

Thailand Energy Sector

มองข้ามความขัดแย้ง

Sector Valuation			Current price	Target price	Market Cap	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(US\$ m)	2026F (%)	2027F (%)	2026F (x)	2027F (x)	2026F (x)	2027F (x)	2026F (%)	2027F (%)
Banpu Pcl	BANPU TB	BUY	5.40	7.20	1,686	na	22.1	10.7	8.8	0.5	0.5	6.1	6.8
Bangchak Corp.	BCP TB	BUY	35.75	41.00	1,641	(11.9)	(24.0)	4.8	6.3	0.6	0.6	7.5	4.0
IRPC Pcl	IRPC TB	SELL	1.63	1.45	1,038	na	(66.4)	9.3	27.7	0.5	0.5	1.8	1.8
Indorama Ventures	IVL TB	SELL	25.00	21.00	4,374	na	(22.5)	19.1	24.6	1.1	1.0	2.8	3.4
PTT Pcl	PTT TB	BUY	34.75	43.00	30,934	49.6	(9.7)	9.7	10.7	0.8	0.8	7.2	6.6
PTT Exploration	PTTEP TB	HOLD	145.00	159.00	17,940	8.1	5.3	9.5	9.1	1.0	0.9	6.2	6.1
PTT Global Chemical	PTTGC TB	SELL	36.75	31.00	5,164	na	(47.2)	18.2	34.5	0.5	0.5	1.4	1.4
Siam Cement Pcl	SCC TB	SELL	230.00	192.00	8,602	157.9	33.3	21.6	16.2	0.8	0.8	2.6	3.0
Star Petroleum	SPRC TB	BUY	6.50	8.50	878	37.4	(30.4)	4.5	6.4	0.7	0.6	13.8	8.5
Thai Oil Pcl	TOP TB	BUY	46.00	60.00	3,202	26.3	(18.2)	7.0	8.6	0.5	0.5	6.1	4.7

Source: ttb wealth estimates, Based on 17 April 2026 closing prices

เราคาดว่าสงครามในตะวันออกกลางจะช่วยยกระดับฐานกำไรของกลุ่มพลังงานในช่วง 2 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม เรายังคงให้น้ำหนักลงทุนเป็น “NEUTRAL” ต่อกลุ่มนี้ เนื่องจากระดับมูลค่าหุ้นได้ปรับตัวขึ้นมาสะท้อนปัจจัยดังกล่าวแล้ว SPRC เป็น Top Buy ในกลุ่มฯ ขณะที่เราแนะนำ “ขาย” PTTGC และ SCC

พลวัตหลังสงคราม – คงน้ำหนักลงทุนเป็น “NEUTRAL”

เมื่อรวมผลกระทบจากสงครามตะวันออกกลางแล้ว เรายังคงให้น้ำหนักลงทุนเป็น “NEUTRAL” ต่อกลุ่มพลังงาน เนื่องจาก 1) แม้ว่าสงครามจะใกล้สิ้นสุด แต่เราคาดว่าจะยังส่งผลกระทบในระยะยาวต่อกลุ่มพลังงาน ผ่านราคาพลังงานและสเปรดที่สูงขึ้น และเราได้ปรับเพิ่มกำไรของกลุ่มขึ้น 20/2/2% ในปี 2026-28F 2) ราคาน้ำมันจะสูงขึ้น แต่เราคาดว่าวัฏจักรอุตสาหกรรมจะไม่เปลี่ยนทิศทาง โดยคาดว่ากำไรสุทธิของกำไรจะลดลง 66/-6%/13% ในปี 2026-28F จากการที่ราคาปรับเข้าสู่ภาวะปกติหลังสงคราม 3) หุ่นกลุ่มพลังงานที่ได้ประโยชน์จากสงครามได้สะท้อนผลกระทบจากสงครามไปแล้ว โดยปรับตัวขึ้นราว 5-30% นับตั้งแต่สงครามเริ่มต้น และ 4) เราเน้นการคัดเลือกกลุ่มย่อยและหุ้นรายตัว โดยชอบกลุ่มโรงกลั่นในแง่มูลค่า, ชอบ PTT ในแง่อัตราผลตอบแทน และมองว่าหุ้นปิโตรเคมีมีราคาค่อนข้างแพง

ประโยชน์บางส่วนหลังสงคราม

มุมมองโบราณเรคือสงครามจะยุติลงภายในเดือนนี้ ซึ่งหมายความว่าความฟุ้งซ่านของราคาพลังงานและสเปรดจะปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตาม ยังมี 4 ปัจจัยที่ทำให้เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาพลังงานและสเปรดไปจนถึงปี 2028F ได้แก่ 1) Trump premium ที่ทำให้ราคาน้ำมันอยู่ในระดับสูง 2) โครงสร้างพื้นฐานที่เสียหาย ซึ่งต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู 3) ความล่าช้าในการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่ที่ต้องพึ่งพาวัตถุดิบจากตะวันออกกลาง และ 4) การปรับโครงสร้าง/ปิดกำลังการผลิต (plant rationalization) จากความเสี่ยงด้านวัตถุดิบและต้นทุนที่สูง โดยเฉพาะในกลุ่มปิโตรเคมีที่ยังซับซ้อน เราปรับเปลี่ยนสมมติฐานหลักของเรา ดังนี้ ราคาน้ำมันเบรนท์ที่ US\$80/75/75 ต่อบาร์เรล (จากเดิม 67/70/70) Singapore GRM ที่ US\$12.8/7.0/7.2 ต่อบาร์เรล (จากเดิม 6.6/6.8/7.0) HDPE-naphtha spread ที่ US\$470/430/400 ต่อตัน (จากเดิม 370/380/ 390)

ชอบกลุ่มโรงกลั่นมากกว่าปิโตรเคมี

เราชอบกลุ่มโรงกลั่นมากที่สุดในกลุ่มพลังงาน เนื่องจากอยู่ในช่วงขาขึ้นจากการที่กำลังการผลิตใหม่มีจำกัดในช่วงหลายปีข้างหน้า เราไม่ชอบกลุ่มปิโตรเคมี แม้ว่าจะมีการปรับลดกำลังการผลิตบางส่วนในช่วงสงคราม เนื่องจากอุตสาหกรรมยังอยู่ในช่วงขาลง และจะมีอุปทานใหม่เข้าสู่ตลาดเพิ่มขึ้นในอีกหลายปีข้างหน้า สำหรับกลุ่มต้นน้ำ เราชอบ BANPU จากแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไร ขณะที่มองว่า PTTEP เติบโตแล้ว

SPRC เป็น Top Pick ของเรา

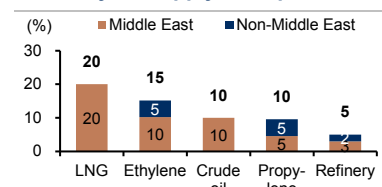
เราเลือก SPRC เป็นหุ้น Top Pick ในกลุ่มฯ รองลงมาคือ TOP และ BANPU สำหรับ PTT เราแนะนำ “ซื้อ” จากอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ประมาณ 7% ขณะที่แนะนำ “ขาย” PTTGC และ SCC และได้รับลดค่าแนะนำของ PTTEP ลงเป็น “ถือ” เนื่องจากราคาหุ้นมีอ็อปชั่นจำกัด



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

Summary Of Supply Disruption



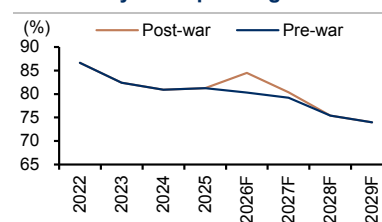
Sources: ChemOrbis, ttb wealth estimates

Crude Supply Recovery Timeline



Sources: Wood Mackenzie, ttb wealth estimates

Global Ethylene Operating Rate



Sources: PTTGC, ChemOrbis, ttb wealth estimates

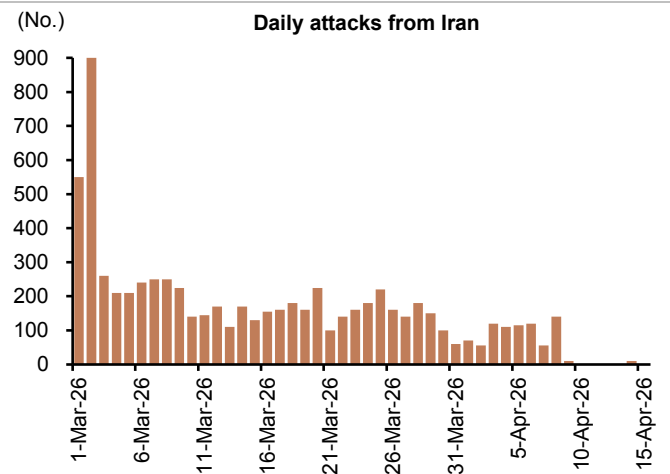
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับอื่น ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Energy Sector Valuation Table

	Rating		Current	Target	Upside/	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		— P/BV —		— Yield —		— ROE —	
	Old	New	price	price	downside	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
			(Bt)	(Bt)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BANPU	BUY	BUY	5.40	7.20	33.3	na	22.1	10.7	8.8	5.4	4.9	0.5	0.5	6.1	6.8	4.5	5.4
BCP	BUY	BUY	35.75	41.00	14.7	(11.9)	(24.0)	4.8	6.3	3.0	3.2	0.6	0.6	7.5	4.0	14.1	9.6
IRPC	SELL	SELL	1.63	1.45	(11.0)	na	(66.4)	9.3	27.7	4.1	4.7	0.5	0.5	1.8	1.8	5.2	1.7
IVL	SELL	SELL	25.00	21.00	(16.0)	na	(22.5)	19.1	24.6	7.1	6.9	1.1	1.0	2.8	3.4	6.7	4.9
PTT	BUY	BUY	34.75	43.00	23.7	49.6	(9.7)	9.7	10.7	3.7	3.7	0.8	0.8	7.2	6.6	8.8	7.7
PTTEP	BUY	HOLD	145.00	159.00	9.7	8.1	5.3	9.5	9.1	3.0	2.9	1.0	0.9	6.2	6.1	10.8	10.4
PTTGC	SELL	SELL	36.75	31.00	(15.6)	na	(47.2)	18.2	34.5	6.9	7.5	0.5	0.5	1.4	1.4	3.3	2.4
SCC	SELL	SELL	230.00	192.00	(16.5)	157.9	33.3	21.6	16.2	14.9	10.0	0.8	0.8	2.6	3.0	3.7	4.9
SPRC	BUY	BUY	6.50	8.50	30.8	37.4	(30.4)	4.5	6.4	2.7	3.1	0.7	0.6	13.8	8.5	15.7	10.2
TOP	BUY	BUY	46.00	60.00	30.4	26.3	(18.2)	7.0	8.6	5.2	5.9	0.5	0.5	6.1	4.7	7.8	6.3
Average						44.6	(15.8)	11.4	15.3	5.6	5.3	0.7	0.7	5.6	4.6	8.1	6.3

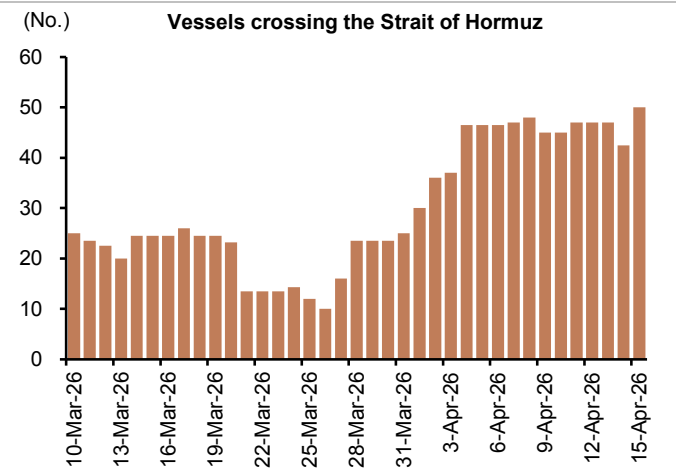
Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates
 Note: Based on 17 April 2026 closing prices

Ex 2: Iran's Attacks On Its Neighbors



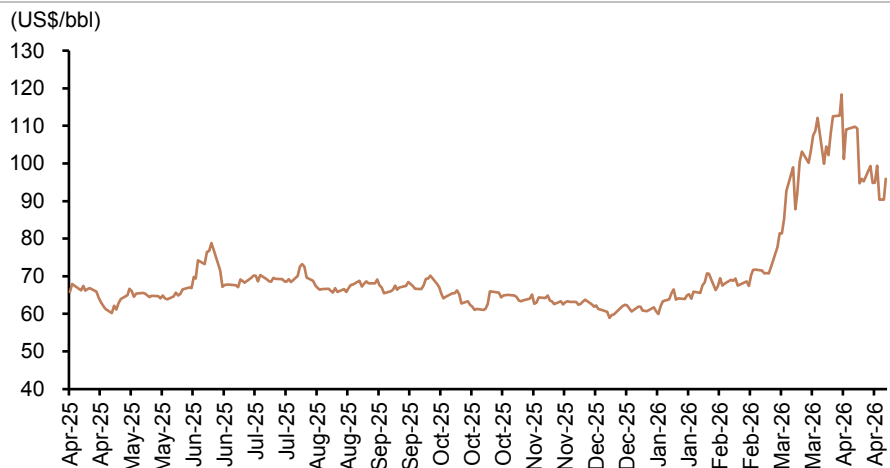
Source: BCA

Ex 3: No. Of. Tankers Flowing Through Strait Of Hormuz



Source: BCA

Ex 4: Brent Crude Oil Price Looks To Have Peaked



Source: Bloomberg

Ex 5: Summary Of Supply Impact From Mideast War

	Capacity impact			% of global capacity		
	Middle East	Non-Middle East	Total	Middle East	Non-Middle East	Total
Crude oil	11m bpd		11m bpd	10%	0%	10%
LNG	77m tpa		77m tpa	20%		20%
Refinery	2.6m bpd	2m bpd	4.6m bpd	3%	2%	5%
Ethylene	24.1m tpa	11.5m tpa	35.6m tpa	10%	5%	15%
Propylene	6.4m tpa	7m tpa	13.4m tpa	5%	5%	10%

Sources: Bloomberg, ChemOrbis, Reuters, ttb wealth estimates

Ex 6: Our Key Assumption Changes

Assumption	(Unit)	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
New							
Brent oil price	(US\$/bbl)	83	80	69	80	75	75
Singapore GRM	(US\$/bbl)	8.2	6.1	6.6	12.8	7.0	7.2
HDPE-Naphtha	(US\$/tonne)	386	340	331	470	430	400
PP-Naphtha	(US\$/tonne)	356	320	348	460	410	380
PX-Naphtha	(US\$/tonne)	274	302	238	216	250	270
BZ-Naphtha	(US\$/tonne)	179	324	152	150	170	190
Asia integrated PET	(US\$/tonne)	162	140	120	223	150	167
Old							
Brent oil price	(US\$/bbl)				67	70	70
Singapore GRM	(US\$/bbl)				6.6	6.8	7.0
HDPE-Naphtha	(US\$/tonne)				370	380	390
PP-Naphtha	(US\$/tonne)				390	400	370
PX-Naphtha	(US\$/tonne)				260	280	280
BZ-Naphtha	(US\$/tonne)				230	250	250
Asia integrated PET	(US\$/tonne)				120	124	129
Change							
Brent oil price				-	19	7	7
Singapore GRM					93	3	3
HDPE-Naphtha					27	13	3
PP-Naphtha					18	2	3
PX-Naphtha					(17)	(11)	(4)
BZ-Naphtha					(35)	(32)	(24)
Asia integrated PET					86	21	29

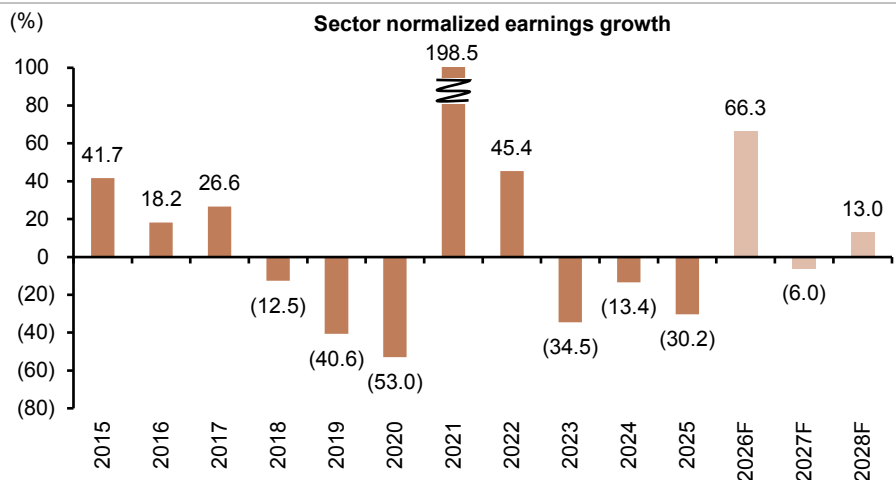
Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

Ex 7: Our Earnings And TP Revisions

	Norm EPS (Bt/shr)									– Target price –		– Rating –	
	New			Old			Change (%)			(Bt/shr)	(Bt/shr)	New	Old
	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	2026F	2027F	2028F	New	Old		
BANPU	0.50	0.61	0.75	0.50	0.61	0.75	0.0	0.0	(0.0)	7.20	7.20	BUY	BUY
BCP	7.45	5.67	6.09	5.05	5.19	5.39	47.5	9.3	12.8	41.00	37.00	BUY	BUY
IRPC	0.18	0.06	0.07	(0.03)	(0.01)	(0.01)	na	na	na	1.45	0.77	SELL	SELL
IVL	1.31	1.02	1.01	0.84	0.97	0.88	56.0	4.2	15.3	21.00	14.00	SELL	SELL
PTT	3.58	3.23	3.78	3.15	3.26	3.88	13.6	(0.9)	(2.6)	43.00	40.00	BUY	BUY
PTTEP	15.20	16.00	17.19	14.55	15.86	16.87	4.5	0.9	1.9	159.00	159.00	HOLD	BUY
PTTGC	2.02	1.07	0.92	0.87	1.49	1.41	132.6	(28.7)	(34.7)	31.00	18.00	SELL	SELL
SPRC	1.46	1.01	1.23	0.68	0.94	1.06	113.3	8.1	15.9	8.50	7.00	BUY	BUY
TOP	6.57	5.37	7.87	5.03	4.88	6.91	30.6	10.0	13.8	60.00	56.00	BUY	BUY
SCC	10.66	14.21	14.85	7.21	13.48	14.34	47.9	5.4	3.6	192.00	128.00	SELL	SELL

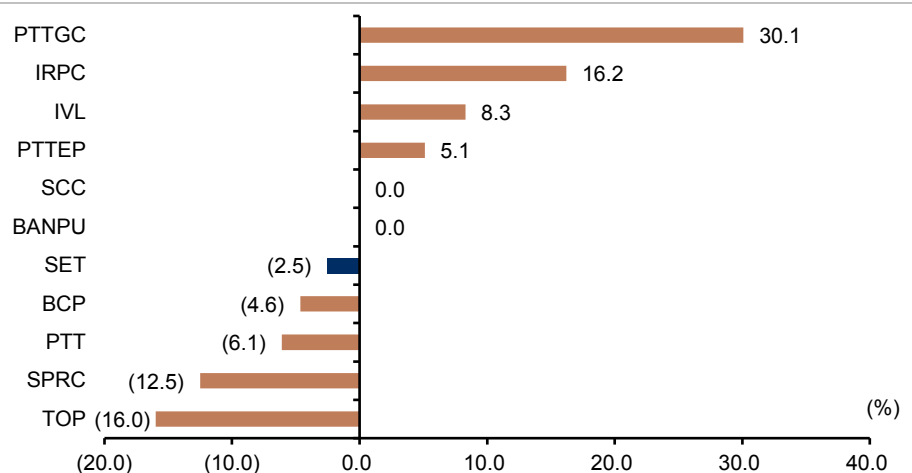
Source: ttb wealth estimates

Ex 8: Sector's Normalized Earnings Growth



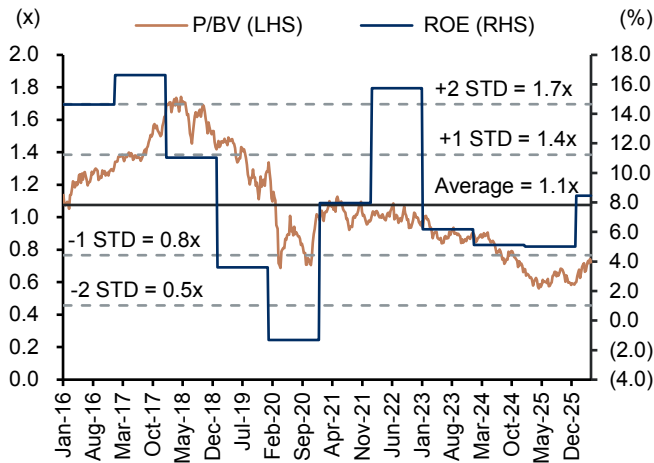
Sources: Company data; ttb wealth estimates

Ex 9: Sector Share Price Performance Vs. SET Since Conflict Started



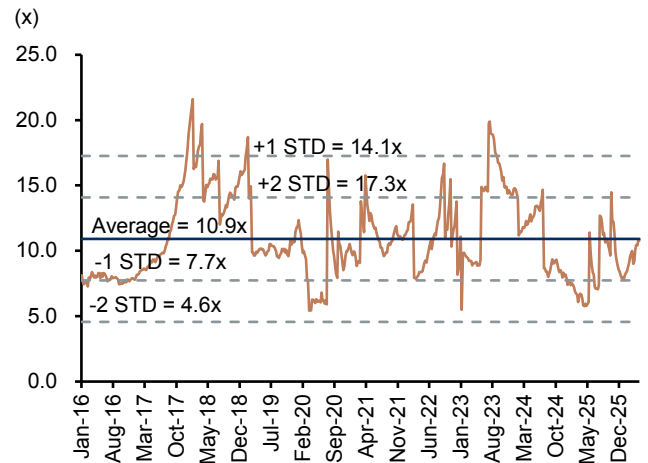
Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: Sector's P/BV Vs. ROE (Band)



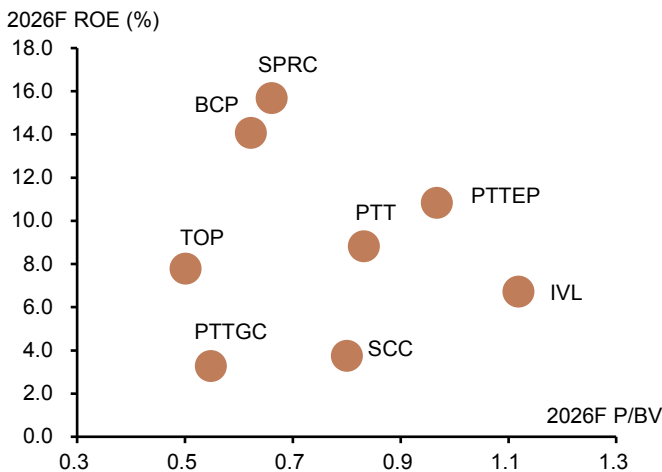
Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 11: Sector's PE



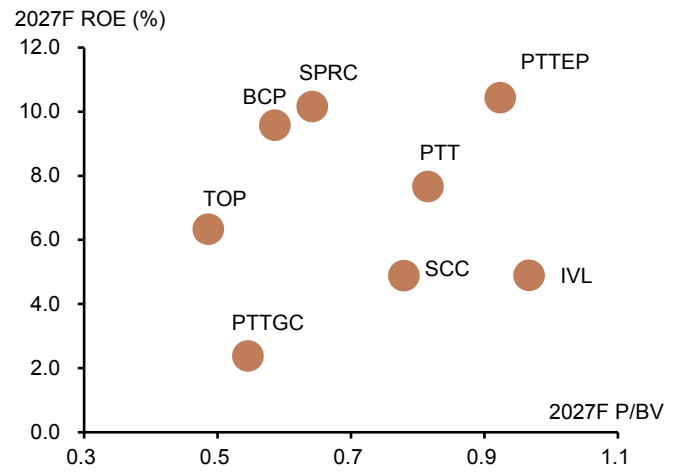
Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 12: P/BV Vs. ROE (2026F)



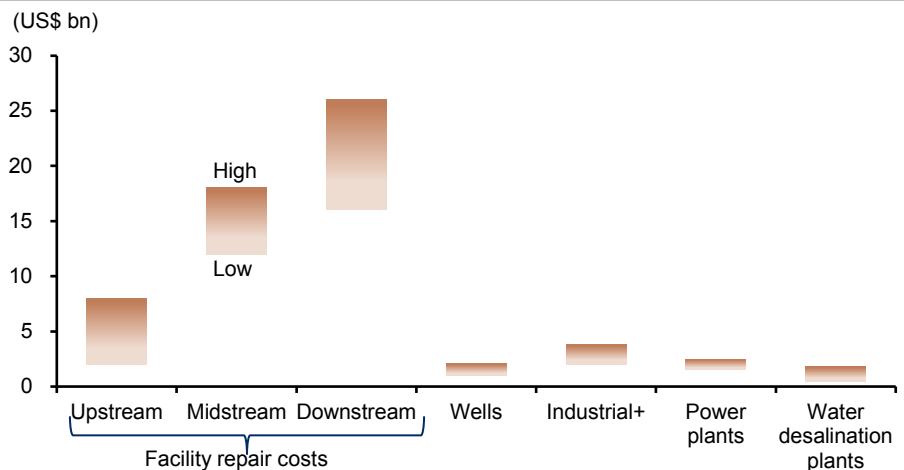
Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

Ex 13: P/BV Vs. ROE (2027F)



Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

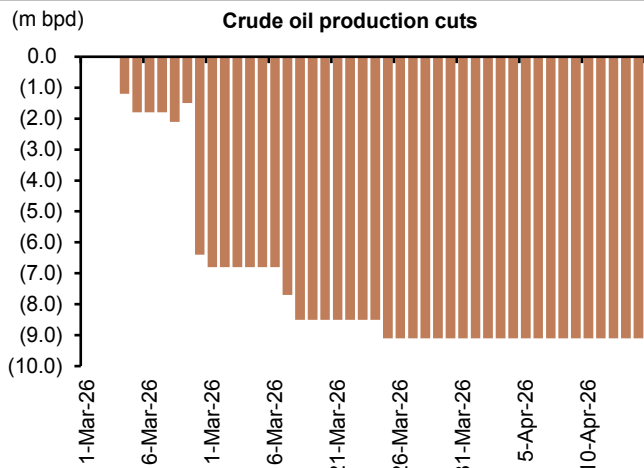
Ex 14: Middle East Damage Repair Cost Estimate



Source: Rystad

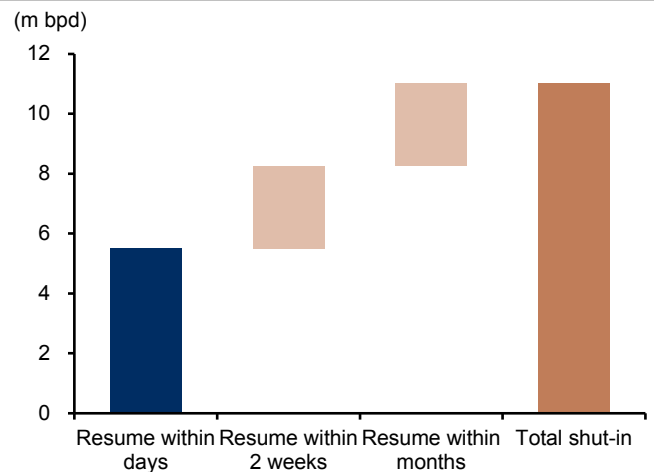
Note: * Includes reconstruction costs for affected aluminum and steel plants.

Ex 15: Middle East Oil Production Shut-In



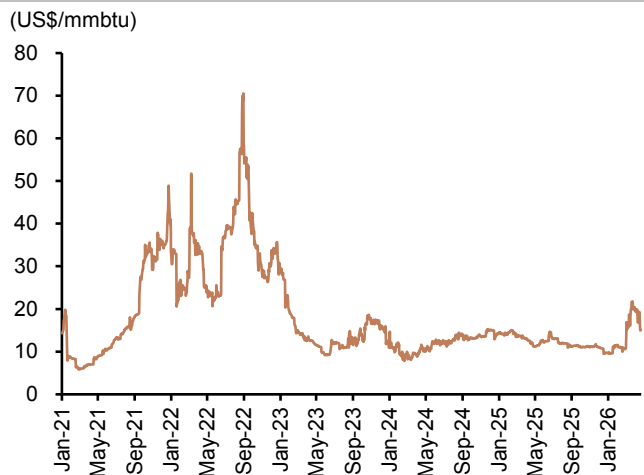
Source: BCA

Ex 16: Estimated Recovery In Crude Oil Supply



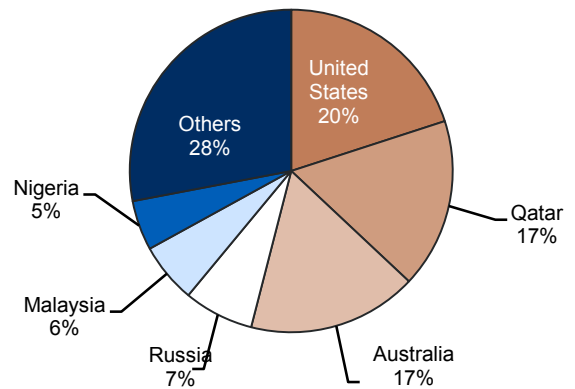
Sources: Wood Mackenzie, ttb wealth estimates

Ex 17: Global LNG Price



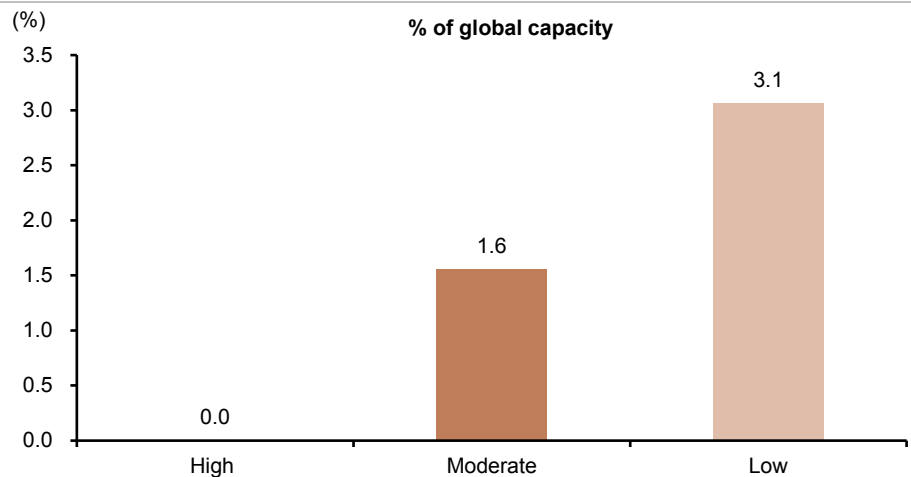
Source: Bloomberg

Ex 18: Global LNG Capacity Breakdown



Source: Bloomberg

Ex 19: Refiners Impacted By The Conflict



Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Note: Low = take weeks to resume, Medium = take months to resume, High = take years to resume

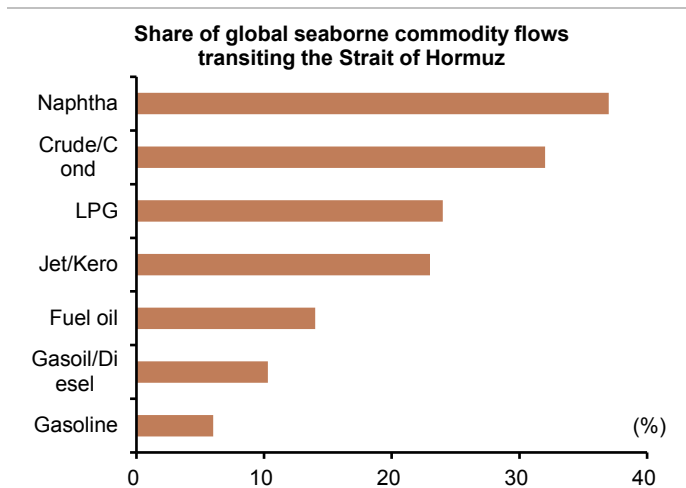
Ex 20: Refiners Impacted By The Conflict

Asset	Country	Capacity (kbpd)	% of global capacity	Classification	Damage Assessment
Tehran refinery	Iran	250	0.3%	Moderate	Israeli airstrikes hit multiple fuel depots and refineries across Tehran, operation could return within months
Sitra refinery (Bapco)	Bahrain	400	0.4%	Moderate	Direct strike; fire at one processing unit; partial shutdown to affect domestic market
Mina Al Ahmadi refinery	Kuwait	346	0.3%	Moderate	Fires in several units, which were contained without injuries, precautionary unit shutdowns
Lanaz refinery	Iraq	100	0.1%	Moderate	70–80% capacity recovery within ~2 months
Laffan refinery	Qatar	292	0.3%	Moderate	No confirmed direct hit; Affected indirectly (shared utilities/infrastructure with Ras Laffan Industrial City)
Mina Abdullah refinery	Kuwait	454	0.5%	Low	Separate drone strike, fires, precautionary shutdown
Erbil refinery	Iraq	160	0.2%	Low	No confirmation of severe structural damage, More of a local supply issue, not a global market driver
Al Zour refinery	Kuwait	615	0.6%	Low	No direct hit; run cuts due to logistics/storage disruption
Total Middle East		2,617	2.6%		
Non-Middle East		2,000	2.0%	Low	Feedstock disruption
Total		4,617	4.6%		

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

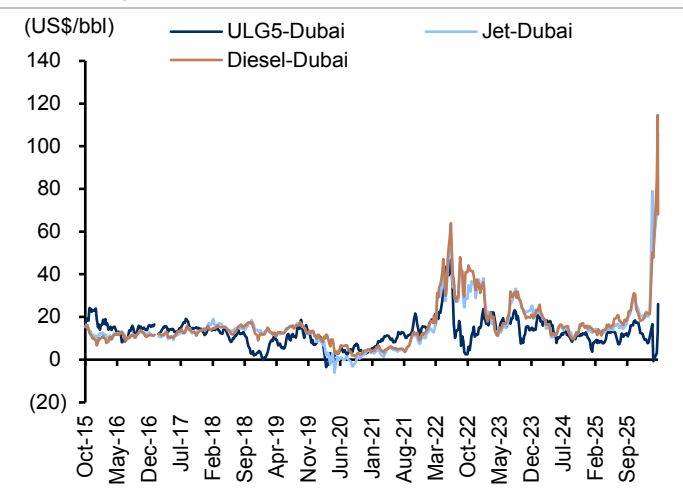
Note: Low = take weeks to resume, Medium = take months to resume, High = take years to resume

Ex 21: Share Of Seaborne Products Via Hormuz



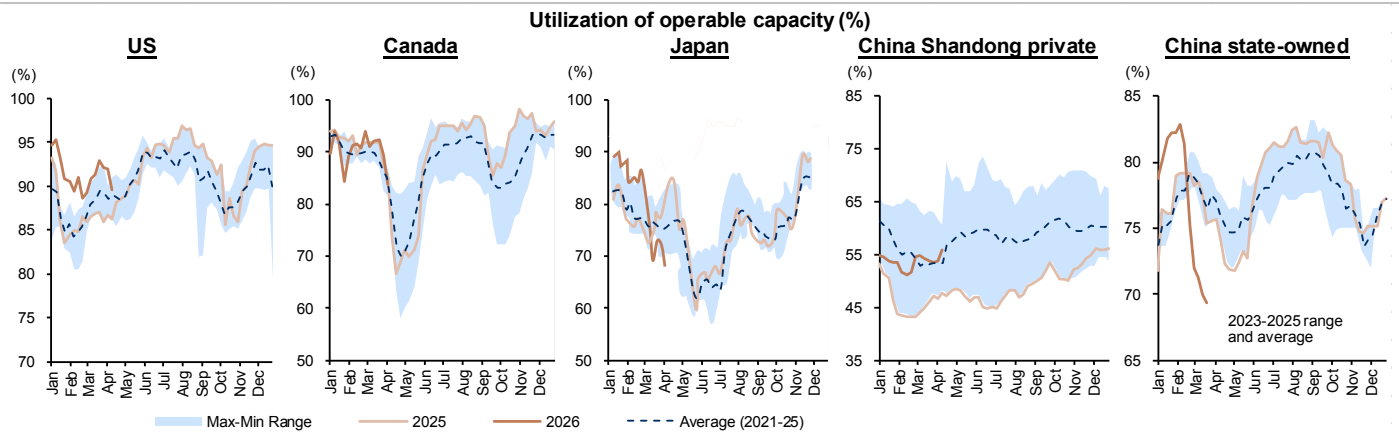
Source: Bloomberg

Ex 22: Key Product Crack Spreads



Source: Bloomberg

Ex 23: Refinery Utilization Rate by Region



Source: Bloomberg

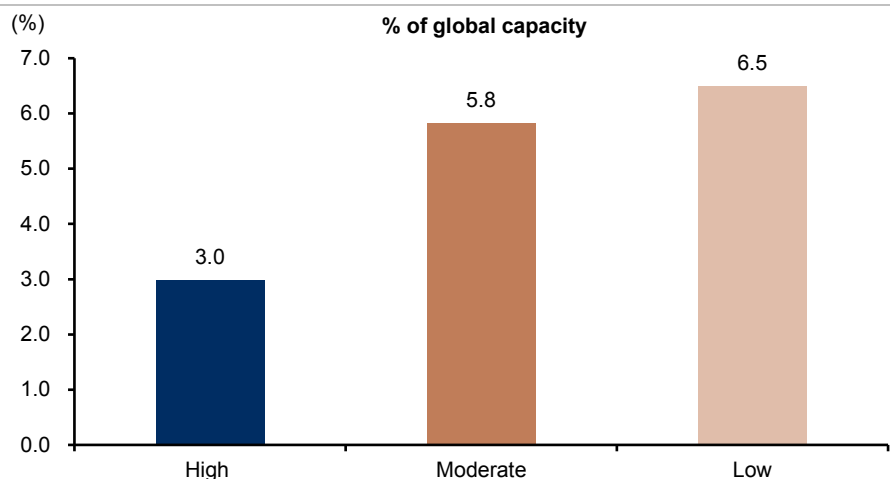
Ex 24: Affected Petrochemical Plants In The Middle East

Asset	Country	Ethylene (m tpa)	% of global ethylene capacity	Level	Damage
Mahshahr Hub	Iran	2.0	1%	High	Gas plants/utilities and petrochemical units affected
Asaluyeh Hub	Iran	5.0	2%	High	Multiple petrochemical plants impacted; hub-level disruption
Jubail petrochemical complex	Saudi Arabia	12.0	5%	Moderate	Missile strike (April 7); localized fires; partial unit disruption
Sadara Chemical Company	Saudi Arabia	1.5	1%	Moderate	Temporary shutdown (March 31); precautionary operational stoppage
Tabriz Petrochemical	Iran	0.2	0%	Moderate	Shutdown after reported strike-related disruption
Kuwait National Petroleum	Kuwait	0.9	0%	Low	No confirmed material petrochemical damage reported
QatarEnergy-linked asset	Qatar	2.6	1%	Low	Fire contained; limited operational impact
Total Middle East		24.2	10%		
Non-Middle East		11.50	5%	Low	Feedstock disruption
Total		35.70	15%		

Sources: ChemOrbis, ttb wealth estimates

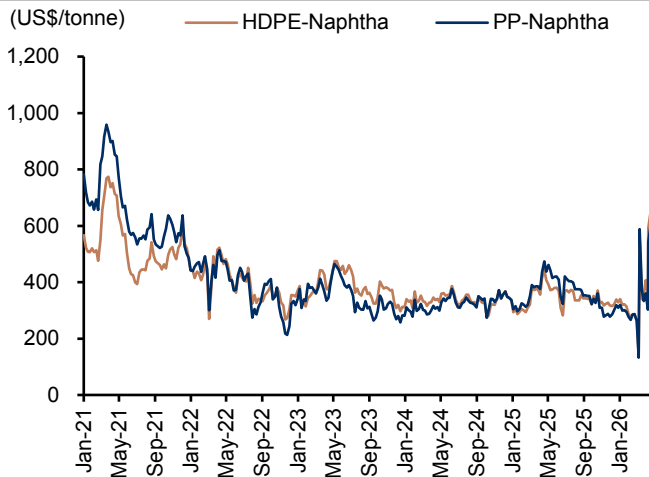
Note: Low = take weeks to resume, Medium = take months to resume, High = take years to resume

Ex 25: Ethylene Supply Loss By Damage



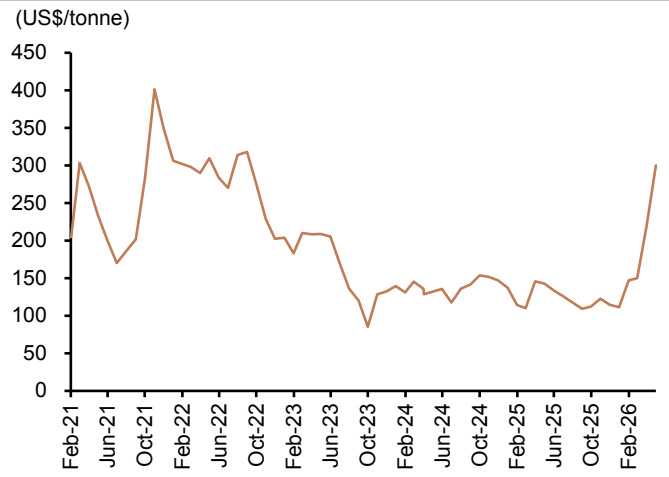
Sources: ChemOrbis, ttb wealth estimates

