

**HOLD** (From: BUY)

**TP: Bt 159.00** (Unchanged)

Change in Recommendation

Upside : 9.7%

# PTT Exp. & Production Pcl (PTTEP TB)

## ถึงจุดสิ้นสุดของการปรับขึ้น

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



**YUPAPAN POLPORNPRASERT**

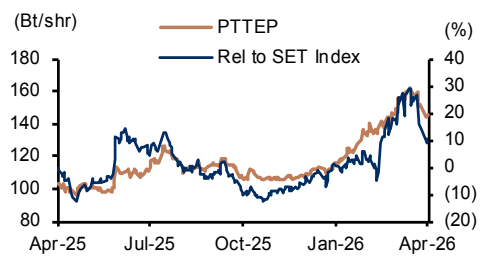
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### 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 รวมถึงการกลับมาเปิดใช้งานอ่าวฮอร์มุซ เราจึงไม่เห็นอัปเดตเพิ่มเติมของหุ้น 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	<b>159</b>												

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

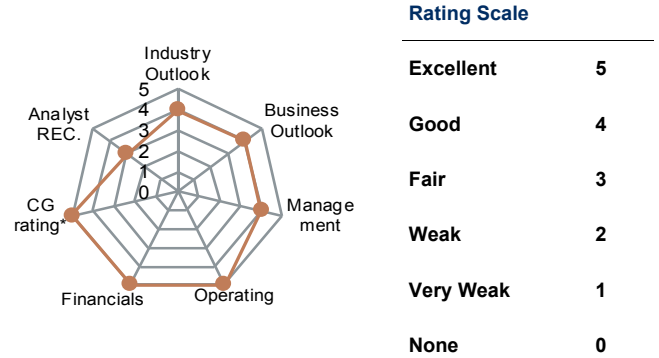
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	160.87	159.00	-1%
Net profit 26F (Bt m)	67,562	60,037	-11%
Net profit 27F (Bt m)	65,725	63,531	-3%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 6	SELL: 2

## 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

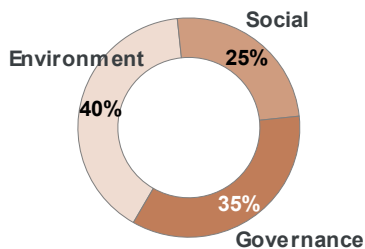
- การนำเข้าก๊าซ LNG ราคาถูกจากต่างประเทศ
- ความเสี่ยงจากการด้อยค่าที่อาจเกิดขึ้นกับธุรกิจต่างประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในต่างประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงทางการเมือง และกฎระเบียบเกี่ยวกับการให้สัมปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่กำลังจะหมดอายุ
- การจ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ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

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

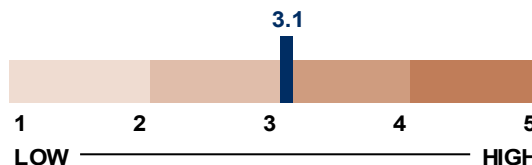
- Downside risks ต่อประมาณการของเรามาจากราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่ต่ำลง
- ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา น่าจะมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคาด
- มีความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่ที่ไม่เพิ่มมูลค่า
- ปัจจัยเสี่ยงด้านบวกหลักต่อมุมมองของเราคือ ราคาน้ำมันและ/หรือก๊าซที่สูงกว่าที่คาดไว้

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)
<b>PTTEP</b>	<b>YES</b>	<b>AAA</b>	<b>-</b>	<b>3.13</b>	<b>B</b>	<b>65.4</b>	<b>5.0</b>

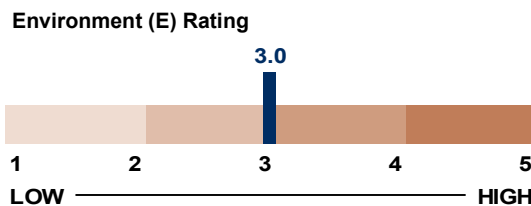
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



**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 ที่ดีอยู่ที่ 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.

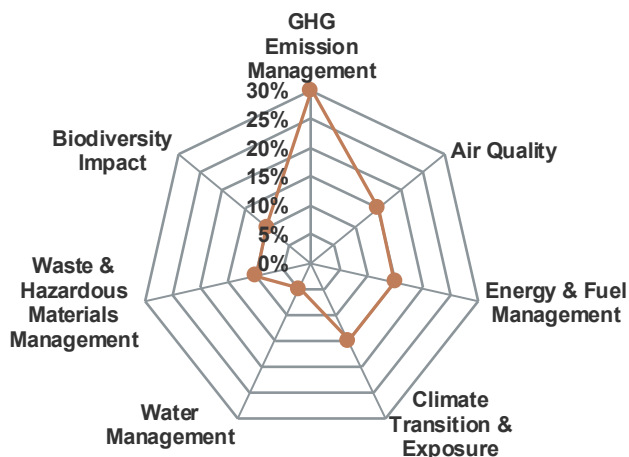


**ENVIRONMENT** **Our Comments**

- 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 CO<sub>2</sub> 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 MtCO<sub>2</sub>/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 CO<sub>2</sub> equivalent.

