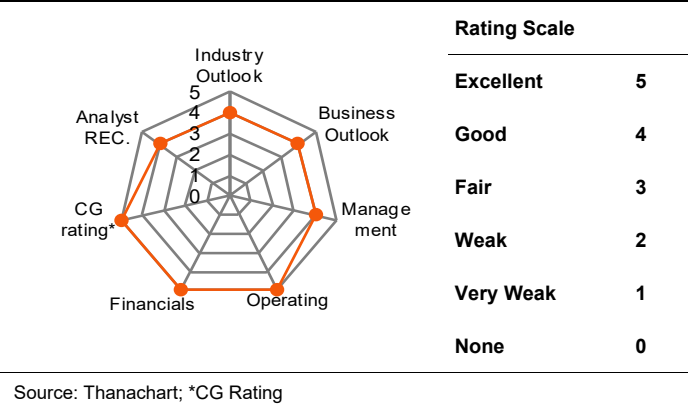
S — Strength

- มี PTT ซึ่งเป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ และเป็นผู้ซื้อก๊าซรายใหญ่ที่สุดของประเทศ และเป็นลูกค้ารายใหญ่สุดของ PTTEP
- ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมของบริษัทได้ทำสัญญาซื้อขายไว้แล้ว จึงมีความเสี่ยงต่อปริมาณการผลิตต่ำ

O — Opportunity

- ยังมีแหล่งทรัพยากรในมืออีกมากที่ยังไม่ได้ดำเนินการ
- โอกาสในการลงทุนในต่างประเทศ หรือขยายไปยังธุรกิจใหม่

COMPANY RATING



W — Weakness

- ปริมาณสำรองในอ่าวไทยที่เริ่มลดลง โดยปริมาณสำรองเหลือเพียง 8 ปี
- ขาดประสบการณ์และทักษะด้านเทคนิคการลงทุนในต่างประเทศ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในต่างประเทศ

T — Threat

- การนำเข้าก๊าซ LNG ราคาถูกจากต่างประเทศ
- ความเสี่ยงจากการด้อยค่าที่อาจเกิดขึ้นกับธุรกิจในประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงทางการเมือง และกฎระเบียบเกี่ยวกับการให้สัมปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่กำลังจะหมดอายุ
- การจ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ ส่งผลให้ ROI ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	129.67	125.00	-4%
Net profit 25F (Bt m)	64,526	63,786	-1%
Net profit 26F (Bt m)	63,130	58,262	-8%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 8	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2025-26F ของเราต่ำกว่าของตลาด 1-8%
- ดังนั้นราคาเป้าหมาย DCF ของเราจึงต่ำกว่าของตลาด 4%

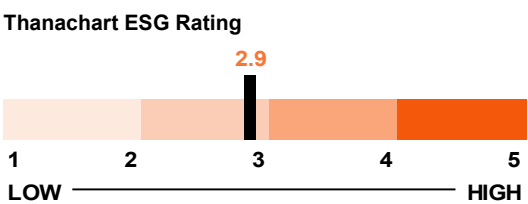
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Downside risks ต่อประมาณการของเราจากราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่ต่ำลง
- ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา น่าจะมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคาด
- มีความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่ที่ไม่เพิ่มมูลค่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

PTTEP เป็นบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจสำรวจน้ำมันและก๊าซของ PTT สัดส่วนผลิตภัณฑ์น้ำมันและก๊าซอยู่ที่ราว 30:70 ขณะที่ก๊าซปล่อยคาร์บอนน้อยกว่าน้ำมัน ถึงแม้ว่าการดำเนินงานของ PTTEP จะปล่อยก๊าซเรือนกระจกในระดับสูง แต่เราให้คะแนน ESG แก่ PTTEP ที่ 2.9 ซึ่งสอดคล้องกับคู่แข่งเนื่องจากความมุ่งมั่นอย่างแข็งขันและเป้าหมายที่ชัดเจนในการปรับปรุงรวมถึงแผนการที่จะกระจายธุรกิจไปสู่ธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับการสำรวจและผลิต (E&P) เพื่อความยั่งยืนของธุรกิจในระยะยาว