Ex 26: HDPE–Naphtha vs PP–Naphtha Spread



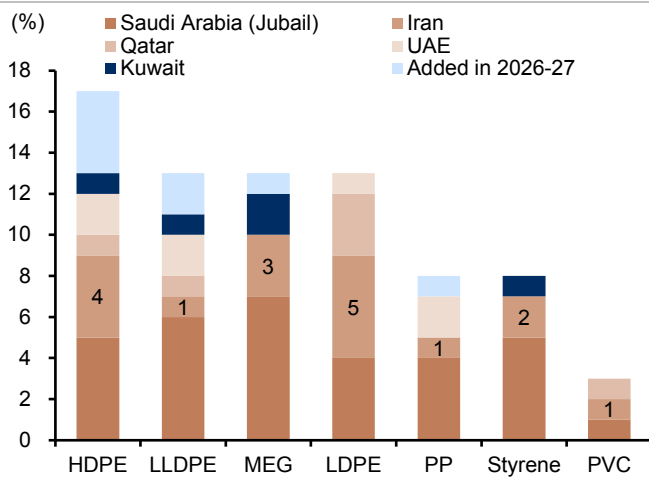
Source: Bloomberg

Ex 27: Asia Integrated PET Spread



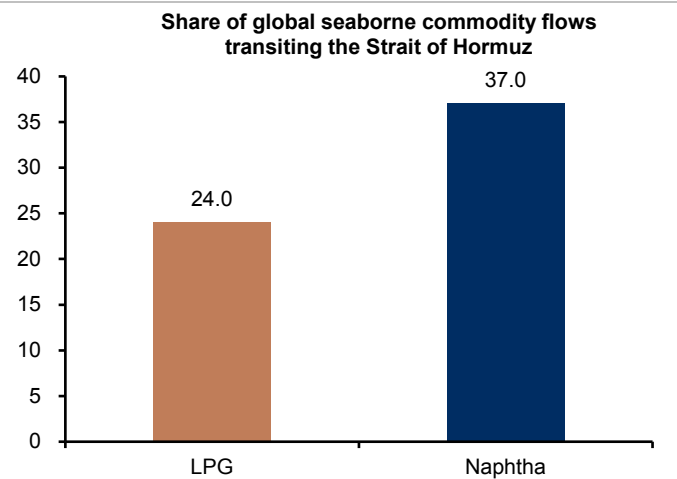
Source: Bloomberg

Ex 28: Share Of Middle East Capacity



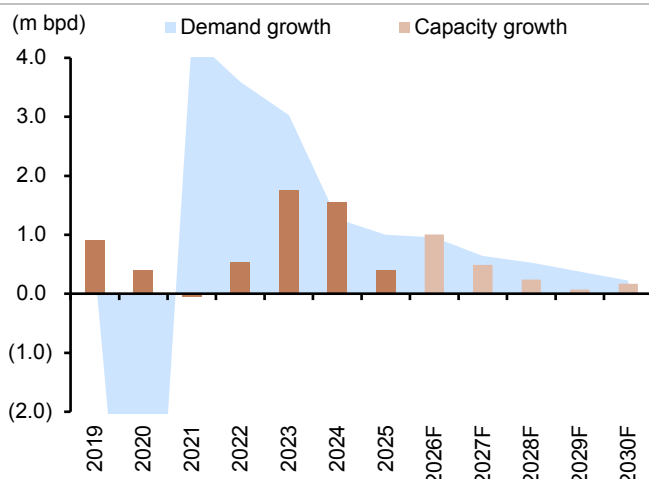
Source: Bloomberg

Ex 29: Share Of Middle East Exports



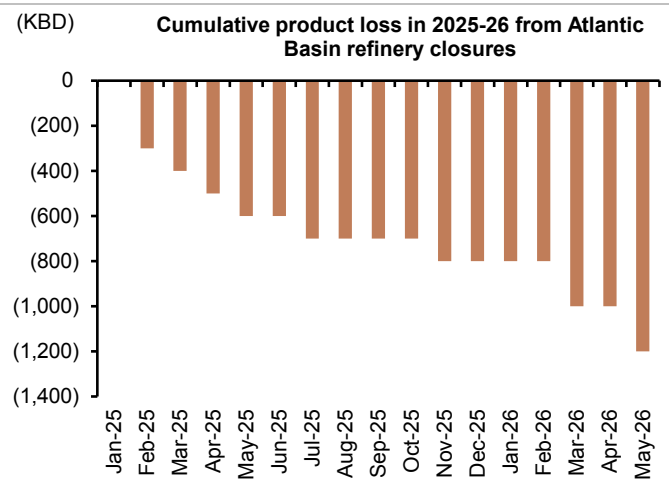
Source: Bloomberg

Ex 30: Refinery Demand-Supply Outlook



Source: TOP

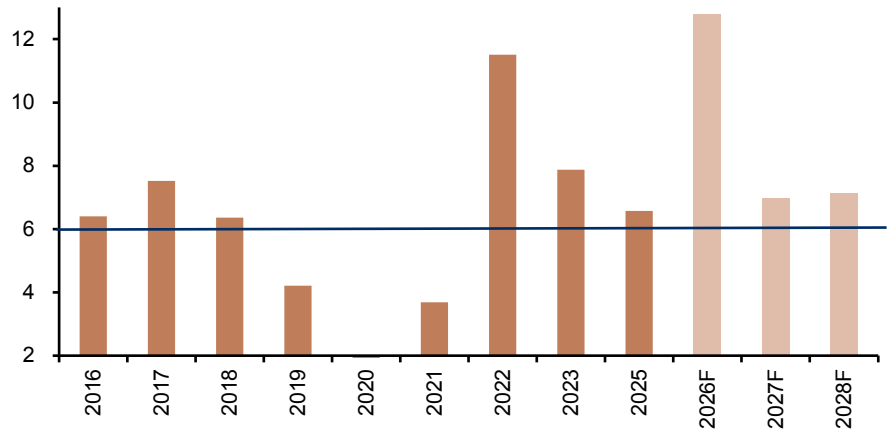
Ex 31: Continued Plant Closures In 2026F



Source: TOP

Ex 32: Singapore GRM Forecasts

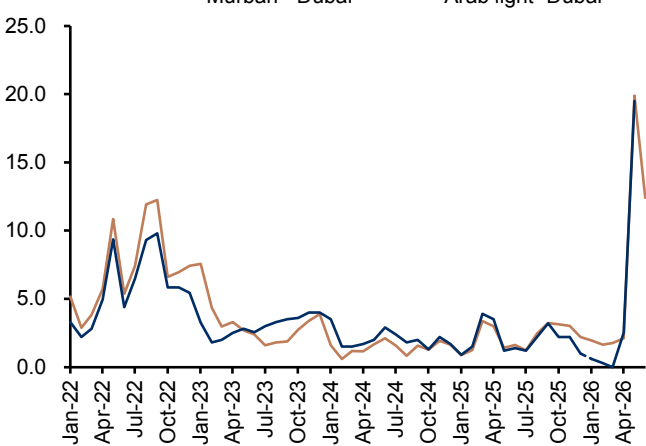
(US\$/bbl)



Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

Ex 33: Crude Premium

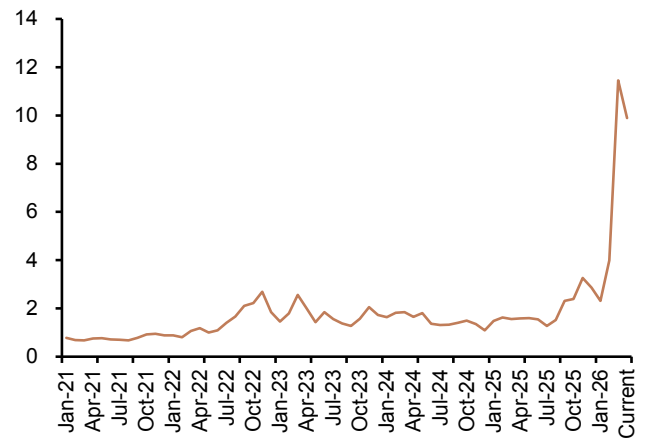
(US\$/bbl)



Source: Bloomberg

Ex 34: Freight Costs From Middle East

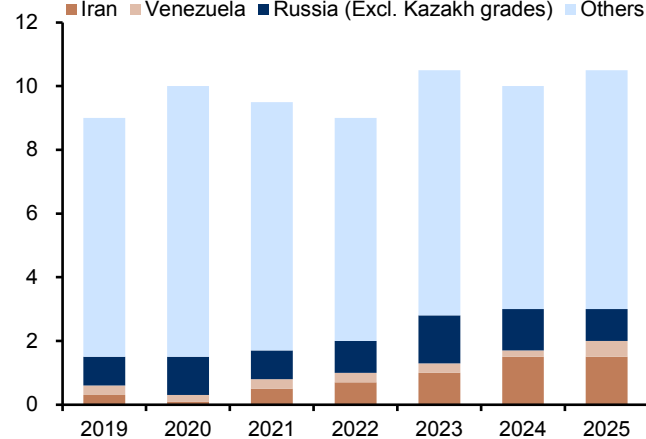
(US\$/bbl)



Source: Bloomberg

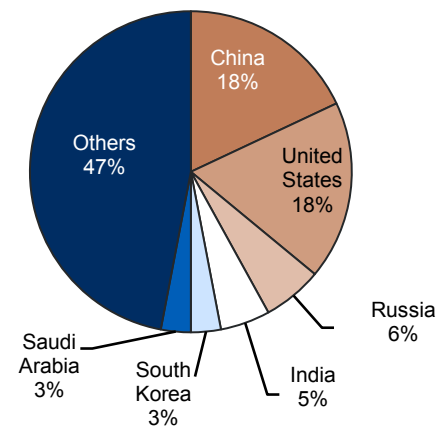
Ex 35: China Crude Imports By Country

(%, labels)



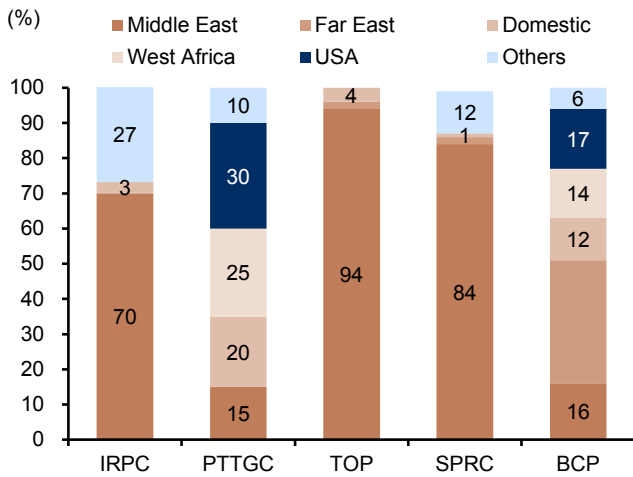
Source: Vortexa

Ex 36: Global Refining Capacity Breakdown



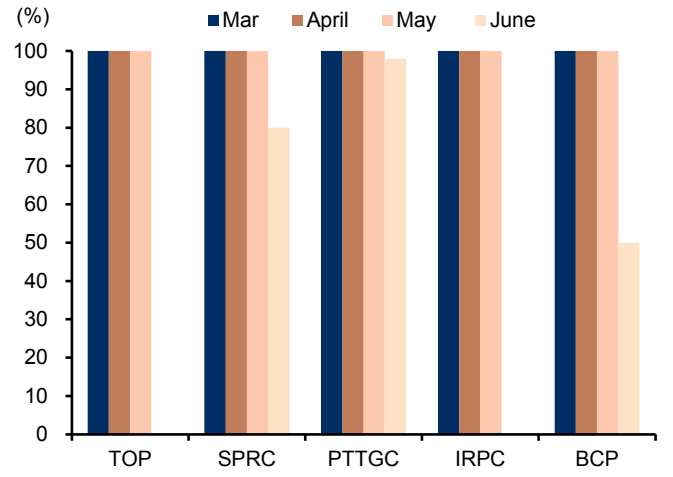
Source: Bloomberg

Ex 37: Thai Refineries' Crude Sources



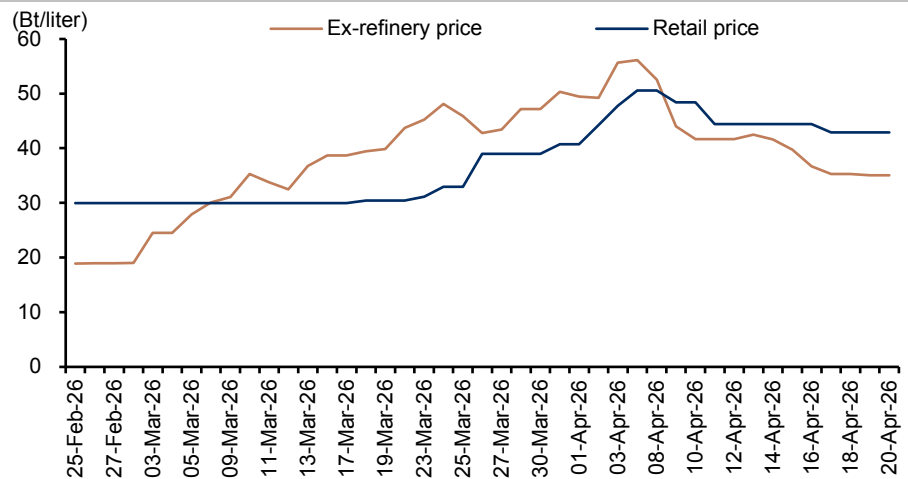
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 38: Thai Refineries' Crude Supply Security



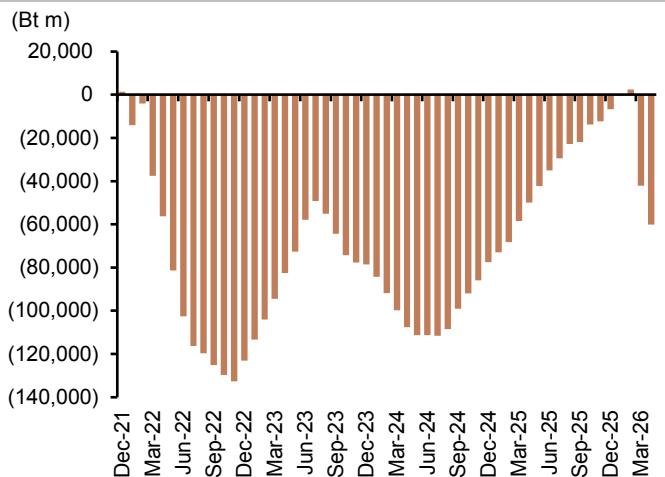
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 39: Retail Diesel Price Vs. Ex-refinery Price



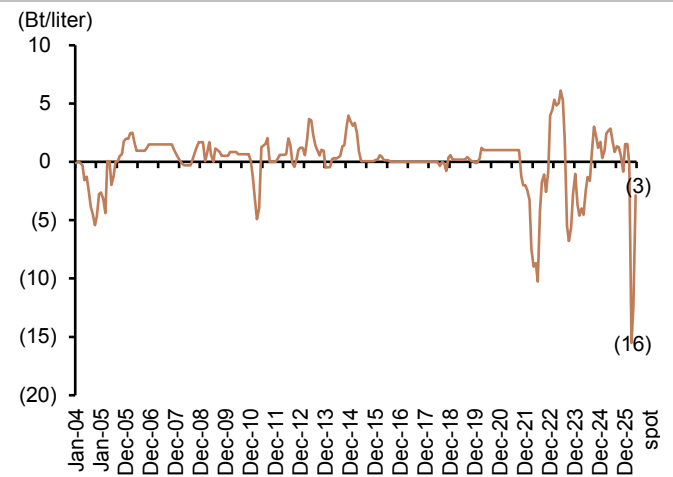
Source: EPPO

Ex 40: Oil Fund Balance



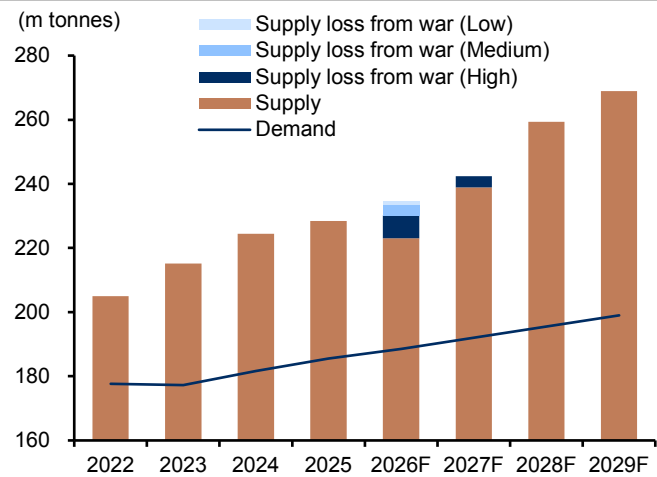
Source: offo

Ex 41: Oil Fund Diesel Collection/(Subsidy)



Source: EPPO

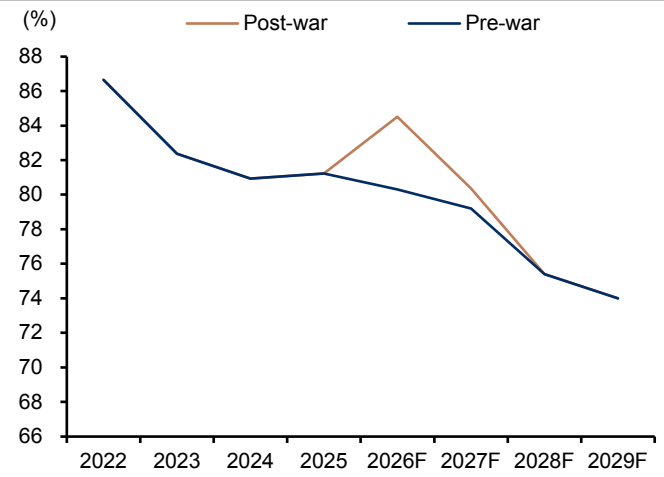
Ex 42: Global Ethylene Demand Vs. Supply



Sources: PTTGC; ttb wealth estimates

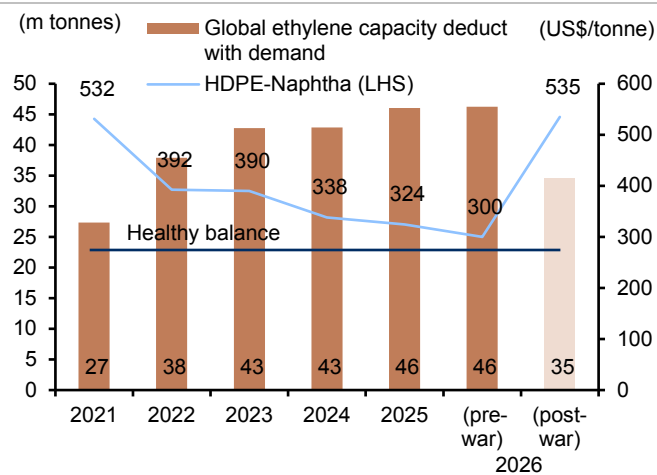
Note: Low = take weeks to resume, Medium = take months to resume, High = take years to resume

Ex 43: Global Ethylene Operating Rate



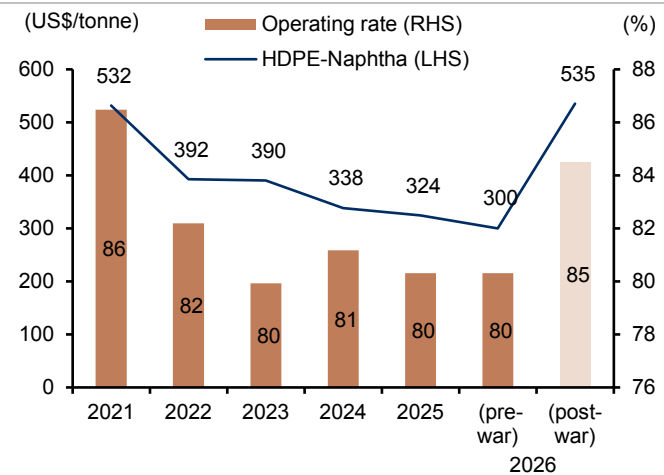
Sources: PTTGC; ttb wealth estimates

Ex 44: Excess Ethylene Supply Vs. HDPE-Naphtha



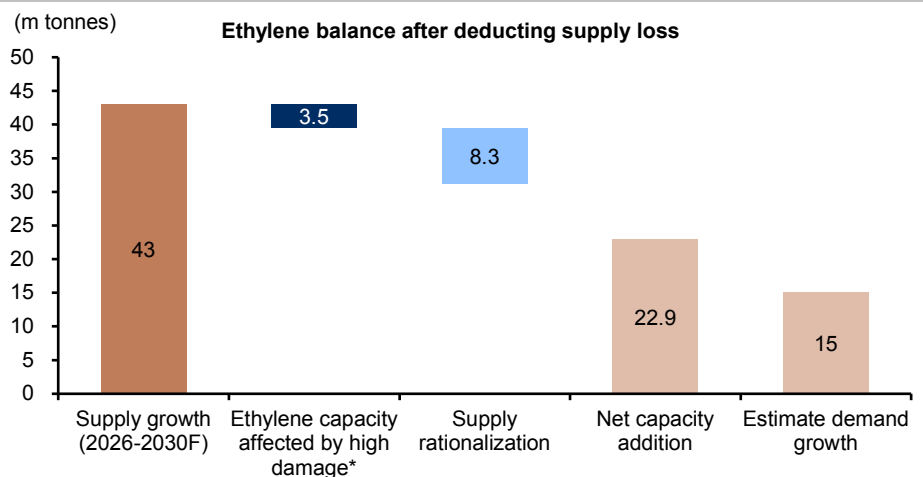
Sources: Bloomberg, PTTGC, ttb wealth estimates

Ex 45: Ethylene Operating Rate Vs. HDPE-Naphtha



Sources: Bloomberg, PTTGC, ttb wealth estimates

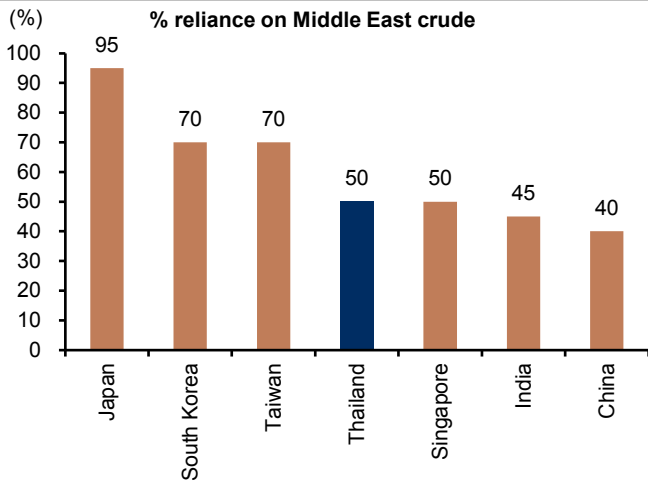
Ex 46: Global Ethylene Balance (2026-30F)



Sources: PTTGC, ttb wealth estimates

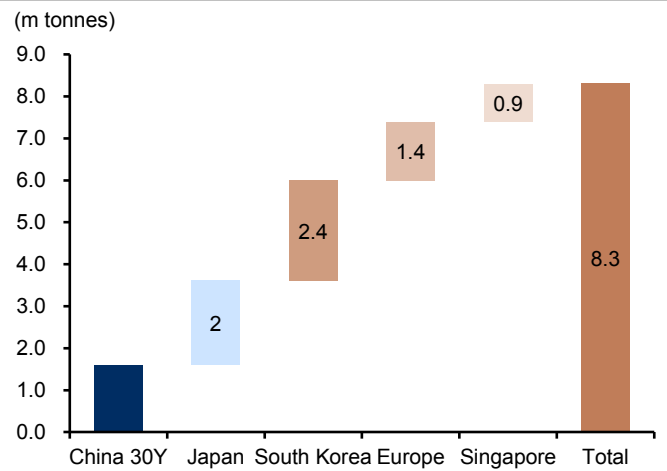
Note: Assumes 50% of Iran's ethylene capacity

Ex 47: Countries' Reliance On Middle East Crude



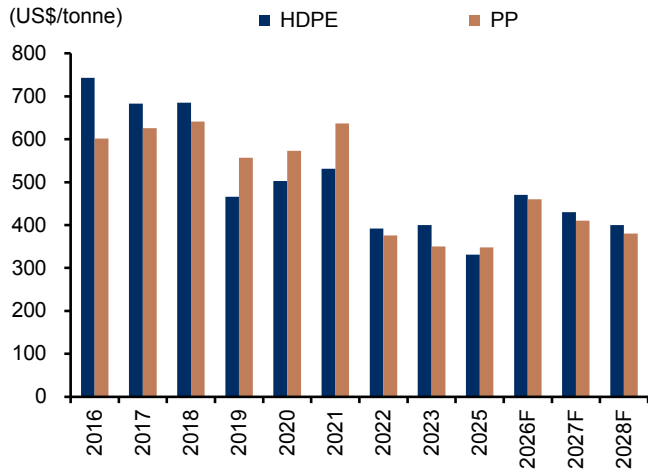
Source: Bloomberg

Ex 48: Planned Capacity Closure By Market



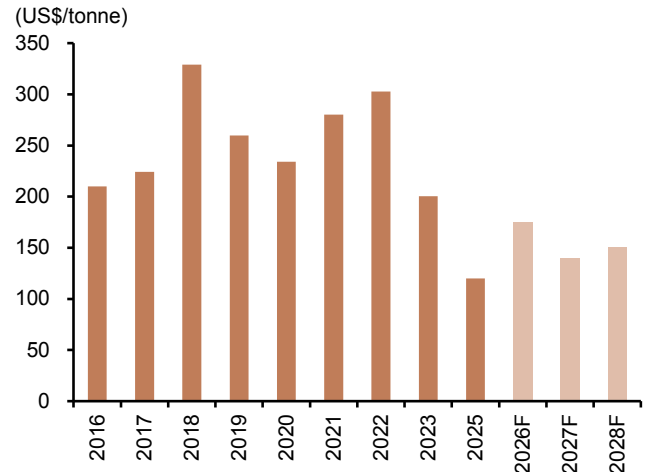
Sources: PTTGC, ttb wealth estimates

Ex 49: HDPE And PP Over Naphtha Spreads



Sources: Company data; ttb wealth estimates

Ex 50: Integrated PET Spread – Asia



Sources: Company data; ttb wealth estimates

Ex 51: Sector Valuation Comparison

		BANPU	BCP	IRPC	IVL	PTT	PTTEP	PTTGC	SCC	SPRC	TOP	Industry
Rating		BUY	BUY	SELL	SELL	BUY	HOLD	SELL	SELL	BUY	BUY	
Target price (Bt)	Thanachart	7.20	41.00	1.45	21.00	43.00	159.00	31.00	192.00	8.50	60.00	
	Consensus	6.67	43.16	1.44	26.17	39.32	160.87	32.36	217.21	8.09	53.48	
Consensus rec.	BUY	7	20	3	16	14	22	17	13	10	15	
	HOLD	2	2	9	4	11	6	5	8	7	10	
	SELL	1	0	6	1	1	2	5	6	1	1	
Sales (Bt m)	2025	173,423	507,570	232,671	447,246	2,662,145	281,449	484,907	496,925	241,882	395,682	5,923,899
	2026F	194,029	548,402	235,624	403,252	2,726,080	317,383	664,833	562,543	246,612	421,415	6,320,174
	2027F	193,838	537,411	231,380	408,935	2,830,535	327,736	632,727	562,957	265,916	403,120	6,394,555
	2028F	195,835	547,170	194,846	413,132	2,804,717	345,766	632,727	590,380	265,916	403,120	6,393,610
Norm profits (Bt m)	2025	(359)	11,657	(1,161)	(3,067)	68,339	55,851	(16,289)	4,962	4,594	11,602	136,130
	2026F	5,046	10,265	3,586	8,153	102,260	60,357	9,689	12,795	6,311	14,659	233,121
	2027F	6,160	7,806	1,204	6,618	92,372	63,531	7,209	17,051	4,392	13,160	219,502
	2028F	7,479	8,381	1,370	6,609	108,047	68,228	6,556	17,825	5,338	18,741	248,574
Sales growth (%)	2025	(4.5)	(14.0)	(17.4)	(17.5)	(13.9)	(9.9)	(19.7)	(2.8)	(10.6)	(15.2)	(12.5)
	2026F	11.9	8.0	1.3	(9.8)	2.4	12.8	37.1	13.2	2.0	6.5	8.5
	2027F	(0.1)	(2.0)	(1.8)	1.4	3.8	3.3	(4.8)	0.1	7.8	(4.3)	0.3
	2028F	1.0	1.8	(15.8)	1.0	(0.9)	5.5	0.0	4.9	0.0	0.0	(0.2)
Norm EPS growth (%)	2025	na	75.8	na	na	(25.5)	(28.6)	na	(38.4)	94.8	(32.7)	7.6
	2026F	na	(11.9)	na	na	49.6	8.1	na	157.9	37.4	26.3	44.6
	2027F	22.1	(24.0)	(66.4)	(22.5)	(9.7)	5.3	(47.2)	33.3	(30.4)	(18.2)	(15.8)
	2028F	21.4	7.4	13.9	(0.1)	17.0	7.4	(13.6)	4.5	21.5	46.5	12.6
Operating margin (%)	2025	4.2	4.5	(0.8)	2.4	5.1	35.4	(2.4)	(0.8)	2.1	3.7	5.3
	2026F	9.9	3.8	2.4	6.0	8.3	36.7	1.7	1.2	2.8	4.7	7.7
	2027F	10.3	4.2	0.9	5.4	7.3	35.3	1.2	4.0	2.0	4.4	7.5
	2028F	11.2	4.4	1.0	5.5	8.1	34.6	1.1	3.7	2.4	6.2	7.8
ROE (%)	2025	na	18.4	na	na	6.0	10.6	na	1.4	11.9	6.9	9.2
	2026F	4.5	14.1	5.2	6.7	8.8	10.8	3.3	3.7	15.7	7.8	8.1
	2027F	5.4	9.6	1.7	4.9	7.7	10.4	2.4	4.9	10.2	6.3	6.3
	2028F	6.4	9.6	1.9	4.5	8.7	10.7	2.2	5.0	11.8	8.6	6.9
Dividend yield (%)	2025	5.6	2.9	0.6	2.8	6.6	6.0	1.4	2.2	6.9	3.9	3.9
	2026F	6.1	7.5	1.8	2.8	7.2	6.2	1.4	2.6	13.8	6.1	5.6
	2027F	6.8	4.0	1.8	3.4	6.6	6.1	1.4	3.0	8.5	4.7	4.6
	2028F	8.3	4.3	1.8	2.9	6.6	6.1	1.4	3.0	9.2	6.8	5.1
P/BV (x)	2025	0.5	0.7	0.5	1.2	0.9	1.1	0.6	0.8	0.7	0.6	0.8
	2026F	0.5	0.6	0.5	1.1	0.8	1.0	0.5	0.8	0.7	0.5	0.7
	2027F	0.5	0.6	0.5	1.0	0.8	0.9	0.5	0.8	0.6	0.5	0.7
	2028F	0.5	0.5	0.5	1.0	0.8	0.9	0.5	0.8	0.6	0.5	0.6
Norm PE (x)	2025	na	4.2	na	na	14.5	10.3	na	55.6	6.1	8.9	16.6
	2026F	10.7	4.8	9.3	19.1	9.7	9.5	18.2	21.6	4.5	7.0	11.4
	2027F	8.8	6.3	27.7	24.6	10.7	9.1	34.5	16.2	6.4	8.6	15.3
	2028F	7.2	5.9	24.3	24.7	9.2	8.4	39.9	15.5	5.3	5.8	14.6
EV/EBITDA (x)	2025	8.2	3.5	9.8	10.1	4.7	3.0	19.1	18.7	3.6	6.6	8.7
	2026F	5.4	3.0	4.1	7.1	3.7	3.0	6.9	14.9	2.7	5.2	5.6
	2027F	4.9	3.2	4.7	6.9	3.7	2.9	7.5	10.0	3.1	5.9	5.3
	2028F	4.3	2.8	4.1	6.4	3.1	2.6	7.3	9.9	2.3	4.1	4.7
Net D/E (x)	2025	1.1	1.1	0.6	1.7	0.3	0.0	0.4	0.7	0.1	0.2	0.6
	2026F	1.0	0.8	0.4	1.6	0.3	0.1	0.3	0.7	(0.1)	0.2	0.5
	2027F	0.9	0.8	0.3	1.2	0.3	0.1	0.3	0.7	(0.1)	0.2	0.5
	2028F	0.8	0.6	0.2	1.1	0.2	0.1	0.3	0.6	(0.2)	0.2	0.4

Sources: Company data; ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 52: Comparison With Regional Peers By Sub-Sector

Company	Code	Market	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)	26F (%)	27F (%)
Refining & Marketing														
Ampol	ALD AU	Australia	50.3	(16.0)	12.2	14.5	2.3	2.1	6.7	6.9	5.1	4.9	17.7	14.3
BPCL	BPCL IN	India	91.3	(35.4)	5.2	8.1	1.4	1.2	4.4	5.8	6.7	4.4	28.4	16.6
HPCL	HPCL IN	India	132.2	(11.4)	4.9	5.6	1.3	1.1	4.9	5.8	6.2	5.7	28.6	20.2
IOCL	IOCL IN	India	na	(24.0)	6.3	8.3	1.0	0.9	5.2	6.0	6.0	4.9	17.5	11.8
Reliance Industries	RIL IN	India	13.4	9.8	na	na	na	na	11.8	10.4	na	na	8.8	8.8
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	79.1	58.3	32.6	0.9	0.9	11.4	10.0	1.5	1.6	0.7	2.5
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	6.7	11.8	11.0	1.4	1.3	7.1	7.0	1.6	2.1	12.9	11.5
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	167.1	(15.7)	17.0	20.2	1.5	1.5	10.3	11.5	2.8	3.3	7.7	7.0
Bangchak *	BCP TB	Thailand	(11.9)	(24.0)	4.8	6.3	0.6	0.6	3.0	3.2	7.5	4.0	14.1	9.6
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	(66.4)	9.3	27.7	0.5	0.5	4.1	4.7	1.8	1.8	5.2	1.7
PTT Oil And Retail *	OR TB *	Thailand	13.5	6.6	12.7	11.9	1.2	1.1	4.7	4.3	4.3	4.6	9.7	9.9
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	15.1	26.2	12.0	9.5	1.3	1.2	3.7	3.1	4.7	4.7	11.4	13.5
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	na	(47.2)	18.2	34.5	0.5	0.5	6.9	7.5	1.4	1.4	3.3	2.4
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	37.4	(30.4)	4.5	6.4	0.7	0.6	2.7	3.1	13.8	8.5	15.7	10.2
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	26.3	(18.2)	7.0	8.6	0.5	0.5	5.2	5.9	6.1	4.7	7.8	6.3
Average			53.5	(10.7)	13.2	14.6	1.1	1.0	6.1	6.3	5.0	4.0	12.6	9.8
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	16.1	(3.9)	10.6	11.0	1.2	1.1	4.8	4.8	5.0	4.8	11.0	10.3
Sinopec	386 HK	China	23.7	13.5	11.8	10.4	0.6	0.6	5.9	5.5	6.0	6.6	5.4	6.0
Total	FP	France	31.7	(4.3)	na	na	na	na	na	na	na	na	16.9	14.3
Eni	ENI IM	Italy	64.4	(8.5)	9.2	10.0	1.4	1.3	4.5	4.8	4.8	4.9	14.6	12.1
Repsol	REP SM	Spain	41.3	(6.3)	6.2	6.6	0.8	0.7	4.2	4.5	5.2	5.5	14.1	11.1
Chevron Texaco	CVX US	USA	57.2	1.8	16.8	16.5	2.0	2.0	7.2	7.3	3.8	3.8	12.0	11.5
Exxon Mobil	XOM US	USA	39.3	2.0	15.8	15.5	2.3	2.2	7.9	7.9	2.7	2.8	14.4	14.3
Conoco Philips	COP US	USA	39.5	(2.2)	14.0	14.3	2.2	2.1	5.5	5.7	2.8	2.9	16.9	15.0
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	49.6	(9.7)	9.7	10.7	0.8	0.8	3.7	3.7	7.2	6.6	8.8	7.7
Average			40.3	(2.0)	11.8	11.9	1.4	1.4	5.5	5.5	4.7	4.8	12.7	11.4
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	133.6	(2.3)	11.6	11.8	1.5	1.5	4.5	4.5	5.4	6.3	11.9	10.8
Woodside	WDS AU	Australia	40.3	(7.7)	17.6	19.0	1.6	1.6	5.2	5.2	4.9	4.5	8.4	7.7
Suncor Energy	SU US	Canada	46.3	(7.6)	9.6	10.4	1.5	1.5	6.0	6.6	3.8	3.9	17.7	14.4
ONGC	ONGC IN	India	(6.8)	16.1	8.8	7.6	1.0	0.9	5.2	4.8	4.2	5.1	12.4	13.3
RIL	RIL IN	India	13.4	9.8	na	na	na	na	11.8	10.4	na	na	8.8	8.8
Apache	APA US	USA	39.4	(19.8)	7.9	9.8	1.8	1.6	3.3	3.6	2.7	2.7	24.9	16.1
Devon Energy	DVN US	USA	20.1	2.6	9.5	9.3	1.3	1.1	3.5	2.9	2.4	2.7	22.2	18.8
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	8.1	5.3	9.5	9.1	1.0	0.9	3.0	2.9	6.2	6.1	10.8	10.4
Average			36.8	(0.4)	10.6	11.0	1.4	1.3	5.3	5.1	4.2	4.5	14.6	12.5

Sources: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 17 April 2026 closing prices

Ex 53: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Market	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)	26F (%)	27F (%)
PetroChina	857 HK	China	16.1	(3.9)	10.6	11.0	1.2	1.1	4.8	4.8	5.0	4.8	11.0	10.3
Sinopec	386 HK	China	23.7	13.5	11.8	10.4	0.6	0.6	5.9	5.5	6.0	6.6	5.4	6.0
Average			19.9	4.8	11.2	10.7	0.9	0.9	5.3	5.2	5.5	5.7	8.2	8.2
SK Innovation	096770	S.Korea	na	79.1	58.3	32.6	0.9	0.9	11.4	10.0	1.5	1.6	0.7	2.5
S-Oil	010950	S.Korea	na	6.7	11.8	11.0	1.4	1.3	7.1	7.0	1.6	2.1	12.9	11.5
Average			na	42.9	35.0	21.8	1.2	1.1	9.2	8.5	1.6	1.9	6.8	7.0
Reliance Industries	RIL IB	India	13.4	9.8	22.9	20.9	2.0	1.8	11.8	10.4	0.5	0.5	8.8	8.8
Indian Oil	IOCL IB	India	na	(24.0)	6.3	8.3	1.0	0.9	5.2	6.0	6.0	4.9	17.5	11.8
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	91.3	(35.4)	5.2	8.1	1.4	1.2	4.4	5.8	6.7	4.4	28.4	16.6
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	132.2	(11.4)	4.9	5.6	1.3	1.1	4.9	5.8	6.2	5.7	28.6	20.2
Average			79.0	(15.3)	9.9	10.7	1.4	1.3	6.6	7.0	4.9	3.9	20.8	14.4
Marathon Petroleum	MPC US	USA	118.1	(10.0)	10.7	11.9	3.7	3.5	6.7	7.7	1.8	1.9	31.9	27.7
Valero	VLO US	USA	111.4	(16.1)	11.3	13.5	3.0	2.9	6.8	8.2	2.0	2.1	25.3	19.5
Phillips 66	PSX US	USA	122.2	9.4	12.0	10.9	2.1	2.0	7.9	7.7	3.1	3.2	18.5	17.6
PBF Energy'	PBF US	USA	na	(19.4)	8.5	10.5	0.8	0.8	4.3	4.8	2.6	2.6	7.6	5.0
Delek	DK US	USA	na	(23.7)	13.7	18.0	7.2	7.3	5.3	5.7	2.4	2.4	na	25.8
Average			117.2	(11.9)	11.2	13.0	3.4	3.3	6.2	6.8	2.4	2.4	20.8	19.1
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	(11.9)	(24.0)	4.8	6.3	0.6	0.6	3.0	3.2	7.5	4.0	14.1	9.6
Star Petroleum Refining *	SPRC TB *	Thailand	37.4	(30.4)	4.5	6.4	0.7	0.6	2.7	3.1	13.8	8.5	15.7	10.2
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	26.3	(18.2)	7.0	8.6	0.5	0.5	5.2	5.9	6.1	4.7	7.8	6.3
Average			17.3	(24.2)	5.4	7.1	0.6	0.6	3.7	4.1	9.1	5.7	12.5	8.7
Total Average			58.3	(0.7)	14.6	12.7	1.5	1.4	6.2	6.3	4.7	3.9	13.8	11.5

Sources: Bloomberg,

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS,

Based on 17 April 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	3.5	14.4	28.8	17.7	—	—	—	—
Energy	4.3	21.4	46.6	34.3	0.9	7.0	17.8	16.6
BCP TB	(8.5)	1.9	24.4	9.8	(11.9)	(12.5)	(4.4)	(7.9)
BSRC TB	(5.9)	23.3	(2.1)	37.5	(9.4)	8.9	(30.9)	19.8
IRPC TB	16.4	40.5	91.8	64.6	13.0	26.2	63.0	47.0
IVL TB	12.1	34.4	28.2	55.3	8.7	20.1	(0.6)	37.6
PTT TB	2.2	5.9	13.7	9.2	(1.2)	(8.4)	(15.1)	(8.5)
PTTEP TB	(2.7)	25.0	40.1	28.3	(6.1)	10.6	11.3	10.6
PTTGC TB	18.5	55.7	100.8	75.0	15.1	41.4	72.0	57.3
SCC TB	25.3	11.1	50.8	25.3	21.9	(3.2)	22.0	7.7
SPRC TB	(12.8)	0.0	27.5	10.2	(16.2)	(14.4)	(1.4)	(7.5)
TOP TB	(1.6)	15.7	90.9	27.8	(5.1)	1.4	62.1	10.1

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- Synergies within the PTT group could help lower costs and increase competitiveness via integration.
- Strong balance sheets should enable Thai energy companies to take advantage of low oil prices in M&As.

O — Opportunity

- Diversifying into new businesses given limited growth of its existing business.
- Expanding further into more high-value products.

W — Weakness

- Limited growth to expand capacity in Thailand.
- Several Thai companies have made overseas investments which yield lower return than expected.
- Earnings and cash flows are highly volatile and follow fluctuations in global oil prices.

T — Threat

- Regulatory risk, i.e., price caps.
- New chemical and refinery capacity that have lower costs.
- Weak global demand growth.

