

**BUY** (Unchanged)

Change in Numbers

**TP: Bt 17.00** (From: Bt 19.00)

**Upside : 16.4%**

# Banpu Public Co Ltd (BANPU TB)

## กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัว

แม้ราคาก๊าซจะต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ แต่เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BANPU เนื่องจากคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของโรงไฟฟ้าในสหรัฐ ราคาก๊าซที่ทยอยปรับตัวสูงขึ้น รายได้จากธุรกิจดักจับคาร์บอนที่เพิ่มขึ้น และราคาถ่านหินที่ทรงตัว

### กำไรมีแนวโน้มฟื้นตัวชัดเจน คงคำแนะนำ “ซื้อ”

จากราคาก๊าซในสหรัฐ ที่ต่ำกว่าคาด เราจึงปรับลดกำไรปกติลงอย่างมีนัยสำคัญ 35/37/31% ในปี 2026–28F เมื่อรวมกับการปรับมาใช้ฐาน 2027F และการควมรวมบมจ. บ้านปูพาวเวอร์ (BPP) ทำให้ราคาเป้าหมายลดลงเหลือ 17 บาท จาก 19 บาท อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BANPU 1) เรายังคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งที่ 20/29/13% ในปี 2027–29F หนุนโดยแนวโน้มราคาก๊าซในสหรัฐ ที่ปรับตัวสูงขึ้น จากความต้องการขยายกำลังการผลิต LNG ซึ่งจะเพิ่มความต้องการก๊าซดิบ, อัตราการใช้กำลังการผลิตโรงไฟฟ้าในสหรัฐ ที่เพิ่มขึ้น ตามความต้องการไฟฟ้าที่เติบโตจากดาต้าเซ็นเตอร์ และรายได้จากธุรกิจดักจับคาร์บอนที่เพิ่มขึ้น 2) สัดส่วน EBITDA จากธุรกิจที่ไม่ใช่ถ่านหินยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจาก 32% ในปี 2022 เป็น 44% ในปี 2026F และ 51% ในปี 2028F 3) ธุรกิจถ่านหินจะกลายเป็นธุรกิจสร้างกระแสเงินสดหลัก (cash cow) โดยคาดว่าจะสร้าง EBITDA รวม 2.3 หมื่นลบ. ต่อปี 4) เรายมองว่า PE ปี 2027F ที่ 15 เท่า ไม่แพง เมื่อเทียบกับการเติบโตของ EPS ที่แข็งแกร่งถึง 20/29% ในปี 2027–28F

### ราคาถ่านหินและก๊าซแข็งแกร่งใน 2H26F

ราคาถ่านหินและก๊าซยังมีแนวโน้มที่ดีใน 2H26F โดยราคาถ่านหินอ้างอิง NEX ปัจจุบันเฉลี่ยอยู่ที่ US\$147/tonne ในเดือน ก.ย. 2026 เทียบกับ US\$128/tonne ใน 1H26 ปัจจุบันหนุนมาจากผลผลิตถ่านหินของจีนที่ลดลง 10% y-y ระดับสินค้าคงคลังในอินเดียที่อยู่ในระดับต่ำ และการส่งออกถ่านหินจากอินโดนีเซียที่ตึงตัวขึ้น เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานราคาถ่านหินปี 2026–28F เป็น US\$135/125/125/tonne จากเดิม US\$125/110/110/tonne ขณะที่ราคาก๊าซในสหรัฐ ต่ำกว่าคาด ทำให้เราปรับลดสมมติฐานราคาก๊าซปี 2026–28F เป็น US\$3.3/3.6/3.7/mmbtu จากเดิม US\$4.0/4.2/4.5/mmbtu อย่างไรก็ตาม เรายังคาดว่าราคาก๊าซจะปรับตัวสูงขึ้นตามฤดูกาลใน 2H26F