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PTTEP	YES	AA	-	BBB	66.22	58.12	65.00	45.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- PTTEP เป็นบริษัท E&P ในเครือบริษัทน้ำมันแห่งชาติ PTT ปริมาณการผลิตของบริษัทฯ ในปี 2024 อยู่ที่ 489K BOED โดยปริมาณการผลิตเติบโตราว 3-4% ต่อปี ธุรกิจ E&P มีลักษณะการดำเนินงานที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับสูง อย่างไรก็ตามเราให้คะแนน ESG ของ PTTEP ไม่ต่ำมากที่ 2.9 เนื่องจากบริษัทฯ มีเป้าหมายในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ชัดเจน โดยตั้งเป้าให้มีการปล่อยสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอย่างน้อย 30% ภายในปี 2030 นอกจากนี้ PTTEP ยังกำลังสำรวจการลงทุนในธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับการสำรวจและผลิตเพื่อกระจายความเสี่ยงและลดการปล่อยคาร์บอน - การปล่อยก๊าซ CO₂ อยู่ที่ 6.7 ล้านตัน ในปี 2023 ซึ่งเพิ่มขึ้น 63% จากปี 2018 เนื่องจากการเข้าซื้อโครงการใหม่ๆ อย่างไรก็ตาม PTTEP ได้พยายามลดความเข้มข้นของพลังงานลงอย่างมาก ในปี 2023 บริษัทฯ สามารถลดความเข้มข้นของก๊าซเรือนกระจกได้ 21% จากปี 2020 และลด CO₂ ที่เทียบเท่าลงได้ 4.1 ล้านตันผ่านการฟื้นฟูไฮโดรคาร์บอนและการปรับปรุงประสิทธิภาพพลังงาน. - PTTEP ได้เริ่มศึกษาโครงการดักจับและเก็บกักคาร์บอน (CCS) แห่งแรกของประเทศไทยที่แหล่งอาทิตย์ โดยมีเป้าหมายในการลดการปล่อย CO₂ ได้ 0.7-1.0 ล้านตันต่อปี เป็นการแสดงความมุ่งมั่นต่อความยั่งยืนและการดำเนินงานที่ลดคาร์บอน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนทางสังคม (Social Score) แก่ PTTEP ที่ 2.2 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 2.9 - PTTEP เคยประสบปัญหาน้ำมันรั่วหลายครั้งในอดีต ได้แก่เหตุการณ์น้ำมันรั่วที่ Montara ในปี 2009 หลังจากนั้น PTTEP ได้เสริมความพร้อมในการตอบสนองเหตุฉุกเฉินเพื่อบรรเทาความเสี่ยงในอนาคต - ในด้านบวก PTTEP ได้เริ่มโครงการพัฒนาด้านสังคมระยะ 10 ปี ภายใต้กลยุทธ์ "Ocean for Life" (2020-30) เพื่อฟื้นฟูความหลากหลายทางชีวภาพทางทะเล, สนับสนุนการประมงอย่างยั่งยืน, และเสริมสร้างการดำรงชีวิตของชุมชนในประเทศไทย
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราให้คะแนนการกำกับดูแล (Governance Score) แก่ PTTEP ที่ 3.6 สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.0 ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่แข็งแกร่งและวินัยทางการเงินที่ดี - คณะกรรมการบริษัท มีประธานที่เป็นกรรมการอิสระ โดยมีสมาชิกในคณะกรรมการกว่า 2 ใน 3 เป็นกรรมการอิสระ ซึ่งเราเห็นว่าเป็นสัดส่วนที่เหมาะสม - ด้านการเงิน PTTEP ยังคงอยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ พร้อมการสร้างกระแสเงินสดที่ดี แม้ว่าจะมีการระงับตัวของลูกค้าอยู่บ้าง โดยหลักๆ ขายก๊าซให้กับบริษัทแม่ PTT (ผู้ซื้อก๊าซรายเดียวในประเทศไทย) แต่ราคา ยังคงเป็นราคาตลาดและเชื่อมโยงกับราคาน้ำมัน ซึ่งช่วยบรรเทาความเสี่ยง - สำหรับความยั่งยืนในระยะยาว PTTEP เผชิญกับความท้าทายในการหมดลงของแหล่งทรัพยากรในประเทศเพื่อรับมือกับสถานการณ์นี้ บริษัทฯ กำลังกระจายไปสู่ธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับการสำรวจและผลิต (non-E&P) รวมถึงการลงทุนในธุรกิจ AI และ Robotics Venture และโครงการพลังงานทดแทน ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการเปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์เพื่ออนาคตที่ยั่งยืนมากขึ้น