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Australia	74.7	(8.6)	13.8	15.1	1.8	1.7	5.4	5.5	5.1	5.2
China	19.9	4.8	11.2	10.7	0.9	0.9	5.3	5.2	5.5	5.7
India	48.7	(5.9)	6.3	7.4	1.1	1.0	7.2	7.2	5.8	5.0
S.Korea	na	42.9	35.0	21.8	1.2	1.1	9.2	8.5	1.6	1.9
USA	39.1	(3.1)	12.8	13.1	1.9	1.8	5.5	5.5	2.9	3.0
Thailand	19.4	(16.8)	10.0	13.7	0.8	0.8	4.2	4.3	6.1	4.7
Average	40.4	2.2	14.9	13.6	1.3	1.2	6.1	6.0	4.5	4.3

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * ttb wealth estimate – using normalized EPS

Based on 17 April 2026 closing prices

BUY (Unchanged)

TP: Bt 7.20 (Unchanged)

Company Update

Upside : 33.3%

Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

มีปัจจัยสนับสนุนการเติบโตหลายประการ

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” BANPU ด้วยกำไรปัจจัยหนุนการเติบโตหลายปัจจัย ได้แก่ ราคาก๊าซในสหรัฐฯ ดีขึ้น, อัตราการดำเนินงานโรงไฟฟ้าสูงขึ้น, การเติบโตของ CCUS, และวินัยการจำกัดอุปทานถ่านหินในอินโดนีเซียหนุนให้ราคาถ่านหินสูงขึ้น อีกทั้ง BANPU ยังได้ประโยชน์จากสงครามอิหร่านอีกด้วย



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

มีปัจจัยหนุนการเติบโตหลายด้าน; คำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” BANPU ราคาเป้าหมาย 7.2 บาท 1) การรองรับของ LNG terminal กำลังถูกปลดล็อก และความต้องการ AI ที่แข็งแกร่งในสหรัฐฯ เป็นแรงหนุนให้ราคาก๊าซสหรัฐฯ สูงขึ้น 2) วินัยการจำกัดอุปทานถ่านหินของรัฐบาลอินโดนีเซียช่วยดันราคาถ่านหินให้สูงขึ้น 3) BANPU อยู่ระหว่างการทำสัญญา PPA ซึ่งจะช่วยเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตไฟฟ้า และทำให้ EBITDA จากธุรกิจไฟฟ้าเพิ่มเป็นสองเท่าภายในปี 2028F 4) CCUS จะถูกขยายเพิ่มขึ้น 3 เท่า เป็น 1.5 ล้านตันต่อปี (MMTPA) ภายในปี 2028F 5) BANPU ทั้งจากธุรกิจก๊าซและถ่านหินจะได้ประโยชน์โดยตรงจากสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างอิหร่าน และ 6) ด้วย EPS เติบโตเฉลี่ยที่ 22% ในช่วง 3 ปี BANPU จึงดูน่าสนใจ ซื้อขายที่ PE ที่ 10.7 เท่า พร้อมอัตราผลตอบแทนเงินปันผล 6.1% ในปี 2026F

คงสมมติฐานราคาถ่านหินและก๊าซ

เราคงสมมติฐานราคาถ่านหิน NEX ไว้ที่ US\$125/110/110/t และราคาก๊าซ Henry Hub ที่ US\$4.0/4.2/4.2/mmbtu ในปี 2026–28F ในระยะยาว ความต้องการใช้ถ่านหิน thermal ยังทรงตัว ขณะที่ความไม่แน่นอนของปริมาณการผลิตจากอินโดนีเซียซึ่งอาจได้รับผลกระทบจากการปรับลดโควตาการผลิต และความต้องการใช้เชื้อเพลิงทดแทนในระยะสั้นจากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูงท่ามกลางความขัดแย้ง ล้วนเป็นปัจจัยหนุนราคาถ่านหิน ขณะเดียวกัน เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มราคาก๊าซ Henry Hub ในสหรัฐฯ หนุนโดยการขยายกำลังการผลิต LNG แม้จะมีแรงกดดันระยะสั้นจากสภาพอากาศที่ไม่รุนแรงและอุปทานภายในประเทศที่แข็งแกร่ง BANPU มีการทำการป้องกันความเสี่ยงในระดับต่ำเพียงราว 3% ของปริมาณถ่านหินที่ราคา US\$120/t และราว 65% ของปริมาณก๊าซที่ราคา US\$3.85/mmbtu ความขัดแย้งที่ยังดำเนินอยู่คาดว่าจะช่วยหนุน EBITDA ในระยะสั้น โดยโครงสร้างรายได้จากเงินลงทุนตามสัดส่วนในปี 2025 ประกอบด้วย ธุรกิจถ่านหินราว 50% ก๊าซ 24% ไฟฟ้า 24% และเทคโนโลยีพลังงาน 1%

การเติบโตแบบก้าวกระโดดของธุรกิจไฟฟ้า

BANPU ผ่านการถือหุ้น 62.5% ใน BKV (BKV US) มีโรงไฟฟ้าก๊าซ Temple I-II ในรัฐเท็กซัส 1,500MW ปัจจุบันโรงไฟฟ้าดำเนินงานที่อัตรา 57% อย่างไรก็ตาม จากความต้องการใช้ไฟฟ้าที่แข็งแกร่ง ซึ่งได้แรงหนุนจากการลงทุนในดาต้าเซ็นเตอร์ที่เติบโตอย่างรวดเร็ว BANPU จึงอยู่ระหว่างการจัดทำสัญญา PPA ระยะยาว ซึ่งอาจทำให้อัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็น 90% และทำ EBITDA ธุรกิจไฟฟ้าเพิ่มเป็นสองเท่าเป็น US\$242m ในปี 2028F โดยประเด็นดังกล่าวได้ถูกรวมไว้ในประมาณการของเราแล้ว ปัจจัยบวกเพิ่มที่ยังไม่รวมในประมาณการ ณ ปัจจุบัน คือแผนการลงทุนของ BANPU ใน Temple III มูลค่า US\$120–160m หากบริษัทสามารถทำสัญญา PPA ระยะยาวได้สำเร็จ

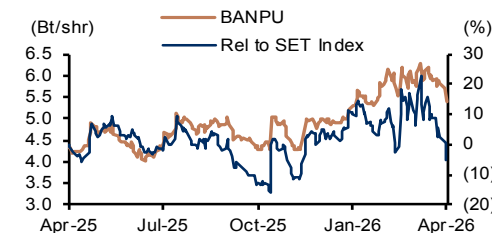
ธุรกิจดักจับคาร์บอนเติบโตได้ดี

ธุรกิจดักจับ ใช้ประโยชน์ และกักเก็บคาร์บอน (CCUS) ของ BANPU มีแนวโน้มเติบโตดี บริษัทได้ปรับเพิ่มเป้ากำลังการผลิตเป็น 1.5 ล้านตันต่อปี ภายในปี 2028 (จาก 1.0 ล้านตันต่อปีภายในปี 2027F) ปัจจุบันมีกำลังการผลิตอยู่ที่ 183,000 ตันต่อปี และมีแผนขยายเพิ่มเติมอีก 192,000 ตันต่อปี เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจนี้จะเพิ่มขึ้นเป็น 0.3/0.904/1.4 พันลบ. ในปี 2026–28F จาก 0.2 พันลบ. ในปี 2025

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	173,423	194,029	193,838	195,835
Net profit	(2,025)	5,046	6,160	7,479
Consensus NP	—	5,718	5,687	4,074
Diff frm cons (%)	—	(11.7)	8.3	83.6
Norm profit	(359)	5,046	6,160	7,479
Prev. Norm profit	—	5,046	6,160	7,479
Chg frm prev (%)	—	0.0	0.0	(0.0)
Norm EPS (Bt)	(0.0)	0.5	0.6	0.7
Norm EPS grw (%)	na	na	22.1	21.4
Norm PE (x)	na	10.7	8.8	7.2
EV/EBITDA (x)	8.2	5.4	4.9	4.3
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	5.6	6.1	6.8	8.3
ROE (%)	na	4.5	5.4	6.4
Net D/E (%)	112.8	104.4	95.0	84.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	5.40
Market Cap (US\$ m)	1,686.9
Listed Shares (m shares)	10,018.9
Free Float (%)	87.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	13.7
12M Price H/L (Bt)	6.30/4.02
Sector	Energy
Major Shareholder	Vongkusolkit family 11.9%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P21

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จากัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	40,813	42,952	46,621	48,746	47,285	48,673	49,936	50,579	51,223	52,124	51,227	51,655	
Free cash flow	8,455	15,735	18,763	21,102	20,840	22,192	28,831	29,891	30,795	31,808	32,493	32,203	389,989
PV of free cash flow	8,432	13,164	14,353	14,764	13,335	12,987	15,428	14,629	13,784	13,021	12,162	11,024	133,503
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	9.3												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value	290,586												
Net debt	174,254												
Minority interest	44,003												
Equity value	72,329												
# of shares	10,019												
Equity value / share	7.2												

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 2: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. yield	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
New Hope Corp	NHC AU	Australia	(59.1)	116.3	25.4	11.7	1.7	1.6	9.0	5.6	3.9	4.3
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	11.1	127.3	26.7	11.7	1.1	1.0	6.2	4.6	1.5	2.8
China Shenhua Energy	601088 CH	China	7.5	3.6	16.2	15.6	2.1	2.0	9.2	8.5	4.7	5.0
Datong Coal Industry	601001 CH	China	15.4	10.5	12.9	11.7	1.4	1.3	4.5	4.0	3.2	3.5
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	50.5	32.1	40.8	30.9	1.2	1.1	21.0	18.0	0.7	1.2
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	85.2	24.1	17.4	14.0	0.7	0.7	7.9	6.8	na	na
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	24.3	8.5	15.8	14.6	1.0	0.9	9.4	8.8	3.1	3.5
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	55.9	5.5	12.4	11.7	1.7	1.6	6.8	6.2	4.1	4.0
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	19.2	2.8	9.2	8.9	1.0	0.9	5.6	5.6	3.6	3.7
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	32.6	3.1	6.8	6.6	0.8	0.8	2.6	2.8	8.5	9.5
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	45.2	9.9	10.2	9.3	1.4	1.3	6.1	5.3	6.8	8.7
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	16.5	2.9	8.4	8.2	2.1	2.0	5.1	5.2	7.5	9.6
BKV Crop.	BKV US	USA	17.5	29.7	15.1	11.7	1.2	1.1	5.8	5.3	0.0	0.0
Banpu Pcl *	BANPU TB	Thailand	na	22.1	10.7	8.8	0.5	0.5	5.4	4.9	6.1	6.8
Average			24.8	28.5	16.3	12.5	1.3	1.2	7.5	6.5	4.1	4.8

Sources: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 17 April 2026 closing prices

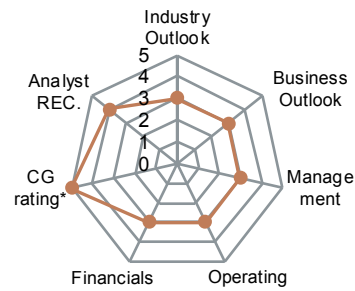
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) เป็นบริษัทด้านหินชั้นนำของภูมิภาค ผ่านทางการดำเนินงานในอินโดนีเซีย ออสเตรเลีย และจีน นอกจากนี้ยังลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้าในประเทศไทย ลาว จีน และญี่ปุ่น เมื่อเร็วๆ นี้บริษัทได้เริ่มลงทุนใน U.S. shale gas รวมทั้งลงทุนในธุรกิจพลังงานใหม่ ได้แก่ แบตเตอรี่ (Durapower) และ EV (Fomm)

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- แข็งแกร่งในประเทศส่งออกถ่านหินที่สำคัญ (ออสเตรเลีย, อินโดนีเซีย)
- การดำเนินงานด้านก๊าซขนาดใหญ่และกำลังเติบโตในสหรัฐอเมริกา

O — Opportunity

- BANPU มีเป้าหมายที่จะขยายธุรกิจ US shale gas หลังจากที่ได้สร้างฐานรากที่มั่นคงแล้ว
- ธุรกิจพลังงานใหม่ เช่น แบตเตอรี่ลิเทียมไอออน และเหมืองนิกเกิล มีศักยภาพในการเติบโตที่แข็งแกร่ง

W — Weakness

- BANPU ยังคงขึ้นอยู่กับถ่านหินอย่างมาก แม้จะพยายามกระจายไปสู่พลังงานที่สะอาดก็ตาม
- มี financial leverage ค่อนข้างสูง

T — Threat

- มีความเสี่ยงด้านกฎหมาย และประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม
- ราคาถ่านหินและก๊าซที่สูงอาจทำให้ทั่วโลกเร่งการหยุดใช้เชื้อเพลิงเหล่านี้

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	6.67	7.20	8%
Net profit 26F (Bt m)	5,718	5,046	-12%
Net profit 27F (Bt m)	5,687	6,160	8%
Consensus REC	BUY: 7	HOLD: 2	SELL: 1

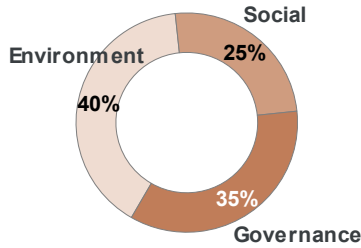
HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2026F ของเราน่าจะต่ำกว่าที่ตลาดคาด เนื่องจากเราใช้สมมติฐานราคาถ่านหินอย่างระมัดระวังมากกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ตลาดคาด ซึ่งน่าจะเป็นเพราะเราได้รวมปัจจัยการขยายโครงการ CCUS เข้าไปในประมาณการแล้ว

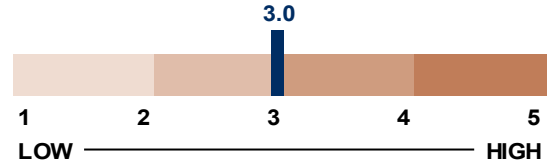
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
BANPU	YES	AAA	YES	3.04	0	69.19	5.0

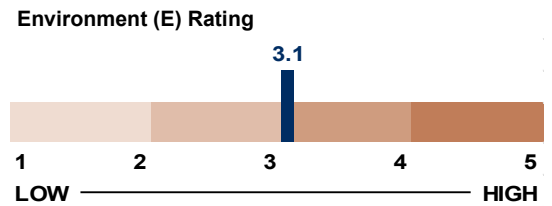
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)
 MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- BANPU ดำเนินกิจการเหมืองถ่านหินในอินโดนีเซีย ออสเตรเลีย และ จีน ผลิตก๊าซธรรมชาติในสหรัฐอเมริกา และดำเนินงานโรงไฟฟ้าทั่วเอเชียและสหรัฐอเมริกา เรามองว่า BANPU เป็นหนึ่งในบริษัทจดทะเบียนของไทยไม่กี่แห่งที่ประสบความสำเร็จในการขยายธุรกิจเข้าสู่สหรัฐอเมริกา โดยมีฐานการผลิตก๊าซในสหรัฐฯ เป็นตัวขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญในระยะยาว
- เราให้คะแนน ESG แก่ BANPU ที่ 3.0 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับที่เหมาะสม โดยแบ่งเป็น 3.3 สำหรับด้านสังคม (S) 3.1 สำหรับด้านสิ่งแวดล้อม (E) และ 2.9 สำหรับด้านธรรมาภิบาล (G)
- แม้ว่า BANPU ยังคงมีสัดส่วนการลงทุนในถ่านหินอยู่มาก (50% ของ EBITDA ในปี 2025) แต่สัดส่วนดังกล่าวลดลงจาก 69% ในปี 2022 เนื่องจากการเติบโตในอนาคตจะมาจากธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกับถ่านหิน เราคาดว่าสัดส่วนดังกล่าวจะลดลงเหลือ 40% ภายในปี 2028
- พื้นที่การเติบโต ได้แก่ การขยายธุรกิจก๊าซธรรมชาติ โรงไฟฟ้า และการดักจับ การใช้ประโยชน์ และการจัดเก็บคาร์บอน (CCUS) CCUS เป็นโครงการริเริ่มที่สำคัญในการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนและสนับสนุนเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050
- บริษัทมีความคืบหน้าอย่างแข็งแกร่งในกลยุทธ์การเปลี่ยนผ่าน โดยบรรลุเป้าหมาย 50% ของ EBITDA จากธุรกิจที่ไม่ใช่ถ่านหินในปี 2025 ซึ่งเร็วกว่าเป้าหมายปี 2030
- ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ค่อนข้างสูงที่ 1.1 เท่าในปี 2025 เหมืองถ่านหินในออสเตรเลียที่ขาดทุน และความผันผวนของราคาพลังงาน BANPU ลดความเสี่ยงเหล่านี้ลงได้ด้วยการป้องกันความเสี่ยงและขยายธุรกิจผลิตไฟฟ้าที่มีความมั่นคงกว่า

We assign a decent E score of 3.1 to BANPU. This reflects a balance between still-high coal exposure and a sustainably declining trend from expansion in non-coal businesses, including US power and CCUS.

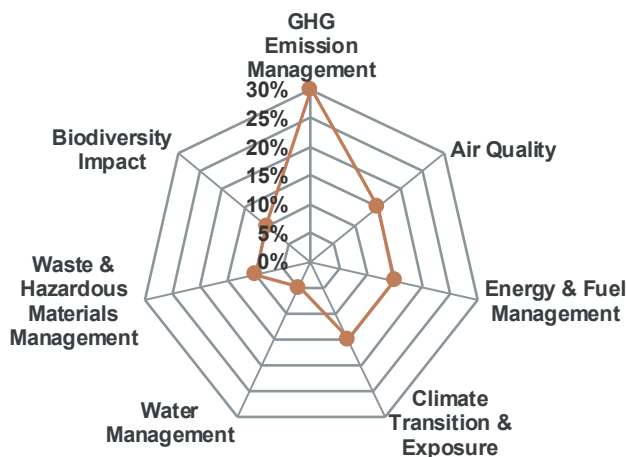


ENVIRONMENT **Our Comments**

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

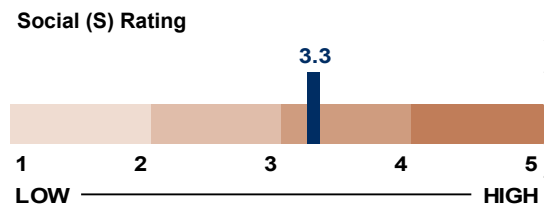
- We assign BANPU a decent E score of 3.1. While the company still has meaningful coal exposure, it has been actively diversifying away from coal and demonstrates a relatively strong commitment to decarbonization.
- BANPU targeted over 50% of EBITDA from non-coal businesses by 2030, a milestone already achieved in 2025. We expect the non-coal share to rise further, driven mainly by growth in US power and CCUS. To support this transition, over 90% of new investments are directed toward natural gas, renewables (wind and solar), and energy technologies such as batteries and carbon capture.
- The company targets a 20% reduction in Scope 1 and 2 emissions from 2023 levels by 2030 and net zero by 2050. It has established decarbonization pathways across business units, supported by annual targets and a formal tracking framework, focusing on solutions such as gas-fired power with CCUS, battery energy storage systems, and carbon credits.
- BANPU is also developing its Carbon Capture, Utilization and Storage (CCUS) platform, with a capacity of 183,000 tonnes in 2025. The company plans to scale this to 1.5m tonnes by 2028 and 16m tonnes by 2030, leveraging its position as a US shale gas producer.
- Operationally, BANPU continues to reduce emissions across its assets. In 2025, about 173,000 tonnes of emission reduction came from its Next-Gen mining business, driven by biogenic diesel use (+5%), solar PV at the Truba mine (Indonesia), and methane utilization for power generation at the Mandalong mine (Australia). In the power business, an additional ~221,000-tonne reduction was achieved through biomass co-firing, energy efficiency improvements, lower generation, and participation in emission trading schemes.
- In 1Q26, the company further strengthened its climate framework by expanding emission-reduction initiatives, aligning annual targets with a tracking system, and updating internal carbon pricing to guide climate-aligned investments under its net-zero roadmap.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign BANPU a decent S score of 3.30, reflecting solid employee engagement and stable community relations. Safety performance has been mixed, with some safety targets met while others missed, indicating room for improvement.

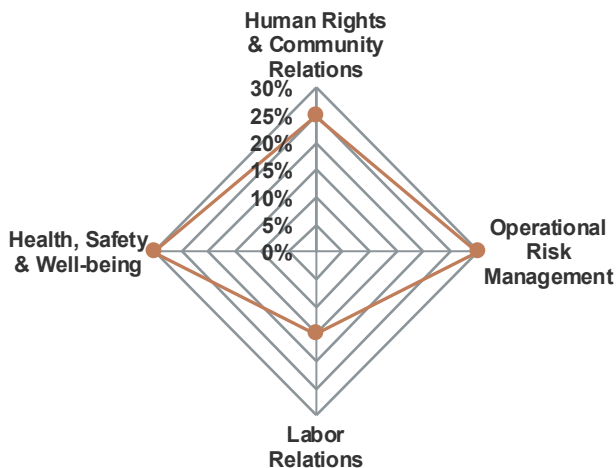


SOCIAL **Our Comments**

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

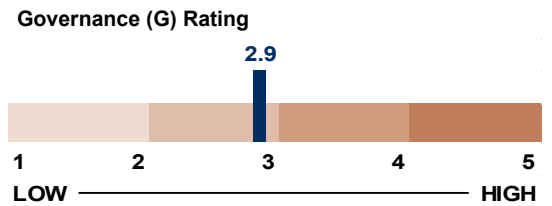
- We assign BANPU a decent S score of 3.30, reflecting solid employee engagement, relatively stable community relations, and strong operations. BANPU has run operations smoothly across regions without major incidents and maintains a good environment and strong engagement with communities.
- In 2024, BANPU strengthened its “Banpu Heart” corporate culture, promoting cross-country collaboration and inclusive activities. Employee engagement remains strong, with the Employee Engagement Level Score reaching 80%, supported by initiatives such as The Stories of Banpu People and the global Banpu Change Leaders network.
- The company maintains a structured human capital development framework, with 77% of employees covered by Individual Development Plans, alongside training roadmaps by job level and leadership initiatives such as the Banpu Global Leadership Program to develop future leaders.
- On safety, BANPU targets zero occupational fatalities and zero process safety events. In 2024, the employee lost time injury frequency rate was 1.44, meeting the target, while the total recordable injury frequency rate was 13.83 for employees and 0.73 for non-employees, both missing targets, indicating room for improvement in safety performance.
- BANPU also runs community development programs, including scholarships, local economic development, and youth skills training, with community satisfaction at 73% across development projects.
- The company follows the United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights and conducts risk assessments every three years to manage potential impacts from its operations.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign BANPU a moderate G score of 2.9, reflecting solid governance overall but with a weak board structure. The company reported zero significant compliance violations in 2024 and fully integrated Environmental, Social, and Governance issues into its risk management framework.

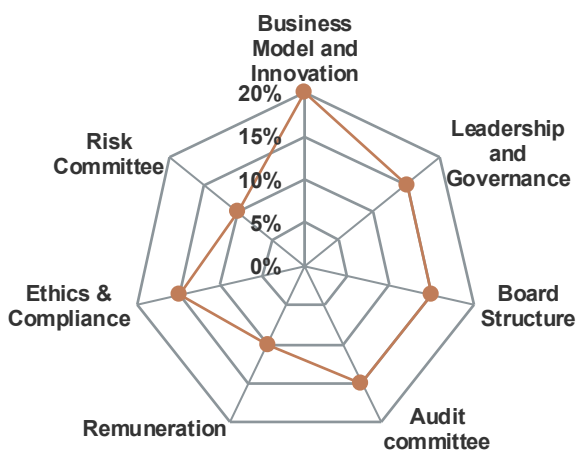


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

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

- We assign BANPU a G score of 2.9, reflecting generally solid governance practices and improving business sustainability via increasing non-coal investment, which is partly offset by a weak board structure.
- BANPU's board chair, Mr. Chanin Vongkusolkit, is a founding family member and not an independent member. Its board comprises 13 directors, of whom five are independent, below the ideal two-thirds independence threshold. However, the company has appointed a Lead Independent Director, Mr. Teerana Bhongmakapa, to help ensure balanced agenda-setting and oversight at board meetings.
- The company has established an ESG Committee, consisting of four independent directors, to support the board's oversight of sustainability and ESG matters. In addition, 100% of material ESG issues are incorporated into key performance indicators for the Chief Executive Officer and senior management across all business units.
- In 2024, BANPU reported zero significant non-compliance cases, fines, or non-monetary sanctions. ESG issues were also fully integrated into its enterprise risk management framework, in line with the company's target.
- BANPU also promotes innovation and operational resilience through the UnBox iDeas program, supported by the Banpu Innovation Group Committee and platforms such as the Thailand Innovation Awards and Banpu Global Innovation Awards. Key initiatives include Barnett Zero by BKV in the US, which aims to reduce emissions from natural gas production, and Infinite Café by Banpu NEXT in Thailand, a net-zero concept powered by solar and battery storage.
- On the business risk side, BANPU remains exposed to volatility in coal and gas prices. Leverage is relatively high following its costly Australian coal mine acquisition, and earnings are pressured by the high-cost operations. The company aims to mitigate these risks through hedging and by gradually diversifying away from coal.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	181,549	173,423	194,029	193,838	195,835
Cost of sales	137,559	134,094	142,624	141,844	141,367
Gross profit	43,991	39,329	51,406	51,994	54,467
% gross margin	24.2%	22.7%	26.5%	26.8%	27.8%
Selling & administration expenses	33,231	32,080	32,144	32,113	32,438
Operating profit	10,760	7,249	19,262	19,881	22,029
% operating margin	5.9%	4.2%	9.9%	10.3%	11.2%
Depreciation & amortization	22,742	20,448	21,552	23,072	24,592
EBITDA	33,501	27,697	40,813	42,952	46,621
% EBITDA margin	18.5%	16.0%	21.0%	22.2%	23.8%
Non-operating income	4,518	5,496	4,349	4,349	4,349
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(14,166)	(11,862)	(15,538)	(13,885)	(13,438)
Pre-tax profit	1,111	883	8,072	10,345	12,941
Income tax	4,193	2,375	5,515	6,275	7,312
After-tax profit	(3,083)	(1,492)	2,558	4,070	5,628
% net margin	-1.7%	-0.9%	1.3%	2.1%	2.9%
Shares in affiliates' Earnings	6,930	4,166	5,714	5,343	5,340
Minority interests	(4,742)	(3,033)	(3,226)	(3,253)	(3,489)
Extraordinary items	213	(1,666)	0	0	0
NET PROFIT	(682)	(2,025)	5,046	6,160	7,479
Normalized profit	(895)	(359)	5,046	6,160	7,479
EPS (Bt)	(0.1)	(0.2)	0.5	0.6	0.7
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	(0.0)	0.5	0.6	0.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	93,483	102,592	117,492	122,949	128,870
Cash & cash equivalent	57,947	62,147	72,147	77,147	82,147
Account receivables	16,737	16,751	21,263	21,774	22,534
Inventories	4,973	6,084	6,471	6,436	6,414
Others	13,827	17,610	17,610	17,593	17,774
Investments & loans	80,196	83,301	83,301	83,301	83,301
Net fixed assets	145,492	152,556	150,004	145,932	140,341
Other assets	102,256	101,857	101,857	101,857	101,857
Total assets	421,427	440,306	452,653	454,039	454,368
LIABILITIES:					
Current liabilities:	91,637	86,197	88,953	87,746	86,038
Account payables	4,774	5,518	5,869	5,837	5,817
Bank overdraft & ST loans	29,899	29,440	29,744	29,198	28,362
Current LT debt	35,422	28,494	28,788	28,260	27,451
Others current liabilities	21,542	22,746	24,552	24,450	24,408
Total LT debt	148,618	178,467	180,312	177,003	171,934
Others LT liabilities	21,385	21,098	23,716	23,694	23,923
Total liabilities	261,640	285,763	292,982	288,442	281,895
Minority interest	46,884	44,003	47,229	50,482	53,971
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	10,019	10,019	10,019	10,019	10,019
Share premium	39,062	39,062	39,062	39,062	39,062
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(33,017)	(31,145)	(31,145)	(31,145)	(31,145)
Retained earnings	96,839	92,605	94,508	97,180	100,568
Shareholders' equity	112,903	110,540	112,443	115,115	118,503
Liabilities & equity	421,427	440,306	452,653	454,039	454,368

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	1,111	883	8,072	10,345	12,941
Tax paid	(3,790)	(2,762)	(5,252)	(6,372)	(7,256)
Depreciation & amortization	22,742	20,448	21,552	23,072	24,592
Chg In working capital	2,645	(381)	(4,548)	(507)	(759)
Chg In other CA & CL / minorities	27,151	87	7,257	5,356	5,060
Cash flow from operations	49,859	18,274	27,081	31,894	34,577
Capex	(10,746)	(27,512)	(19,000)	(19,000)	(19,000)
Right of use	34	(1,643)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(2,543)	(3,105)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(4,848)	785	2,618	(22)	229
Cash flow from investments	(18,103)	(31,474)	(16,382)	(19,022)	(18,771)
Debt financing	(11,464)	17,738	2,444	(4,384)	(6,715)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(3,806)	(2,404)	(3,143)	(3,488)	(4,092)
Warrants & other surplus	(13,428)	1,871	0	0	0
Cash flow from financing	(28,698)	17,205	(699)	(7,872)	(10,806)
Free cash flow	31,756	(13,200)	10,699	12,872	15,806

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	na	na	10.7	8.8	7.2
Normalized PE - at target price (x)	na	na	14.3	11.7	9.6
PE (x)	na	na	10.7	8.8	7.2
PE - at target price (x)	na	na	14.3	11.7	9.6
EV/EBITDA (x)	6.3	8.2	5.4	4.9	4.3
EV/EBITDA - at target price (x)	6.8	8.9	5.9	5.3	4.7
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
P/CFO (x)	1.1	3.0	2.0	1.7	1.6
Price/sales (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	5.6	5.6	6.1	6.8	8.3
FCF Yield (%)	58.7	(24.4)	19.8	23.8	29.2
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	(0.0)	0.5	0.6	0.7
EPS	(0.1)	(0.2)	0.5	0.6	0.7
DPS	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
BV/share	11.3	11.0	11.2	11.5	11.8
CFO/share	5.0	1.8	2.7	3.2	3.5
FCF/share	3.2	(1.3)	1.1	1.3	1.6

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	1.1	(4.5)	11.9	(0.1)	1.0
Net profit (%)	na	na	na	22.1	21.4
EPS (%)	na	na	na	22.1	21.4
Normalized profit (%)	na	na	na	22.1	21.4
Normalized EPS (%)	na	na	na	22.1	21.4
Dividend payout ratio (%)	(440.4)	(148.4)	65.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	24.2	22.7	26.5	26.8	27.8
Operating margin (%)	5.9	4.2	9.9	10.3	11.2
EBITDA margin (%)	18.5	16.0	21.0	22.2	23.8
Net margin (%)	(1.7)	(0.9)	1.3	2.1	2.9
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.5	1.5	1.4	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	0.8	0.6	1.2	1.4	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	2.4	2.3	2.6	3.1	3.5
ROA - using norm profit (%)	na	na	1.1	1.4	1.6
ROE - using norm profit (%)	na	na	4.5	5.4	6.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	2.3	3.6	4.8
- asset turnover (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	8.4	7.3	12.2	12.5	13.5
- leverage (x)	3.6	3.9	4.0	4.0	3.9
- interest burden (%)	7.3	6.9	34.2	42.7	49.1
- tax burden (%)	na	na	31.7	39.3	43.5
WACC (%)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROIC (%)	(10.0)	(4.6)	2.1	2.8	3.5
NOPAT (Bt m)	(29,857)	(12,252)	6,103	7,821	9,581
invested capital (Bt m)	268,895	284,794	279,141	272,429	264,102

Sources: Company data, ttb wealth estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 41.00 (From: Bt 37.00)

Change in Numbers

Upside : 14.7%

Bangchak Corporation Pcl (BCP TB)

มีปัจจัยบวกหลายประการ

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BCP และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 41 บาท BCP ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นในธุรกิจต้นน้ำ ค่าการกลั่นที่สูงขึ้น และประสิทธิภาพการดำเนินงานของโรงกลั่นที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม ยังมีประเด็นกดดันจากความกังวลเกี่ยวกับผู้ถือหุ้นรายหนึ่งอยู่

มีปัจจัยบวกหลายประการ และมูลค่ายังถูก; แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BCP และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2026F เป็น 41 บาท (จาก 37 บาท) ตามการปรับเพิ่มประมาณการกำไร 48/9/13% สะท้อนสมมติฐานค่าการกลั่น และราคาน้ำมันเบรนท์ที่สูงขึ้น 1) BCP มีทั้งธุรกิจต้นน้ำ และโรงกลั่น จึงได้ประโยชน์จากทั้งราคาน้ำมัน และ GRM ที่สูงขึ้น 2) บริษัทมีการปรับปรุงการดำเนินงาน จากอัตราการเดินเครื่องโรงกลั่นที่สูงขึ้น และการประหยัดต้นทุนจากท่าเรือ VLCC (เริ่มดำเนินงานตั้งแต่ ต.ค. 2025) 3) บริษัทฯ มีความเสี่ยงด้านแหล่งน้ำมันดิบต่ำ โดยพึ่งพาน้ำมันจากตะวันออกกลางเพียง 16% เทียบกับคู่แข่งที่อยู่ในช่วง 15–84% 4) ประเด็นกดดันจากคดีความของผู้ถือหุ้นรายใหญ่รายหนึ่ง ไม่มีความเสี่ยงต่อการขายหุ้นในระยะกลาง เนื่องจากกระบวนการทางกฎหมายอาจใช้เวลาหลายปี และ 5) เรามองว่า BCP ยังมีมูลค่าถูก ซื้อขายที่ PE 4.8 เท่า และ P/BV 0.6 เท่า เทียบกับ ROE 9.6% ในปี 2027F

GRM สูงขึ้น และประสิทธิภาพดีขึ้น

เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐาน Singapore complex GRM ขึ้น US\$6/0.2/0.2 ต่อบาร์เรล เป็น US\$12.8/7.0/7.2 ต่อบาร์เรล สำหรับปี 2026–28F เพื่อสะท้อนการพุ่งขึ้นของราคาในช่วงสงครามอิหร่าน รวมถึงความเสียหายของโครงสร้างพื้นฐานและโรงงานที่ต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู นอกจากนี้ BCP ยังได้ประโยชน์จากการปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานในปีนี้ จากการอัปเกรดโรงกลั่นศรีราชาใน 4Q25 ส่งผลให้อัตราการเดินเครื่องสูงขึ้น โดยปริมาณการกลั่น (crude throughput) เพิ่มเป็น 280,000 บาร์เรลต่อวัน จากเดิม 258,000 บาร์เรลต่อวัน อีกทั้ง บริษัทฯ ยังจะรับประโยชน์เต็มปีจากท่าเรือ VLCC (เริ่มดำเนินงานตั้งแต่ ต.ค. 2025) ซึ่งช่วยประหยัดต้นทุนได้ราว US\$0.35–0.45/bbl

ราคาน้ำมันและปริมาณขายสำหรับธุรกิจ E&P สูงขึ้น

เราปรับเพิ่มประมาณการราคาน้ำมันเบรนท์เป็น US\$80/75/75 ต่อบาร์เรล ในปี 2026–28F จากเดิม US\$67/70/70 สะท้อนการพุ่งขึ้นของราคาในช่วงสงครามอิหร่าน และ risk premium สำหรับธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติของ BCP (OKEA) คาดว่าจะมีการเติบโตของปริมาณการผลิต โดยตั้งเป้า 31–35 kboe/d ในปี 2026 (เทียบกับ 32 kboe/d ในปี 2025) ได้แรงหนุนจากแหล่ง Talisker East และ Garn West South และคาดว่าจะเพิ่มเป็น 37–41 kboe/d ในปี 2027F จากแหล่ง Bestla ซึ่งปัจจุบันคาดว่าจะเริ่มผลิตได้ตั้งแต่ต้นปี (จากเดิมคาดกลางปี)

ความเสี่ยงจากการขายหุ้นลดลงในระยะกลาง

ในเดือนพฤศจิกายน 2025 สำนักงานป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน (AMLO) ได้อายัดหุ้น BCP ที่ถือโดย Alpha Charter Energy (ACE) มูลค่ารวมประมาณ 6 พัน ลบ. (คิดเป็นราว 16.8% ของจำนวนหุ้นทั้งหมด) หลังจากนั้น AMLO ได้เริ่มกระบวนการเพื่อยึดหุ้นดังกล่าวเป็นของรัฐ ซึ่งอาจใช้เวลาหลายปีในการดำเนินการให้แล้วเสร็จ สถานการณ์นี้ทำให้หุ้นก่อนดังกล่าวไม่สามารถเคลื่อนไหวได้ (lock up) ส่งผลให้ความเสี่ยงของการขายหุ้นจำนวนมากเข้าสู่ตลาดในระยะสั้นถึงระยะกลาง ลดลง



YUPAPAN POLPORNPRASERT

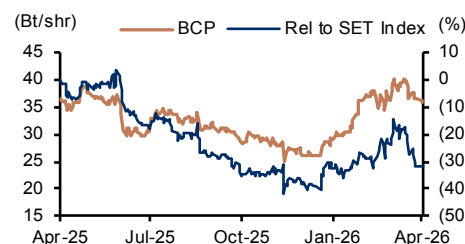
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	507,570	548,402	537,411	547,170
Net profit	2,881	14,796	7,806	8,381
Consensus NP	—	8,370	9,158	10,432
Diff frm cons (%)	—	76.8	(14.8)	(19.7)
Norm profit	11,657	10,265	7,806	8,381
Prev. Norm profit	—	6,960	7,141	7,427
Chg frm prev (%)	—	47.5	9.3	12.8
Norm EPS (Bt)	8.5	7.5	5.7	6.1
Norm EPS grw (%)	75.8	(11.9)	(24.0)	7.4
Norm PE (x)	4.2	4.8	6.3	5.9
EV/EBITDA (x)	3.5	3.0	3.2	2.8
P/BV (x)	0.7	0.6	0.6	0.5
Div yield (%)	2.9	7.5	4.0	4.3
ROE (%)	18.4	14.1	9.6	9.6
Net D/E (%)	109.7	75.9	80.5	61.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	35.75
Market Cap (US\$ m)	1,641.6
Listed Shares (m shares)	1,472.6
Free Float (%)	50.6
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	7.8
12M Price H/L (Bt)	40.00/25.00
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.13%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P31

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลูมเบิร์ก จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Norm profit (Bt m)						
- New	6,631	11,657	10,265	10,265	7,806	8,381
- Old				6,960	7,141	7,427
- Change (%)				47.5	9.3	12.8
Market GRM (US\$/bbl)						
- New	8.0	4.1	6.7	10.2	5.5	5.7
- Old				5.3	5.4	5.1
- Change (%)				92.7	3.2	11.7
Brent oil price (US\$/bbl)						
- New	82	73	68	80	75	75
- Old				60	60	60
- Change (%)				33.3	25.0	25.0
Oil marketing margin (Bt/litre)						
- New	0.94	0.80	0.80	0.70	0.80	0.80
- Old				0.80	0.80	0.80
- Change (%)				(12.5)	0.0	0.0

Source: ttb wealth estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	40,534	41,862	43,005	36,907	36,139	32,386	27,902	27,786	25,377	25,300	24,988	25,390	
Free cash flow	15,898	20,689	20,038	14,032	15,610	13,037	10,630	9,435	10,029	8,199	10,778	10,853	152,774
PV of free cash flow	15,854	17,684	15,830	10,247	10,538	8,136	6,131	5,031	4,943	3,736	4,539	4,225	59,476
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value - add investments	166,371												
Net cash/(debt)	92,329												
Minority interest	17,205												
Equity value	56,837												
# of shares (m)	1,377												
Equity value/share (Bt)	41												

Sources: ttb wealth estimates

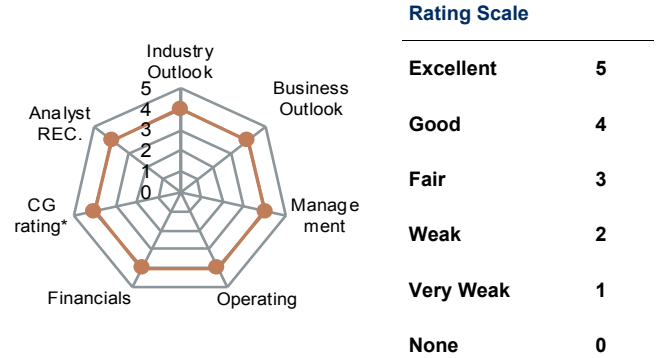
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) มีการดำเนินธุรกิจที่หลากหลายแขนง โดยมีธุรกิจหลักคือธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน (กำลังการผลิต 1.2 แสน bkd) และธุรกิจค้าน้ำมัน (เป็นอันดับ 3 ของประเทศ และมีสัดส่วนการตลาด 16%) โดยในช่วงปีที่ผ่านมาทางบริษัทได้มีการลงทุนขนาดใหญ่ในธุรกิจพลังงานโดยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทนโดยการถือหุ้น 70% ในบริษัทลูก BCPG และยังมีกระจายไปในธุรกิจใหม่ๆ เช่นการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ความสอดคล้องในธุรกิจการกลั่น และธุรกิจการค้าน้ำมัน ส่งผลใน BCP มีส่วนต่างกำไรสูงสุดในผลผลิตจากการกลั่น
- การเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบภายในประเทศซึ่งมีคุณภาพสูง และราคาต้นทุนต่ำช่วยให้มีค่าการกลั่นสูงกว่าในกลุ่ม

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่น
- การลงทุนในปริมาณมากในธุรกิจใหม่ยังไม่ก่อเกิดผลกำไร
- มีโอกาสจำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น ภายใต้ข้อจำกัดของปริมาณพื้นที่ และที่ดินที่ว่างอยู่

T — Threat

- การแทรกแซงจากภาครัฐต่อส่วนต่างการตลาดในธุรกิจสถานีน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	43.16	41.00	-5%
Net profit 26F (Bt m)	8,370	14,796	77%
Net profit 27F (Bt m)	9,158	7,806	-15%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2026F ของเราสูงกว่าของ consensus เนื่องจากเรามองบวกมากกว่าต่อ GRM และราคาน้ำมัน
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังต่อราคาน้ำมัน

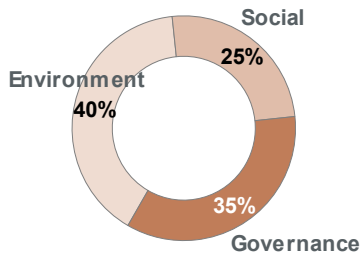
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

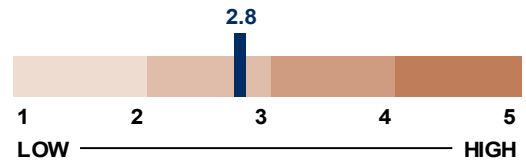
- ค่าการกลั่น (GRM) เป็นความเสี่ยงหลักต่อประมาณการของเรา หาก GRM ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ จะเป็นปัจจัยเสี่ยงด้านลบหลักต่อคำแนะนำ "ซื้อ" ของเรา
- ความเสี่ยงรอง คือ ราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งอาจส่งผลให้รายได้จากบริษัทย่อยในธุรกิจสำรวจและผลิต (E&P) ลดลง รวมถึงเกิดผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน (stock loss)

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
BCP	-	-	-	2.79	0	65.74	4.0

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

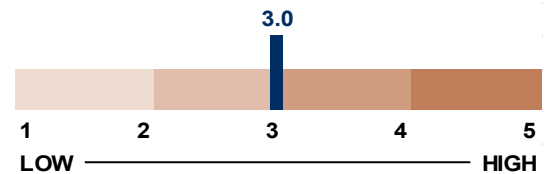


ESG Summary

- BCP เป็นบริษัทพลังงานที่มีความหลากหลายของธุรกิจ ครอบคลุมทั้ง โรงกลั่น สถานีบริการน้ำมัน ธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียมใน ต่างประเทศ (E&P) และพลังงานทดแทน บริษัทมีกลยุทธ์ในการเปลี่ยน ผ่านไปสู่พอร์ตพลังงานที่สะอาดมากขึ้น ควบคู่กับการรักษากระแสเงิน สดที่มีนัยจากธุรกิจเดิม (legacy businesses)
- โดยรวม เราให้คะแนน ESG ของ BCP อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 ต่ำ กว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 3.0 ในบรรดาองค์กรประกอบ ESG จุดแข็งที่สุด ของ BCP คือด้านสังคม (Social: S) ที่ 3.3 รองลงมาคือด้านสิ่งแวดล้อม (Environmental: E) ที่ 3.0 ขณะที่ด้านธรรมาภิบาล (Governance: G) มีคะแนนต่ำที่สุดในสามด้าน อยู่ที่เพียง 2.3
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ BCP อยู่ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.0 สะท้อนถึงการขยายกำลังการผลิตพลังงานทดแทน การลงทุนในธุรกิจ Sustainable Aviation Fuel (SAF) และการตั้งเป้าหมายระยะยาวที่ ชัดเจน ได้แก่ ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030 และสุทธิเป็น ศูนย์ภายในปี 2050 อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่กดดันคะแนนด้าน E ยังคง เป็นความคืบหน้าในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่ยังเป็นไปอย่าง ค่อยเป็นค่อยไป รวมถึงโครงสร้างธุรกิจหลักที่ยังพึ่งพาคาร์บอนสูง
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ BCP ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.3 สะท้อน ถึงการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในทุกสายธุรกิจ ระดับการมีส่วนร่วมของ พนักงานที่สูง และการมีบทบาทเชิงรุกในกิจกรรมเพื่อชุมชน
- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) แก่ BCP เพียง 2.3 โดยสะท้อนถึง กรณี insider trading ในอดีต และการสอบสวนที่ยังดำเนินอยู่ของ สำนักงานป้องกันและปราบปรามการฟอกเงิน (AMLO) เกี่ยวกับการถือ หุ้นของ Alpha Charter Energy ซึ่งเราคาดว่าจะยังคงเป็นประเด็น ก่อตุนสำคัญต่อไป อย่างไรก็ตาม BCP ยังมีจุดแข็งในด้านความยั่งยืน ของธุรกิจ จากการกระจายพอร์ตธุรกิจที่ดี และทิศทาง การเติบโตไปสู่ ธุรกิจที่ปล่อยคาร์บอนต่ำมากขึ้น

We assign BCP a decent Environmental score of 3.0. The score reflects a balance between its still-large fossil fuel exposure and clear decarbonization targets. It is also a balance between the company’s active transition toward green businesses and the still gradual pace of emissions reduction.

Environment (E) Rating



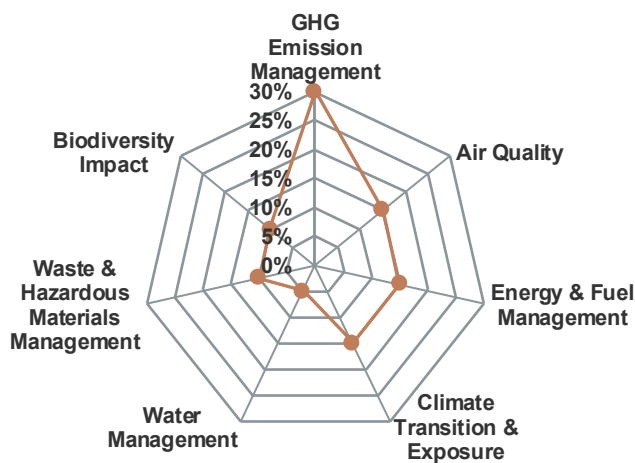
ENVIRONMENT

Our Comments

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

- We assign BCP a decent E score of 3.0. On the positive side, BCP has clear targets to achieve carbon neutrality by 2030 and net-zero GHG emissions by 2050, and it is transitioning its business toward green energy. However, that is weighed down by still-large exposure to its core fossil-fuel-based energy business and its gradual reduction in carbon emissions.
- We consider BCP as a proactive company among energy peers in its business transition toward cleaner energy. BCP has expanded into renewables (solar, wind, bioenergy) and advancing green refinery initiatives, including sustainable aviation fuel (SAF) and bio-based products. However, its upstream investment via OKEA enhances diversification but increases fossil fuel exposure.
- In 2025, BCP reported 0.91m tonnes of CO₂e emissions. That was just a 7% reduction, indicating gradual progress in emissions reduction.
- The company’s decarbonization strategy focuses on green product innovation, efficiency improvements, and circular economy initiatives, alongside scaling SAF production to ~1mn liters/day, which could reduce emissions by ~80k tonnes of CO₂e annually.
- Operationally, BCP has improved energy efficiency through system upgrades, solar rooftop expansion, and internal KPIs for energy and GHG intensity, while also enhancing Scope 3 coverage and piloting carbon capture — supporting a more comprehensive and aligned long-term transition pathway.