### ธุรกิจโรงไฟฟ้าในสหรัฐ แข็งแกร่ง

BANPU ถือหุ้น 62.8% ใน BKV ซึ่งเป็นเจ้าของโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติ Temple I-II ขนาดรวม 1,500MW ในรัฐเท็กซัส เราคาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงไฟฟ้าจะเพิ่มขึ้นจาก 59% ในปี 2025 เป็น 90% ในปี 2029F ตามความต้องการใช้ไฟฟ้าในสหรัฐ ที่เพิ่มขึ้น รวมถึงความต้องการจากดาต้าเซ็นเตอร์ BKV คาดว่า จะสามารถทำสัญญา PPA ระยะยาว สำหรับโครงการ Temple กับลูกค้ากลุ่มดาต้า เซ็นเตอร์ได้ภายในต้นปี 2027 สำหรับการขยายกำลังการผลิตในอนาคต BKV มีแผนเพิ่มกำลังการผลิตเป็น 3,000MW หรือเพิ่มขึ้นเท่าตัว เพื่อรองรับแนวโน้มความต้องการไฟฟ้าที่แข็งแกร่ง แม้ปัจจุบันยังไม่มีการบอกราคาที่ชัดเจน

### โอกาสรับประโยชน์จาก PDP ฉบับใหม่

BANPU ยังมีโอกาสได้รับประโยชน์จากแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้า (PDP) ฉบับใหม่ของไทย ผ่านธุรกิจของ BPP ที่ควมรวมเข้ามา โดยบริษัทให้ความสนใจธุรกิจพลังงานแสงอาทิตย์และระบบกักเก็บพลังงานด้วยแบตเตอรี่ซึ่งเป็นธุรกิจที่มีประสิทธิภาพดำเนินงานในต่างประเทศอยู่แล้ว นอกจากนี้ โรงไฟฟ้า BLCP ซึ่ง BANPU ถือหุ้น 50% ยังมีโอกาสได้รับประโยชน์จากโอกาสทางธุรกิจใหม่ๆ เนื่องจากสัญญา PPA เดิมจะทยอยหมดอายุตั้งแต่ปี 2032 เป็นต้นไป



YUPAN POLPORNPRASERT

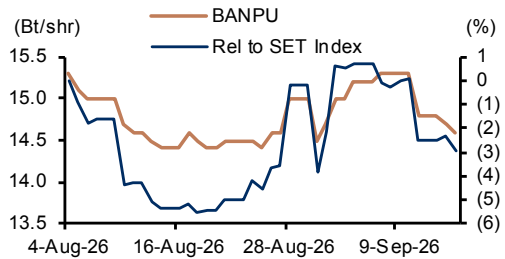
662-779-9119

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| Sales             | 173,423 | 185,398 | 189,864 | 194,163 |
| Net profit        | (1,216) | 4,526   | 3,976   | 5,139   |
| Consensus NP      | —       | 4,602   | 4,002   | 4,228   |
| Diff frm cons (%) | —       | (1.6)   | (0.6)   | 21.6    |
| Norm profit       | 450     | 3,310   | 3,976   | 5,139   |
| Prev. Norm profit | —       | 5,062   | 6,296   | 7,457   |
| Chg frm prev (%)  | —       | (34.6)  | (36.9)  | (31.1)  |
| Norm EPS (Bt)     | 0.11    | 0.82    | 0.98    | 1.27    |
| Norm EPS grw (%)  | (87.3)  | 635.5   | 20.1    | 29.3    |
| Norm PE (x)       | 131.4   | 17.9    | 14.9    | 11.5    |
| EV/EBITDA (x)     | 8.4     | 6.7     | 5.1     | 4.4     |
| P/BV (x)          | 0.5     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| Div yield (%)     | 5.1     | 5.0     | 4.0     | 5.2     |
| ROE (%)           | 0.4     | 2.6     | 2.8     | 3.5     |
| Net D/E (%)       | 112.8   | 73.0    | 68.1    | 61.2    |