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	300,694	312,310	284,765	289,424	284,396
Cost of sales	142,926	162,773	159,084	171,883	170,439
Gross profit	157,768	149,537	125,681	117,541	113,957
% gross margin	52.5%	47.9%	44.1%	40.6%	40.1%
Selling & administration expenses	16,979	18,115	18,735	19,992	19,511
Operating profit	140,788	131,422	106,946	97,550	94,446
% operating margin	46.8%	42.1%	37.6%	33.7%	33.2%
Depreciation & amortization	81,322	95,039	89,704	98,558	98,781
EBITDA	222,110	226,462	196,649	196,107	193,227
% EBITDA margin	73.9%	72.5%	69.1%	67.8%	67.9%
Non-operating income	10,336	14,520	15,542	16,582	17,622
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(10,243)	(11,813)	(7,830)	(9,519)	(7,375)
Pre-tax profit	140,881	134,130	114,658	104,613	104,693
Income tax	63,704	57,214	52,189	47,669	47,704
After-tax profit	77,177	76,915	62,469	56,945	56,989
% net margin	25.7%	24.6%	21.9%	19.7%	20.0%
Shares in affiliates' Earnings	1,477	1,317	1,317	1,317	1,317
Minority interests	2	7	0	0	0
Extraordinary items	(1,949)	585	0	0	0
NET PROFIT	76,706	78,824	63,786	58,262	58,305
Normalized profit	78,656	78,239	63,786	58,262	58,305
EPS (Bt)	19.3	19.9	16.1	14.7	14.7
Normalized EPS (Bt)	19.8	19.7	16.1	14.7	14.7

Despite a lower profit trend, cash flow remains strong

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	234,800	222,131	216,709	219,328	218,231
Cash & cash equivalent	144,387	143,741	143,741	143,741	143,741
Account receivables	62,241	43,270	39,454	40,100	39,403
Inventories	20,914	22,759	22,243	24,033	23,831
Others	7,259	12,361	11,271	11,455	11,256
Investments & loans	9,783	31,145	52,506	73,868	95,230
Net fixed assets	440,271	490,484	536,435	574,656	599,268
Other assets	217,967	221,541	208,614	211,633	211,695
Total assets	902,821	965,301	1,014,265	1,079,485	1,124,424
LIABILITIES:					
Current liabilities:	88,590	105,502	100,981	107,508	109,758
Account payables	49,412	61,089	59,705	64,508	63,966
Bank overdraft & ST loans	3,560	5,236	0	0	0
Current LT debt	0	0	3,356	4,201	6,405
Others current liabilities	35,619	39,176	37,921	38,799	39,386
Total LT debt	95,320	95,009	108,505	135,824	153,718
Others LT liabilities	219,468	228,915	228,365	232,742	229,998
Total liabilities	403,378	429,425	437,851	476,074	493,474
Minority interest	116	281	281	281	281
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Share premium	105,418	105,418	105,418	105,418	105,418
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	22,951	19,137	30,873	30,873	30,873
Retained earnings	366,988	407,071	435,871	462,870	490,408
Shareholders' equity	499,327	535,595	576,133	603,131	630,669
Liabilities & equity	902,821	965,301	1,014,265	1,079,485	1,124,424