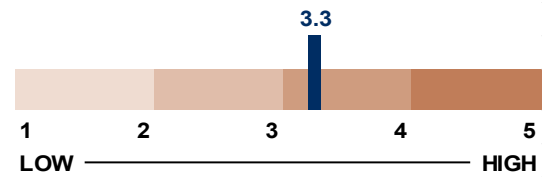
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

Social is BCP’s strongest ESG pillar among the three. We assign a decent S score of 3.3, supported by its strong business operations, strong product brands, active community engagement, and focus on employee welfare.

Social (S) Rating



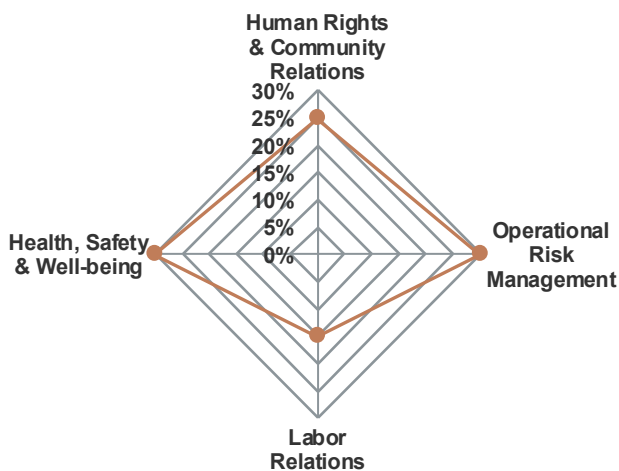
SOCIAL

Our Comments

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

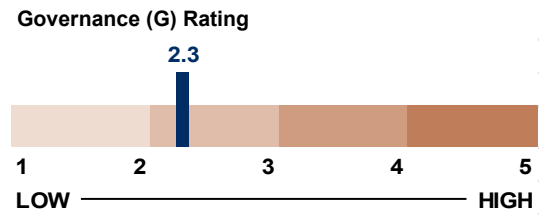
- We assign BCP an S score of 3.3, reflecting strong operations across product lines, and a solid performance in stakeholder engagement, employee welfare, and operational safety.
- BCP runs strong operations in its core businesses of refinery and a large network of over 2,200 petrol stations. The company maintains high safety standards, with zero major oil/chemical spills and zero lost-time injuries (LTI), highlighting effective risk management in refining and upstream operations.
- BCP has the strong petrol station brand, Bangchak. It actively supports communities through its service station network, promotes local sourcing and SME partnerships, as well as programs like used cooking oil collection (“Fry to Fly”) that engage households and businesses. This is used as a key feedstock for its SAF project.
- BCP places strong emphasis on human capital development, with employees receiving regular training (avg. ~26 hours/year) and initiatives such as the “100x Happiness” framework, contributing to 78% employee engagement.
- Community engagement is well established, with 89% satisfaction, supported by collaboration with government agencies, schools, and local communities, reinforcing BCP’s social license to operate.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign BCP a moderate Governance score of 2.3. This reflects an overhang concern regarding an ongoing investigation by AMLO into Alpha Charter Energy's 16.8% stake holding. The shareholding has been frozen by AMLO. The moderate score also reflects some past business investments that resulted in impairments.

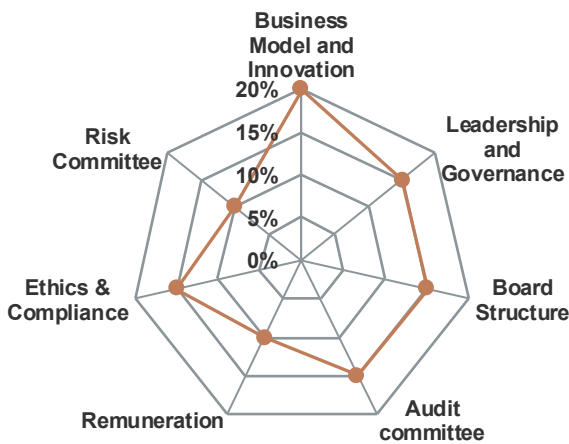


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

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

- We assign BCP a moderate G score of only 2.3, below the sector's average of 2.9. The decent business diversification and sustainability are weighed down by an ongoing investigation by AMLO into the 16.8% stake held by ACE, whose shares have also been ordered to be frozen.
- The strong area is business sustainability, where BCP has been diversifying and strengthening its businesses. Its refinery business has been upgraded to improve return, and its petrol station network has been expanded with strong brand recognition to be the second-largest operator with over 2,200 stations, including the 2023 acquisition of ESSO's petrol station business. It also has a renewable power business via its 58%-owned BCPG Pcl (BCPG TB, BUY, Bt6.65).
- On the negative side of business sustainability and risk management, a lithium and some E&P investments have resulted in impairments over the past few years.
- Leaving aside the ongoing shareholding issue, BCP's board structure is decent. The board's chairman is an independent director and 10 out of the total 15 board members are independent, in line with the two-thirds ideal ratio.
- BCP has audit, remuneration, risk management and sustainable and corporate governance committees that are chaired by independent directors, providing a reasonable level of oversight.
- The most concerning issue is an ongoing investigation by AMLO into the 16.8% stake holding by ACE, allegedly linked to the Capital Asia Investments (CAI) fund, which in turn is allegedly linked to an ongoing high-profile money laundering case.
- There was previously an insider trading case concerning a former director related to the ESSO acquisition. That case is now resolved with the individual having left the company.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	589,877	507,570	548,402	537,411	547,170
Cost of sales	552,412	469,920	511,262	498,672	506,903
Gross profit	37,465	37,649	37,141	38,740	40,267
% gross margin	6.4%	7.4%	6.8%	7.2%	7.4%
Selling & administration expenses	15,275	14,953	16,452	16,122	16,415
Operating profit	22,190	22,696	20,688	22,617	23,852
% operating margin	3.8%	4.5%	3.8%	4.2%	4.4%
Depreciation & amortization	20,056	18,108	19,845	19,245	19,153
EBITDA	42,246	40,804	40,534	41,862	43,005
% EBITDA margin	7.2%	8.0%	7.4%	7.8%	7.9%
Non-operating income	8,755	(5,618)	4,780	4,780	4,780
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,001)	(6,296)	(6,502)	(8,363)	(8,797)
Pre-tax profit	23,944	10,782	18,967	19,035	19,836
Income tax	16,818	2,167	9,602	11,585	11,697
After-tax profit	7,127	8,615	9,364	7,450	8,138
% net margin	1.2%	1.7%	1.7%	1.4%	1.5%
Shares in affiliates' Earnings	1,361	2,607	2,607	2,607	2,607
Minority interests	(1,856)	435	(1,707)	(2,252)	(2,365)
Extraordinary items	(4,447)	(8,777)	4,531	0	0
NET PROFIT	2,185	2,881	14,796	7,806	8,381
Normalized profit	6,631	11,657	10,265	7,806	8,381
EPS (Bt)	1.6	2.1	10.7	5.7	6.1
Normalized EPS (Bt)	4.8	8.5	7.5	5.7	6.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	105,231	94,911	98,537	96,971	98,155
Cash & cash equivalent	29,408	30,369	28,555	28,555	28,555
Account receivables	33,169	29,628	32,011	31,369	31,939
Inventories	41,210	32,803	35,689	34,810	35,384
Others	1,445	2,112	2,282	2,236	2,277
Investments & loans	32,895	29,625	29,625	29,625	29,625
Net fixed assets	115,748	114,934	111,088	104,844	98,691
Other assets	62,667	59,336	61,886	84,609	85,218
Total assets	316,542	298,805	301,136	316,048	311,690
LIABILITIES:					
Current liabilities:	81,177	73,016	60,806	60,916	59,253
Account payables	34,252	26,449	28,776	28,067	28,530
Bank overdraft & ST loans	15,030	22,329	5,147	5,662	4,918
Current LT debt	16,131	13,785	13,432	14,775	12,835
Others current liabilities	15,764	10,453	13,451	12,413	12,969
Total LT debt	96,349	86,584	84,365	92,798	80,614
Others LT liabilities	52,542	55,065	57,988	57,125	57,892
Total liabilities	230,068	214,664	203,159	210,839	197,759
Minority interest	26,729	17,205	18,912	21,164	23,529
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,377	1,473	1,377	1,377	1,377
Share premium	11,157	14,627	14,627	14,627	14,627
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(384)	1,001	1,001	1,001	1,001
Retained earnings	47,594	49,835	62,059	67,039	73,397
Shareholders' equity	59,745	66,936	79,064	84,045	90,402
Liabilities & equity	316,542	298,805	301,136	316,048	311,690

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	23,944	10,782	18,967	19,035	19,836
Tax paid	(16,818)	(2,167)	(9,602)	(11,585)	(11,697)
Depreciation & amortization	20,056	18,108	19,845	19,245	19,153
Chg In working capital	(300)	4,145	(2,942)	812	(681)
Chg In other CA & CL / minorities	2,208	(7,545)	5,436	1,615	3,124
Cash flow from operations	29,091	23,323	31,703	29,121	29,734
Capex	(16,430)	(17,293)	(16,000)	(13,000)	(13,000)
Right of use	1,553	340	0	0	0
ST loans & investments	260	0	0	0	0
LT loans & investments	(3,513)	3,270	0	0	0
Adj for asset revaluation	310	4,026	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,925)	(8,836)	4,905	(23,586)	157
Cash flow from investments	(20,745)	(18,493)	(11,095)	(36,586)	(12,843)
Debt financing	(871)	(4,154)	(19,753)	10,290	(14,867)
Capital increase	0	3,565	(96)	0	0
Dividends paid	(3,985)	(1,053)	(2,572)	(2,825)	(2,023)
Warrants & other surplus	(10,877)	(2,228)	0	0	0
Cash flow from financing	(15,733)	(3,869)	(22,422)	7,465	(16,891)
Free cash flow	8,345	4,830	20,608	(7,465)	16,891

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	7.4	4.2	4.8	6.3	5.9
Normalized PE - at target price (x)	8.5	4.8	5.5	7.2	6.7
PE (x)	22.5	17.1	3.3	6.3	5.9
PE - at target price (x)	25.8	19.6	3.8	7.2	6.7
EV/EBITDA (x)	3.5	3.5	3.0	3.2	2.8
EV/EBITDA - at target price (x)	3.7	3.6	3.2	3.4	2.9
P/BV (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
P/BV - at target price (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
P/CFO (x)	1.7	2.1	1.6	1.7	1.7
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	2.9	2.9	7.5	4.0	4.3
FCF Yield (%)	17.0	9.8	41.9	(15.2)	34.3
(Bt)					
Normalized EPS	4.8	8.5	7.5	5.7	6.1
EPS	1.6	2.1	10.7	5.7	6.1
DPS	1.1	1.1	2.7	1.4	1.5
BV/share	43.4	48.6	57.4	61.0	65.7
CFO/share	21.1	16.9	23.0	21.1	21.6
FCF/share	6.1	3.5	15.0	(5.4)	12.3

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	52.9	(14.0)	8.0	(2.0)	1.8
Net profit (%)	(83.5)	31.9	413.6	(47.2)	7.4
EPS (%)	(83.5)	31.9	413.6	(47.2)	7.4
Normalized profit (%)	(31.6)	75.8	(11.9)	(24.0)	7.4
Normalized EPS (%)	(31.6)	75.8	(11.9)	(24.0)	7.4
Dividend payout ratio (%)	66.2	50.2	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	6.4	7.4	6.8	7.2	7.4
Operating margin (%)	3.8	4.5	3.8	4.2	4.4
EBITDA margin (%)	7.2	8.0	7.4	7.8	7.9
Net margin (%)	1.2	1.7	1.7	1.4	1.5
D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.5	1.1	1.1	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.1	0.8	0.8	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	3.2	3.6	3.2	2.7	2.7
Interest coverage - EBITDA (x)	6.0	6.5	6.2	5.0	4.9
ROA - using norm profit (%)	2.0	3.8	3.4	2.5	2.7
ROE - using norm profit (%)	10.1	18.4	14.1	9.6	9.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.8	13.6	12.8	9.1	9.3
- asset turnover (x)	1.8	1.6	1.8	1.7	1.7
- operating margin (%)	5.2	3.4	4.6	5.1	5.2
- leverage (x)	5.0	4.9	4.1	3.8	3.6
- interest burden (%)	77.4	63.1	74.5	69.5	69.3
- tax burden (%)	29.8	79.9	49.4	39.1	41.0
WACC (%)	#N/A	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	4.0	11.5	6.4	5.8	5.8
NOPAT (Bt m)	6,604	18,135	10,215	8,852	9,786
invested capital (Bt m)	157,847	159,265	153,453	168,724	160,214

Sources: Company data, ttb wealth estimates

SELL (Unchanged)

TP: Bt 1.45 (From: Bt 0.77)

Change in Numbers
Downside : 11.0%

IRPC Public Co Ltd (IRPC TB)

ต้นทุนสูงและแข่งขันยาก

แม้ว่าสงครามในตะวันออกกลางจะสร้างกำไรพิเศษในระยะสั้น แต่ IRPC ยังคงเผชิญแรงกดดันจากภาวะขาดดุลของอุตสาหกรรมปิโตรเคมี และต้นทุนการผลิตที่สูงจากขนาดธุรกิจที่เล็ก (มีสายการผลิตขนาดเล็กหลายหน่วย) เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” IRPC

วัฏจักรอ่อนแอและเสียเปรียบด้านขนาด; แนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรากำหนดคำแนะนำ “ขาย” IRPC แม้จะปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2026F เป็น 1.45 บาท (จาก 0.77 บาท) จากการปรับเพิ่มสมมติฐานมาร์จิ้นของธุรกิจปิโตรเคมีและโรงกลั่น ประเด็นสำคัญมีดังนี้ 1) เช่นเดียวกับบริษัทอื่นในกลุ่มพลังงาน IRPC ได้ประโยชน์จากราคาพลังงาน และสเปรดที่เพิ่มขึ้นจากสงครามตะวันออกกลาง อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกดังกล่าวเริ่มลดลงตามการคลี่คลายของความขัดแย้ง 2) วัฏจักรอุตสาหกรรมปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงขาลงต่อเนื่อง ซึ่งเราคาดว่าจะยาวไปจนถึงปี 2028F 3) ขนาดธุรกิจของ IRPC ค่อนข้างเล็ก โดยแต่ละสายผลิตภัณฑ์มีกำลังการผลิตไม่มาก ทำให้บริษัทมีต้นทุนการผลิตสูง ซึ่งยิ่งกดดันกำไรสุทธิในช่วงขาลง และ 4) ด้วยซื้อขายที่ P/BV 0.5 เท่า เทียบกับ ROE เพียง 1.7% ในปี 2027F เราจึงมองว่า IRPC ยังมีมูลค่าแพง

ผลประโยชน์เริ่มลดลง

IRPC ได้ประโยชน์จากการพุ่งขึ้นของ GRM และ petrochemical spreads ในช่วงสงครามตะวันออกกลาง อย่างไรก็ตาม สงครามกำลังผ่อนคลายเข้าสู่ช่วงการเจรจา ซึ่งเราคาดว่าจะสิ้นสุดภายในเดือนนี้ เรายังคงชอบกลุ่มโรงกลั่นหลังสงครามยุติ แต่คาดว่ากลุ่มปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงขาลงต่อเนื่อง IRPC มีกำลังการผลิตค่อนข้างเล็ก เพียง 215kbd และผลประกอบการของบริษัทถูกขบเคลือบโดยธุรกิจปิโตรเคมีเป็นหลัก ในด้านอุปสงค์-อุปทาน คาดว่าจะมีกำลังการผลิตโพลีโพรพิลีนเพิ่มขึ้น 19 ล้านตัน ในปี 2025–30F เทียบกับอุปสงค์ที่เพิ่มเพียง 13 ล้านตัน เพื่อสะท้อนผลกระทบจากสงครามตะวันออกกลางและโครงสร้างพื้นฐานที่เสียหายซึ่งต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐานส่วนต่างราคา PP-naphtha spread เป็น US\$420/410/400 ต่อตัน ในปี 2026–28F (จาก 390/400/390) อย่างไรก็ตาม ระดับดังกล่าวยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยช่วงวัฏจักรปกติ (mid-cycle) ที่ประมาณ US\$500 ต่อตัน

กำไรลดลงอย่างมากในปี 2027–28F

เราคาดว่า IRPC จะมีกำไร 3.6 พันลบ. ในปี 2026F จากแรงหนุนพิเศษของสงครามตะวันออกกลาง พลิกจากขาดทุน 3.5 พันลบ. อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวดังกล่าวไม่น่าจะยั่งยืน โดยคาดว่ากำไรจะลดลงอย่างมากเหลือเพียง 1.2/1.3 พันลบ. ในปี 2027–28F จากการที่สเปรดกลับสู่ภาวะปกติ และการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ของโรงงานในปี 2028F

โครงสร้างต้นทุนที่ไม่สามารถแข่งขันได้

ฐานต้นทุนการดำเนินงานของ IRPC อยู่ในระดับสูงที่ประมาณ US\$9–10/bbl เทียบกับ integrated margin เพียง US\$8.8/bbl ในปี 2025 ข้อเสียเปรียบด้านต้นทุนนี้มีสาเหตุหลักมาจากขนาดธุรกิจที่เล็กและสินทรัพย์ที่มีประสิทธิภาพต่ำกว่า ซึ่งจำกัดการเกิดการประหยัดจากขนาด ตัวอย่างเช่น บริษัทมีกำลังการผลิตโรงกลั่น 215kbd PP 775,000 ตัน HDPE 140,000 ตัน PS 125,000 ตัน เมื่อเทียบกับกำลังการผลิตใหม่ในตลาดโลก โดยเฉพาะในจีน ซึ่งสร้างในขนาดที่ใหญ่กว่ามาก ส่งผลให้มีต้นทุนต่อหน่วยต่ำกว่า อย่างมีนัยสำคัญ


YUPAPAN POLPORNPRASERT

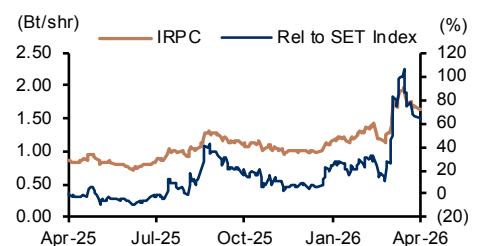
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	232,671	235,624	231,380	194,846
Net profit	(3,572)	6,888	1,204	1,370
Consensus NP	—	703	1,844	3,012
Diff frm cons (%)	—	879.6	(34.7)	(54.5)
Norm profit	(1,161)	3,586	1,204	1,370
Prev. Norm profit	—	(600)	(241)	(187)
Chg frm prev (%)	—	na	na	na
Norm EPS (Bt)	(0.1)	0.2	0.1	0.1
Norm EPS grw (%)	na	na	(66.4)	13.9
Norm PE (x)	na	9.3	27.7	24.3
EV/EBITDA (x)	9.8	4.1	4.7	4.1
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	0.6	1.8	1.8	1.8
ROE (%)	na	5.2	1.7	1.9
Net D/E (%)	61.9	39.9	29.7	19.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	1.63
Market Cap (US\$ m)	1,038.6
Listed Shares (m shares)	20,434.4
Free Float (%)	51.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	4.4
12M Price H/L (Bt)	1.98/0.71
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.05%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P41

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2023	2025	2026F	2027F	2028F
Norm profit (Bt m)					
- New	(4,415)	(1,161)	3,586	1,204	1,370
- Old			(600)	(241)	(187)
- Change (%)			na	na	na
Market GIM (US\$/bbl)					
- New	7.9	7.2	12.0	10.3	11.2
- Old			9.1	9.4	10.2
- Change (%)			31.3	10.0	9.9
PP-naphtha (US\$/tonne)					
- New	320	348	460	410	380
- Old			390	400	370
- Change (%)			17.9	2.5	2.7

Source: ttb wealth estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	15,054	11,626	11,574	10,073	9,821	6,514	6,453	5,802	5,151	4,520	4,520	4,717	
Free cash flow	11,063	8,952	8,593	9,802	8,647	3,601	4,390	3,421	3,307	2,197	2,358	2,919	50,459
PV of free cash flow	11,032	7,691	6,840	7,232	5,912	2,282	2,578	1,861	1,668	1,027	1,021	1,172	20,253
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
WACC (%)	7.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	70,570												
Net debt	40,818												
Minority interest	107												
Equity value	29,645												
# of shares	20,434												
Equity value / share	1.45												

Sources: Company data, ttb wealth estimates

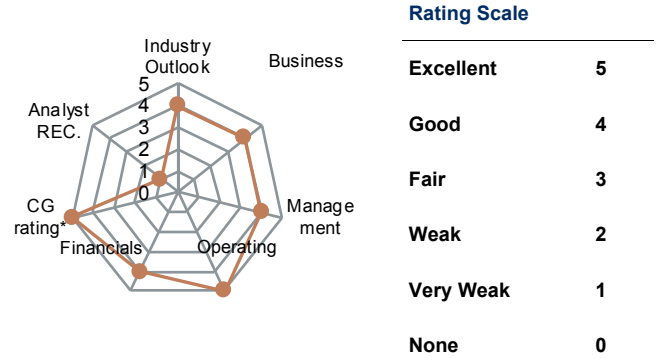
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมีครบวงจรตั้งอยู่ในพื้นที่ชายฝั่งทะเลทางภาคตะวันออกของประเทศไทย บริษัท มีกำลังการกลั่นน้ำมันดิบ 215 kbd กำลังการผลิตโอเลฟิน 1.2m tpa และอะโรเมติกและสไตรีนิกส์ 0.6m tpa กลยุทธ์การเติบโตของบริษัท มุ่งเน้นไปที่การขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ซึ่งบริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะเพิ่มปริมาณการขายโพลีเมอร์เป็น 52% ภายในปี 2025 จาก 22% ในปัจจุบัน

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมี complex แบบครบวงจร
- เป็นบริษัทในเครือ PTT

O — Opportunity

- มีโอกาสในการลดต้นทุน และปรับปรุงสัดส่วนการขายในประเทศ
- มีโอกาสที่มาร์จิ้นเพิ่มขึ้นจากการขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ที่ประสบความสำเร็จ

W — Weakness

- โครงสร้างต้นทุนเดิม
- ทำเลที่ตั้งค่อนข้างแยกออกจากมาบตาพุด

T — Threat

- ค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่อ่อนแอกว่าที่คาดจากทั้งความต้องการที่อ่อนแอและอุปทานใหม่ที่เติบโตอย่างมาก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	1.44	1.45	1%
Net profit 26F (Bt m)	703	6,888	880%
Net profit 27F (Bt m)	1,844	1,204	-35%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 9	SELL: 6

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการของเราสำหรับปี 2026F สูงกว่าค่าเฉลี่ยของ Bloomberg consensus เนื่องจากสมมติฐาน GRM ของเราที่สูงขึ้น
- จึงส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาด

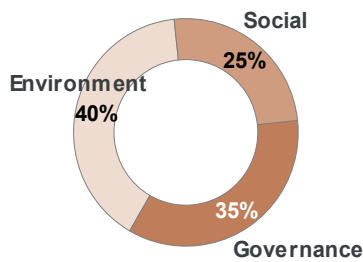
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

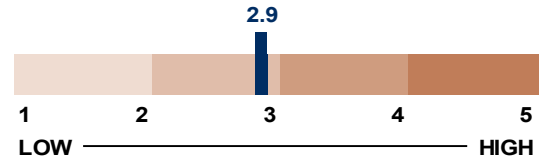
- Petrochemical spreads หรือ refining margin ที่สูงกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- หากราคาน้ำมันดิบลดลงสูงระดับต่ำ ซึ่งจะนำไปสู่ต้นทุนการดำเนินงานที่ลดลง จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- การประหยัดต้นทุน และ/หรือ การปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้น จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
IRPC	-	-	YES	2.87	0	59.37	5.0

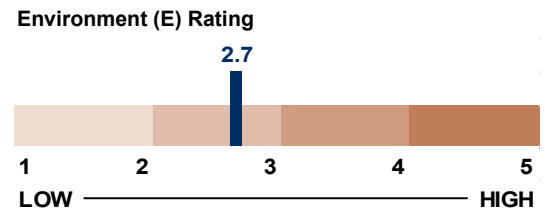
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- IRPC เป็นบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีแบบครบวงจร โดยมี PTT ถือหุ้นอยู่ 45% บริษัทมีขนาดกลาง ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นขนาด 215,000 บาร์เรลต่อวัน ในจังหวัดระยอง และมีการผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีรวม 2.2 ล้านตัน
- เราให้คะแนน ESG ของ IRPC อยู่ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.0 โดยด้านที่แข็งแกร่งที่สุดคือ สังคม (S) ที่ 3.5 รองลงมาคือ ธรรมชาติ (G) ที่ 3.0 และ สิ่งแวดล้อม (E) ที่ 2.7 ทั้งนี้ เราไม่ได้มองว่า IRPC เป็นหุ้นเด่นด้าน ESG
- IRPC มีจุดเด่นด้าน S โดยได้แรงหนุนจากความเสถียรในการดำเนินงานและความเสี่ยงจากการหยุดชะงักที่ต่ำ นอกจากนี้ยังมีการมีส่วนร่วมของพนักงานที่สูง มาตรฐานความปลอดภัยที่ดี และการบริหารแรงงานที่มีประสิทธิภาพ (มีสภาพแรงงานในระดับสูงแต่มีความขัดแย้งต่ำ)
- ด้านสิ่งแวดล้อม (E) เป็นจุดอ่อนที่สุดของ IRPC โดยมีคะแนนเพียง 2.7 แม้จะเป็นผู้ผลิตแบบครบวงจรทั้งโรงกลั่นและปิโตรเคมี แต่บริษัทมีประสิทธิภาพการใช้พลังงานไม่สูงนัก เนื่องจากโรงงานค่อนข้างเก่า และแต่ละสายการผลิตมีขนาดค่อนข้างเล็ก
- ด้านธรรมาภิบาล (G) อยู่ในระดับที่ค่อนข้างดีที่ 3.0 โดยมีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสมและมีคณะกรรมการย่อยครบถ้วน อย่างไรก็ตาม ถูกกดดันจากการกำกับดูแลในระดับกลุ่มของ PTT และโครงสร้างต้นทุนการดำเนินงานที่ค่อนข้างสูง

We assign IRPC a moderate E score of 2.7. Despite being an integrated refinery-petrochemical company, IRPC’s energy efficiency is limited by its aging facilities and the relatively small scale of each production unit. However, the company has set targets to improve its emission levels.



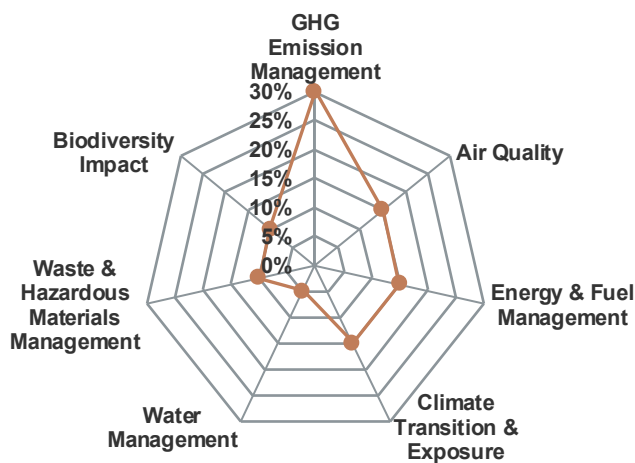
ENVIRONMENT

Our Comments

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

- We assign IRPC a moderate E score of 2.7, below the sector average of 2.9. The score reflects its small-scale production units on each production line, which results in its higher greenhouse gas (GHG) intensity of 320kg CO₂ per barrel of crude oil equivalent, above its peers’ average of 280kg CO₂ per barrel of crude oil equivalent.
- That said, IRPC has set clear targets of a 20% emission reduction by 2030 from the 2019 base year and net-zero emissions by 2050. Its absolute emissions are trending in the right direction, with Scope 1 and 2 emissions falling 10% to 3.71m tonnes of CO₂e in 2025 from 2019.
- IRPC has operational efficiency improvement plans with 39 energy-saving initiatives. The initiatives resulted in energy reduction equivalent to 23,000 tonnes of CO₂.
- Under its “IRPC Going Circular” framework, the company achieved an 84% waste circularity rate in 2025, alongside securing Thailand’s first “Zero Plastic Waste to Landfill in Production Processes” certification — a notable ESG differentiator domestically.
- Its decarbonization pathway remains in the early stages, with initiatives including floating solar deployment, energy efficiency optimization via its Energy Intensity Index (EII), and broader clean energy adoption.
- Product-side transition is developing, with IRPC expanding its low-carbon “ECO-PRO” product portfolio and registering 73 products under Carbon Footprint of Product (CFP) labels, positioning for rising demand for sustainable materials, particularly in export markets.

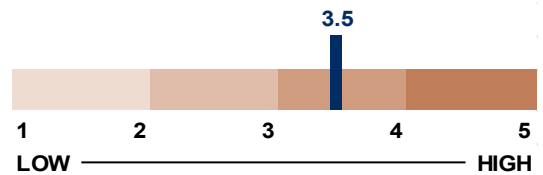
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

IRPC’s social performance is 3.5, a clear relative strength underpinned by high employee engagement, a solid safety track record, and proactive community investment.

Social (S) Rating

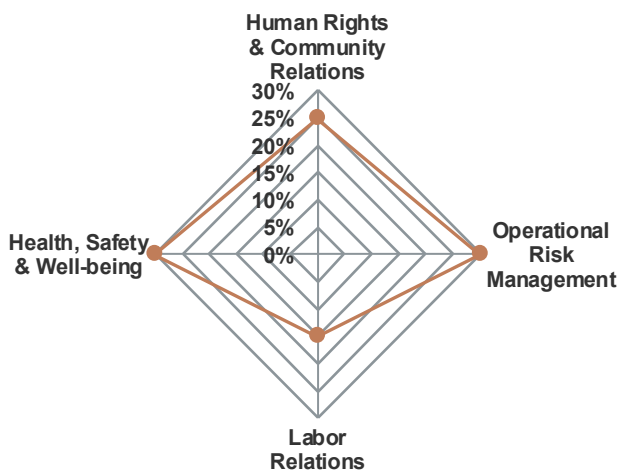


SOCIAL **Our Comments**

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

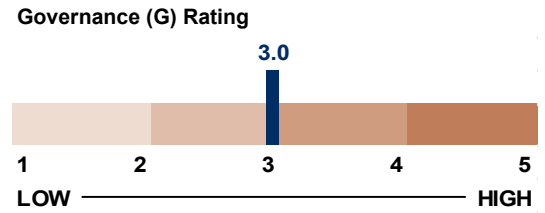
- We assign IRPC a good S score of 3.5, above its peer average of 3.0. This reflects its smooth operations, strong execution across workforce management, safety, and community engagement.
- Despite not being highly efficient in its structure, IRPC has operated its plants well. There haven’t been major incidents in either the refinery and petrochemical operations.
- Employee engagement is its key strength, with an 82% engagement score in 2025 (vs. 80% target). This was further validated by external recognition as a “2025 Mercer Thailand Best Employer”, reinforcing IRPC’s positioning as a leading employer in the sector.
- Safety performance is robust, with a Total Recordable Injury Rate (TRIR) of 0.22, outperforming the 0.26 target, and zero fatalities recorded during the year — an important metric for heavy industry operators.
- Human rights standards are well established, with IRPC recognized as a Gold Level Human Rights Model Organization for the second consecutive year (2024–25) and the seventh consecutive year overall, highlighting consistency rather than a one-off achievement.
- Labour relations appear stable and constructive, with ~80% of employees unionized across four labour unions. Engagement remains active but manageable, with three union proposals submitted and all successfully resolved during the year, suggesting limited labour friction risk.
- Community engagement is both measurable and impactful, with a community satisfaction score of 80.9% (vs. the 78% target). Initiatives are increasingly aligned with long-term social value creation, including smart farming programs, youth skills development, sustainable tourism promotion, and plastic recycling into medical prosthetics, supporting both circular economy and social inclusion objectives.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

IRPC's G score is decent at 3.0, reflecting a well-structured governance framework that is broadly in line with peers, supported by independent oversight and formal committees. However, group-level control via PTT, along with its high operating cost structure, weighs down the score.

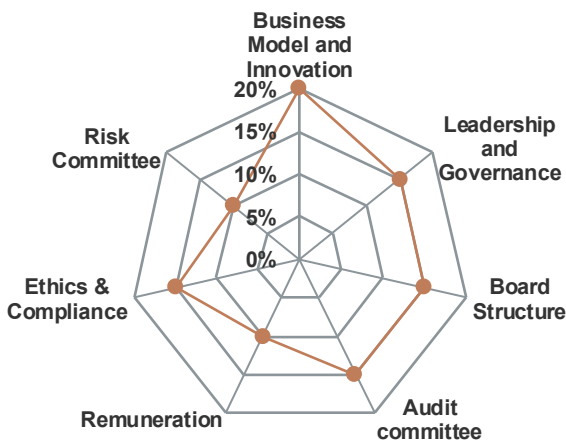


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

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

- We assign IRPC a decent G score of 3.0, reflecting a sound governance framework and adequate board independence, partially offset by its high operating cost structure.
- IRPC's board structure is quite decent, with the board chairman being an independent director. Also, its independent board ratio of 8 out of 14 (53%) is acceptable, as it's over 50% but still below the two-thirds ideal.
- IRPC has a comprehensive set of committees, including an Audit Committee, Corporate Governance and Sustainability Committee, Nomination and Remuneration Committee, and Risk Management Committee.
- IRPC is 45% owned by PTT and its strategic decisions requires approval from the parent company. While this ensures alignment with group policies and risk controls, it may limit strategic flexibility and speed of execution relative.
- On business sustainability, cost competitiveness is a key weakness for IRPC. The disadvantage is on small and medium size of its operation units. IRPC's production capacities of its product lines are considered small scale by today's global and regional standards. The company however is committed to improve this via cost rationalization initiatives. Also to improve return, IRPC targets to increase higher-margin specialty products from 40% of sales in 2025 to 60% by 2030.
- Still on business sustainability, IRPC remains a highly volatile company due to the nature of its refinery and petrochemical businesses. Despite being a relatively integrated producer, the business remains highly volatile. There is yet to be diversification to a stable non-energy business area.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	281,711	232,671	235,624	231,380	194,846
Cost of sales	272,996	221,223	217,463	216,348	182,027
Gross profit	8,715	11,448	18,161	15,032	12,819
% gross margin	3.1%	4.9%	7.7%	6.5%	6.6%
Selling & administration expenses	14,500	13,299	12,573	12,983	10,933
Operating profit	(5,785)	(1,851)	5,588	2,049	1,886
% operating margin	-2.1%	-0.8%	2.4%	0.9%	1.0%
Depreciation & amortization	9,141	9,425	9,466	9,578	9,688
EBITDA	3,356	7,574	15,054	11,626	11,574
% EBITDA margin	1.2%	3.3%	6.4%	5.0%	5.9%
Non-operating income	1,298	1,282	1,212	1,252	1,054
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,427)	(2,337)	(2,427)	(2,731)	(2,156)
Pre-tax profit	(6,914)	(2,906)	4,372	570	784
Income tax	(1,474)	(817)	1,715	294	337
After-tax profit	(5,440)	(2,089)	2,657	276	447
% net margin	-1.9%	-0.9%	1.1%	0.1%	0.2%
Shares in affiliates' Earnings	989	900	900	900	900
Minority interests	36	28	28	28	23
Extraordinary items	(779)	(2,411)	3,302	0	0
NET PROFIT	(5,194)	(3,572)	6,888	1,204	1,370
Normalized profit	(4,415)	(1,161)	3,586	1,204	1,370
EPS (Bt)	(0.3)	(0.2)	0.3	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	(0.2)	(0.1)	0.2	0.1	0.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	56,999	67,086	48,687	48,274	42,055
Cash & cash equivalent	9,924	27,198	9,000	9,000	9,000
Account receivables	13,269	12,037	12,190	11,970	10,080
Inventories	28,791	23,832	23,427	23,307	19,610
Others	5,015	4,019	4,070	3,997	3,366
Investments & loans	8,841	9,887	9,887	9,887	9,887
Net fixed assets	109,789	101,534	94,640	88,066	80,878
Other assets	8,926	8,875	8,978	8,830	7,553
Total assets	184,555	187,383	162,193	155,057	140,374
LIABILITIES:					
Current liabilities:	53,844	58,981	52,914	49,908	41,689
Account payables	29,589	40,685	39,993	39,788	33,476
Bank overdraft & ST loans	6,800	0	0	0	0
Current LT debt	9,197	10,786	5,988	3,051	2,339
Others current liabilities	8,257	7,510	6,933	7,069	5,874
Total LT debt	55,727	57,229	31,773	27,456	21,053
Others LT liabilities	4,875	5,183	5,347	5,254	4,459
Total liabilities	114,447	121,393	90,035	82,618	67,201
Minority interest	143	107	79	51	28
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434
Share premium	28,554	28,554	28,554	28,554	28,554
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(308)	(318)	(318)	(318)	(318)
Retained earnings	21,285	17,211	23,409	23,717	24,474
Shareholders' equity	69,966	65,882	72,079	72,387	73,145
Liabilities & equity	184,555	187,383	162,193	155,057	140,374

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	(6,914)	(2,906)	4,372	570	784
Tax paid	1,474	817	(1,715)	(294)	(337)
Depreciation & amortization	9,141	9,425	9,466	9,578	9,688
Chg In working capital	1,234	17,286	(439)	135	(724)
Chg In other CA & CL / minorities	7,001	3,069	272	1,110	336
Cash flow from operations	11,936	27,691	11,956	11,098	9,746
Capex	(4,568)	(1,170)	(2,572)	(3,003)	(2,500)
Right of use	21	16	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	172	(1,047)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,761)	(4,026)	3,363	56	481
Cash flow from investments	(8,136)	(6,227)	791	(2,947)	(2,019)
Debt financing	655	(3,679)	(30,254)	(7,255)	(7,114)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(612)	(204)	(691)	(895)	(613)
Warrants & other surplus	(138)	(308)	0	0	0
Cash flow from financing	(96)	(4,191)	(30,945)	(8,151)	(7,727)
Free cash flow	3,800	21,465	12,747	8,151	7,727

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	na	na	9.3	27.7	24.3
Normalized PE - at target price (x)	na	na	8.3	24.6	21.6
PE (x)	na	na	4.8	27.7	24.3
PE - at target price (x)	na	na	4.3	24.6	21.6
EV/EBITDA (x)	28.3	9.8	4.1	4.7	4.1
EV/EBITDA - at target price (x)	27.2	9.3	3.9	4.4	3.8
P/BV (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/CFO (x)	2.8	1.2	2.8	3.0	3.4
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
Dividend yield (%)	0.6	0.6	1.8	1.8	1.8
FCF Yield (%)	11.4	64.4	38.3	24.5	23.2
(Bt)					
Normalized EPS	(0.2)	(0.1)	0.2	0.1	0.1
EPS	(0.3)	(0.2)	0.3	0.1	0.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	3.4	3.2	3.5	3.5	3.6
CFO/share	0.6	1.4	0.6	0.5	0.5
FCF/share	0.2	1.1	0.6	0.4	0.4

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.8)	(17.4)	1.3	(1.8)	(15.8)
Net profit (%)	na	na	na	(82.5)	13.9
EPS (%)	na	na	na	(82.5)	13.9
Normalized profit (%)	na	na	na	(66.4)	13.9
Normalized EPS (%)	na	na	na	(66.4)	13.9
Dividend payout ratio (%)	(3.9)	(5.7)	17.1	50.9	44.7
Operating performance					
Gross margin (%)	3.1	4.9	7.7	6.5	6.6
Operating margin (%)	(2.1)	(0.8)	2.4	0.9	1.0
EBITDA margin (%)	1.2	3.3	6.4	5.0	5.9
Net margin (%)	(1.9)	(0.9)	1.1	0.1	0.2
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.0	0.5	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.6	0.4	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	2.3	0.8	0.9
Interest coverage - EBITDA (x)	1.4	3.2	6.2	4.3	5.4
ROA - using norm profit (%)	na	na	2.1	0.8	0.9
ROE - using norm profit (%)	na	na	5.2	1.7	1.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	3.9	0.4	0.6
- asset turnover (x)	1.5	1.3	1.3	1.5	1.3
- operating margin (%)	na	na	2.9	1.4	1.5
- leverage (x)	2.6	2.7	2.5	2.2	2.0
- interest burden (%)	154.1	510.4	64.3	17.3	26.7
- tax burden (%)	na	na	60.8	48.4	57.0
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	(4.1)	(1.4)	3.2	1.0	1.1
NOPAT (Bt m)	(5,785)	(1,851)	3,396	992	1,076
invested capital (Bt m)	131,766	106,700	100,841	93,894	87,537

Sources: Company data, ttb wealth estimates

SELL (Unchanged)

TP: Bt 21.00 (From: Bt 14.00)

Change in Numbers
Downside : 16.0%

Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

ราคาหุ้นสะท้อนสเปรดที่พุ่งขึ้นแล้ว

PET spreads เพิ่มเป็นสองเท่าจากผลของสงครามตะวันออกกลาง ซึ่งเรามองว่าไม่ยั่งยืน แม้ IVL จะได้ประโยชน์จาก PET spread ที่สูงขึ้น แต่ไม่สามารถรับรู้ประโยชน์จากสเปรดในสหรัฐได้เต็มที่เพราะราคาอยู่ภายใต้สัญญา เรายังคงแนะนำ “ขาย” ด้วยข้อขายที่ P/BV 1.1 เท่า VS ROE 4.9% ในปี 2027F

ราคาหุ้นสะท้อนสเปรดที่ไม่ยั่งยืน; แนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” IVL แม้จะปรับเพิ่มราคาเป้าหมายปี 2026F เป็น 21 บาท จาก 14 บาท จากการปรับเพิ่มสมมติฐาน PET spread ประเด็นสำคัญมีดังนี้ 1) การพุ่งขึ้นของ PET spread ไม่ยั่งยืน และมีแนวโน้มจะปรับลดลง เนื่องจากตลาด PET ยังคงมีอุปทานล้นตลาด 2) แม้ IVL จะได้ประโยชน์จาก PET spread ที่เพิ่มขึ้น แต่ไม่สามารถรับรู้ประโยชน์จาก spot US spread ได้เต็มที่เนื่องจากโครงสร้างรายได้ส่วนใหญ่เป็นแบบสัญญา โดยธุรกิจ PET ในสหรัฐเป็นแหล่งรายได้หลักของบริษัท และ 3) แม้เราจะปรับสมมติฐาน PET spread เพื่อสะท้อนผลกระทบจากความเสียหายของโครงสร้างพื้นฐานและโรงงานผลิตตัวสุดท้ายที่ต่อใช้เวลาในการฟื้นฟู แต่เรายังคงมองว่า IVL มีมูลค่าสูง ข้อขายที่ P/BV 1.1 เท่า เทียบกับ ROE 4.9% ในปี 2027F (ปีที่สมมติฐานกลับสู่ภาวะปกติ) ทั้งนี้ เราได้ปรับเพิ่มกำไร 45/4/13% ในปี 2026–28F จากสมมติฐานสเปรดใหม่