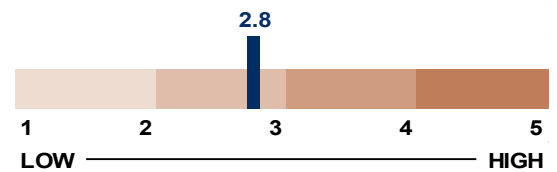
**SCALE WEIGHTING**



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 (S) Rating

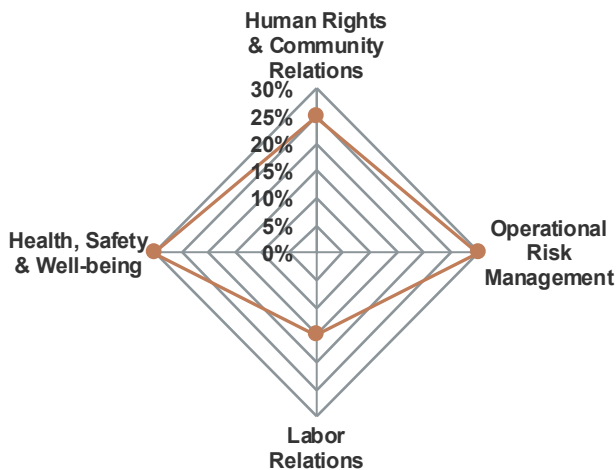


**SOCIAL** **Our Comments**

- 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.

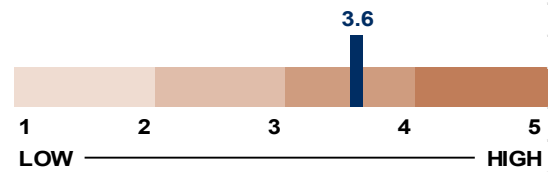
**SCALE WEIGHTING**



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

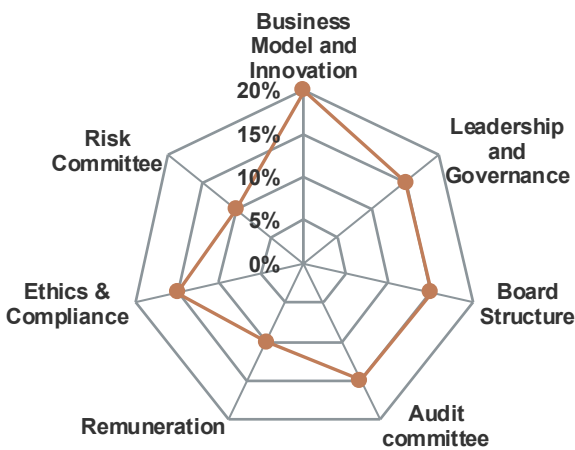


**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY** **Our Comments**

- **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**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Sales	312,310	281,449	317,383	327,736	345,766
Cost of sales	162,773	161,706	179,282	191,587	204,393
<b>Gross profit</b>	<b>149,537</b>	<b>119,743</b>	<b>138,102</b>	<b>136,149</b>	<b>141,373</b>
% 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
<b>Operating profit</b>	<b>131,422</b>	<b>99,520</b>	<b>116,459</b>	<b>115,651</b>	<b>119,522</b>
% operating margin	42.1%	35.4%	36.7%	35.3%	34.6%
Depreciation & amortization	95,039	95,194	106,068	115,038	123,119
<b>EBITDA</b>	<b>226,462</b>	<b>194,714</b>	<b>222,527</b>	<b>230,689</b>	<b>242,641</b>
% 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)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>134,130</b>	<b>97,639</b>	<b>106,952</b>	<b>112,985</b>	<b>121,526</b>
Income tax	57,214	43,850	49,121	51,980	55,823
<b>After-tax profit</b>	<b>76,915</b>	<b>53,789</b>	<b>57,831</b>	<b>61,006</b>	<b>65,703</b>
% 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
<b>NET PROFIT</b>	<b>78,824</b>	<b>60,273</b>	<b>60,037</b>	<b>63,531</b>	<b>68,228</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>78,239</b>	<b>55,851</b>	<b>60,357</b>	<b>63,531</b>	<b>68,228</b>
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**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>ASSETS:</b>					
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
<b>Total assets</b>	<b>965,301</b>	<b>933,937</b>	<b>1,091,059</b>	<b>1,136,561</b>	<b>1,152,784</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
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
<b>Total LT debt</b>	<b>95,009</b>	<b>83,098</b>	<b>161,170</b>	<b>164,201</b>	<b>125,989</b>
Others LT liabilities	228,915	217,284	213,215	220,984	233,463
<b>Total liabilities</b>	<b>429,425</b>	<b>414,369</b>	<b>495,645</b>	<b>512,949</b>	<b>495,980</b>
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
<b>Retained earnings</b>	<b>407,071</b>	<b>430,087</b>	<b>454,890</b>	<b>483,088</b>	<b>516,281</b>
Shareholders' equity	535,595	519,305	595,151	623,349	656,542
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>965,301</b>	<b>933,937</b>	<b>1,091,059</b>	<b>1,136,561</b>	<b>1,152,784</b>

Sources: Company data, ttb wealth estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
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
<b>Cash flow from operations</b>	<b>203,827</b>	<b>164,778</b>	<b>164,640</b>	<b>181,252</b>	<b>194,555</b>
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
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(163,465)</b>	<b>(145,167)</b>	<b>(257,548)</b>	<b>(149,044)</b>	<b>(121,479)</b>
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
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(41,008)</b>	<b>(86,429)</b>	<b>92,908</b>	<b>(32,208)</b>	<b>(73,076)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>40,362</b>	<b>19,611</b>	<b>(92,908)</b>	<b>32,208</b>	<b>73,076</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
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
<b>(Bt)</b>					
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
<b>Growth Rate</b>					
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
<b>Operating performance</b>					
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
<b>DuPont</b>					
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

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

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

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

## Disclaimers

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

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

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

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

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

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

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

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

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวีสรา 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