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	140,881	134,130	114,658	104,613	104,693
Tax paid	(74,429)	(52,892)	(55,736)	(46,529)	(48,450)
Depreciation & amortization	81,322	95,039	89,704	98,558	98,781
Chg In working capital	(25,403)	28,803	2,948	2,368	357
Chg In other CA & CL / minorities	10,040	442	4,699	871	2,848
Cash flow from operations	132,411	205,523	156,272	159,881	158,230
Capex	(110,978)	(145,253)	(135,654)	(136,778)	(123,394)
Right of use	4,978	(1,597)	(1,597)	(1,597)	(1,597)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(174)	(21,362)	(21,362)	(21,362)	(21,362)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	53,758	3,051	13,973	2,955	(1,210)
Cash flow from investments	(52,417)	(165,161)	(144,640)	(156,782)	(147,562)
Debt financing	(13,476)	1,548	11,616	28,164	20,099
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(36,720)	(38,705)	(34,985)	(31,264)	(30,767)
Warrants & other surplus	(7,780)	(3,851)	11,737	0	0
Cash flow from financing	(57,977)	(41,008)	(11,633)	(3,100)	(10,668)
Free cash flow	21,433	60,270	20,618	23,103	34,837

PTTEP continues to generate high cash flows from operations

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	5.6	5.6	6.8	7.5	7.5
Normalized PE - at target price (x)	6.3	6.3	7.8	8.5	8.5
PE (x)	5.7	5.5	6.8	7.5	7.5
PE - at target price (x)	6.5	6.3	7.8	8.5	8.5
EV/EBITDA (x)	1.8	1.7	2.1	2.2	2.3
EV/EBITDA - at target price (x)	2.0	2.0	2.4	2.5	2.7
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
P/CFO (x)	3.3	2.1	2.8	2.7	2.8
Price/sales (x)	1.5	1.4	1.5	1.5	1.5
Dividend yield (%)	8.6	8.8	7.3	7.0	7.0
FCF Yield (%)	4.9	13.8	4.7	5.3	8.0
(Bt)					
Normalized EPS	19.8	19.7	16.1	14.7	14.7
EPS	19.3	19.9	16.1	14.7	14.7
DPS	9.5	9.6	8.0	7.8	7.8
BV/share	125.8	134.9	145.1	151.9	158.9
CFO/share	33.4	51.8	39.4	40.3	39.9
FCF/share	5.4	15.2	5.2	5.8	8.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

At 6.8x 2025F PE, we see PTTEP's valuation as attractive

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	(9.3)	3.9	(8.8)	1.6	(1.7)
Net profit (%)	8.2	2.8	(19.1)	(8.7)	0.1
EPS (%)	8.2	2.8	(19.1)	(8.7)	0.1
Normalized profit (%)	(13.3)	(0.5)	(18.5)	(8.7)	0.1
Normalized EPS (%)	(13.3)	(0.5)	(18.5)	(8.7)	0.1
Dividend payout ratio (%)	49.2	48.5	49.8	52.8	52.8
Operating performance					
Gross margin (%)	52.5	47.9	44.1	40.6	40.1
Operating margin (%)	46.8	42.1	37.6	33.7	33.2
EBITDA margin (%)	73.9	72.5	69.1	67.8	67.9
Net margin (%)	25.7	24.6	21.9	19.7	20.0
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	13.7	11.1	13.7	10.2	12.8
Interest coverage - EBITDA (x)	21.7	19.2	25.1	20.6	26.2
ROA - using norm profit (%)	8.9	8.4	6.4	5.6	5.3
ROE - using norm profit (%)	16.3	15.1	11.5	9.9	9.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.0	14.9	11.2	9.7	9.2
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	50.3	46.7	43.0	39.4	39.4
- leverage (x)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
- interest burden (%)	93.2	91.9	93.6	91.7	93.4
- tax burden (%)	54.8	57.3	54.5	54.4	54.4
WACC (%)	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
ROIC (%)	16.8	16.6	11.8	9.8	8.6
NOPAT (Bt m)	77,127	75,363	58,268	53,100	51,410
invested capital (Bt m)	453,820	492,099	544,252	599,414	647,051

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see room for ROE to improve via higher gearing and margin expansion

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. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. 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 [User ENTITY NAME's] 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 redisseminated 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.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

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.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart 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 Thanachart 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.

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: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.97 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่ 1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th