PET ยังคงอยู่ในภาวะอุปทานล้นตลาด

อุตสาหกรรม PET มีการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่จำนวนมากถึง 12.2 ล้านตัน เทียบกับอุปสงค์ใหม่เพียง 3.7 ล้านตัน ในปี 2023–25 แม้ว่าปีนี้สมมติตลาดจะดีขึ้นและมีอุปทานใหม่จำกัดหลังจากนี้ แต่กำลังการผลิตจำนวนมากที่เข้ามาในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ยังคงทำให้ตลาดอยู่ในภาวะล้น สงครามตะวันออกกลางถือเป็นปัจจัยบวกสุทธิต่ออุตสาหกรรม เนื่องจากทำให้โครงสร้างพื้นฐานและโรงงานบางส่วนของห่วงโซ่อุปทานเสียหาย ซึ่งต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู ประกอบกับ risk premium จาก Trump จะช่วยหนุนระดับพื้นฐานของ PET spread อย่างไรก็ดี การพุ่งขึ้นของสเปรดที่เพิ่มเป็นสองเท่าในปัจจุบันนั้นไม่ยั่งยืน เราปรับเพิ่มสมมติฐาน Asia integrated PET spread เป็น US\$223/150/167 ต่อตัน (จาก US\$120/124/129) และ EMEA spread เป็น US\$446/379/406 ต่อตัน (จาก US\$351/362/384) ในปี 2026–28F โดยใน 5 ปีที่ผ่านมา Asia spread เฉลี่ยอยู่ที่ US\$205 ต่อตัน และ EMEA อยู่ที่ US\$503 ต่อตัน

อาจไม่ได้รับประโยชน์เต็มที่

Asia integrated PET spread เพิ่มขึ้นเป็น US\$300 ต่อตัน จาก US\$160 ก่อนเกิดสงคราม ขณะที่ EMEA PET spread เพิ่มขึ้นเป็น US\$571 จาก US\$409 IVL ได้รับประโยชน์จากการปรับขึ้นของสเปรดในเอเชีย แต่ไม่ได้รับประโยชน์เต็มที่จากฝั่ง EMEA เนื่องจาก 85–90% ของปริมาณขายในสหรัฐอยู่ในรูปแบบสัญญา (contracted pricing) ซึ่งราคาจะถูกปรับปีละครั้ง ทั้งนี้ ธุรกิจ PET ในสหรัฐของ IVL คิดเป็นประมาณ 70% ของ EBITDA จากธุรกิจ PET ของบริษัท

มูลค่าสูงเกินจริงแม้กำไรจะสูงขึ้น

ราคาหุ้นของ IVL เพิ่มขึ้น 54% YTD และเราเชื่อว่าได้สะท้อนถึงการเพิ่มขึ้นของสเปรดเนื่องจากสถานการณ์สงครามแล้ว แม้ว่าเราจะปรับเพิ่มประมาณการกำไร แต่สำหรับเราแล้ว IVL ยังดูแพงอยู่ โดยข้อขายที่ PE ที่ 19/25 เท่า จากฐานกำไรที่สูงอยู่แล้ว และ P/BV อยู่ที่ 1.1/1.0 เท่า เทียบกับ ROE ที่ 6.7/4.9% ในปี 2026-27F


YUPAPAN POLPORNPRASERT

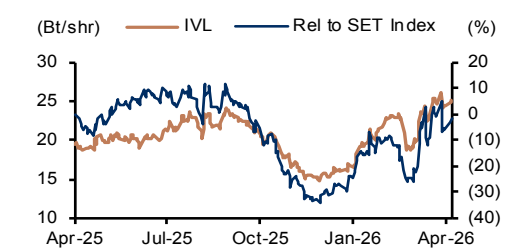
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	447,246	403,252	408,935	413,132
Net profit	(7,348)	8,153	6,618	6,609
Consensus NP	—	6,301	8,706	11,086
Diff frm cons (%)	—	29.4	(24.0)	(40.4)
Norm profit	(3,067)	8,153	6,618	6,609
Prev. Norm profit	—	5,635	6,388	5,853
Chg frm prev (%)	—	44.7	3.6	12.9
Norm EPS (Bt)	(0.5)	1.3	1.0	1.0
Norm EPS grw (%)	na	na	(22.5)	(0.1)
Norm PE (x)	na	19.1	24.6	24.7
EV/EBITDA (x)	10.1	7.1	6.9	6.4
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	2.8	2.8	3.4	2.9
ROE (%)	na	6.7	4.9	4.5
Net D/E (%)	174.8	156.7	115.4	105.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	25.00
Market Cap (US\$ m)	4,376.7
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	18.8
12M Price H/L (Bt)	26.00/14.80
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 65.69%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P52

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

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Normalized profit (Bt m)						
- New	2,366	6,163	(3,067)	8,153	6,618	6,609
- Old				5,635	6,388	5,853
- Change (%)				44.7	3.6	12.9
EBTIDA (US\$ m)						
- New	1,284	1,472	1,101	1,535	1,441	1,477
- Old				1,357	1,415	1,343
- Change (%)				13.1	1.9	10.0
Asia Integrated PET spread (US\$/tonne)						
- New	162	140	120	223	150	167
- Old				120	124	129
- Change				103	26	38
West Integrated PET spread (US\$/tonne)						
- New	335	425	367	446	379	406
- Old				376	385	395
- Change				70	(6)	11

Source: ttb wealth estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	49,872	46,845	48,010	46,803	46,803	46,803	46,803	46,803	46,803	46,803	46,803	46,803	
Free cash flow	27,907	30,890	31,987	26,712	26,854	27,016	27,179	27,342	27,505	27,667	27,828	27,990	416,177
PV of free cash flow	27,831	26,073	24,795	19,021	17,566	16,234	14,999	13,861	12,808	11,835	10,933	10,101	150,195
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	8.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	356,251												
Net debt	225,418												
Minority interest	11,424												
Equity value	119,409												
# of shares	5,615												
Equity value / share	21												

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Reliance Industries	RIL IN	India	13.4	9.8	na	na	na	na	11.8	10.4	na	na
Lotte Chemical	011170 KS	South Korea	na	na	na	na	0.3	0.3	15.1	10.4	1.3	1.5
Alpek	ALPEKA MM	Mexico	na	152.6	35.7	14.1	0.9	0.9	6.2	5.6	0.6	4.6
Sinopec	386 HK	Hong Kong	23.7	13.5	11.8	10.4	0.6	0.6	5.9	5.5	6.0	6.6
IRPC	IRPC TB *	Thailand	na	(66.4)	9.3	27.7	0.5	0.5	4.1	4.7	1.8	1.8
Indorama Ventures	IVL TB *	Thailand	na	(22.5)	19.1	24.6	1.1	1.0	7.1	6.9	2.8	3.4
PTT Global Chemical	PTTGC TB *	Thailand	na	(47.2)	18.2	34.5	0.5	0.5	6.9	7.5	1.4	1.4
Siam Cement	SCC TB *	Thailand	157.9	33.3	21.6	16.2	0.8	0.8	14.9	10.0	2.6	3.0
Average			59.4	12.4	19.1	19.6	1.0	1.0	9.3	8.1	2.2	2.9

Sources: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 17 April 2026 closing prices

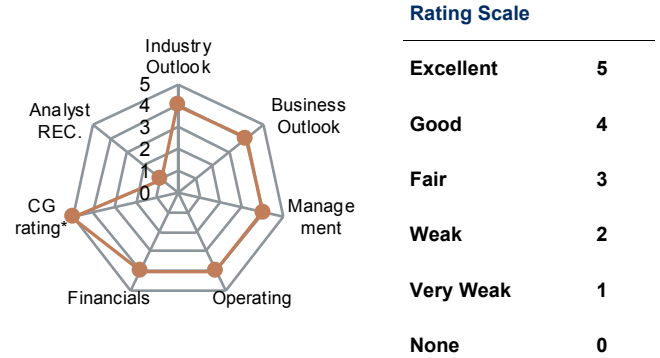
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตพอลิเอทิลีนเทเรพทาเลต (PET) เส้นใยและเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์ กระจกเทอร์พทาติกบิสฟีนอล (PTA) และ โมโนเอธิลีน ไกลคอล (MEG) IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแนวตั้งของห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยอดขายมีการกระจายอยู่ในตลาดสำคัญๆ ทั่วโลก เช่น อเมริกาและยุโรป และมีผลิตภัณฑ์ในหลายตลาดเช่น อาหาร เครื่องดื่ม การดูแลส่วนบุคคลและที่บ้าน การดูแลสุขภาพ ยานยนต์ สิ่งทอและผลิตภัณฑ์ในกลุ่มอุตสาหกรรม เราเชื่อว่า IVL อยู่ในจุดเปลี่ยนสำหรับการเติบโตระยะที่สาม ผ่านการขยายสู่บริษัทบรรจุภัณฑ์, โอลิฟินส์ครบวงจร

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงงานที่มีขนาดใหญ่และมีประสิทธิภาพสูงทำให้ IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในโลก
- ปริมาณการผลิตที่มาก และความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าช่วยให้ IVL สามารถคงอัตราการผลิตไว้ได้ในระดับสูง และได้รับผลจากการประหยัดต่อขนาดมาก
- การสร้างโรงงานในตลาดสำคัญๆ ช่วยให้ IVL สามารถลดค่าใช้จ่ายการขนส่งไปได้มาก และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการตั้งกำแพงการค้า

O — Opportunity

- IVL ยังคงมีโอกาสด้านศักยภาพในการเติบโตเพิ่มเติมจากการขยายพอร์ต IOD
- มี upside ที่อาจเกิดขึ้นจากธุรกิจ rPET
- การควมรวมกิจการในสหรัฐฯ และในยุโรปช่วยให้ส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ยังคงตัวอยู่ได้

W — Weakness

- IVL พึ่งพาต่อสายการผลิตผลิตภัณฑ์ PET/polyester เป็นอย่างมาก และการลงทุนในโอเอทีแคร็กเกอร์ของสหรัฐฯ ทำให้ IVL มีความเสี่ยงต่อความผันผวนของราคาน้ำมัน
- สำหรับกลุ่ม PET ลูกค้าส่วนใหญ่ของ IVL เป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งมีอำนาจการต่อรองสูง

T — Threat

- ภัยคุกคามจากการตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมที่สูงขึ้น จะนำไปสู่ความต้องการ PET ที่ลดลง
- เทคโนโลยีใหม่ๆ ที่ช่วยลดต้นทุนการผลิตลง จะทำให้ผู้เล่นรายอื่นเลือกลงทุนเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และเกิดประโยชน์ร่วมกันจำกัด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	26.17	21.00	-20%
Net profit 26F (Bt m)	6,301	8,153	29%
Net profit 27F (Bt m)	8,706	6,618	-24%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2027F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงลบมากขึ้นต่อน้ำมัน PET
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

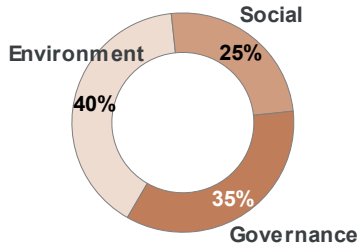
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Spreads ที่ต่ำกว่าคาด และ/หรือ การควบคุมต้นทุนที่ต่ำกว่าคาดเป็นปัจจัยหลักที่ก่อให้เกิด upside risk ต่อประมาณการของเรา
- ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้สเปรด MTBE และ MEG ลดลง ซึ่งเป็น upsideside risk ต่อประมาณการของเรา
- การเข้าซื้อกิจการล่าสุดที่รวดเร็วกว่าที่คาดไว้ จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการหนึ่ง

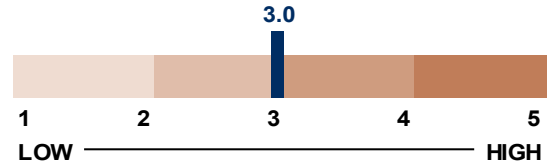
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
IVL	YES	AAA	YES	3.04	0	58.26	5.0

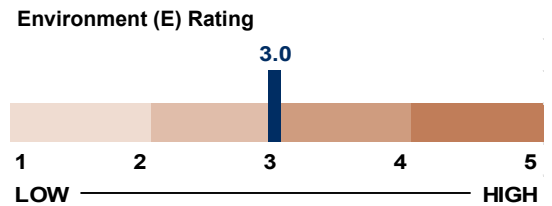
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- IVL เป็นผู้ผลิตและรีไซเคิล PET รายใหญ่ที่สุดในโลก โดยมีการกระจายธุรกิจ ในหลายภูมิภาค ได้แก่ อเมริกา ~50% ของรายได้, EMEA ~21% และเอเชีย ~29% ธุรกิจหลักประกอบด้วย Combined PET, Fibers และ Indovinya ซึ่งให้บริการแก่ตลาดปลายทางหลากหลาย เช่น อาหารและเครื่องดื่ม ยานยนต์ สุขอนามัย เกษษกรรม สิ่งทอ ของใช้ในบ้านและของใช้ส่วนบุคคล รวมถึงเคมีเกษตร
- PET สามารถรีไซเคิลได้โดยธรรมชาติ และโดยทั่วไปมีปริมาณการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ต่ำกว่าพลาสติกทั่วไปหลายชนิด ซึ่งสนับสนุนบทบาทของ IVL ในการเปลี่ยนผ่านสู่เศรษฐกิจหมุนเวียน
- เราให้คะแนน ESG ของ IVL อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.0 โดยด้านสิ่งแวดล้อม (E) อยู่ที่ 3.0, สังคม (S) ที่ 3.3 และ ธรรมชาติ (G) ที่ 3.0
- คะแนน E ได้รับการสนับสนุนจากแผนงานลดการปล่อยคาร์บอนที่ชัดเจน และโครงการต่าง ๆ ที่กำลังดำเนินการอยู่ทั้งด้านการลดการปล่อยก๊าซและการส่งเสริมเศรษฐกิจหมุนเวียน (circularity) อย่างไรก็ตาม ความคืบหน้าโดยรวมยังคงค่อนข้างคืบหน้าไป เนื่องจากธุรกิจ PET และเคมีภัณฑ์เป็นอุตสาหกรรมที่ใช้พลังงานสูง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะมีการปรับปรุงอย่างต่อเนื่องในอนาคตเมื่อโครงการริเริ่มที่สำคัญขยายผลขึ้น
- คะแนนด้านสังคม (S) ที่ 3.3 สะท้อนถึงการพัฒนารับยากรบุคคลที่แข็งแกร่งและการมีส่วนร่วมกับชุมชนอย่างต่อเนื่อง โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงการฝึกอบรมที่เป็นระบบ การพัฒนาผู้นำ และโครงการให้ความรู้ด้านการศึกษาอย่างกว้างขวาง
- คะแนน G ที่ 2.95 ถือว่าต่ำที่สุดในบรรดาสามเสาหลัก ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่ได้รับอิทธิพลจากครอบครัวเป็นหลัก อย่างไรก็ตาม สิ่งนี้ได้รับการชดเชยบางส่วนด้วยการกำกับดูแลจากผู้บริหารมืออาชีพและวินัยด้านการกำกับดูแลที่ดีขึ้น

We assign IVL an Environmental score of 3.0, reflecting a strong decarbonization roadmap but an energy-intensive footprint. However, near-term execution remains gradual, especially in renewable adoption and absolute emissions reduction.

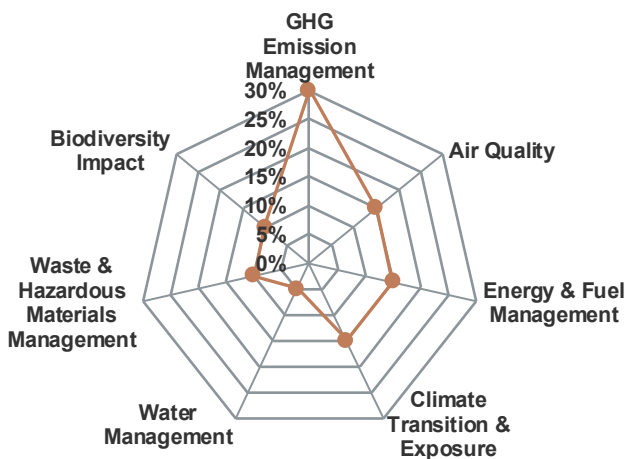


ENVIRONMENT **Our Comments**

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

- We assign IVL a decent E score of 3.0, reflecting its strong commitment to decarbonization and circular economy initiatives. That is, however, weighed down by gradual execution in renewable adoption and absolute emissions reduction.
- In 2024, IVL delivered a 4.5% reduction in GHG intensity, driven by energy efficiency improvements, fuel optimization, and higher renewable electricity usage, vs. its 10% reduction target by 2025. Water intensity also declined by 6.4%, though still tracking behind its 10% reduction target by 2025.
- Looking ahead, IVL targets a 20% reduction in GHG intensity by 2030, alongside a 20% reduction in water intensity (vs. the 2020 baseline). The company continues to pursue a mix of operational efficiency, technology upgrades, and strategic partnerships to support these goals.
- Renewable energy adoption remains a key lever, with a target of 10% renewable electricity by 2025 and 25% by 2030. However, actual penetration remains modest at 2.9% in 2024. The ramp-up is expected to accelerate in later years as PPAs and regional renewable integration scale up.
- On circularity, IVL continues to reinforce its leadership in PET recycling, with 396,666 tonnes of bale input capacity, progressing toward its 1.5mn tonne 2030 target. Notably, its European operations (particularly Germany) achieved a technical milestone by producing polymers with ~30% recycled PCR content from colored PET bottles, enhancing the value proposition of rPET and supporting downstream demand development.
- In 2025, IVL also strengthened its circular textile strategy through a joint venture with Jiaren Chemical Recycling, targeting up to 100,000 tonnes of annual textile-to-PET spinning capacity, supporting supply chain resilience and accelerating circularity in the global textile industry.

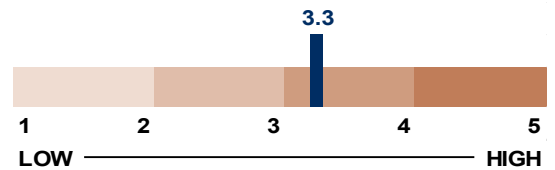
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign IVL a decent Social score of 3.3, reflecting solid workforce development, safety culture, and active community engagement. Continued investment in training, leadership development, and recycling education supports strong employee capabilities and reinforces its circular-economy positioning.

Social (S) Rating

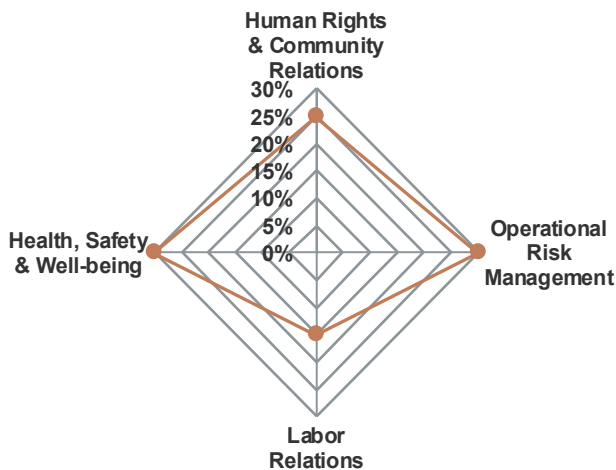


SOCIAL **Our Comments**

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

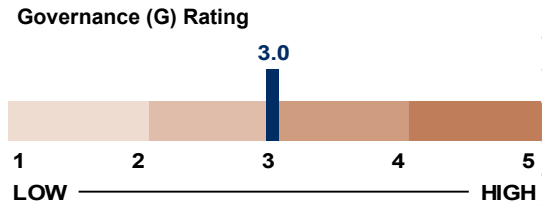
- We assign IVL a decent S score of 3.3, reflecting robust human capital development, active community engagement, and well-integrated sustainability education across its global operations.
- The Future Leaders Program (launched 2023) supports leadership development and succession planning and was recognized with a 2024 Gold Award, highlighting structured talent development globally.
- Employee engagement remains solid at 73.9%, supported by extensive training investment. In 2024, IVL delivered 597,000 training hours, equivalent to 23 hours per employee, highlighting continued focus on upskilling and workforce capability enhancement across operational and sustainability domains.
- In terms of human capital and safety, employee engagement remains solid at 73.9%, supported by strong training investment. In 2024, IVL delivered ~597,000 training hours (23 hours per employee), reflecting continued focus on upskilling and strengthening operational safety and workforce capability.
- On community impact, IVL invested US\$2.2mn in 2024, supporting recycling education for 1.1m people, executing 527 CSR activities with 8,800 volunteer hours, and engaging 1,100+ employees, reinforcing its circular economy positioning.
- In 2025, the Green Campus Initiative engaged 500+ students with Silpakorn University on PET recycling, collecting 1,390 kg of PET and reducing 1.39 tonnes of CO₂ through a “from campus to factory” circular learning loop.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign IVL a decent G score of 3.0, reflecting professional management, structured oversight, and a clear commitment to sustainability and improved capital discipline. The score is, however, weighed down by a family-influenced board structure with multiple family members.



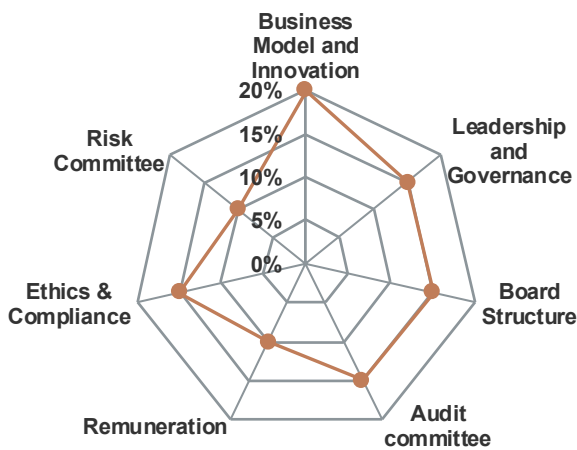
GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

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

- We assign IVL a G score of 3.0. While it has a board structure with significant family representation, the score is strengthened by professional management, established oversight mechanisms, and an increasing focus on sustainability and disciplined capital allocation.
- IVL’s board structure is weak in our view. The board chair is not an independent director, and five members, including the chairman, are related to the founding family, limiting board independence relative to global peers. There are five independent directors, implying only a 5/12 independent board ratio as opposed to the best practice of two-thirds.
- Related-party transactions within the group remain a structural feature given IVL’s multi-entity global footprint and acquisition-led expansion strategy. That said, the company has implemented pricing transparency frameworks and disclosure practices to mitigate minority shareholder concerns.
- From a capital allocation perspective, IVL’s historically aggressive inorganic expansion strategy has resulted in elevated leverage at various points in the cycle. However, amid a weaker petrochemical environment, management has shifted focus toward capex discipline, balance sheet deleveraging, and internal cash flow optimization, which we view as a positive governance evolution.
- Under business sustainability, despite a strong point under its “Innovate to 28” strategy, which supports a company-wide shift toward a more sustainable operating model, the recent capacity expansion in China is weakening IVL’s lowest-cost producer market position.
- That said, IVL continues to drive product innovation, including specialty PET resin for the EcoRecord® recyclable LP record and certified skin-friendly PET fibers and yarns for apparel, reinforcing its sustainability-linked product portfolio.
- IVL has all necessary committees for good governance, including audit, remuneration, and sustainability and risk committee.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	542,430	447,246	403,252	408,935	413,132
Cost of sales	465,814	385,793	196,673	202,155	203,862
Gross profit	76,617	61,453	206,579	206,780	209,270
% gross margin	14.1%	13.7%	51.2%	50.6%	50.7%
Selling & administration expenses	52,729	50,697	182,274	184,842	186,740
Operating profit	23,888	10,756	24,305	21,938	22,531
% operating margin	4.4%	2.4%	6.0%	5.4%	5.5%
Depreciation & amortization	28,034	25,625	25,567	24,907	25,479
EBITDA	51,923	36,381	49,872	46,845	48,010
% EBITDA margin	9.6%	8.1%	12.4%	11.5%	11.6%
Non-operating income	(275)	(103)	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(16,229)	(14,759)	(14,201)	(13,753)	(14,357)
Pre-tax profit	7,384	(4,106)	10,104	8,185	8,174
Income tax	2,203	(1,086)	2,095	1,711	1,709
After-tax profit	5,181	(3,020)	8,009	6,474	6,465
% net margin	1.0%	-0.7%	2.0%	1.6%	1.6%
Shares in affiliates' Earnings	317	88	371	371	371
Minority interests	666	(135)	(227)	(227)	(227)
Extraordinary items	(25,425)	(4,282)	0	0	0
NET PROFIT	(19,262)	(7,348)	8,153	6,618	6,609
Normalized profit	6,163	(3,067)	8,153	6,618	6,609
EPS (Bt)	(3.4)	(1.3)	1.3	1.0	1.0
Normalized EPS (Bt)	1.1	(0.5)	1.3	1.0	1.0

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	184,116	166,642	112,503	114,382	115,289
Cash & cash equivalent	18,039	27,983	18,627	18,627	18,627
Account receivables	53,085	36,334	32,760	33,222	33,563
Inventories	92,855	79,210	40,380	41,506	41,856
Others	20,137	23,114	20,735	21,027	21,243
Investments & loans	4,065	12,063	12,063	12,063	12,063
Net fixed assets	271,124	269,933	261,623	247,717	233,238
Other assets	82,246	74,842	71,683	72,091	72,393
Total assets	541,552	523,480	457,873	446,253	432,983
LIABILITIES:					
Current liabilities:	192,738	170,563	107,006	117,949	123,192
Account payables	93,116	85,822	43,751	44,971	45,350
Bank overdraft & ST loans	42,193	36,618	33,746	28,887	26,774
Current LT debt	28,916	22,207	17,500	31,500	38,500
Others current liabilities	28,512	25,916	12,009	12,591	12,567
Total LT debt	178,870	194,577	182,280	139,514	120,008
Others LT liabilities	31,015	29,390	31,457	31,725	31,922
Total liabilities	402,622	394,529	320,744	289,187	275,121
Minority interest	12,979	11,424	11,651	11,878	12,105
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Share premium	60,331	60,331	60,331	60,331	60,331
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(10,003)	(6,713)	(1,713)	17,487	17,487
Retained earnings	70,008	58,294	61,245	61,755	62,324
Shareholders' equity	125,951	117,527	125,477	145,188	145,757
Liabilities & equity	541,552	523,480	457,873	446,253	432,983

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	7,384	(4,106)	10,104	8,185	8,174
Tax paid	(2,282)	839	(2,237)	(1,688)	(1,700)
Depreciation & amortization	28,034	25,625	25,567	24,907	25,479
Chg In working capital	(6,989)	23,103	332	(368)	(312)
Chg In other CA & CL / minorities	7,293	688	(11,131)	638	122
Cash flow from operations	33,440	46,149	22,635	31,674	31,763
Capex	13,235	(24,434)	(17,258)	(11,000)	(11,000)
Right of use	1,566	915	0	0	0
ST loans & investments	1	(2)	117	0	0
LT loans & investments	371	(7,998)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(14,639)	3,295	5,000	0	0
Chg In other assets & liabilities	(40,381)	(7,031)	5,227	(141)	(104)
Cash flow from investments	(39,849)	(35,256)	(6,913)	(11,141)	(11,104)
Debt financing	9,200	3,423	(19,875)	(33,626)	(14,618)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(3,930)	(3,930)	(5,202)	(6,107)	(6,041)
Warrants & other surplus	(580)	(441)	0	19,200	0
Cash flow from financing	4,690	(948)	(25,078)	(20,533)	(20,659)
Free cash flow	(6,409)	10,893	15,722	20,533	20,659

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	22.8	na	19.1	24.6	24.7
Normalized PE - at target price (x)	19.1	na	16.0	20.7	20.7
PE (x)	na	na	19.1	24.6	24.7
PE - at target price (x)	na	na	16.0	20.7	20.7
EV/EBITDA (x)	7.2	10.1	7.1	6.9	6.4
EV/EBITDA - at target price (x)	6.7	9.4	6.7	6.4	5.9
P/BV (x)	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
P/CFO (x)	4.2	3.0	6.2	4.4	4.4
Price/sales (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	2.8	2.8	2.8	3.4	2.9
FCF Yield (%)	(4.6)	7.8	11.2	14.6	14.7
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	(0.5)	1.3	1.0	1.0
EPS	(3.4)	(1.3)	1.3	1.0	1.0
DPS	0.7	0.7	0.7	0.8	0.7
BV/share	22.4	20.9	22.3	25.9	26.0
CFO/share	6.0	8.2	4.0	5.6	5.7
FCF/share	(1.1)	1.9	2.8	3.7	3.7

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(1.5)	(17.5)	(9.8)	1.4	1.0
Net profit (%)	na	na	na	(18.8)	(0.1)
EPS (%)	na	na	na	(22.5)	(0.1)
Normalized profit (%)	160.4	na	na	(18.8)	(0.1)
Normalized EPS (%)	279.3	na	na	(22.5)	(0.1)
Dividend payout ratio (%)	(20.4)	(53.5)	60.0	83.0	72.0
Operating performance					
Gross margin (%)	14.1	13.7	51.2	50.6	50.7
Operating margin (%)	4.4	2.4	6.0	5.4	5.5
EBITDA margin (%)	9.6	8.1	12.4	11.5	11.6
Net margin (%)	1.0	(0.7)	2.0	1.6	1.6
D/E (incl. minor) (x)	1.8	2.0	1.7	1.3	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.7	1.6	1.2	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	0.7	1.7	1.6	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	3.2	2.5	3.5	3.4	3.3
ROA - using norm profit (%)	1.1	na	1.7	1.5	1.5
ROE - using norm profit (%)	4.2	na	6.7	4.9	4.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.6	na	6.6	4.8	4.4
- asset turnover (x)	1.0	0.8	0.8	0.9	0.9
- operating margin (%)	4.4	na	6.0	5.4	5.5
- leverage (x)	3.9	4.4	4.0	3.3	3.0
- interest burden (%)	31.3	(38.5)	41.6	37.3	36.3
- tax burden (%)	70.2	na	79.3	79.1	79.1
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	4.3	3.0	5.6	5.1	5.5
NOPAT (Bt m)	16,760	10,756	19,266	17,351	17,820
invested capital (Bt m)	357,891	342,945	340,377	326,461	312,412

Sources: Company data, ttb wealth estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 43.00 (From: Bt 40.00)

Change in Numbers

Upside : 23.7%

PTT Public Co Ltd (PTT TB)

ให้อัตราผลตอบแทนสูง

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTT จากอัตรผลตอบแทนปันผลที่สูง 7.2/6.6% ในปี 2026–27F และการเพิ่มขึ้นของส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือ จากผลกระทบเชิงบวกสุทธิที่ยังคงอยู่จากสงครามตะวันออกกลาง เราปรับเพิ่มมูลค่า SOTP ของ PTT เป็น 43 บาท (จาก 40 บาท)

อัตรผลตอบแทนปันผลสูงและแรงหนุนจากบริษัทในเครือ; แนะนำ “ซื้อ” บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” PTT โดยปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย เป็น 43 บาท (จาก 40 บาท) 1) เรายังคงมองว่า PTT เป็นหุ้นแข็งแกร่ง และให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 7.2/6.6% ในปี 2026–27F 2) สงครามตะวันออกกลาง ผ่าน risk premium และความเสียหายของสินทรัพย์พลังงาน คาดว่าจะทำให้ราคาพลังงานและสเปรตผลิตภัณฑ์สูงกว่าระดับก่อนสงคราม ซึ่งเป็นผลบวกต่อ PTT โดยเราได้ปรับเพิ่มกำไรของ PTT ขึ้น 23% ในปี 2026F เพื่อสะท้อนปัจจัยนี้ 3) ความเสี่ยงด้านนโยบายยังคงมีอยู่ แต่ลดลงอย่างมากเมื่อเทียบกับช่วงวิกฤตราคาก๊าซจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนในปี 2022 และ 4) มูลค่าหุ้นยังไม่แพง ซื้อขายที่ P/BV 0.8 เท่า เทียบกับ ROE 7.7% และ PE 10.7 เท่า ในปี 2027F ซึ่งเป็นปีที่คาดว่าจะกลับสู่ภาวะปกติ

ความเสี่ยงด้านนโยบายอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้

ก๊าซ LNG นำเข้าคิดเป็น 30% ของโครงสร้างก๊าซรวม (pool gas) ของไทย โดยราคาที่สูงขึ้นของ LNG จะทำให้ต้นทุน pool gas เพิ่มขึ้น และส่งผลให้ค่าไฟฟ้าปรับสูงขึ้นตาม ในบางช่วงอาจมีแรงกดดันต่อ PTT ให้ช่วยอุดหนุนผ่านการลดต้นทุน pool gas เพื่อไม่ให้ค่าไฟปรับขึ้นมากเกินไป อย่างไรก็ตาม ในช่วงสงครามตะวันออกกลาง ความเสี่ยงด้านการอุดหนุนต่ำกว่าปี 2022 อย่างมีนัยสำคัญ ราคาก๊าซ LNG ปัจจุบันที่ US\$17/mmbtu ยังต่ำกว่าช่วงพุ่งสูงในปี 2022 ที่ US\$70/mmbtu มาก อีกทั้ง การผลิตก๊าซในประเทศจากแหล่งบงกช และเอราวัณ (G1/G2) เพิ่มขึ้น 29% จากปี 2022 เป็น 1,542 mmscf ในปี 2026 เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานราคาก๊าซ LNG เป็น US\$16/13/10 ต่อ mmbtu ในปี 2026–28F (จากเดิม 11/10.5/10.5) เพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านอุปทานที่หยุดชะงัก

กำไรเติบโตในทุกธุรกิจหลัก

PTT เป็นผู้ได้ประโยชน์สุทธิจากสงครามตะวันออกกลาง แม้ว่าสงครามจะเริ่มผ่อนคลาย แต่เราคาดว่าราคาพลังงานและสเปรตจะยังคงอยู่ในระดับสูงกว่าก่อนสงคราม จาก risk premium ที่เพิ่มขึ้น และความเสียหายของโครงสร้างพื้นฐานสินทรัพย์ที่ต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู เราคาดว่า EPS จะเติบโตที่ 50/-10/17% ในปี 2026–28F แม้กำไรจะมีการปรับเข้าสู่ภาวะปกติ แต่เราคาดว่ากำไรจะอยู่ที่ 92/108 พันลบ. ในปี 2027–28F ซึ่งยังสูงกว่า 90 พันลบ. ในปี 2024–25 นอกจากนี้สมมติฐานราคาน้ำมัน, GRM และ petrochemical spread ที่สูงขึ้น ซึ่งช่วยเพิ่มส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือ (คิดเป็น 64% ของกำไรปี 2026F) แล้ว เรายังคาดว่ากำไรจากธุรกิจโรงแยกก๊าซจะเพิ่มขึ้น (จากการแบ่งปันกำไรปิโตรเคมีที่สูงขึ้น) และราคาขายก๊าซให้ภาคอุตสาหกรรมจะปรับสูงขึ้นอีกด้วย

คาดอัตรผลตอบแทนปันผลที่ 7.2/6.6% ในปี 2026–27F

เราคาดว่า PTT จะจ่ายเงินปันผลที่ 2.5 บาทต่อหุ้นในปี 2026F บนอัตรการจ่ายปันผลที่ 64% เพิ่มขึ้นจาก 2.3 บาท หรืออัตรการจ่ายที่ 73% ในปี 2025 เราคาดว่าเงินปันผลต่อหุ้นจะกลับสู่ระดับปกติที่ 2.3 บาท บนอัตรการจ่ายที่ 66% ในปี 2027–28F เราคาดว่า EBITDA ของ PTT อยู่ที่ 4.19/ 4.00 แสนลบ. ในปี 2026–27F และมีรายได้เงินปันผลจากบริษัทในเครือที่ 3.4/3.3 หมื่นลบ. ด้วยดอกเบี้ยจ่าย 4.2 หมื่นลบ. ต่อปี, งบลงทุน 1.80 แสนลบ. ต่อปี และเงินสด (ไม่รวมงบรวม) 1.12 แสนลบ. ในปี 2025 เรามองว่า PTT มีศักยภาพเพียงพอที่จะจ่ายเงินปันผล 2.3 บาทต่อหุ้น หรือคิดเป็นประมาณ 6.6 หมื่นลบ. ต่อปี



YUPAPAN POLPORNPRASERT

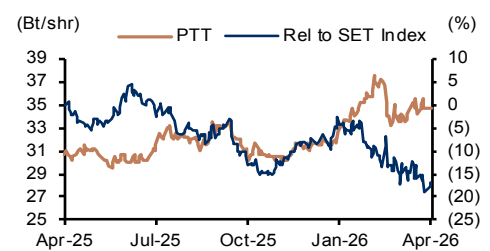
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	2,662,145	2,726,080	2,830,535	2,804,717
Net profit	90,166	102,260	92,372	108,047
Consensus NP	—	97,431	103,321	119,035
Diff frm cons (%)	—	5.0	(10.6)	(9.2)
Norm profit	68,339	102,260	92,372	108,047
Prev. Norm profit	—	90,056	93,169	110,919
Chg frm prev (%)	—	13.6	(0.9)	(2.6)
Norm EPS (Bt)	2.4	3.6	3.2	3.8
Norm EPS grw (%)	(25.5)	49.6	(9.7)	17.0
Norm PE (x)	14.5	9.7	10.7	9.2
EV/EBITDA (x)	4.7	3.7	3.7	3.1
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	6.6	7.2	6.6	6.6
ROE (%)	6.0	8.8	7.7	8.7
Net D/E (%)	29.2	30.9	26.5	17.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	34.75
Market Cap (US\$ m)	30,949.0
Listed Shares (m shares)	28,563.0
Free Float (%)	48.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	79.2
12M Price H/L (Bt)	37.50/29.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Ministry of Finance 51.38%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P61

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลูมเบิร์ก จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Normalized profit (Bt m)						
- New	99,606	91,682	68,339	102,260	92,372	108,047
- Old				90,056	93,169	110,919
- Change (%)				13.6	(0.9)	(2.6)
Gas EBITDA (Bt m)						
- New	66,024	62,844	54,295	71,631	59,247	64,333
- Old				63,031	63,567	67,359
- Change (%)				13.6	(6.8)	(4.5)
JKM LNG price (US\$/mmbtu)						
- New	15.6	11.9	12.3	16.00	13.00	10.00
- Old				11.00	10.50	10.50
- Change (%)				45.5	23.8	(4.8)

Source: ttb wealth estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	73,631	64,247	69,333	63,837	63,379	62,533	61,661	60,759	59,826	58,859	57,986	57,099	
Free cash flow	58,664	46,578	60,563	61,386	60,461	59,748	59,019	58,273	57,507	56,720	55,994	55,529	823,244
PV of free cash flow	58,504	39,299	46,920	43,679	39,513	35,862	32,528	29,497	26,735	24,219	21,954	19,996	296,448
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.0												
WACC (%)	8.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	715,154												
Net debt	72,000												
Minority interest	0												
Equity value	643,154												
# of shares	28,563												
Equity value / share	23.00												

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Gas and other core operations	62,945	2.20	4%	62,945
Oil & retail	153,000	5.36	11%	153,000
Upstream	410,298	14.36	28%	410,298
Refining & chemical	140,370	4.91	10%	140,370
Power	29,944	1.05	2%	29,944
Total equity value		50.90	100%	
Holding discount		15%		
Target price		43.00		

Sources: Company data, ttb wealth estimates

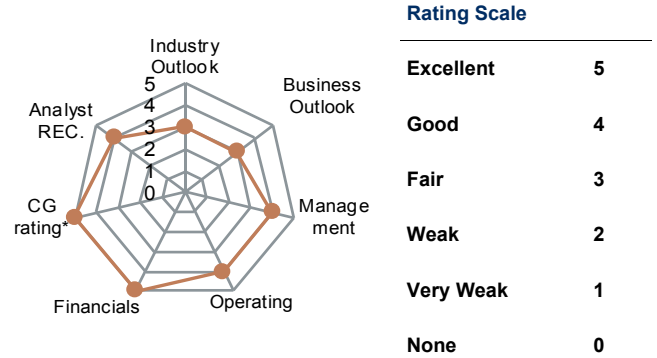
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทน้ำมันครบวงจร และมีหุ้นขนาดใหญ่ที่สุดในตลาดไทย ภาครัฐถือหุ้นใน PTT ทั้งโดยตรง และโดยอ้อม 66% ธุรกิจของ PTT สามารถแบ่งออกได้เป็น 7 กลุ่ม ได้แก่ 1) E&P ซึ่งดำเนินธุรกิจโดยบริษัทย่อย PTTEP ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65% 2) ปิโตรเคมี ซึ่งดำเนินธุรกิจโดย PTTGC 3) โรงกลั่น ซึ่งมีบริษัทในเครือซึ่งจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ TOP และ IRPC 4) ธุรกิจการตลาดน้ำมันผ่าน PTTOR ที่ถือหุ้น 75% 5) ธุรกิจไฟฟ้าผ่านการถือหุ้น GPSC ในสัดส่วน 43%; 6) ธุรกิจท่อส่งก๊าซ และ GSP ที่ดำเนินการโดย PTT บริษัทแม่ และ 7) การค้าถ่านหิน และการค้าระหว่างประเทศ

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้จัดจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทยที่ดำเนินธุรกิจท่อส่งก๊าซ และโรงแยกก๊าซของประเทศไทย
- ธุรกิจครบวงจร : upstream E&P ผลิตก๊าซ ปิโตรเคมี โรงกลั่น และค้าปลีก

O — Opportunity

- กระแสเงินสดอิสระที่แข็งแกร่งทำให้สามารถขยายตัวไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่ และต่างประเทศ
- ทำ M&As ภายในกลุ่ม หรือ ทำ M&As ในต่างประเทศ เพื่อทำให้อาคารสร้างธุรกิจแข็งแกร่ง

W — Weakness

- PTT พึ่งพาดตลาดประเทศไทยเป็นอย่างมาก ซึ่งมีโอกาสเติบโตจำกัดสำหรับธุรกิจ O&G เดิม
- PTT ด้วยเป็นองค์กรของรัฐ จึงถูกควบคุมอย่างมาก และบริษัทฯ อาจต้องให้ดำเนินการเพื่อชาติ เช่น ให้การอุดหนุนราคาพลังงาน

T — Threat

- รัฐบาลจะอนุญาตให้บุคคลที่สามนำเข้า LNG และอาจส่งผลกระทบต่อความเป็นตัวแทนจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวของ PTT
- ปริมาณสำรองก๊าซในประเทศหมดลง ซึ่งอาจเป็นภัยคุกคามต่อก๊าซของโรงแยกก๊าซ
- การลงทุนที่อาจนำไปสู่การทำลายมูลค่า

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	39.32	43.00	9%
Net profit 26F (Bt m)	97,431	102,260	5%
Net profit 27F (Bt m)	103,321	92,372	-11%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 11	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรที่คาดการณ์ไว้สำหรับปี 2026F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อสเปกตรัมในธุรกิจปลายน้ำ
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อธุรกิจโรงกลั่นที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

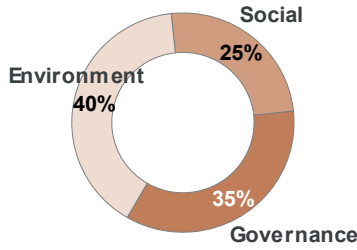
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

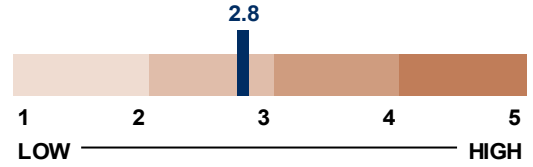
- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าสมมติฐานของเราจะเป็น downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา
- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้เกิดการดำเนินการมาตรการกำกับดูแลที่ไม่พึงประสงค์
- มี downside risk อีกประการจากค่าการกลั่นและเคมีคอลสเปกตรัมที่ต่ำกว่าคาด

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
PTT	YES	AAA	YES	2.83	AA	76.34	5.0

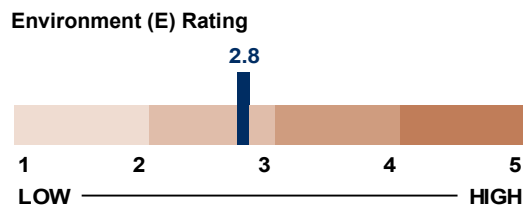
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทน้ำมันและก๊าซแห่งชาติของประเทศไทย มีการดำเนินธุรกิจครอบคลุมตลอดห่วงโซ่มูลค่า ตั้งแต่ธุรกิจต้นน้ำ (E&P), โรงแยกก๊าซ, ระบบท่อส่งก๊าซ, โรงกลั่นน้ำมัน, ปิโตรเคมี, สถานีบริการน้ำมัน ไปจนถึงโรงไฟฟ้า กลุ่ม PTT มีบริษัทลูกและบริษัทร่วมจำนวนมาก
- ในฐานะรัฐวิสาหกิจ PTT ยังมีบทบาทเชิงยุทธศาสตร์ในการสร้างความมั่นคงด้านพลังงานของประเทศ และสนับสนุนนโยบายของภาครัฐ
- เราให้คะแนน ESG ของ PTT อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มเล็กน้อยที่ 2.9 โดยคะแนนที่ต่ำกว่ามาจากระดับการปล่อยก๊าซที่ค่อนข้างสูง ด้านที่แข็งแกร่งที่สุดคือ สังคม (S) ที่ 3.0 รองลงมาคือ ธรรมชาติ (E) ที่ 2.8 และสิ่งแวดล้อม (G) ที่ 2.8
- ผลการดำเนินงานด้านสังคม (Social) อยู่ในระดับที่ดีที่ 3.0 โดยได้รับการสนับสนุนจากตัวชี้วัดด้านบุคลากรที่แข็งแกร่ง และการมีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย รวมถึงการช่วยพยุกราคาก๊าซในช่วงที่ต้นทุนพลังงานสูง
- ด้านธรรมาภิบาล (Governance) อยู่ในระดับปานกลางที่คะแนน 2.8 โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงสร้างคณะกรรมการที่แข็งแกร่งและการเปิดเผยข้อมูลที่โปร่งใสมาก มีปัจจัยที่กดดันคะแนน ได้แก่ การเป็นรัฐวิสาหกิจซึ่งทำให้มีความเสี่ยงด้านนโยบายและความไม่คล่องตัวของกระบวนการดำเนินงาน รวมถึงความเสี่ยงจากรายการระหว่างกัน (related-party transactions) ภายในกลุ่มบริษัท
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมอยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 PTT มีเป้าหมายที่ชัดเจนและโครงการริเริ่มหลายอย่าง เช่น การดักจับและกักเก็บคาร์บอนพลังงานทดแทน และการปลูกป่า อย่างไรก็ตาม ความคืบหน้าไปสู่เป้าหมายยังคงเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกยังคงอยู่ในระดับสูงเนื่องจากการลงทุนในธุรกิจน้ำมันและก๊าซจำนวนมาก
- โดยรวมแล้ว แม้ว่าจะมีทิศทางด้าน ESG ที่ชัดเจน แต่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกในระดับสูงและบทบาทของบริษัทในฐานะบริษัทของรัฐ อาจจำกัดศักยภาพในการปรับคะแนน ESG ในระยะสั้น

We assign PTT a moderate E score of 2.8. Its carbon performance reflects incremental rather than structural improvement. While PTT is advancing decarbonization initiatives, its large hydrocarbon exposure still causes high emission levels.

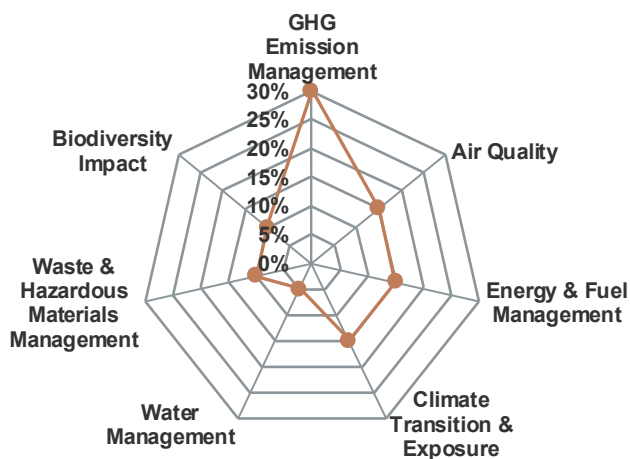


ENVIRONMENT **Our Comments**

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

- We assign PTT a moderate E score of 2.8, below the sector average of 2.9. Despite clear decarbonization targets and multiple initiatives, progress on emissions reduction is still relatively slow.
- PTT has established clear long-term targets of 15% GHG emissions by 2035 from the 2021 baseline and net-zero emissions by 2050, in line with Thailand’s national climate commitments.
- PTT Group Scope 1 and 2 emissions at 46.47m tonnes of CO₂e in 2025 were decent, below the targeted ≤51.0m tonnes. However, they were still higher than the emissions in the 2021 base year of 43.4m tonnes of CO₂. On a standalone company basis, PTT’s emissions of 11.96m tonnes of CO₂e were still slightly above the ≤11.5m-tonne target.
- Circular economic progress is good with a maturity score of 2.83 (above the 2025 target of 2.0) and 45% of waste managed under circular principles (above the ≥43% target).
- Nature-based solutions are being scaled up, with 175,000 rai of reforestation (2023-25) expected to generate 1.69m tonnes of CO₂e in carbon credits over 10 years, supporting both emissions offsetting and environmental restoration.
- Decarbonization governance is well established, led by the Group Net Zero Task Force (G-NET), which drives key initiatives across CCS/CCU, renewable energy, hydrogen, and reforestation, supporting a gradual transition toward a lower-carbon portfolio.

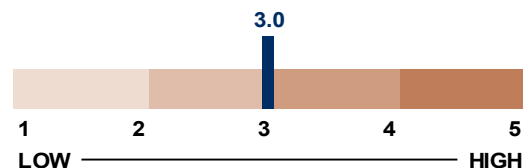
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

Social is the strongest ESG pillar for PTT, and we assign a decent score of 3.0, which is broadly in line with sector peers. PTT has strong stakeholder engagement and makes national contributions.

Social (S) Rating

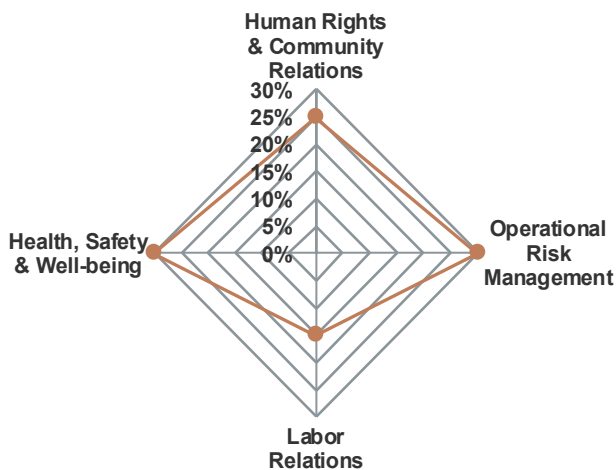


SOCIAL **Our Comments**

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

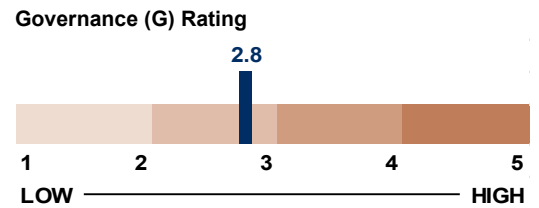
- We assign PTT a decent S score of 3.0, in line with peers, reflecting a solid performance across safety, human capital, and community engagement.
- Safety performance is strong overall, with a Total Recordable Incident Rate (TRIR) of 0 for employees and 0.008 for contractors, both well below the target of ≤0.040. However, one contractor Lost Time Accident (LTA) was recorded, indicating some gaps in contractor safety control.
- Human rights standards are well managed, with due diligence across 15 subsidiaries in 21 countries and no reported violations, supporting good oversight across operations.
- Workforce quality is a strength, with a Human Capital Index of 80% (above target) and high employee engagement (~81%), indicating a stable and productive workforce.
- PTT’s role as the national oil company contributes positively to its Social profile with subsidies in some forms, including LPG cooking gas subsidization and a gas separation plant formula change. However, this is negative for its Governance profile under business sustainability. The company estimated a total Bt17bn in subsidization in 2025 alone.
- Community programs continue to expand, focusing on skills development, income generation, and local economic support, strengthening long-term stakeholder relationships.
- The PTT Leadership and Learning Institute (PLLI) manages human development, achieving an average of 47.56 training hours per person in 2025. The company’s Human Capital Index (HCI) reached 80%, surpassing its target.
- PTT’s operations are strong with limited major incidents. However, at the group level there have been incidents with some group companies, including oil spills at PTT Global Chemical and Thai Oil, as well as factory fires at IRPC Public Company Limited.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign PTT a moderate G score of 2.8. PTT offers a strong governance structure and transparency, but its state enterprise role, related-party exposure, and limited growth outlook continue to weigh on its overall profile.



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

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

- We assign PTT a moderate S score of 2.8, slightly below its peer average of 2.9, primarily reflecting its state-owned enterprise (SOE) status and related-company exposure within its large group companies and their production chains.
- As Thailand’s national oil company, PTT is at times required to support government and social policy objectives, which may not always align with minority shareholder interests.
- PTT’s board structure is strong, with the board chair being an independent director and the independent board ratio exceeding the ideal ratio of two-thirds. That is, there are 11 independent board members out of the total of 14.
- Despite high disclosure standards that support transparency, there is a significant degree of related-party transactions as a result of PTT’s role as a central supplier of gas and oil feedstock to subsidiaries, along with occasional intra-group lending.
- Business risk is high from its exposure to a mature domestic oil and gas market with a highly cyclical business nature. There have been attempts to diversify its business to non-energy businesses but it is taking a long time to see significant contributions. Also, there have been investments in the past both at the whole group level that yielded low returns and faced write-offs.
- On a positive note, the company is slowing down new investments and focusing more on efficiency improvement and cost optimization to support earnings resilience, alongside strengthening subsidiaries and supporting deleveraging, which should enhance group-level balance sheet stability.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	3,090,453	2,662,145	2,726,080	2,830,535	2,804,717
Cost of sales	2,755,320	2,389,210	2,359,675	2,477,429	2,433,084
Gross profit	335,134	272,935	366,404	353,106	371,633
% gross margin	10.8%	10.3%	13.4%	12.5%	13.3%
Selling & administration expenses	157,194	138,096	141,413	146,831	145,492
Operating profit	177,940	134,839	224,992	206,275	226,141
% operating margin	5.8%	5.1%	8.3%	7.3%	8.1%
Depreciation & amortization	185,918	181,946	185,606	195,144	203,020
EBITDA	363,857	316,785	410,597	401,419	429,161
% EBITDA margin	11.8%	11.9%	15.1%	14.2%	15.3%
Non-operating income	64,769	44,025	8,178	8,492	8,414
Non-operating expenses	(6,933)	2,052	0	0	0
Interest expense	(46,821)	(40,448)	(40,139)	(43,288)	(38,961)
Pre-tax profit	188,955	140,468	193,031	171,479	195,594
Income tax	67,210	57,600	76,243	64,578	73,019
After-tax profit	121,745	82,867	116,788	106,900	122,575
% net margin	3.9%	3.1%	4.3%	3.8%	4.4%
Shares in affiliates' Earnings	(6,668)	13,031	13,031	13,031	13,031
Minority interests	(23,396)	(27,559)	(27,559)	(27,559)	(27,559)
Extraordinary items	(1,610)	21,828	0	0	0
NET PROFIT	90,072	90,166	102,260	92,372	108,047
Normalized profit	91,682	68,339	102,260	92,372	108,047
EPS (Bt)	3.2	3.2	3.6	3.2	3.8
Normalized EPS (Bt)	3.2	2.4	3.6	3.2	3.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	1,029,736	905,197	953,651	974,928	968,656
Cash & cash equivalent	451,131	402,817	445,000	445,000	445,000
Account receivables	251,391	208,413	213,418	221,596	219,575
Inventories	187,333	158,774	156,811	164,637	161,690
Others	139,882	135,193	138,421	143,695	142,391
Investments & loans	214,942	237,127	237,127	237,127	237,127
Net fixed assets	1,534,658	1,513,937	1,511,721	1,492,093	1,409,923
Other assets	659,449	613,398	775,110	790,423	786,638
Total assets	3,438,784	3,269,660	3,477,610	3,494,571	3,402,344
LIABILITIES:					
Current liabilities:	569,088	565,758	563,261	565,025	520,702
Account payables	240,193	216,150	213,478	224,131	220,119
Bank overdraft & ST loans	110,921	150,819	167,895	157,004	131,009
Current LT debt	77,281	67,325	74,948	70,086	58,482
Others current liabilities	140,693	131,464	106,940	113,803	111,092
Total LT debt	814,719	666,425	741,879	693,757	578,893
Others LT liabilities	398,100	384,993	426,613	438,551	435,601
Total liabilities	1,781,907	1,617,176	1,731,752	1,697,334	1,535,196
Minority interest	507,225	525,062	552,620	580,179	607,738
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	52,040	(2,896)	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	1,039,838	1,072,544	1,106,252	1,130,073	1,172,425
Shareholders' equity	1,149,652	1,127,422	1,193,237	1,217,058	1,259,410
Liabilities & equity	3,438,784	3,269,660	3,477,610	3,494,571	3,402,344

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	188,955	140,468	193,031	171,479	195,594
Tax paid	(66,302)	(63,873)	(74,457)	(64,375)	(72,897)
Depreciation & amortization	185,918	181,946	185,606	195,144	203,020
Chg In working capital	28,897	47,493	(5,715)	(5,350)	956
Chg In other CA & CL / minorities	(15,160)	(4,138)	(18,619)	14,417	11,501
Cash flow from operations	322,309	301,895	279,845	311,315	338,174
Capex	(179,366)	(161,226)	(183,390)	(175,516)	(120,850)
Right of use	(379)	1,448	0	0	0
ST loans & investments	10	1,424	0	0	0
LT loans & investments	(35,677)	(22,186)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,884	41,063	(117,980)	(3,374)	834
Cash flow from investments	(213,528)	(139,476)	(301,370)	(178,890)	(120,016)
Debt financing	(45,558)	(98,336)	100,152	(63,874)	(152,463)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(82,234)	(83,285)	(68,551)	(68,551)	(65,695)
Warrants & other surplus	20,616	(29,111)	32,107	0	0
Cash flow from financing	(107,176)	(210,732)	63,708	(132,425)	(218,158)
Free cash flow	108,781	162,419	(21,525)	132,425	218,158

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	10.8	14.5	9.7	10.7	9.2
Normalized PE - at target price (x)	13.4	18.0	12.0	13.3	11.4
PE (x)	11.0	11.0	9.7	10.7	9.2
PE - at target price (x)	13.6	13.6	12.0	13.3	11.4
EV/EBITDA (x)	4.2	4.7	3.7	3.7	3.1
EV/EBITDA - at target price (x)	4.9	5.4	4.3	4.2	3.6
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
P/CFO (x)	3.1	3.3	3.5	3.2	2.9
Price/sales (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	6.0	6.6	7.2	6.6	6.6
FCF Yield (%)	11.0	16.4	(2.2)	13.3	22.0
(Bt)					
Normalized EPS	3.2	2.4	3.6	3.2	3.8
EPS	3.2	3.2	3.6	3.2	3.8
DPS	2.1	2.3	2.5	2.3	2.3
BV/share	40.2	39.5	41.8	42.6	44.1
CFO/share	11.3	10.6	9.8	10.9	11.8
FCF/share	3.8	5.7	(0.8)	4.6	7.6

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(1.7)	(13.9)	2.4	3.8	(0.9)
Net profit (%)	(19.6)	0.1	13.4	(9.7)	17.0
EPS (%)	(19.6)	0.1	13.4	(9.7)	17.0
Normalized profit (%)	(8.0)	(25.5)	49.6	(9.7)	17.0
Normalized EPS (%)	(8.0)	(25.5)	49.6	(9.7)	17.0
Dividend payout ratio (%)	66.6	72.9	69.8	71.1	60.8
Operating performance					
Gross margin (%)	10.8	10.3	13.4	12.5	13.3
Operating margin (%)	5.8	5.1	8.3	7.3	8.1
EBITDA margin (%)	11.8	11.9	15.1	14.2	15.3
Net margin (%)	3.9	3.1	4.3	3.8	4.4
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	3.8	3.3	5.6	4.8	5.8
Interest coverage - EBITDA (x)	7.8	7.8	10.2	9.3	11.0
ROA - using norm profit (%)	2.7	2.0	3.0	2.6	3.1
ROE - using norm profit (%)	8.1	6.0	8.8	7.7	8.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	10.7	7.3	10.1	8.9	9.9
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	7.6	6.8	8.6	7.6	8.4
- leverage (x)	3.0	2.9	2.9	2.9	2.8
- interest burden (%)	80.1	77.6	82.8	79.8	83.4
- tax burden (%)	64.4	59.0	60.5	62.3	62.7
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	6.6	4.7	8.5	7.4	8.4
NOPAT (Bt m)	114,648	79,547	136,125	128,592	141,719
invested capital (Bt m)	1,701,443	1,609,174	1,732,959	1,692,906	1,582,795

Sources: Company data, ttb wealth estimates

HOLD (From: BUY)

TP: Bt 159.00 (Unchanged)

Change in Recommendation

Upside : 9.7%

PTT Exp. & Production Pcl (PTTEP TB)

ถึงจุดสิ้นสุดของการปรับขึ้น



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

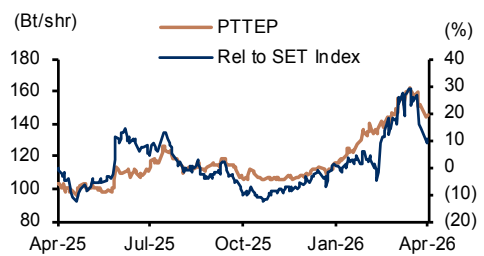
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

เราปรับลดคำแนะนำ PTTEP เป็น “ถือ” จากความตึงเครียดของสงครามเริ่มคลี่คลาย และราคาน้ำมันผ่านจุดสูงสุดแล้ว ราคาหุ้นปรับขึ้นเข้าใกล้มูลค่าเหมาะสมที่ 159 บาท แม้ปัจจุบันซื้อขายที่ระดับเหมาะสมแล้วที่ 1.0 เท่า 2026F P/BV vs ROE ที่ 10.8% แต่ยังคงให้ผลตอบแทนที่ดีที่ 6.2/6.1% ในปี 2026–27F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	281,449	317,383	327,736	345,766
Net profit	60,273	60,037	63,531	68,228
Consensus NP	—	67,562	65,725	66,932
Diff frm cons (%)	—	(11.1)	(3.3)	1.9
Norm profit	55,851	60,357	63,531	68,228
Prev. Norm profit	—	57,747	62,957	66,973
Chg frm prev (%)	—	4.5	0.9	1.9
Norm EPS (Bt)	14.1	15.2	16.0	17.2
Norm EPS grw (%)	(28.6)	8.1	5.3	7.4
Norm PE (x)	10.3	9.5	9.1	8.4
EV/EBITDA (x)	3.0	3.0	2.9	2.6
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	6.0	6.2	6.1	6.1
ROE (%)	10.6	10.8	10.4	10.7
Net D/E (%)	2.3	15.0	14.8	8.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	145.00
Market Cap (US\$ m)	17,949.2
Listed Shares (m shares)	3,970.0
Free Float (%)	34.7
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	64.8
12M Price H/L (Bt)	161.50/94.75
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 63.79%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P71

ความตึงเครียดของสงครามเริ่มคลี่คลาย; ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เราปรับลดคำแนะนำ PTTEP เป็น “ถือ” จาก ชื่อ โดยคงราคาเป้าหมายปี 2026F ไม่เปลี่ยนแปลงที่ 159 บาท PTTEP ซึ่งดำเนินธุรกิจสำรวจและผลิต (E&P) เป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์ชัดเจนจากสงครามอิหร่านและประเด็นการปิดช่องแคบฮอร์มุซ อย่างไรก็ตาม เมื่อราคาหุ้นปรับขึ้นมาใกล้เป้าหมายของเรา และสถานการณ์สงครามเริ่มคลี่คลาย รวมถึงการกลับมาเปิดใช้งานฮอร์มุซ เราจึงไม่เห็นอัตรากำไรเพิ่มเติมของหุ้น คำแนะนำ “ถือ” ของเราได้แรงหนุนจากอัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 6.2/6.1% ในปี 2026–27F มูลค่าหุ้นที่เหมาะสมแล้ว โดยซื้อขายที่ 1.0 เท่า P/BV เทียบกับ ROE 10.8% ทั้งนี้ เรายังคงราคาเป้าหมายที่ 159 บาท แม้จะปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์เป็น US\$80/75/75 ต่อบาร์เรล (จาก US\$67/70/70) ซึ่งทำให้กำไรเพิ่มขึ้น 4.5/1/2% ในปี 2026–28F เนื่องจากไม่ได้ปรับสมมติฐานราคาน้ำมันระยะยาวหลังปี 2029F ที่ยังคงไว้ที่ US\$70/bbl

ราคาน้ำมันผ่านจุดสูงสุดแล้ว

ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เคยพุ่งขึ้นไปแตะระดับสูงสุดที่ US\$120/bbl ในช่วงกลางของความตึงเครียดสงครามเมื่อต้นเดือนที่ผ่านมา อย่างไรก็ตาม ราคาปรับตัวลดลงจากความคืบหน้าในการเจรจา และการหยุดยิง และการกลับมาเปิดใช้ช่องแคบฮอร์มุซ ระหว่างการเจรจา เราคาดว่าข้อตกลงสุดท้ายจะบรรลุได้ภายใน “ไม่กี่สัปดาห์” ไม่ใช่ “หลายเดือน” อย่างไรก็ตาม เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์ขึ้น US\$5/bbl ในปี 2027–28F เพื่อสะท้อน risk premium ที่ยังคงอยู่ในช่วงรัฐบาลทรัมป์ และความเสียหายของโครงสร้างพื้นฐานที่ต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู ทั้งนี้ เรายังคงสมมติฐานราคาน้ำมันระยะยาวไว้ที่ US\$70/bbl

แนวโน้มกำไรหลังปี 2026F ไม่น่าตื่นเต้น

เราคาดว่ากำไรของ PTTEP จะเติบโต 8% ในปี 2026F โดยได้แรงหนุนจากราคาขายเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น 5% ตามราคาน้ำมันที่พุ่งขึ้นช่วงสงคราม และปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น 9% อย่างไรก็ตาม เมื่อราคาน้ำมันกลับสู่ภาวะปกติ เราคาดว่า EPS จะเติบโตเพียง 2% ต่อปี ในปี 2027–28F หนุนโดยการเติบโตของปริมาณราว 4/7%

อัตราผลตอบแทนยังอยู่ในระดับที่ดี

แม้แนวโน้มการเติบโตของกำไรจะค่อนข้างทรงตัว PTTEP ยังให้อัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ดีที่ 6.2/6.1% ในปี 2026–27F ซึ่งเรามองว่าเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยพยุงราคาหุ้น นอกจากนี้ PTTEP ยังซื้อขายที่ระดับมูลค่าที่เหมาะสมในมุมมองของเรา โดยอยู่ที่ 1.0 เท่า P/BV ในปี 2026F เทียบกับ ROE ที่ 10.8%

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	222,527	230,689	242,641	230,394	225,942	221,423	216,995	212,655	208,402	204,234	198,107	192,164	
Free cash flow	18,719	37,129	74,016	88,855	98,350	71,400	81,437	51,949	61,441	60,206	58,158	55,940	707,049
PV of free cash flow	18,667	30,654	55,503	60,535	60,873	40,150	41,593	24,105	25,901	23,059	20,231	17,679	223,457
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	10.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	642,409												
Net debt	11,813												
Minority interest	263												
Equity value	630,333												
# of shares	3,970												
Equity value / share	159												

Sources: Company data, ttb wealth estimates

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มี PTT ซึ่งเป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ และเป็นผู้ซื้อก๊าซรายใหญ่ที่สุดของประเทศ และเป็นลูกค้ารายใหญ่ที่สุดของ PTTEP
- ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมของบริษัทได้ทำสัญญาซื้อขายไว้แล้ว จึงมีความเสี่ยงต่อปริมาณการผลิตต่ำ

O — Opportunity

- ยังมีแหล่งทรัพยากรในมืออีกมากที่ยังไม่ได้ดำเนินการ
- โอกาสในการลงทุนในต่างประเทศ หรือขยายไปยังธุรกิจใหม่

CONSENSUS COMPARISON

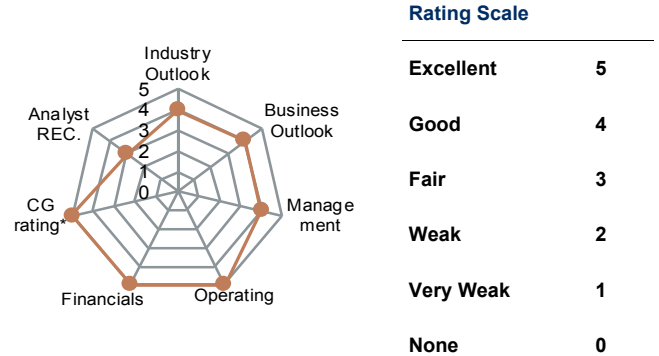
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	160.87	159.00	-1%
Net profit 26F (Bt m)	67,562	60,037	-11%
Net profit 27F (Bt m)	65,725	63,531	-3%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 6	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2026-27F ของเรต่ำกว่าตัวเลขคาดการณ์ของ Bloomberg Consensus เนื่องจากเราได้นำผลบวกจากการทำเฮดจิง (hedging) เข้ามาพิจารณาแล้ว
- ราคาเป้าหมายของเราก็ดคล้อยไปในทิศทางเดียวกัน

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

W — Weakness

- ปริมาณสำรองในอ่าวไทยที่เริ่มลดลง โดยปริมาณสำรองเหลือเพียง 8 ปี
- ขาดประสบการณ์และทักษะด้านเทคนิคการลงทุนในต่างประเทศ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในต่างประเทศ

T — Threat

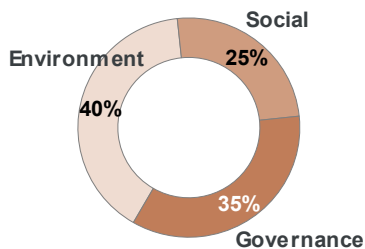
- การนำเข้าก๊าซ LNG ราคาถูกจากต่างประเทศ
- ความเสี่ยงจากการด้อยค่าที่อาจเกิดขึ้นกับธุรกิจต่างประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในต่างประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงทางการเมือง และกฎระเบียบเกี่ยวกับการให้สัมปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่กำลังจะหมดอายุ
- การจ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ ส่งผลให้ ROI ลดลง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

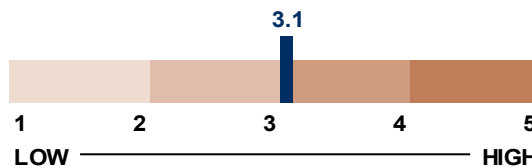
- Downside risks ต่อประมาณการของเรามาจากราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่ต่ำลง
- ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา น่าจะมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคาด
- มีความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่ที่ไม่เพิ่มมูลค่า
- ปัจจัยเสี่ยงด้านบวกหลักต่อมุมมองของเราคือ ราคาน้ำมันและ/หรือก๊าซที่สูงกว่าที่คาดไว้

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
PTTEP	YES	AAA	-	3.13	B	65.4	5.0

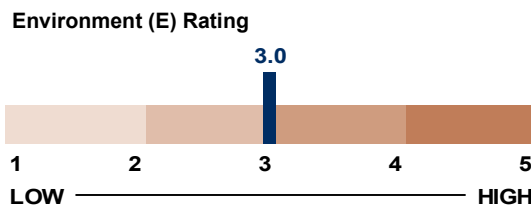
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- PTTEP ดำเนินธุรกิจสำรวจและผลิต (E&P) ของบริษัทน้ำมันแห่งชาติของไทย - PTT - ผลิตน้ำมันเทียบเท่าประมาณ 510,000 บาร์เรลต่อวันในปี 2025 โดยโครงสร้างปริมาณการผลิตแบ่งเป็น ก๊าซ 70% และน้ำมัน 30% นอกจากนี้ PTTEP ยังมีการลงทุนในต่างประเทศ โดยส่วนใหญ่ในมาเลเซีย ตะวันออกกลาง และแอฟริกา
- แม้ว่าการดำเนินงานของ PTTEP จะปล่อยคาร์บอนในระดับสูง แต่บริษัทยังคงได้รับคะแนน ESG ที่ได้อยู่ที่ 3.1 ซึ่งสะท้อนถึงความมุ่งมั่นด้านความยั่งยืนที่แข็งแกร่ง มีเป้าหมายการปรับปรุงที่ชัดเจน และมีแผนกลยุทธ์ในการกระจายธุรกิจไปสู่ภาคส่วนที่ไม่ใช่ E&P บริษัทกำลังมุ่งไปสู่ทิศทางนโยบายลดคาร์บอนเชิงโครงสร้าง ผ่านโครงการต่างๆ เช่น โครงการ Arthit Carbon Capture and Storage ซึ่งถือเป็นตัวเร่งสำคัญที่จะช่วยปรับปรุงคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของบริษัทในอนาคต.
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ PTTEP อยู่ในระดับพอใช้ที่ 3.0 สะท้อนถึงความมุ่งมั่นของบริษัทในการลดคาร์บอน บริษัทมีความก้าวหน้าที่ดีในการลดการปล่อยคาร์บอน และโครงการดักจับคาร์บอนของบริษัทถือเป็นตัวเร่งสำคัญที่จะช่วยปรับปรุงคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมให้ดียิ่งขึ้นในอนาคต
- ในมุมมองของเรา ด้านสังคม (S) เป็นจุดอ่อนที่สุด โดย PTTEP ได้คะแนนปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงสูงของธุรกิจสำรวจและผลิต (E&P) อย่างไรก็ตาม คะแนนด้านสังคมถูกชดเชยบางส่วนด้วยโครงการความปลอดภัยของพนักงานที่เข้มแข็ง การมีส่วนร่วมกับชุมชนผ่านโครงการ "Ocean for Life" ระยะเวลา 10 ปี และการสนับสนุนธุรกิจและซัพพลายเออร์ในท้องถิ่น.
- ด้านธรรมาภิบาล (G) เป็นจุดแข็งที่สุดของ PTTEP โดยได้คะแนนดีที่ 3.6 บริษัทได้รับประโยชน์จากคณะกรรมการอิสระที่มีโครงสร้างชัดเจนและการบริหารการเงินที่มีวินัย.

Despite its high-emission E&P business model, we assign PTTEP a decent E score of 3.0 to reflect the counterfactors of its decarbonization policy and the company’s clear progress and targets in reducing emissions. We expect the score to improve in the future as the use of Carbon Capture and Storage (CCS) in its projects increases.

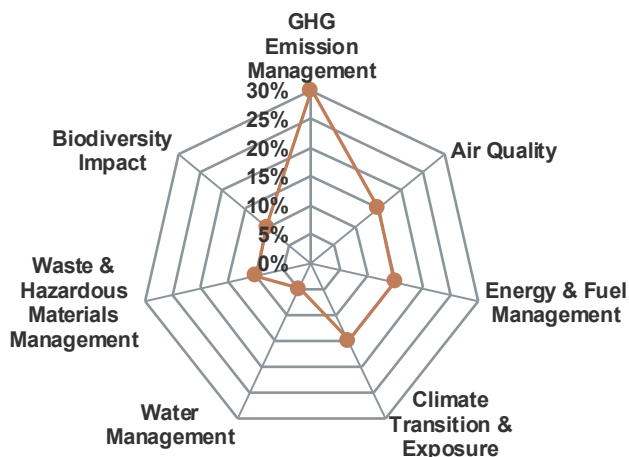


ENVIRONMENT **Our Comments**

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

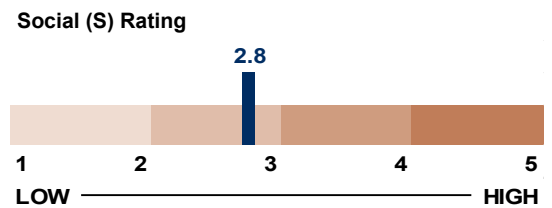
- PTTEP’s good (E) score of 3.0 reflects a decent environmental risk profile despite its carbon-intensive E&P business. PTTEP also has a lower carbon intensity than many E&P companies, owing to its higher gas output mix (70% of total production). Gas production emits less carbon than oil.
- PTTEP has set clear decarbonization targets, including net-zero emissions by 2050 and a 30% reduction in GHG intensity by 2030 from the 2020 baseline.
- In 2024, PTTEP achieved meaningful progress in reducing its environmental impact. Accumulated GHG emissions fell by 4.08m tonnes of CO₂ equivalent compared to 2020, and GHG intensity declined by 21.2%. These reductions were driven by improvements in energy efficiency and hydrocarbon recovery processes.
- PTTEP is also exploring non-E&P investments to diversify its portfolio and reduce its overall carbon footprint. This includes artificial intelligence and robotics technologies, Carbon Capture and Storage (CCS), renewable energy, and hydrogen to support a sustainable transition towards future energy demands.
- PTTEP is advancing the Arthit CCS Project, Thailand’s first full-scale Carbon Capture and Storage (CCS) development at the Arthit gas field, targeting ~1 MtCO₂/year by around 2028. The project is designated as a flagship initiative under Thailand’s Nationally Determined Contribution (NDC) Action Plan 2021–2030, strengthening offshore storage capability and regulatory readiness, and laying the foundation for a broader CCS scale-up, including the proposed Eastern Thailand CCS Hub.
- The company also advanced eight new emission reduction projects in 2024, such as membrane replacement at Arthit, fuel gas optimization at Yadana, and low-BTU flare installation at G2/61, collectively cutting about 124,000 tonnes of CO₂ equivalent.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

PTTEP’s S score is moderate at 2.8, reflecting the high-risk nature of the E&P business, which exposes the company to safety, environmental, and community challenges. Despite this, strong safety programs and social initiatives help reduce these risks.

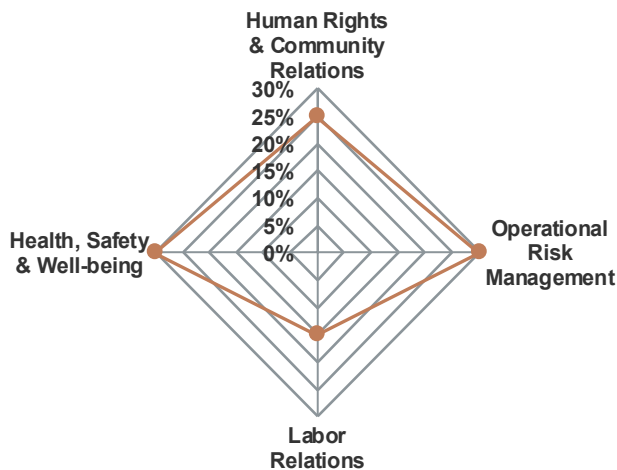


SOCIAL **Our Comments**

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

- PTTEP’s social score is moderate at 2.8, mainly due to the inherently high-risk nature of the E&P business, which exposes the company to safety, environmental, and community risks. This is partially offset by strong workforce safety programs and proactive community engagement.
- The company maintains low injury rates, with a Lost Time Injury Frequency of 0.24 per 1m man-hours worked and an Oil and Chemical Spill Rate of 0.15 tonnes per 1m tonnes of production, supported by comprehensive health, safety, and environment programs across its domestic and international operations.
- Although past incidents, including the 2009 Montara oil spill, underscore operational risks, PTTEP has since strengthened its emergency response and risk management systems, successfully preventing any major oil spills of a similar scale.
- PTTEP actively supports local suppliers to drive innovation, improve processes, and enhance safety, generating jobs and income while strengthening community relationships. In 2024, spending on local businesses exceeded US\$2,191m, up around 20% from 2023.
- Since 2019, PTTEP has applied green supply chain management, focusing on eco-friendly procurement, fuel efficiency, and energy conservation to reduce greenhouse gas emissions. In 2024, green supply chain spending reached US\$1,177m, up 23% from 2023.
- PTTEP has launched a 10-year social development project under its "Ocean for Life" strategy (2020-30) to restore marine biodiversity, support sustainable fisheries, and boost community livelihoods in Thailand.

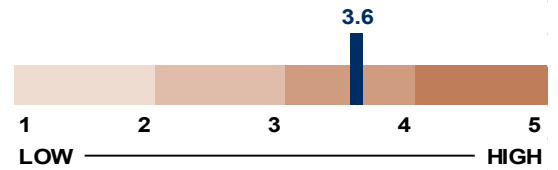
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

PTTEP has a good G score of 3.6, reflecting a well-structured, independent board, disciplined financial management, and robust risk oversight. Its more conservative investment strategy than in the past, combined with diversification into non-E&P businesses, lowers investment risk in our view.

Governance (G) Rating



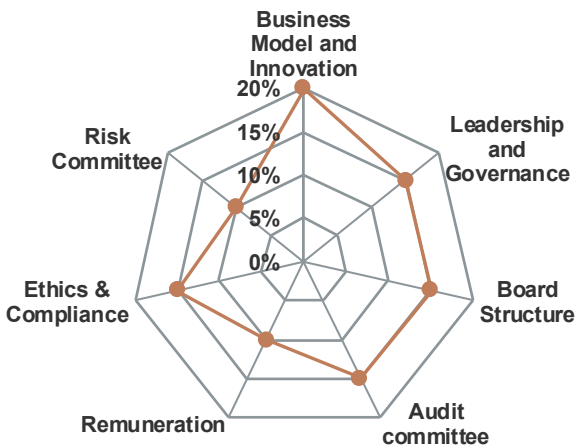
GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

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

- We assign PTTEP a good G score of 3.6, reflecting a robust board structure, disciplined financial management, and effective risk oversight.
- The company is committed to zero incidents, zero fraud, and full regulatory compliance, while raising its Governance, Risk, and Compliance (GRC) maturity to level 4+, ensuring responsible and transparent operations.
- The company’s board is chaired by an independent director, with nearly two-thirds of board members also being independent, which we see as the ideal ratio.
- In terms of business risk, PTTEP has adopted a more conservative investment strategy than in the past, concentrating on countries where it has operational experience or near-producing assets, which we view as a positive factor for its governance profile.
- Financially, PTTEP maintains a net cash position with strong cash flow generation. While it has a high customer concentration, primarily selling gas to its parent PTT (Thailand’s sole gas buyer), pricing remains market-based and linked to oil prices, mitigating risks.
- For long-term sustainability, PTTEP faces the challenge of domestic resource depletion. To address this, the company is diversifying into non-E&P businesses, including AI and robotics ventures and renewable power projects, as part of its strategic shift toward a more sustainable future.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	312,310	281,449	317,383	327,736	345,766
Cost of sales	162,773	161,706	179,282	191,587	204,393
Gross profit	149,537	119,743	138,102	136,149	141,373
% gross margin	47.9%	42.5%	43.5%	41.5%	40.9%
Selling & administration expenses	18,115	20,222	21,643	20,498	21,851
Operating profit	131,422	99,520	116,459	115,651	119,522
% operating margin	42.1%	35.4%	36.7%	35.3%	34.6%
Depreciation & amortization	95,039	95,194	106,068	115,038	123,119
EBITDA	226,462	194,714	222,527	230,689	242,641
% EBITDA margin	72.5%	69.2%	70.1%	70.4%	70.2%
Non-operating income	14,520	11,184	109	9,627	9,610
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11,813)	(13,065)	(9,615)	(12,293)	(7,607)
Pre-tax profit	134,130	97,639	106,952	112,985	121,526
Income tax	57,214	43,850	49,121	51,980	55,823
After-tax profit	76,915	53,789	57,831	61,006	65,703
% net margin	24.6%	19.1%	18.2%	18.6%	19.0%
Shares in affiliates' Earnings	1,317	2,045	2,525	2,525	2,525
Minority interests	7	17	0	0	0
Extraordinary items	585	4,422	(320)	0	0
NET PROFIT	78,824	60,273	60,037	63,531	68,228
Normalized profit	78,239	55,851	60,357	63,531	68,228
EPS (Bt)	19.9	15.2	15.1	16.0	17.2
Normalized EPS (Bt)	19.7	14.1	15.2	16.0	17.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	222,131	156,075	165,787	169,514	174,899
Cash & cash equivalent	143,741	76,923	76,923	76,923	76,923
Account receivables	43,270	44,492	50,173	51,810	54,660
Inventories	22,759	20,751	23,006	24,585	26,229
Others	12,361	13,908	15,684	16,196	17,087
Investments & loans	31,145	48,502	65,859	83,217	100,574
Net fixed assets	490,484	511,450	533,449	548,586	527,940
Other assets	221,541	217,910	325,964	335,244	349,371
Total assets	965,301	933,937	1,091,059	1,136,561	1,152,784
LIABILITIES:					
Current liabilities:	105,502	113,987	121,260	127,764	136,528
Account payables	61,089	66,918	74,191	79,284	84,583
Bank overdraft & ST loans	5,236	5,638	0	0	0
Current LT debt	0	0	4,985	5,078	5,250
Others current liabilities	39,176	41,431	42,084	43,402	46,695
Total LT debt	95,009	83,098	161,170	164,201	125,989
Others LT liabilities	228,915	217,284	213,215	220,984	233,463
Total liabilities	429,425	414,369	495,645	512,949	495,980
Minority interest	281	263	263	263	263
Preferred 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	19,137	(20,170)	30,873	30,873	30,873
Retained earnings	407,071	430,087	454,890	483,088	516,281
Shareholders' equity	535,595	519,305	595,151	623,349	656,542
Liabilities & equity	965,301	933,937	1,091,059	1,136,561	1,152,784

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	134,130	97,639	106,952	112,985	121,526
Tax paid	(52,892)	(49,931)	(44,939)	(52,507)	(54,176)
Depreciation & amortization	95,039	95,194	106,068	115,038	123,119
Chg In working capital	28,803	6,615	(663)	1,877	806
Chg In other CA & CL / minorities	(1,254)	15,261	(2,779)	3,859	3,280
Cash flow from operations	203,827	164,778	164,640	181,252	194,555
Capex	(145,253)	(116,159)	(128,067)	(130,175)	(102,474)
Right of use	(1,597)	(2,744)	(2,744)	(2,744)	(2,744)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(21,362)	(17,357)	(17,357)	(17,357)	(17,357)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	4,747	(8,906)	(109,379)	1,233	1,096
Cash flow from investments	(163,465)	(145,167)	(257,548)	(149,044)	(121,479)
Debt financing	1,548	(9,866)	77,098	3,125	(38,041)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(38,704)	(36,622)	(35,234)	(35,333)	(35,035)
Warrants & other surplus	(3,852)	(39,941)	51,043	0	0
Cash flow from financing	(41,008)	(86,429)	92,908	(32,208)	(73,076)
Free cash flow	40,362	19,611	(92,908)	32,208	73,076

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	7.4	10.3	9.5	9.1	8.4
Normalized PE - at target price (x)	8.1	11.3	10.5	9.9	9.3
PE (x)	7.3	9.6	9.6	9.1	8.4
PE - at target price (x)	8.0	10.5	10.5	9.9	9.3
EV/EBITDA (x)	2.3	3.0	3.0	2.9	2.6
EV/EBITDA - at target price (x)	2.6	3.3	3.2	3.1	2.8
P/BV (x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
P/CFO (x)	2.8	3.5	3.5	3.2	3.0
Price/sales (x)	1.8	2.0	1.8	1.8	1.7
Dividend yield (%)	6.6	6.0	6.2	6.1	6.1
FCF Yield (%)	7.0	3.4	(16.1)	5.6	12.7
(Bt)					
Normalized EPS	19.7	14.1	15.2	16.0	17.2
EPS	19.9	15.2	15.1	16.0	17.2
DPS	9.6	8.8	9.0	8.8	8.9
BV/share	134.9	130.8	149.9	157.0	165.4
CFO/share	51.3	41.5	41.5	45.7	49.0
FCF/share	10.2	4.9	(23.4)	8.1	18.4

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	3.9	(9.9)	12.8	3.3	5.5
Net profit (%)	2.8	(23.5)	(0.4)	5.8	7.4
EPS (%)	2.8	(23.5)	(0.4)	5.8	7.4
Normalized profit (%)	(0.5)	(28.6)	8.1	5.3	7.4
Normalized EPS (%)	(0.5)	(28.6)	8.1	5.3	7.4
Dividend payout ratio (%)	48.5	57.6	59.5	55.0	51.5
Operating performance					
Gross margin (%)	47.9	42.5	43.5	41.5	40.9
Operating margin (%)	42.1	35.4	36.7	35.3	34.6
EBITDA margin (%)	72.5	69.2	70.1	70.4	70.2
Net margin (%)	24.6	19.1	18.2	18.6	19.0
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	0.0	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	11.1	7.6	12.1	9.4	15.7
Interest coverage - EBITDA (x)	19.2	14.9	23.1	18.8	31.9
ROA - using norm profit (%)	8.4	5.9	6.0	5.7	6.0
ROE - using norm profit (%)	15.1	10.6	10.8	10.4	10.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	14.9	10.2	10.4	10.0	10.3
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	46.7	39.3	36.7	38.2	37.3
- leverage (x)	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8
- interest burden (%)	91.9	88.2	91.8	90.2	94.1
- tax burden (%)	57.3	55.1	54.1	54.0	54.1
WACC (%)	10.1	10.1	10.1	10.1	10.1
ROIC (%)	16.6	11.1	11.9	9.1	9.0
NOPAT (Bt m)	75,363	54,825	62,972	62,445	64,620
invested capital (Bt m)	492,099	531,118	684,382	715,705	710,857

Sources: Company data, ttb wealth estimates

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 31.00 (From: Bt 18.00)

Downside : 15.6%

PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

ปัจจัยหนุนเริ่มสั้นลง

PTTGC เป็นบริษัทที่ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูง เราจึงแนะนำ “ขาย” จากราคาน้ำมันที่มีแนวโน้มลดลงจากความตึงเครียดในตะวันออกกลางที่ลดลง แม้เราสมมติให้ **petrochemical spreads** สูงขึ้น แต่ PTTGC ยังดูแพงไปที่ **PE 18.2/34.5 เท่า** และ **P/BV 0.5 เท่า vs ROE ที่ 3.3/2.4% ในปี 2026–27F**

แนะนำ “ขาย” ท่ามกลางแนวโน้มราคาน้ำมันขาลง

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรากำหนดแนะนำ “ขาย” PTTGC แม้จะปรับราคาเป้าหมายปี 2026F ขึ้นเป็น 31 บาท (จาก 18 บาท) จากสมมติฐานราคาน้ำมัน GRM และส่วน petrochemical spread ที่สูงขึ้น 1) PTTGC เป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูง (ผ่านต้นทุนโอเพ่นที่มีความเสถียรมากขึ้น คิดเป็น 44% ของต้นทุนวัตถุดิบปิโตรเคมีทั้งหมด) และราคาหุ้นได้ปรับตัวขึ้นแล้ว 30% นับตั้งแต่เกิดสงครามในตะวันออกกลาง อย่างไรก็ตาม เมื่อสถานการณ์เริ่มคลี่คลายและราคาน้ำมันเข้าสู่แนวโน้มขาลง เราคาดว่าราคาหุ้น PTTGC จะปรับตัวลดลงตาม 2) แม้จะรวมสมมติฐานราคาน้ำมัน GRM และส่วนต่างปิโตรเคมีที่สูงขึ้นแล้ว PTTGC ยังมีความสามารถในการทำกำไรต่ำ โดยมี ROE เพียง 3.3/2.4% ในปี 2026–27F 3) ธุรกิจของ PTTGC มีสัดส่วนปิโตรเคมี (กำลังการผลิตโพลีโอเลฟิน 3.0 ล้านตัน) สูงกว่าธุรกิจโรงกลั่นอย่างมาก (175kbd) และเราคาดว่าวัฏจักรขาลงของปิโตรเคมีจะมีน้ำหนักกดดันมากกว่าผลบวกจากวัฏจักรโรงกลั่นที่ดี และ 4) แม้จะมีการปรับเพิ่มกำไรขึ้นอย่างมาก แต่มูลค่าหุ้นยังดูดี ตัวชี้วัดที่ 18.2/34.5 เท่า PE และ 0.5 เท่า P/BV ในปี 2026–27F

สมมติฐานใหม่ที่ดีขึ้น

เราปรับกำไรของ PTTGC ขึ้น 148/7/3% ในปี 2026–28F จากชุดสมมติฐานใหม่ตามที่กล่าวในบทวิเคราะห์กลุ่มฯ เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์เป็น US\$80/75/75/bbl (จาก US\$67/70/70) ปรับค่าการกลั่นในสิงคโปร์ขึ้นเป็น US\$12.8/7.0/7.2/bbl (จาก US\$6.6/6.8/7.0) และ HDPE-naphtha spread ขึ้นเป็น US\$470/430/400/tonne (จาก US\$370/380/390) การปรับสมมติฐานนี้สะท้อนการพุ่งขึ้นของราคาในปีนี้ และความเสียหายของโครงสร้างพื้นฐานและโรงงานที่ต้องใช้เวลาในการฟื้นฟู สำหรับธุรกิจปิโตรเคมี เราคาดว่าสงครามจะเร่งให้เกิดการปรับโครงสร้างของโรงงานที่ไม่มีประสิทธิภาพและมีต้นทุนสูง ทำให้ฐานสเปรดปรับตัวสูงขึ้น

ปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงขาลง

แม้ฐานสเปรดจะปรับตัวขึ้นจากการปรับลดกำลังการผลิต แต่อุตสาหกรรมปิโตรเคมีคาดว่าจะยังคงอยู่ในช่วงขา อุตสาหกรรมยังคงเผชิญภาวะอุปทานล้นตลาด เนื่องจากกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มเข้ามายังคงสูงกว่าการปิดโรงงาน โดยจะมีอุปทานใหม่เข้ามาจำนวนมาก – เอทิลีน 43 ล้านตันในปี 2025–30F เทียบกับความต้องการที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเพียง 15 ล้านตันในระยะเวลาเดียวกัน ทั้งนี้ ในปี 2021–24 มีกำลังการผลิตใหม่เพิ่มขึ้น 29 ล้านตัน ขณะที่ความต้องการใหม่เพิ่มขึ้นเพียง 11 ล้านตัน

บริษัทที่มี ROE ต่ำ

PTTGC ได้กลายเป็นบริษัทที่มี ROE ต่ำ หลังมีการลงทุนขนาดใหญ่ (capex) หลายโครงการ และเผชิญกับวัฏจักรขาลงของปิโตรเคมีที่ยืดเยื้อ ซึ่งส่งผลให้ product spreads ลดลงในเชิงโครงสร้าง ตลอดช่วงสองทศวรรษที่ผ่านมาสหรัฐฯ ได้กลายเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำลงจากการปฏิวัติ shale oil/gas ขณะที่จีนมีความได้เปรียบด้านขนาดธุรกิจที่ใหญ่กว่า ROE ของ PTTGC ปรับลดลงจาก 16% ในปี 2016 มาอยู่ที่ -6% ในปี 2025 และเราคาดว่าอยู่ที่ 3.3/2.4% ในปี 2026–27F จากการวิเคราะห์ของเรา เราประเมินว่า ROE ปี 2027F จะอยู่ที่ 3.0/4.7/5.9% ภายใต้สมมติฐาน HDPE spread ที่ US\$500/600/700/tonne


YUPAPAN POLPORNPRASERT

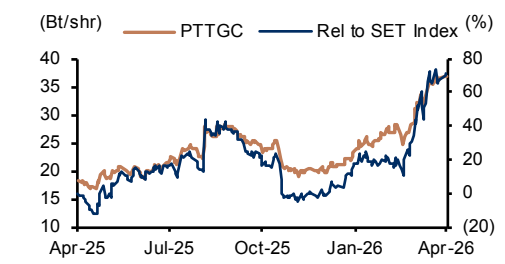
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	484,907	664,833	632,727	632,727
Net profit	(14,600)	10,990	7,209	6,556
Consensus NP	—	5,534	6,823	10,938
Diff frm cons (%)	—	98.6	5.7	(40.1)
Norm profit	(16,289)	9,689	7,209	6,556
Prev. Norm profit	—	3,907	6,732	6,355
Chg frm prev (%)	—	148.0	7.1	3.2
Norm EPS (Bt)	(3.6)	2.0	1.1	0.9
Norm EPS grw (%)	na	na	(47.2)	(13.6)
Norm PE (x)	na	18.2	34.5	39.9
EV/EBITDA (x)	19.1	6.9	7.5	7.3
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	1.4	1.4	1.4	1.4
ROE (%)	na	3.3	2.4	2.2
Net D/E (%)	44.7	32.6	29.7	26.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	36.75
Market Cap (US\$ m)	5,166.7
Listed Shares (m shares)	4,508.8
Free Float (%)	51.8
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	24.4
12M Price H/L (Bt)	37.00/16.70
Sector	PETRO
Major Shareholder	PTT Pcl 45.18%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P82

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เวลธ์ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่คิดว่าดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือปรับราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Norm profit (Bt m)						
- New	(2,753)	(10,336)	(16,289)	9,689	7,209	6,556
- Old				3,907	6,732	6,355
- Change (%)				148.0	7.1	3.2
Market GRM (US\$/bbl)						
- New	12.7	4.7	4.7	10.4	6.1	6.4
- Old				5.4	5.7	5.7
- Change (%)				90.9	5.6	12.4
Px-Naphtha (US\$/tonne)						
- New	274	302	238	216	250	270
- Old				260	280	280
- Change (%)				(16.9)	(10.7)	(3.6)
HDPE-Naphtha (US\$/tonne)						
- New	386	340	367	470	430	400
- Old				370	380	390
- Change (%)				27.0	13.2	2.6

Source: ttb wealth estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA & equity income	38,783	34,205	33,796	39,063	35,009	34,404	33,800	33,800	33,800	33,800	33,800	33,800	
Free cash flow	23,402	20,862	20,313	23,607	24,004	23,130	22,845	22,941	23,070	23,199	23,328	23,457	328,138
PV of free cash flow	23,338	17,817	16,027	17,211	16,171	14,399	13,139	12,192	11,329	10,527	9,779	9,086	127,110
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value - add investments	298,124												
Net debt	152,630												
Minority interest	5,205												
Equity value	140,289												
# of shares (m)	4,509												
Equity value / share	31.0												

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	na	54.5	23.1	14.9	0.5	0.5	7.8	5.4	1.0	2.8
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	(20.0)	25.0	20.5	16.4	1.5	1.4	na	na	0.0	0.0
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	8.2	5.8	10.8	10.2	2.3	2.2	8.5	7.9	7.1	7.4
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	13.4	9.8	na	na	na	na	11.8	10.4	na	na
LG Chem	051910 KS	South Korea	na	na	na	17.4	0.8	0.8	8.0	5.8	0.7	1.1
SK Energy	096770 KS	South Korea	na	79.1	58.3	32.6	0.9	0.9	11.4	10.0	1.5	1.6
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	na	(18.4)	32.0	39.2	1.2	1.2	9.4	10.5	2.4	2.1
Formosa Chemical	1326 TT	Taiwan	na	22.4	43.2	35.3	0.9	0.9	17.2	14.0	1.9	2.4
IRPC Pcl *	IRPC TB *	Thailand	na	(66.4)	9.3	27.7	0.5	0.5	4.1	4.7	1.8	1.8
Indorama Ventures *	IVL TB *	Thailand	na	(22.5)	19.1	24.6	1.1	1.0	7.1	6.9	2.8	3.4
PTT Global Chemical *	PTTGC TB *	Thailand	na	(47.2)	18.2	34.5	0.5	0.5	6.9	7.5	1.4	1.4
Siam Cement *	SCC TB *	Thailand	157.9	33.3	21.6	16.2	0.8	0.8	14.9	10.0	2.6	3.0
Average			157.9	(2.8)	28.8	30.0	0.9	0.8	10.1	9.1	2.1	2.2

Sources: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 17 April 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

PTTGC เป็นบริษัทปิโตรเคมีและโรงกลั่นที่มีฐานการผลิตครบวงจรหลังเกิดการควบรวมระหว่าง PTTCH และ PTTAR ในปลายปี 2011 ผลิตภัณฑ์ของบริษัทคือ olefins และ derivatives โดยที่ผลิตภัณฑ์หลักคือ ethylene, propylene, HDPE, LDPE, LLDPE, และ MEG และด้วยธุรกิจโพลีเอทิลีนคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 27% ของ EBITDA ปี 2024 PTTGC เป็นหนึ่งในแครกเกอร์ที่ใช้ก๊าซเป็นส่วนประกอบเพียงไม่กี่แห่งในเอเชีย และมีโครงสร้างต้นทุนที่แข่งขันได้เมื่อเทียบกับแครกเกอร์ที่ใช้แนฟทาอื่น ๆ บริษัท ยังมีโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์แบบครบวงจร ซึ่งผลิตพาราไซลีน และเบนซีนเป็นหลัก นอกจากนี้ บริษัท ยังได้ย้ายเข้าสู่ธุรกิจสารเคลือบพิเศษด้วยการลงทุนใน Allnex Holdings GmbH (Allnex)

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้ผลิต gas-based และมีความยืดหยุ่นในด้านการผลิต ได้เปรียบในด้านต้นทุน
- ประหยัดจากขนาดด้วยมี synergy จากฐานการผลิตที่ครบวงจร
- เป็นเครือบริษัท PTT ซึ่งช่วยให้มีวัตถุดิบที่แน่นอน และฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ความต้องการเคมีภัณฑ์ที่เติบโตอย่างมากในภูมิภาค
- เพิ่มมูลค่าจาก synergies และการทำ debottlenecking และ downstream ที่ครบวงจรมากขึ้น
- กิจกรรม M&A ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่นักลงทุน

CONSENSUS COMPARISON

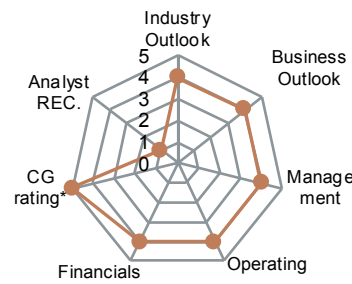
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	32.36	31.00	-4%
Net profit 26F (Bt m)	5,534	10,990	99%
Net profit 27F (Bt m)	6,823	7,209	6%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 5	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการปี 2026F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM) และปิโตรเคมีที่สูงขึ้น
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าเล็กน้อย เนื่องจากเรามีมุมมองเชิงลบมากขึ้นต่อธุรกิจปิโตรเคมี

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

W — Weakness

- เป็นวัฏจักรธุรกิจ ก๊าซและกระแสเงินสดจึงมีความผันผวน
- ผลกระทบต่อก๊าซจากการขาดทุนสต็อก (หลักๆ จากราคาน้ำมัน)
- การพึ่งพาเคมีภัณฑ์จำนวนมาก และมีเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษจำกัด

T — Threat

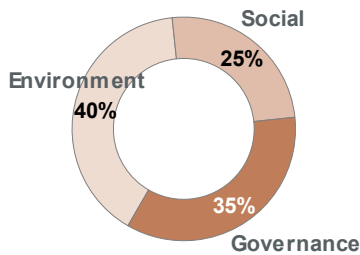
- การลดอุปทานก๊าซธรรมชาติที่มีต้นทุนต่ำจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในการเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำลดลง
- ราคาน้ำมันที่ตกต่ำบั่นทอนความได้เปรียบทางการแข่งขัน
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในตะวันออกกลางและแครกเกอร์ในสหรัฐฯ
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และ synergies ที่จำกัด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

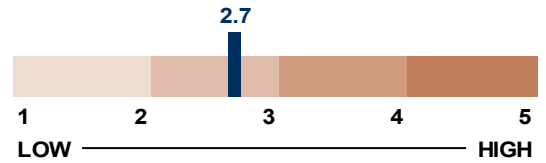
- ราคาน้ำมัน และ/หรือ chemical spreads ที่สูงกว่าคาด น่าจะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกต่อประมาณการของเรา
- อุปทานก๊าซที่สูงขึ้นจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐานการผลิตที่น้อยกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงด้านบวกคือการแก้ไขสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ได้เร็วกว่าที่คาดไว้

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
PTTGC	YES	AAA	-	2.74	0	57.91	5.0

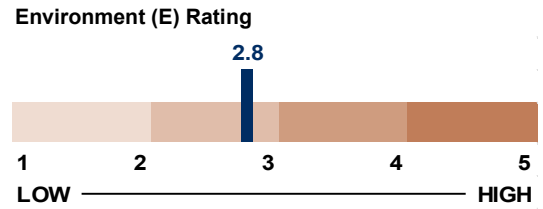
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- PTTGC มีโรงกลั่นน้ำมันขนาดกำลังการผลิต 145,000 บาร์เรลต่อวัน (kbd) และมีกำลังการผลิตโอเลฟินจากทั้งก๊าซและแนฟทารวม 3.6 ล้านตันต่อปี
- คะแนน ESG ของเราสำหรับ PTTGC อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.7 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรมที่ 2.9 โดยแม้ว่าบริษัทจะมีการตั้งเป้าหมายลดการปล่อยคาร์บอนอย่างชัดเจน แต่คะแนนยังถูกกดดันจากการใช้พลังงานที่เข้มข้น และการลงทุนในอดีตที่ส่งผลให้เกิดการด้อยค่าของสินทรัพย์ในระดับสูง
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสะท้อนลักษณะของธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมีที่มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูง แม้ว่าการปล่อยก๊าซมีแนวโน้มลดลง และไม่มีเหตุการณ์การรั่วไหลซ้ำอีก แต่ความคืบหน้ายังค่อนข้างค่อยเป็นค่อยไป นอกจากนี้ วัฏจักรธุรกิจที่อ่อนแอยังจำกัดระดับการลงทุนในด้าน การลดคาร์บอนด้วย
- ด้านสังคม (S) เป็นเสาหลัก ESG ที่แข็งแกร่งที่สุดของ PTTGC แต่คะแนนที่ 2.9 ยังถือว่าอยู่ในระดับปานกลาง โดยตัวชี้วัดด้านความปลอดภัยปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ (ค่า TRIR ลดลง และไม่มีผู้เสียชีวิต) ควบคู่กับการลงทุนด้านบุคลากรและการมีส่วนร่วมกับชุมชนที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม ในอดีตเคยมีเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในปี 2013
- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ PTTGC อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.7 โดยโครงสร้างคณะกรรมการบริษัทและคณะกรรมการย่อยมีการจัดตั้งอย่างเหมาะสม อย่างไรก็ตาม ปัจจัยที่กดดันคะแนน ได้แก่ การทำธุรกรรมกับบริษัทที่เกี่ยวข้องกันภายในกลุ่ม PTT Group รวมถึงการลงทุนบางโครงการในอดีตที่ให้ผลตอบแทนต่ำและการบันทึกด้อยค่า
- โดยรวม เรามองว่า PTTGC มีผลการดำเนินงานด้าน ESG อยู่ในระดับใกล้เคียงค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม แม้จะมีการดำเนินการดำเนินงานด้าน ESG ที่แข็งแกร่ง แต่ยังมีข้อจำกัดในการนำไปปฏิบัติจริง โดยเฉพาะในเรื่องการลดคาร์บอน และการตัดสินใจลงทุน

We assign PTTGC a moderate E score of 2.8. This reflects the high-emission nature of its refinery and petrochemical businesses. Emissions are trending lower, but the rate of decline is gradual. The current weak business cycle also limits investment in decarbonization.

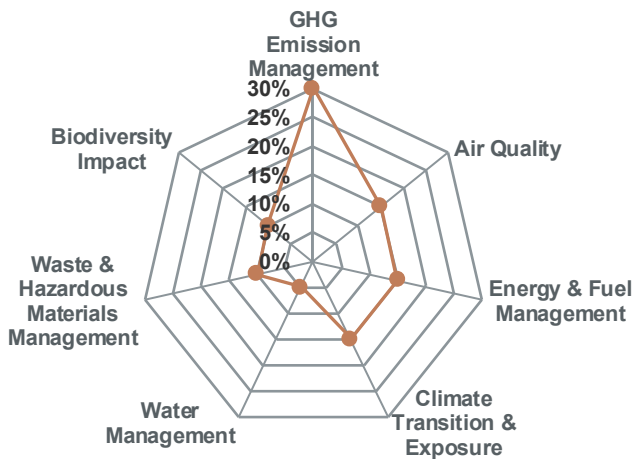


ENVIRONMENT Our Comments

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

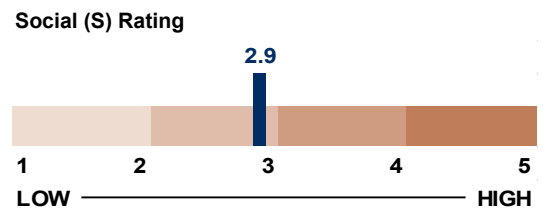
- We assign a moderate E score of 2.8 to PTTGC, slightly below the energy sector average of 2.9. The moderate score reflects the high emission nature of its refinery and petrochemical businesses. The weak petrochemical cycle also led to capital allocation prioritizing cash preservation over decarbonization investments. Current emission-reduction efforts are skewed toward incremental efficiency gains rather than reductions in structural emissions.
- Another negative point is PTTGC’s feedstock mix. Due to falling domestic gas supply, the naphtha feedstock mix rose to 23% in 2025 from 12% in 2019. In effect, gas feedstock mix fell to 87% in 2025 from 88% in 2019. Gas generates less carbon than naphtha.
- PTTGC reported falling emission trend but it was quite gradual. In 2025, Scope 1 and 2 emissions were 7.28m tonnes of CO₂e, down 10% from 2022. The company has deferred its 20% emission reduction target from 2030 to 2035 to align with PTT Group, while maintaining its net-zero 2050 goal.
- On decarbonization initiatives, PTTGC is progressing with hydrogen and cleaner fuels, and is involved in the Eastern Thailand CCS Hub with a target of 6m tonnes of CO₂ p.a. capture capacity. It is also expanding green areas (>20,000 rai) to sequester 46,000 tonnes of CO₂ annually. That said, we see these initiatives as medium-to long-term in nature, with a limited near-term impact on the emissions trajectory.
- PTTGC suffered an oil spill in 2013 (Rayong), which resulted in a short-term environmental impact and reputational pressure. Positively, no major spill incidents have been reported since, suggesting improved operational controls and monitoring.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign PTTGC a moderate S score of 2.9. Overall social performance is solid but not best-in-class, with clear improvements in work safety, human capital investment, and community engagement.

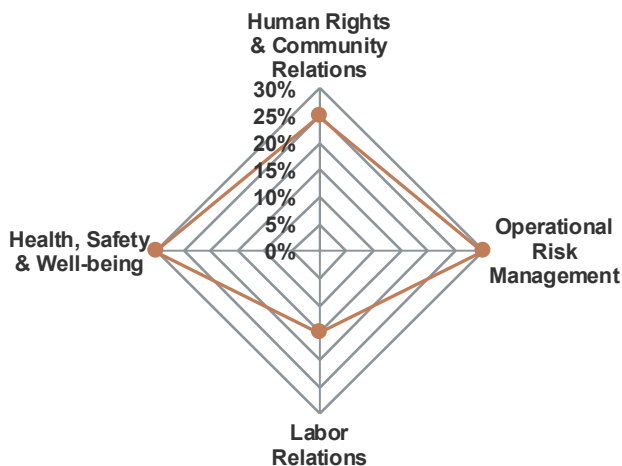


SOCIAL **Our Comments**

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

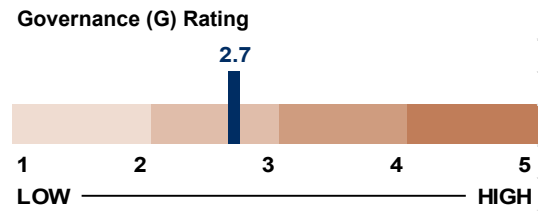
- We assign PTTGC a moderate 2.9 S score vs. the sector average of 3.0. Overall, Social factors are decent and adequate. But there was a major oil spill in 2014 that has weighed down the S score.
- Safety performance has strengthened, with TRIR (Total Recordable Injury Rate) improving to 0.11 cases per 1m man-hours in 2025 (from 0.17 in 2024) and zero fatalities for both employees and contractors, indicating a stronger safety culture.
- Human capital investment has increased, with average training hours rising to 61.3 per employee (Bt85m in total spending). Diversity metrics are solid, with women representing 27% of the workforce and 31% of management, alongside healthy engagement levels.
- Community engagement remains a key strength. In 2025, GC contributed Bt69.6m to social initiatives (including Bt17.1m in direct community investment), achieving a 92.7% community satisfaction score, well above its >86% target.
- There was an oil spill in 2013. That was related to its refinery operation. The incident caused damage to the environment and biodiversity. Financially, there was Bt1bn in compensation expenses.
- Otherwise, PTTGC has run quite smooth operations of both its refinery and petrochemical facilities.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign PTTGC a moderate G score of 2.7. Despite having a full set of key committees and a solid board structure, a highly cyclical business, past investment decisions, and related-party exposure are negative factors of the G pillar.

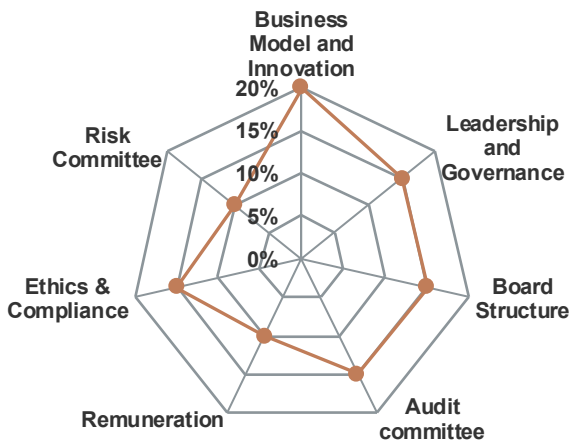


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

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

- We assign PTTGC a moderate 2.7 G score, below the sector average of 3.0. The score reflects the highly cyclical nature of its business, decisions on past investments that yield low returns or caused impairments, and related-party exposure as a PTT group company. Strong points in the G pillar are an independent board chairman and a full set of oversight committees.
- PTTGC’s board structure is solid but not ideal. It has an independent director as board chairman. The independent director ratio at eight out of 15 directors is adequate at over 50% but it still falls short of the ideal ratio of two-thirds.
- The company maintains a full set of key committees, including Audit, Nomination and Remuneration, Risk Management, and Corporate Governance and Sustainability, in line with best practices for large-cap energy companies.
- The company applies ESG screening to 100% of new suppliers, reflecting solid value chain governance standards.
- However, governance is tempered by extensive related-party transactions with PTT group companies, including gas feedstock sourcing (ethane and propane) and pricing (a net-back or equal-IRR basis) that is complicated and not providing full disclosure.
- On business sustainability, despite various investments during the past decade, the company remains highly cyclical. Also, several past investments have resulted in low return or impairments. Three major impairments were Vencorex (Bt8.6bn), PTT Asahi Chemical (Bt8.9bn), and polyols/MCC assets (Bt2.8bn).

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	604,044	484,907	664,833	632,727	632,727
Cost of sales	580,853	468,982	615,506	588,858	590,058
Gross profit	23,191	15,925	49,327	43,868	42,669
% gross margin	3.8%	3.3%	7.4%	6.9%	6.7%
Selling & administration expenses	28,725	27,595	37,834	36,007	36,007
Operating profit	(5,534)	(11,670)	11,493	7,861	6,662
% operating margin	-0.9%	-2.4%	1.7%	1.2%	1.1%
Depreciation & amortization	30,995	27,290	27,290	26,343	27,134
EBITDA	25,461	15,620	38,783	34,205	33,796
% EBITDA margin	4.2%	3.2%	5.8%	5.4%	5.3%
Non-operating income	6,350	4,496	5,000	5,000	5,000
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(10,863)	(7,708)	(5,086)	(4,842)	(4,459)
Pre-tax profit	(10,047)	(14,882)	11,407	8,019	7,203
Income tax	(969)	577	2,542	1,604	1,441
After-tax profit	(9,078)	(15,459)	8,866	6,415	5,762
% net margin	-1.5%	-3.2%	1.3%	1.0%	0.9%
Shares in affiliates' Earnings	(1,462)	(1,285)	200	200	200
Minority interests	204	455	624	594	594
Extraordinary items	(19,474)	1,689	1,301	0	0
NET PROFIT	(29,810)	(14,600)	10,990	7,209	6,556
Normalized profit	(10,336)	(16,289)	9,689	7,209	6,556
EPS (Bt)	(6.6)	(3.2)	2.3	1.1	0.9
Normalized EPS (Bt)	(2.3)	(3.6)	2.0	1.1	0.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	156,134	135,252	167,651	161,099	161,230
Cash & cash equivalent	33,110	21,271	25,000	25,000	25,000
Account receivables	47,753	39,410	54,033	51,424	51,424
Inventories	65,222	59,060	67,453	64,532	64,664
Others	10,049	15,511	21,164	20,142	20,142
Investments & loans	58,851	50,702	50,702	50,702	50,702
Net fixed assets	267,769	256,541	248,547	240,123	230,205
Other assets	163,090	163,878	163,878	163,878	163,878
Total assets	645,844	606,373	630,777	615,802	606,015
LIABILITIES:					
Current liabilities:	114,131	113,943	154,304	169,438	149,274
Account payables	62,154	76,687	101,179	96,799	96,996
Bank overdraft & ST loans	1,115	2,182	0	0	0
Current LT debt	20,968	8,392	20,000	40,000	20,000
Others current liabilities	29,893	26,682	33,124	32,640	32,278
Total LT debt	207,105	143,021	105,430	76,687	86,261
Others LT liabilities	56,015	53,639	63,410	61,474	61,474
Total liabilities	377,251	310,603	323,144	307,599	297,010
Minority interest	6,962	5,829	5,205	4,612	4,018
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	36,937	36,937	36,937	36,937	36,937
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	475	46,776	52,200	52,200	52,200
Retained earnings	179,130	161,139	168,203	169,366	170,763
Shareholders' equity	261,631	289,941	302,428	303,591	304,988
Liabilities & equity	645,844	606,373	630,777	615,802	606,015

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	(10,047)	(14,882)	11,407	8,019	7,203
Tax paid	156	(635)	(2,374)	(1,618)	(1,452)
Depreciation & amortization	30,995	27,290	27,290	26,343	27,134
Chg In working capital	4,294	29,038	1,476	1,149	66
Chg In other CA & CL / minorities	7,520	(5,016)	748	751	(151)
Cash flow from operations	32,918	35,795	38,547	34,645	32,801
Capex	(12,905)	(16,061)	(19,296)	(17,920)	(17,216)
Right of use	(2,630)	2,187	0	0	0
ST loans & investments	(13)	(8)	74	0	0
LT loans & investments	15,985	8,149	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(13,560)	(11,186)	11,072	(1,936)	0
Cash flow from investments	(13,122)	(16,919)	(8,149)	(19,856)	(17,216)
Debt financing	(35,480)	(73,626)	(28,165)	(8,744)	(10,425)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,503)	(2,517)	(3,927)	(6,046)	(5,159)
Warrants & other surplus	6,049	45,427	5,424	0	0
Cash flow from financing	(32,934)	(30,715)	(26,668)	(14,789)	(15,585)
Free cash flow	19,795	18,876	30,397	14,789	15,585

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	na	na	18.2	34.5	39.9
Normalized PE - at target price (x)	na	na	15.4	29.1	33.7
PE (x)	na	na	16.0	34.5	39.9
PE - at target price (x)	na	na	13.5	29.1	33.7
EV/EBITDA (x)	14.2	19.1	6.9	7.5	7.3
EV/EBITDA - at target price (x)	13.2	17.4	6.2	6.8	6.5
P/BV (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
P/CFO (x)	5.0	4.6	4.3	4.8	5.1
Price/sales (x)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
Dividend yield (%)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
FCF Yield (%)	11.9	11.4	18.3	8.9	9.4
(Bt)					
Normalized EPS	(2.3)	(3.6)	2.0	1.1	0.9
EPS	(6.6)	(3.2)	2.3	1.1	0.9
DPS	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
BV/share	58.0	64.3	67.1	67.3	67.6
CFO/share	7.3	7.9	8.5	7.7	7.3
FCF/share	4.4	4.2	6.7	3.3	3.5

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	(2.0)	(19.7)	37.1	(4.8)	0.0
Net profit (%)	na	na	na	(34.4)	(9.1)
EPS (%)	na	na	na	(53.8)	(13.6)
Normalized profit (%)	na	na	na	(25.6)	(9.1)
Normalized EPS (%)	na	na	na	(47.2)	(13.6)
Dividend payout ratio (%)	(7.6)	(15.4)	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	3.8	3.3	7.4	6.9	6.7
Operating margin (%)	(0.9)	(2.4)	1.7	1.2	1.1
EBITDA margin (%)	4.2	3.2	5.8	5.4	5.3
Net margin (%)	(1.5)	(3.2)	1.3	1.0	0.9
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.5	0.4	0.4	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.4	0.3	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	2.3	1.6	1.5
Interest coverage - EBITDA (x)	2.3	2.0	7.6	7.1	7.6
ROA - using norm profit (%)	na	na	1.6	1.2	1.1
ROE - using norm profit (%)	na	na	3.3	2.4	2.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	3.0	2.1	1.9
- asset turnover (x)	0.9	0.8	1.1	1.0	1.0
- operating margin (%)	na	na	2.5	2.0	1.8
- leverage (x)	2.5	2.3	2.1	2.1	2.0
- interest burden (%)	(1,231.3)	207.4	69.2	62.3	61.8
- tax burden (%)	na	na	77.7	80.0	80.0
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	(1.1)	(2.5)	2.1	1.6	1.3
NOPAT (Bt m)	(5,534)	(11,670)	8,932	6,289	5,329
invested capital (Bt m)	457,709	422,265	402,858	395,278	386,249

Sources: Company data, ttb wealth estimates

SELL (Unchanged)

TP: Bt 192.00 (From: Bt 128.00)

Change in Numbers
Downside : 16.5%

The Siam Cement Pcl (SCC TB)

ยังอยู่ในช่วงขาลง

เรายังคงแนะนำ “ขาย” SCC ด้วยอุตสาหกรรมปิโตรเคมีที่ยังคงอยู่ในช่วงขาลง และผลขาดทุนจาก LSP แม้ว่าธุรกิจวัสดุก่อสร้างและกระดาษจะมีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้น แต่ก็ยังเป็นเพียงการช่วยชดเชยผลขาดทุนจากธุรกิจปิโตรเคมีที่ 0.8 เท่า P/BV เทียบกับ ROE 4.9% ในปี 2027F เรามองว่า SCC นั้นแพง

อยู่ในทั้งวัฏจักรขาลงและปัญหาเชิงโครงสร้าง; แนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “มองข้ามความขัดแย้ง” วันที่ 20 เมษายน 2026 เรายังคงแนะนำ “ขาย” SCC แม้จะปรับราคาเป้าหมายปี 2026F เป็น 192 บาท จาก 128 บาท เนื่องจาก 1) วัฏจักรปิโตรเคมียังอยู่ในช่วงขาลง และคาดว่าจะยืดเยื้อไปอีกหลายปี 2) โครงการ Long Son Petrochemical (LSP) เป็นปัญหาเชิงโครงสร้าง โดยมีฐานต้นทุนสูงและต้องการสเปรตสูงกว่าระดับ mid-cycle จึงจะทำกำไรได้ 3) ธุรกิจซีเมนต์ที่ราคาดีขึ้น และธุรกิจบรรจุภัณฑ์ที่ฟื้นตัว เป็นเพียงการช่วยชดเชยผลขาดทุนจากธุรกิจปิโตรเคมี และ 4) แม้เราจะปรับเพิ่มกำไรขึ้น 48/5/4% ในปี 2026–28F จากสมมติฐาน petrochemical spread ที่สูงขึ้น แต่ SCC ยังดูแพง ซื้อขายที่ 0.8 เท่า P/BV เทียบกับ ROE 4.9% ในปี 2027F นอกจากนี้ อัตราผลตอบแทนปันผลยังไม่น่าสนใจ โดยอยู่เพียง 2.6% ในปี 2026F

ปิโตรเคมียังคงอยู่ในวัฏจักรขาลง

แม้สงครามตะวันออกกลางจะช่วยเร่งให้อุปทานสมเหตุสมผล ซึ่งทำให้เราต้องปรับสมมติฐาน HDPE-naphtha spread ขึ้นเป็น US\$470/430/400 ต่อตัน สำหรับปี 2026–28F (จาก US\$370/380/390) อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดว่าวัฏจักรขาลงของปิโตรเคมีจะยังคงดำเนินอยู่ โดยแม้ว่าอุปทานยังคงล้นตลาด (โดยในช่วง 4 ปีที่ผ่านมา มีอุปทานใหม่เข้าสู่ตลาด 29 ล้านตัน เทียบกับอุปสงค์ใหม่เพียง 11 ล้านตัน) แต่ยังมีกำลังการผลิตใหม่จำนวนมากที่จะเข้ามา โดยจะมีการเพิ่มกำลังการผลิตเอทิลีน 43 ล้านตันเข้ามาในปี 2025–30F เทียบกับอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นเพียง 15 ล้านตัน เราจึงไม่คาดว่า HDPE-naphtha spread จะสามารถยืนเหนือระดับ US\$500 ต่อตันได้อย่างยั่งยืนในช่วงหลายปีข้างหน้า

LSP ยังห่างจากจุดคุ้มทุนมาก

เรามองว่าโครงการ LSP เป็นปัจจัยกดดันสำคัญของ SCC ไม่เพียงอุตสาหกรรมที่อยู่ในช่วงขาลงเท่านั้น แต่ยังมีจากโครงสร้างต้นทุนที่สูง ค่าใช้จ่ายลงทุนรวมราว US\$5.9bn (ใช้ไปแล้ว US\$5.4bn และอีก US\$500m สำหรับโครงการอื่น) สำหรับกำลังการผลิตโพลีเอทิลีนสูงถึง 1.35 ล้านตัน และกำลังการผลิตปลายน้ำ 1.4 ล้านตัน โรงงานขาดทุนประมาณ 1.3 หมื่นลบ. ในปี 2025 ที่ HDPE-naphtha spread ที่ US\$331/tonne เราคาดว่าจุดคุ้มทุนระดับ EBITDA อยู่ที่ราว US\$350/tonne และจุดคุ้มทุนกำไรสุทธิสูงกว่า US\$600/tonne ภายใต้โครงสร้างวัตถุดิบปัจจุบัน (LPG และ naphtha) เดิมที่ LSP ถูกออกแบบให้เป็นโรงแครกเกอร์แบบใช้วัตถุดิบผสม (mixed-feed) แต่กำลังอยู่ระหว่างการปรับปรุงเพื่อให้สามารถใช้วัตถุดิบอื่นได้มากขึ้น โดยคาดว่าจะแล้วเสร็จภายในสิ้นปี 2027 อีเทนมียูทิลิตี้สูงกว่านาฟทา และ SCC คาดว่าจะช่วยลดต้นทุนได้ราว US\$200/tonne ซึ่งจะช่วยลดระดับสเปรดที่ต้องใช้เพื่อไปถึงจุดคุ้มทุนลงได้ในอนาคต

กำไรเพิ่มขึ้น แต่ยังอยู่ฐานต่ำ

SCC มีกำไรเพียง 5 พันลบ. ในปี 2025 เทียบกับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีที่ 35 พันลบ. ต่อปี เราคาดว่ากำไรจะเพิ่มขึ้นเป็น 1.3/1.7 หมื่นลบ. ในปี 2027–28F จากการฟื้นตัวของธุรกิจปูนซีเมนต์และกระดาษบรรจุภัณฑ์ รวมถึงต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงจากการที่ LSP ใช้อีเทนมากขึ้นตั้งแต่ปี 2028F อย่างไรก็ตาม กำไรในปี 2028F ยังต่ำกว่าระดับในอดีตมาก และให้ผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น (ROE) เพียง 5.0%


YUPAPAN POLPORNPRASERT

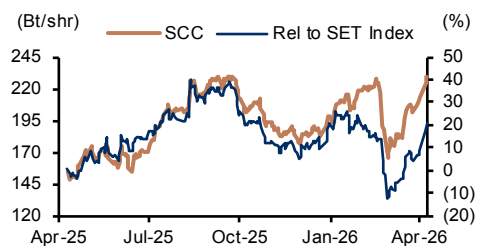
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	496,925	562,543	562,957	590,380
Net profit	14,075	13,795	17,051	17,825
Consensus NP	—	10,626	13,216	17,804
Diff frm cons (%)	—	29.8	29.0	0.1
Norm profit	4,962	12,795	17,051	17,825
Prev. Norm profit	—	8,651	16,173	17,204
Chg frm prev (%)	—	47.9	5.4	3.6
Norm EPS (Bt)	4.1	10.7	14.2	14.9
Norm EPS grw (%)	(38.4)	157.9	33.3	4.5
Norm PE (x)	55.6	21.6	16.2	15.5
EV/EBITDA (x)	18.7	14.9	10.0	9.9
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	2.2	2.6	3.0	3.0
ROE (%)	1.4	3.7	4.9	5.0
Net D/E (%)	66.9	71.6	66.7	63.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 17-Apr-26 (Bt)	230.00
Market Cap (US\$ m)	8,605.9
Listed Shares (m shares)	1,200.0
Free Float (%)	66.3
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	25.6
12M Price H/L (Bt)	230.00/149.00
Sector	Construction Mat.
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn
	Bodindradebayavarangkun 33.64%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P93

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

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Norm profit (Bt m)						
- New	14,963	8,054	4,962	12,795	17,051	17,825
- Old				8,651	16,173	17,204
- Change (%)				47.9	5.4	3.6
HDPE-Naphtha (US\$/tonne)						
- New	395	340	330	470	430	400
- Old				370	380	390
- Change (%)				27.0	13.2	2.6

Source: ttb wealth estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	38,000	55,039	55,083	63,773	65,162	66,571	70,029	71,407	72,803	74,216	75,647	77,093	
Free cash flow	9,066	26,680	23,483	38,496	40,806	42,025	48,488	49,885	51,265	52,634	54,007	55,391	838,015
PV of free cash flow	9,041	22,568	18,263	27,531	26,837	25,417	26,962	25,509	24,107	22,761	21,472	20,252	306,397
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
WACC (%)	8.7												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value	577,118												
Net debt	288,578												
Minority interest	58,357												
Equity value	230,183												
# of shares	1,200												
Equity value / share	192												

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country/market	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Chemical peers												
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	na	(18.4)	32.0	39.2	1.2	1.2	9.4	10.5	2.4	2.1
LG Chem	051910 KS	South Korea	na	na	na	17.4	0.8	0.8	8.0	5.8	0.7	1.1
Kumho Petrochemical	011780 KS	South Korea	16.7	15.2	9.2	8.0	0.6	0.6	4.9	4.3	1.9	2.1
Lotte Chemical	011170 KS	South Korea	na	na	na	na	0.3	0.3	15.1	10.4	1.3	1.5
Formosa Chemicals & Fibre	1326 TT	Taiwan	na	22.4	43.2	35.3	0.9	0.9	17.2	14.0	1.9	2.4
Formosa Plastics	1301 TT	Taiwan	158.7	na	na	31.3	1.0	1.0	38.5	24.7	1.1	2.3
Nan Ya Plastics	1303 TT	Taiwan	na	18.7	17.1	14.4	1.8	1.8	17.1	14.4	3.7	4.9
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	167.1	(15.7)	17.0	20.2	1.5	1.5	10.3	11.5	2.8	3.3
Siam Cement	SCC TB *	Thailand	157.9	33.3	21.6	16.2	0.8	0.8	14.9	10.0	2.6	3.0
Indorama Ventures	IVL TB *	Thailand	na	(22.5)	19.1	24.6	1.1	1.0	7.1	6.9	2.8	3.4
PTT Global Chemical	PTTGC TB *	Thailand	na	(47.2)	18.2	34.5	0.5	0.5	6.9	7.5	1.4	1.4
IRPC	IRPC TB *	Thailand	na	(66.4)	9.3	27.7	0.5	0.5	4.1	4.7	1.8	1.8
Average			125.1	(9.0)	20.7	24.4	0.9	0.9	12.8	10.4	2.0	2.5
Cement peers												
Indocement	INTP IJ	Indonesia	0.1	6.5	10.5	9.9	0.8	0.8	4.2	4.1	5.8	6.6
Semen Indonesia	SMGR IJ	Indonesia	139.1	47.3	24.5	16.6	0.4	0.4	4.9	4.6	1.2	3.2
Asia Cement	1102 TT	Taiwan	(0.6)	3.9	11.4	11.0	0.7	0.6	14.2	13.6	5.5	7.6
Taiwan Cement	1101 TT	Taiwan	na	26.9	20.0	15.8	0.8	0.8	9.0	8.4	4.1	4.5
Siam City Cement	SCCC TB	Thailand	3.1	7.9	10.5	9.7	1.3	1.2	5.3	5.1	7.6	8.3
Average			35.4	18.5	15.4	12.6	0.8	0.8	7.5	7.2	4.8	6.0
Packaging paper peers												
Amcor	AMC AU	Britain	10.3	10.2	10.1	9.2	1.6	1.5	9.0	8.4	6.4	6.6
Huhtamaki	HUH1V FH	Finland	(0.5)	9.5	11.7	10.7	1.5	1.4	7.1	6.7	4.1	4.3
Mondi	MNDI LN	EU	(19.6)	51.7	18.8	12.4	0.9	0.8	7.6	6.4	2.7	3.5
Leeman	2314 HK	Hong Kong	31.6	6.0	6.7	6.3	0.4	0.4	8.3	8.0	5.4	5.6
Nine Dragon Paper	2689 HK	Hong Kong	153.2	14.7	7.9	6.9	0.6	0.5	9.1	8.5	1.5	2.1
BillerudKorsnas	BILL SS	EU	(4.2)	73.1	20.9	12.1	0.7	0.6	6.1	4.9	3.4	4.5
Int. Paper	IP US	US	na	79.8	22.5	12.5	1.3	1.3	8.7	6.8	5.1	5.3
PCA	PKG US	US	7.0	14.0	19.5	17.1	3.7	3.4	10.4	9.5	2.4	2.4
Mondi	MNDI LN	EU	(19.6)	51.7	18.8	12.4	0.9	0.8	7.6	6.4	2.7	3.5
SCG Packaging	SCGP TB *	Thailand	15.6	10.7	20.1	18.2	1.2	1.2	7.4	6.8	3.1	3.5
United Paper	UTP TB	Thailand	na	14.3	7.4	6.5	0.9	0.9	3.2	2.9	8.1	9.2
Average			19.3	30.5	15.0	11.3	1.2	1.2	7.7	6.9	4.1	4.6
Average			48.0	13.9	17.1	16.9	1.0	1.0	9.8	8.4	3.4	3.9

Sources: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates, using ttb wealth normalized EPS

Based on 17 April 2026 closing prices

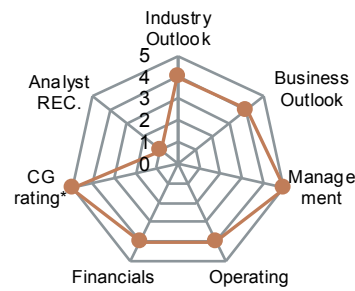
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปูนซีเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) (SCC) เป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย การดำเนินงานของบริษัทประกอบด้วยสามธุรกิจหลัก ได้แก่ ซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง ปิโตรเคมี และบรรจุภัณฑ์ ปัจจุบันกำไรประมาณสองในสามมาจากเคมีภัณฑ์ แม้ว่าบริษัทจะมุ่งเน้นไปที่การเติบโตของธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในอาเซียนก็ตาม

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งมากในธุรกิจและผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ของบริษัท
- ประวัติการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความเป็นเลิศด้านการจัดจำหน่าย
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารมีความแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- โอกาสในการควบรวมกิจการ โดยเฉพาะธุรกิจวัสดุก่อสร้างในอาเซียน
- ศักยภาพในการขยายธุรกิจเคมีภัณฑ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวียดนามและอินโดนีเซีย

W — Weakness

- ยังคงพึ่งพาดตลาดไทยเป็นหลัก
- ธุรกิจปิโตรเคมีมีลักษณะเป็นวัฏจักรสูง ซึ่งอาจจะทำให้กำไรมีความผันผวนสูง

T — Threat

- การแข่งขันในตลาดซีเมนต์ในประเทศ
- การถือครองอาจลดลงหลังการเสนอขายหุ้น IPO ของเคมีคอล

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	217.21	192.00	-12%
Net profit 26F (Bt m)	10,626	13,795	30%
Net profit 27F (Bt m)	13,216	17,051	29%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 8	SELL: 6

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราในปี 2026–27F สูงกว่าค่าเฉลี่ยตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่เป็นบวกมากกว่าเกี่ยวกับ chemical spreads
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเรายังต่ำกว่า เนื่องจากเรายังคงคาดว่าวัฏจักรขาลงของอุตสาหกรรมปิโตรเคมียังจะดำเนินต่อไป

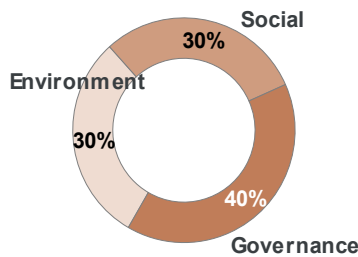
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

Source: ttb wealth

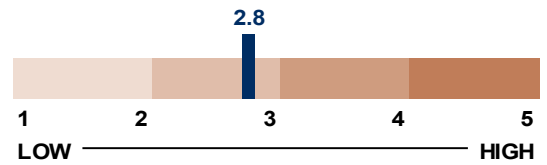
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มี upside risk ต่อคำแนะนำของเราหาก chemical spreads เพิ่มขึ้นเนื่องจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นหรือมีอุปทานใหม่
- Upside risk รองลงมาคือต้นทุนด้านพลังงานที่ลดลง ซึ่งจะทำให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้น

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
SCC	YES	AAA	-	2.82	AA	62.62	5.0

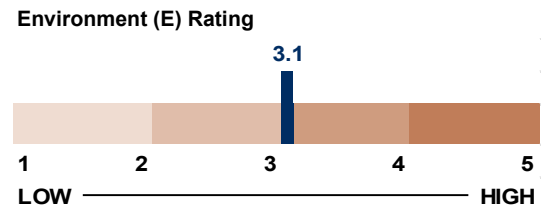
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- SCC เป็นกลุ่มอุตสาหกรรมที่มีความหลากหลาย โดยมีธุรกิจหลักครอบคลุมปิโตรเคมี วัสดุก่อสร้าง และบรรจุภัณฑ์ บริษัทมีการดำเนินธุรกิจทั่วภูมิภาคอาเซียน พร้อมฐานการดำเนินงานในระดับภูมิภาคที่แข็งแกร่ง
- เราให้คะแนน ESG ของ SCC อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานที่ 2.9
- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ SCC ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.1 ซึ่งถือเป็นจุดแข็งที่สุดในด้าน ESG ของบริษัท คะแนนนี้สะท้อนถึงเป้าหมายการลดคาร์บอนที่ชัดเจน และความคืบหน้าที่ดีในระดับหนึ่ง อย่างไรก็ตาม ยังถูกกดดันจากข้อเท็จจริงที่ว่าธุรกิจหลักทั้งหมด ได้แก่ ซีเมนต์ ปิโตรเคมี และบรรจุภัณฑ์ เป็นอุตสาหกรรมที่มีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสูงโดยธรรมชาติ
- เราให้คะแนนด้านสังคม (S) ของ SCC ในระดับปานกลางที่ 2.8 ซึ่งสะท้อนถึงการพัฒนารักษาทรัพยากรบุคคลที่แข็งแกร่งและการลงทุนเพื่อชุมชนอย่างต่อเนื่อง อย่างไรก็ตาม คะแนนถูกกดดันจากเหตุการณ์ในอดีตที่เกิดขึ้นในบางหน่วยงานปฏิบัติการของบริษัท
- คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) ของ SCC อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.7 โดยบริษัทมีกรอบโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม มีกลไกคณะกรรมการหลายชุดสำหรับการกำกับดูแล และมีการเปิดเผยข้อมูลที่ดี อย่างไรก็ตาม เรายังมีความกังวลเกี่ยวกับการลงทุนขนาดใหญ่ในโครงการ Long Son Petrochemical (LSP) ซึ่งมีจุดคุ้มทุนกำไรที่ค่อนข้างสูง นอกจากนี้ แม้ธุรกิจ Fajar จะเริ่มฟื้นตัว แต่การลงทุนขนาดใหญ่ดังกล่าวยังไม่สามารถสร้างผลตอบแทนที่น่าพอใจได้จนถึงปัจจุบัน
- การกระจายความหลากหลายของธุรกิจของ SCC ทั้งในเชิงสายธุรกิจ (วัสดุก่อสร้าง ปิโตรเคมี และบรรจุภัณฑ์) และเชิงภูมิศาสตร์ (ภูมิภาคอาเซียน) ในมุมมองของเรา ยังไม่เพียงพอที่จะช่วยลดความผันผวนตามวัฏจักรของธุรกิจ และเสริมสร้างกรอบ ESG โดยรวมให้แข็งแกร่งขึ้น

Environment is SCC’s strongest ESG pillar, and we assign a decent score of 3.1. While SCC’s three core businesses are in high-carbon industries, the company has clear targets in improving its E profile, including improving fuel mix and increasing the mix of green products.

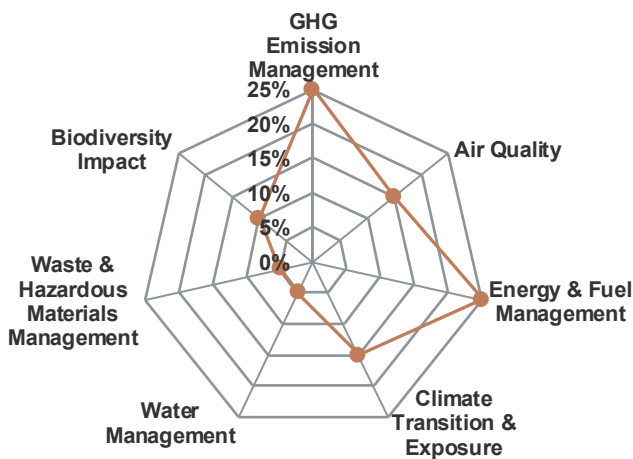


ENVIRONMENT **Our Comments**

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

- We assign a decent 3.1 E score to SCC, above the energy sector’s average of 2.9. All of SCC’s core business lines of petrochemical, building materials – including cement, and packaging are energy-intensive with high carbon emissions. However, SCC has clear decarbonization targets and solid execution on emissions reduction.
- Carbon intensity remains high at 296kg/boe (vs. the energy sector average of 280kg/boe). This is because all of its core businesses are energy-intensive and rely heavily on fossil-based feedstocks, including naphtha in petrochemicals, coal in cement and packaging, and natural gas in ceramics.
- However, SCC has established clear long-term targets, including a 25% GHG reduction by 2030 (from the 2020 baseline) and net-zero emissions by 2050.
- Emissions reduction progress is tangible with a 15% reduction to 29.06m tonnes of CO₂e in 2025 from the 2020 baseline. That was driven by increased adoption of lower-carbon energy sources such as biomass, refuse-derived fuel (RDF), and solar power.
- Fuel transition is also gaining traction. SCC has been actively reducing coal dependency. The proportion of coal usage on in its cement fell to 55% in 2025 from 82% in 2020.
- Innovative circular initiatives are in place, including the “Zero Burn” project, which sources agricultural residues (e.g., rice straw, corn stalks) from farmers for use as biomass fuel — helping to reduce PM2.5 pollution from open burning while supporting rural income.
- Green product strategy is scaling up, with a target for “Green Choice” products to contribute 67% of revenue by 2030 (vs. 51% achieved in 2025), supporting both decarbonization and product mix upgrading.

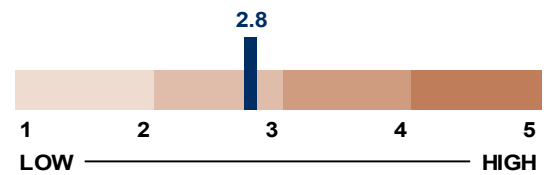
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign SCC a moderate S score of 2.8. The strong areas are in human capital management and community investment. The areas that weigh down the score are factory operations, where there have been past incidents related to operational safety.

Social (S) Rating



SOCIAL **Our Comments**

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

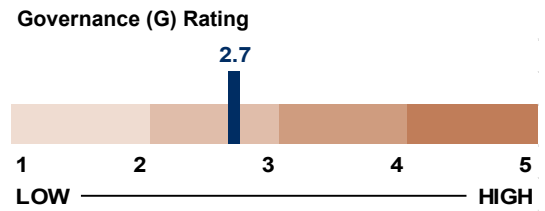
- We assign SCC a moderate S score of 2.8, slightly below the energy sector average of 3.0. While human capital management and community investment are strong, past incidents relating to operational risk weigh down the score.
- Notable incidents include the May 2024 pyrolysis gasoline (pygas) tank explosion and fire in Rayong (one fatality), a September 2024 fire contained within a VCM sub-unit at its Map Ta Phut complex (no injuries, limited operational impact), and a 2021 storage tank explosion at the same site resulting in approximately three fatalities.
- On the positive side, a key achievement in 2025 was that SCG Chemicals (SCGC) recorded zero severe process safety incidents).
- Human capital development is a key strength, with employees averaging 14 training days per person in 2025, supported by Bt762mn in learning and development spending, reflecting sustained investment in workforce capability.
- Long-term talent development is well established, with the SCG Foundation awarding ~105,000 scholarships worth over Bt1.1bn to date, including support for 5,020 youths in 2025 through scholarships and skills development programs.
- Community engagement remains broad-based, with initiatives focused on livelihood enhancement, skills training, and inclusive economic participation, helping communities create value-added products and improve income stability.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

We assign SCC a moderate G score of 2.7. SCC's governance framework is generally sound, supported by strong disclosure and strategic clarity. What weighs down the score are decisions in some low-return investments and the board chair not being an independent director.

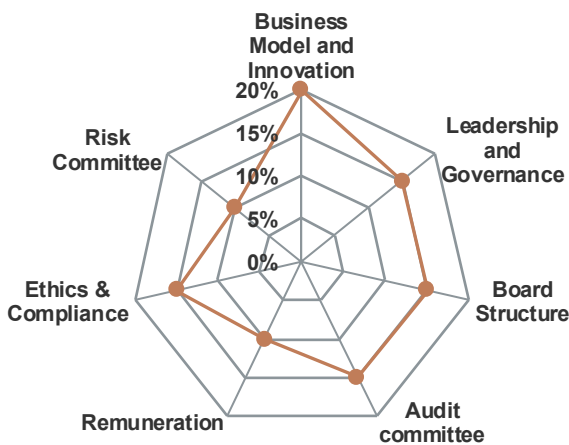


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

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

- We assign SCC a moderate G score of 2.7, which is lower than the energy sector average of 3.0. While its governance framework is generally sound, the key drag on the score is decisions on some low-return investments.
- SCC's board structure is not very strong, with the board chairman not being an independent director. A positive point is the independent board ratio of 60% (nine out of 15), though it remains below the ideal two-thirds ratio.
- SCC maintains strong oversight through multiple board committees, including Audit, Remuneration, Risk Management, Environmental Sustainability Development, and Corporate Social Responsibility (CSR).
- The company also has solid disclosure and investor communication, with comprehensive transparency and well-structured analyst engagement, including active participation from the CEO and senior management.
- The key concerning area in our view is the company's large investments in the Long Son Petrochemical (LSP) complex in Vietnam (US\$5.9bn) and the acquisition of Fajar Paper in Indonesia (US\$1.3bn). LSP has a high profit breakeven point in the increasingly competitive petrochemical industry and Fajar, despite turning around, is still a low-return company.
- The heavy investments above are a large burden on SCC's balance sheet. Management is shifting focus toward balance sheet discipline, with increased emphasis on cash preservation, operational improvement, and asset turnaround, particularly within the underperforming petrochemical portfolio.
- On business diversification, SCC's three core businesses of petrochemical, building materials and packaging are all cyclical. By geography, SCC has been diversifying into overseas operations in ASEAN. Unfortunately, the industries that it is in are still all cyclical businesses.
- On business sustainability, SCC has been an early mover to move toward high-value added products to increase profitability. This is a good move, in our view. It is just that those high-value products of its three core businesses are still cyclical in nature.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	511,172	496,925	562,543	562,957	590,380
Cost of sales	444,356	428,211	482,915	468,095	494,273
Gross profit	66,817	68,714	79,628	94,862	96,107
% gross margin	13.1%	13.8%	14.2%	16.9%	16.3%
Selling & administration expenses	67,931	72,937	73,011	72,257	74,508
Operating profit	(1,114)	(4,223)	6,617	22,605	21,599
% operating margin	-0.2%	-0.8%	1.2%	4.0%	3.7%
Depreciation & amortization	31,591	33,170	31,384	32,434	33,484
EBITDA	30,477	28,947	38,000	55,039	55,083
% EBITDA margin	6.0%	5.8%	6.8%	9.8%	9.3%
Non-operating income	15,502	7,439	10,877	9,900	9,921
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(11,500)	(10,738)	(10,304)	(10,100)	(9,982)
Pre-tax profit	2,887	(7,522)	7,190	22,405	21,538
Income tax	3,882	8,900	(278)	8,490	7,212
After-tax profit	(995)	(16,422)	7,467	13,915	14,326
% net margin	-0.2%	-3.3%	1.3%	2.5%	2.4%
Shares in affiliates' Earnings	6,530	17,866	4,546	4,420	4,442
Minority interests	2,520	3,518	783	(1,284)	(943)
Extraordinary items	(1,713)	9,113	1,000	0	0
NET PROFIT	6,342	14,075	13,795	17,051	17,825
Normalized profit	8,054	4,962	12,795	17,051	17,825
EPS (Bt)	5.3	11.7	11.5	14.2	14.9
Normalized EPS (Bt)	6.7	4.1	10.7	14.2	14.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	199,167	203,349	219,227	228,395	237,127
Cash & cash equivalent	51,895	52,258	48,579	60,000	60,000
Account receivables	71,539	66,119	74,850	74,905	78,554
Inventories	73,302	67,111	75,684	73,361	77,464
Others	2,432	17,862	20,114	20,129	21,109
Investments & loans	160,125	146,136	146,136	146,136	146,136
Net fixed assets	422,613	398,486	397,103	394,669	391,185
Other assets	79,597	73,619	83,340	83,402	87,464
Total assets	861,502	821,591	845,806	852,602	861,913
LIABILITIES:					
Current liabilities:	217,320	202,036	217,437	214,225	215,354
Account payables	58,094	56,654	63,892	61,931	65,395
Bank overdraft & ST loans	85,170	81,295	86,213	85,962	84,199
Current LT debt	64,401	57,310	60,776	60,600	59,356
Others current liabilities	9,656	6,777	6,556	5,732	6,404
Total LT debt	183,786	179,321	190,167	189,615	185,725
Others LT liabilities	40,616	43,392	34,947	34,972	36,676
Total liabilities	441,722	424,749	442,551	438,812	437,755
Minority interest	66,893	59,140	58,357	59,642	60,585
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	(16,262)	(18,204)	(18,204)	(18,204)	(18,204)
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(14,545)	(35,130)	(35,130)	(35,130)	(35,130)
Retained earnings	382,495	389,836	397,032	406,283	415,707
Shareholders' equity	352,887	337,702	344,898	354,149	363,573
Liabilities & equity	861,502	821,591	845,806	852,602	861,913

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	2,887	(7,522)	7,190	22,405	21,538
Tax paid	(4,312)	(8,819)	499	(8,447)	(7,109)
Depreciation & amortization	31,591	33,170	31,384	32,434	33,484
Chg In working capital	4,752	10,171	(10,067)	307	(4,288)
Chg In other CA & CL / minorities	(15,344)	1,105	1,758	3,539	4,031
Cash flow from operations	19,574	28,105	30,763	50,237	47,656
Capex	(29,860)	(9,044)	(30,000)	(30,000)	(30,000)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	(32)	68	94	0	0
LT loans & investments	6,116	13,988	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(421)	11,934	(17,166)	(36)	(2,359)
Cash flow from investments	(24,197)	16,947	(47,072)	(30,036)	(32,359)
Debt financing	10,060	(15,430)	19,230	(980)	(6,897)
Capital increase	(17,967)	(1,942)	0	0	0
Dividends paid	(7,199)	(8,637)	(6,600)	(7,800)	(8,400)
Warrants & other surplus	7,750	(18,681)	0	0	0
Cash flow from financing	(7,356)	(44,690)	12,630	(8,780)	(15,297)
Free cash flow	(4,623)	45,053	(16,309)	20,201	15,297

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	34.3	55.6	21.6	16.2	15.5
Normalized PE - at target price (x)	28.6	46.4	18.0	13.5	12.9
PE (x)	43.5	19.6	20.0	16.2	15.5
PE - at target price (x)	36.3	16.4	16.7	13.5	12.9
EV/EBITDA (x)	18.3	18.7	14.9	10.0	9.9
EV/EBITDA - at target price (x)	16.8	17.1	13.7	9.2	9.1
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
P/CFO (x)	14.1	9.8	9.0	5.5	5.8
Price/sales (x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	2.2	2.2	2.6	3.0	3.0
FCF Yield (%)	(1.7)	16.3	(5.9)	7.3	5.5
(Bt)					
Normalized EPS	6.7	4.1	10.7	14.2	14.9
EPS	5.3	11.7	11.5	14.2	14.9
DPS	5.0	5.0	6.0	7.0	7.0
BV/share	294.1	281.4	287.4	295.1	303.0
CFO/share	16.3	23.4	25.6	41.9	39.7
FCF/share	(3.9)	37.5	(13.6)	16.8	12.7

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	2.3	(2.8)	13.2	0.1	4.9
Net profit (%)	(75.5)	121.9	(2.0)	23.6	4.5
EPS (%)	(75.5)	121.9	(2.0)	23.6	4.5
Normalized profit (%)	(46.2)	(38.4)	157.9	33.3	4.5
Normalized EPS (%)	(46.2)	(38.4)	157.9	33.3	4.5
Dividend payout ratio (%)	94.6	42.6	52.2	49.3	47.1
Operating performance					
Gross margin (%)	13.1	13.8	14.2	16.9	16.3
Operating margin (%)	(0.2)	(0.8)	1.2	4.0	3.7
EBITDA margin (%)	6.0	5.8	6.8	9.8	9.3
Net margin (%)	(0.2)	(3.3)	1.3	2.5	2.4
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	0.6	2.2	2.2
Interest coverage - EBITDA (x)	2.7	2.7	3.7	5.4	5.5
ROA - using norm profit (%)	0.9	0.6	1.5	2.0	2.1
ROE - using norm profit (%)	2.2	1.4	3.7	4.9	5.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	2.2	4.0	4.0
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	2.8	na	3.1	5.8	5.3
- leverage (x)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
- interest burden (%)	20.1	(233.9)	41.1	68.9	68.3
- tax burden (%)	na	na	103.9	62.1	66.5
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
ROIC (%)	0.1	(0.7)	1.1	2.2	2.3
NOPAT (Bt m)	384	(4,223)	6,872	14,040	14,367
invested capital (Bt m)	634,348	603,371	633,475	630,325	632,853

Sources: Company data, ttb wealth estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 8.50 (From: Bt 7.00)

Change in Numbers

Upside : 30.8%

Star Petroleum Refining Pcl (SPRC TB)

มีโอกาสดูหุ้นจะถูก re-rating

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



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

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

ปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM

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

การปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน

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

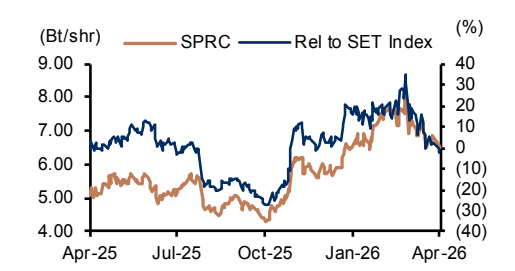
FCF yields สูง สันับสนุนอัตราผลตอบแทนปันผล

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

COMPANY VALUATION

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

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

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

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P103

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

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

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

Sources: Bloomberg, Company data; ttb wealth estimates

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

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

Sources: ttb wealth estimates

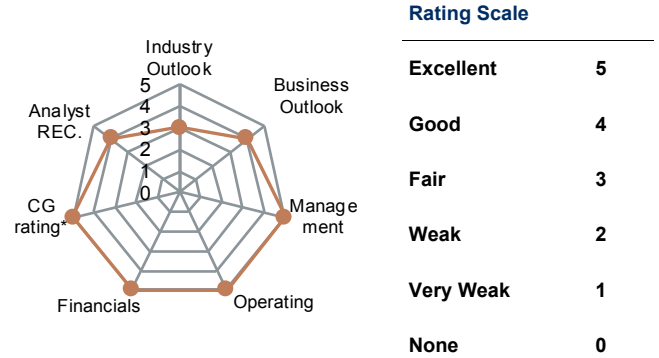
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงกลั่นนำเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงกลั่นเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำได้จากการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

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

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

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

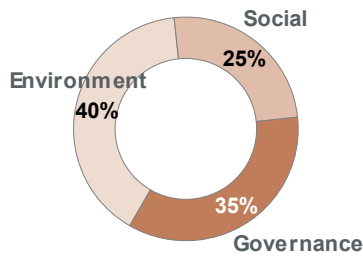
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

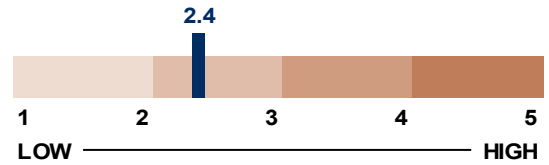
- แนวโน้ม GRM ที่ต่ำกว่าคาดเป็น downside risk ต่อมุมมองเชิงบวกของเรา
- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
SPRC	YES	-	-	2.44	0	69.52	5.0

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

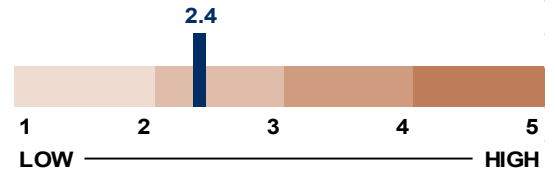


ESG Summary

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

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

Environment (E) Rating



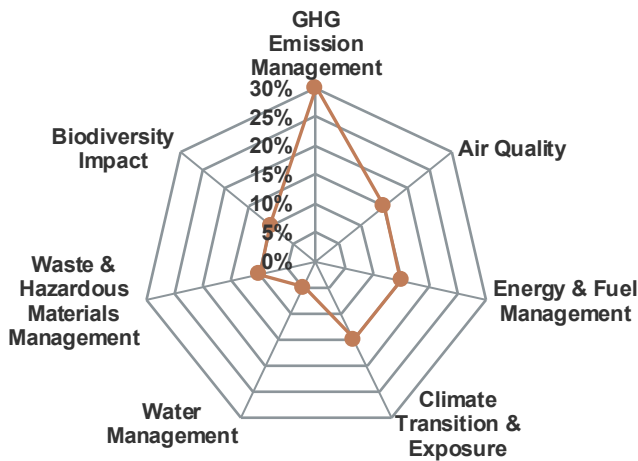
ENVIRONMENT

Our Comments

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

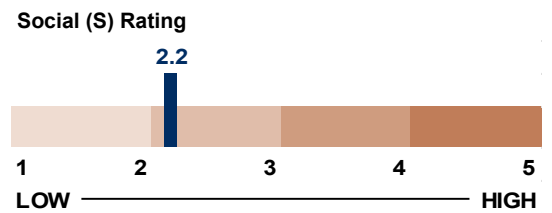
- SPRC’s E score is low at 2.4, reflecting its focus on efficiency-led decarbonization but not structural energy transition. There are limited green investments, and the company suffered an oil spill in 2022.
- The company targets a 10% reduction in carbon intensity by 2030 (vs. the 2021 base) and is gradually positioning for the energy transition through initiatives such as transforming service stations into “Energy Hubs”, and expanding EV charging infrastructure and non-oil services to support low-carbon mobility and strengthen business resilience.
- It is also investing in energy efficiency technologies and exploring carbon capture opportunities, while aligning with Thailand’s Net Zero 2050 ambition and supporting the development of appropriate carbon pricing mechanisms.
- Operational efficiency remains a core focus, supported by 3R initiatives (reduce, reuse, recycle) and industrial symbiosis to convert waste streams into usable inputs, improving cost efficiency and resource utilization.
- In 2025, SPRC continues to maintain carbon intensity at ~0.16 tCO₂/tonne of production (since 2023), with a longer-term plan to sustain this level through 2028.
- In the commercial segment, SPRC is promoting energy savings through solar rooftop installation across 100 new Caltex service stations by 2030, supporting incremental progress toward lower-carbon retail operations.
- Overall, SPRC continues to lag global peers in diversification into renewable fuels or bio-based businesses, with capital allocation still largely directed toward efficiency improvements rather than structural decarbonization.

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

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

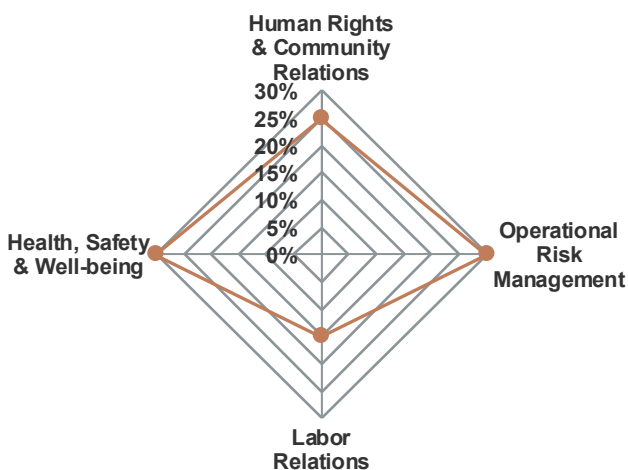


SOCIAL **Our Comments**

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

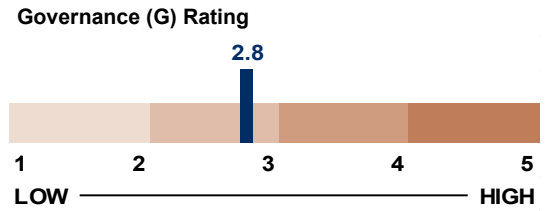
- We assign SPRC a Social score of 2.2, mainly reflecting the major oil spill in 2022 that had a large impact on communities, the environment, and the company’s financial burden.
- On the positive side, the company responded effectively by activating its emergency response plan, containing the spill,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

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

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

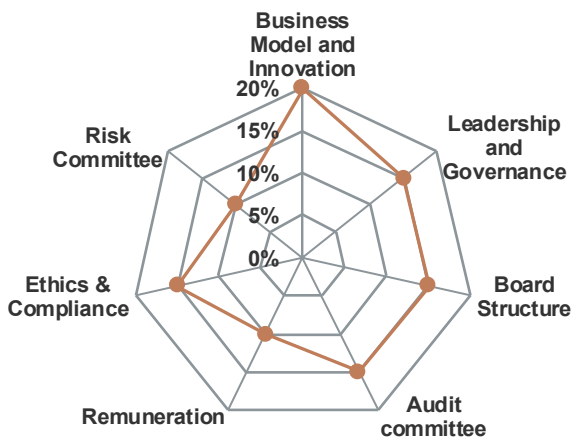


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

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

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

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	270,606	241,882	246,612	265,916	265,916
Cost of sales	264,988	233,685	236,595	257,390	256,344
Gross profit	5,617	8,197	10,018	8,527	9,572
% gross margin	2.1%	3.4%	4.1%	3.2%	3.6%
Selling & administration expenses	3,311	3,197	3,197	3,197	3,197
Operating profit	2,306	5,000	6,820	5,329	6,375
% operating margin	0.9%	2.1%	2.8%	2.0%	2.4%
Depreciation & amortization	3,330	3,441	2,809	2,649	2,649
EBITDA	5,636	8,441	9,629	7,978	9,023
% EBITDA margin	2.1%	3.5%	3.9%	3.0%	3.4%
Non-operating income	1,065	242	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(426)	(258)	(74)	36	131
Pre-tax profit	2,945	4,984	6,746	5,366	6,505
Income tax	587	544	435	973	1,167
After-tax profit	2,358	4,441	6,311	4,392	5,338
% net margin	0.9%	1.8%	2.6%	1.7%	2.0%
Shares in affiliates' Earnings	0	154	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(123)	(2,024)	1,344	0	0
NET PROFIT	2,235	2,570	7,655	4,392	5,338
Normalized profit	2,358	4,594	6,311	4,392	5,338
EPS (Bt)	0.5	0.6	1.8	1.0	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.5	1.1	1.5	1.0	1.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	39,471	34,155	34,861	38,133	39,161
Cash & cash equivalent	575	976	2,000	2,500	3,000
Account receivables	14,923	11,447	11,486	12,385	13,005
Inventories	23,482	21,112	20,743	22,566	22,474
Others	491	620	632	682	682
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	22,300	21,037	20,948	19,580	18,211
Other assets	6,665	6,106	6,218	6,676	6,676
Total assets	68,435	61,298	62,027	64,389	64,048
LIABILITIES:					
Current liabilities:	20,010	18,452	16,865	18,189	17,623
Account payables	16,726	15,017	15,204	16,541	16,400
Bank overdraft & ST loans	592	0	0	0	0
Current LT debt	394	1,356	(60)	(174)	(617)
Others current liabilities	2,299	2,078	1,721	1,822	1,840
Total LT debt	6,606	1,750	(342)	(983)	(3,499)
Others LT liabilities	2,712	3,176	2,855	3,285	3,182
Total liabilities	29,329	23,378	19,378	20,491	17,306
Minority interest	5	5	5	5	5
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	30,004	30,004	30,004	30,004	30,004
Share premium	978	978	978	978	978
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(1,544)	(3,998)	(3,998)	(3,998)	(3,998)
Retained earnings	9,663	10,931	15,660	16,909	19,754
Shareholders' equity	39,101	37,915	42,644	43,893	46,737
Liabilities & equity	68,435	61,298	62,027	64,389	64,048

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	2,945	4,984	6,746	5,366	6,505
Tax paid	(587)	(544)	(435)	(973)	(1,167)
Depreciation & amortization	3,330	3,441	2,809	2,649	2,649
Chg In working capital	8,976	4,137	518	(1,386)	(669)
Chg In other CA & CL / minorities	(1,130)	(99)	(370)	52	19
Cash flow from operations	13,534	11,920	9,268	5,707	7,337
Capex	(1,430)	(1,901)	(2,720)	(1,280)	(1,280)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,821)	(1,985)	911	(29)	(105)
Cash flow from investments	(4,251)	(3,886)	(1,809)	(1,309)	(1,385)
Debt financing	(4,183)	(3,877)	(3,508)	(755)	(2,959)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,084)	(1,301)	(2,927)	(3,144)	(2,493)
Warrants & other surplus	(4,815)	(2,455)	0	0	0
Cash flow from financing	(10,082)	(7,632)	(6,435)	(3,898)	(5,452)
Free cash flow	9,283	8,034	7,459	4,398	5,952

VALUATION

FY ending Dec	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	12.0	6.1	4.5	6.4	5.3
Normalized PE - at target price (x)	15.6	8.0	5.8	8.4	6.9
PE (x)	12.6	11.0	3.7	6.4	5.3
PE - at target price (x)	16.5	14.3	4.8	8.4	6.9
EV/EBITDA (x)	6.2	3.6	2.7	3.1	2.3
EV/EBITDA - at target price (x)	7.8	4.6	3.6	4.2	3.3
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
P/CFO (x)	2.1	2.4	3.0	4.9	3.8
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	6.2	6.9	13.8	8.5	9.2
FCF Yield (%)	32.9	28.5	26.5	15.6	21.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.5	1.1	1.5	1.0	1.2
EPS	0.5	0.6	1.8	1.0	1.2
DPS	0.4	0.5	0.9	0.6	0.6
BV/share	9.0	8.7	9.8	10.1	10.8
CFO/share	3.1	2.7	2.1	1.3	1.7
FCF/share	2.1	1.9	1.7	1.0	1.4

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

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

Sources: Company data, ttb wealth estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 60.00 (From: Bt 56.00)

Change in Numbers

Upside : : 30.4%

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

วัฏจักรธุรกิจแข็งแกร่ง และหุ้นยังคงถูก

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



YUPAPAN POLPORNPRASERT

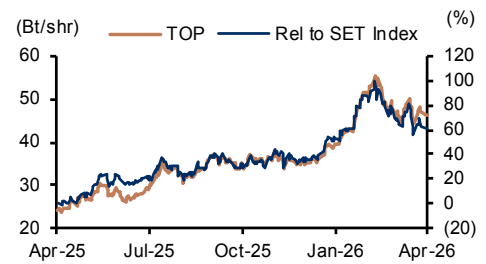
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

COMPANY VALUATION

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

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

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

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P113

วัฏจักรแข็งแกร่งและราคายังไม่สะท้อนมูลค่าที่แท้จริง; แนะนำ “ซื้อ”

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

การเพิ่มขึ้นของ GRM หลังสงคราม

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

ความเสี่ยงด้านอุปทานน้ำมันดิบอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้

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

ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้

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

Ex 1: Earnings And Assumptions Changes

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

Source: ttb wealth estimates

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

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	Terminal Value
EBITDA	28,451	26,534	35,685	43,972	42,386	40,800	39,215	39,215	39,215	39,215	39,215	39,215	
Free cash flow	(13,788)	(1,270)	20,592	28,042	21,884	20,749	18,074	18,554	18,657	18,759	18,862	18,965	217,994
PV of free cash flow	(13,751)	(1,075)	16,033	20,086	14,420	12,578	10,078	9,517	8,804	8,144	7,531	6,966	80,074
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	8.7												
Terminal growth (%)	0.0												
Enterprise value - add investments	193,156												
Net cash/(debt)	65,368												
Minority interest	21,137												
Equity value	106,651												
# of shares (m)	2,232												
Equity value/share (Bt)	48												
Sum-of-the-parts valuation				Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology						
Downstream				106,651	48.0	79%	DCF						
Power (GPSC)				6,741	3.0	5%	DCF						
Chandra Asri				20,944	9.4	16%							
Total value per share				134,336	60								

Sources: ttb wealth estimates

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายธุรกิจปิโตรเคมีเพิ่มเติมภายหลังการลงทุนใน Chandra Asri
- ความสามารถในการอัพเกรดผลิตภัณฑ์ขั้นกลางเป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

CONSENSUS COMPARISON

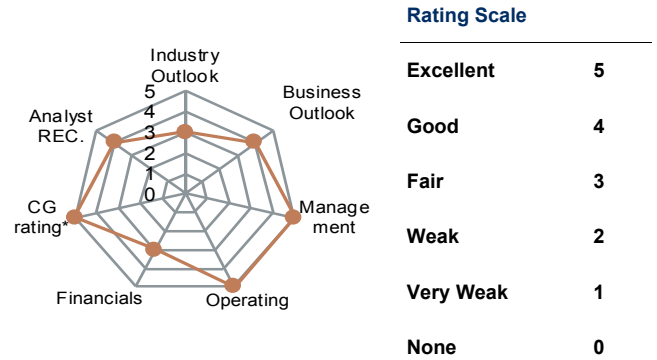
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	53.48	60.00	12%
Net profit 26F (Bt m)	13,567	18,883	39%
Net profit 27F (Bt m)	13,416	13,160	-2%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 10	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

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

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



Source: ttb wealth; *CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

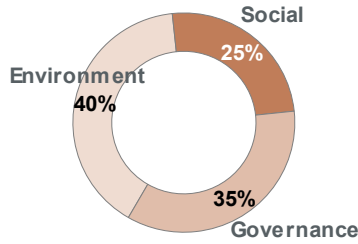
- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัท ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

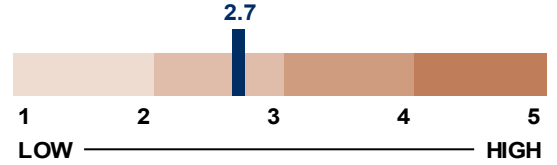
- ความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา คือ ค่าการกลั่น (GRM) ที่ต่ำกว่าคาด
- ความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อก
- ขณะที่ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบชนิดเบาที่สูงกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงด้านลบของเรา หากจีนส่งออกน้ำมันเพิ่มขึ้นอย่างทันที

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
TOP	YES	AAA	YES	2.74	0	66.41	5.0

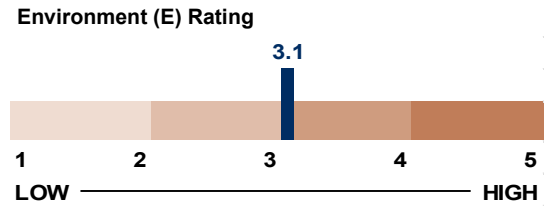
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

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

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



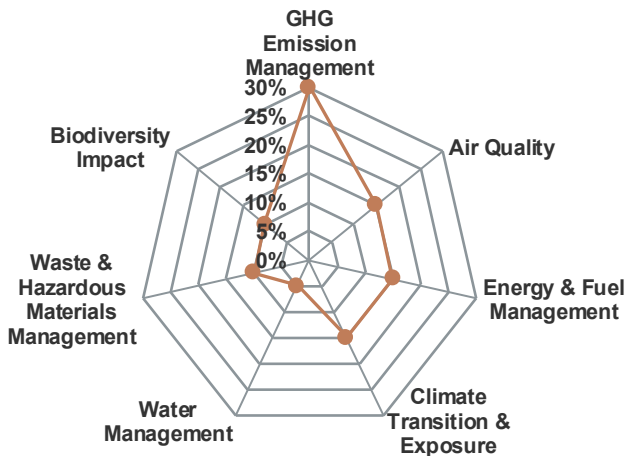
ENVIRONMENT

Our Comments

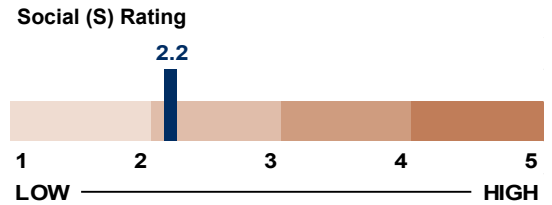
- Air Quality
- Biodiversity Impact
- Climate Transition & Exposure
- Energy & Fuel Management
- GHG Emission Management
- Water Management
- Waste & Hazardous Materials Management

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

SCALE WEIGHTING



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

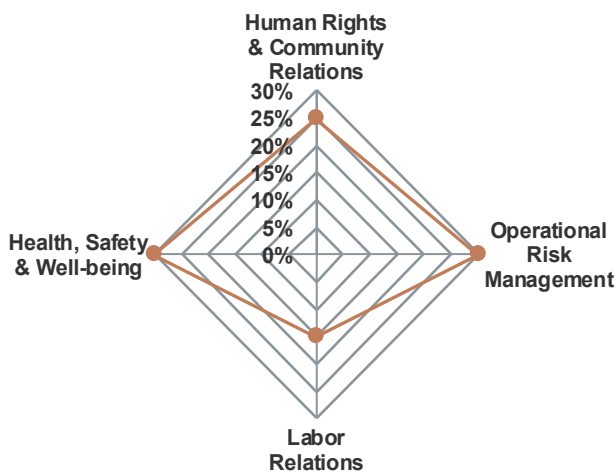


SOCIAL **Our Comments**

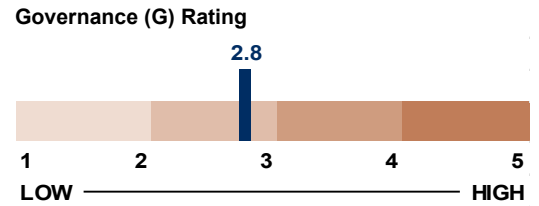
- Human Rights & Community Relations
- Health, Safety & Well-being
- Labor Relations
- Operational Risk Management

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

SCALE WEIGHTING



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

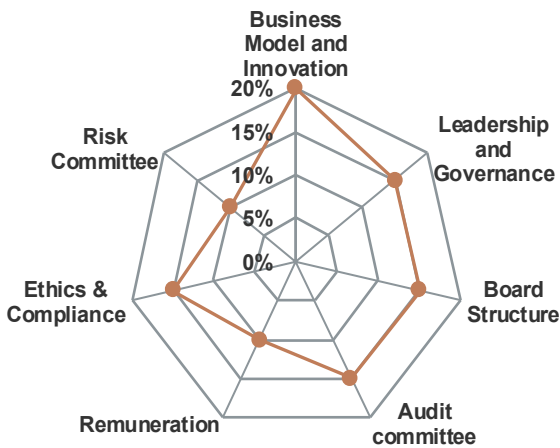


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY **Our Comments**

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

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

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

INCOME STATEMENT

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

BALANCE SHEET

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

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

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

VALUATION

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

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

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

Sources: Company data, ttb wealth estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"







"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100		Excellent
80-89		Very Good
70-79		Good
60-69		Satisfactory
50-59		Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth securities public company limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since ttb wealth securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เบลู") โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

ttb wealth analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

ttb wealth research team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

วิสิษฐา สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

narinorn.kla@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

ยานยนต์, นิตมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th