### PRICE PERFORMANCE



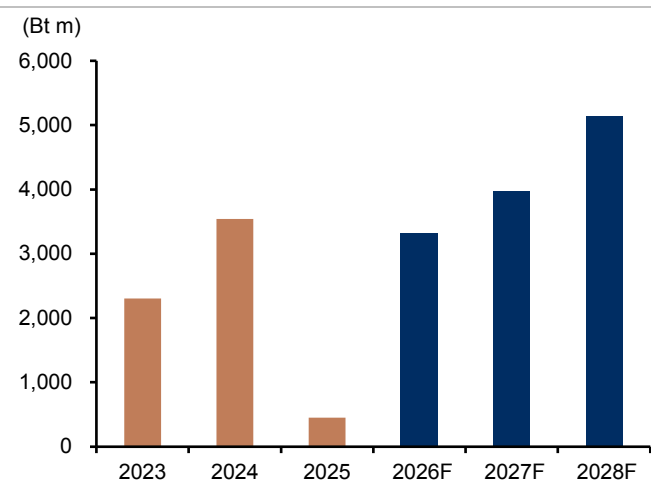
### COMPANY INFORMATION

|                              |                            |
|------------------------------|----------------------------|
| Price as of 15-Sep-26 (Bt)   | 14.60                      |
| Market Cap (US\$ m)          | 1,776.4                    |
| Listed Shares (m shares)     | 4,049.6                    |
| Free Float (%)               | 87.6                       |
| Avg. Daily Turnover (US\$ m) | na                         |
| 12M Price H/L (Bt)           | 15.30/14.40                |
| Sector                       | Energy                     |
| Major Shareholder            | Vongkusolkrit family 12.4% |

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

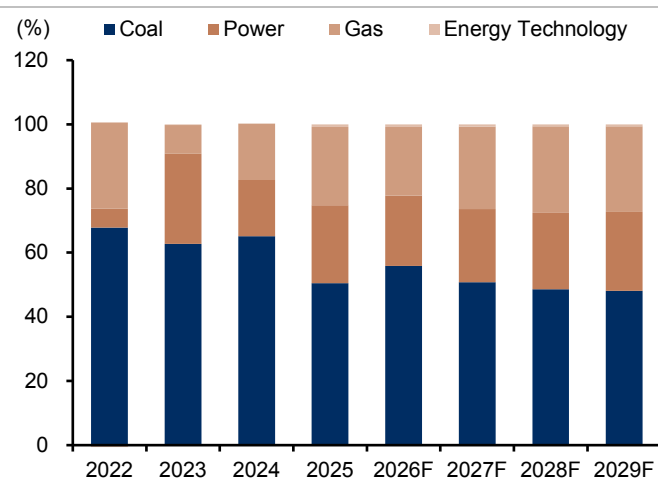
### ESG Summary Report ..... P8

## Ex 1: BANPU's Earnings



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 2: BANPU's EBITDA Mix

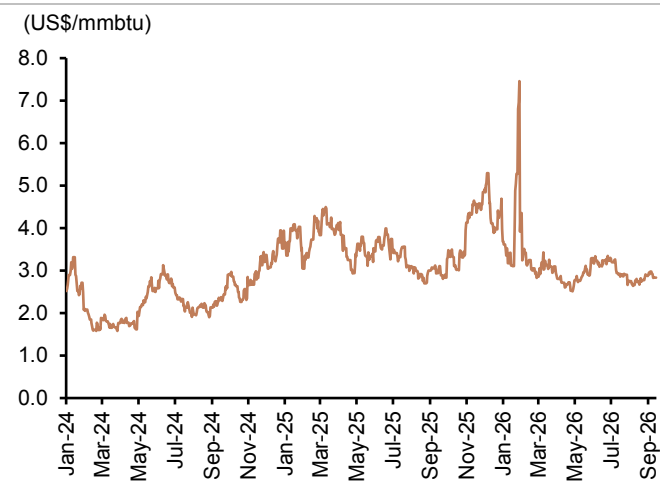
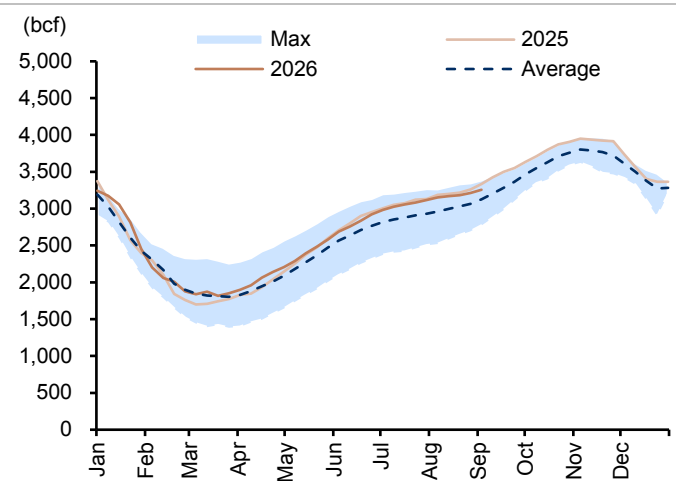
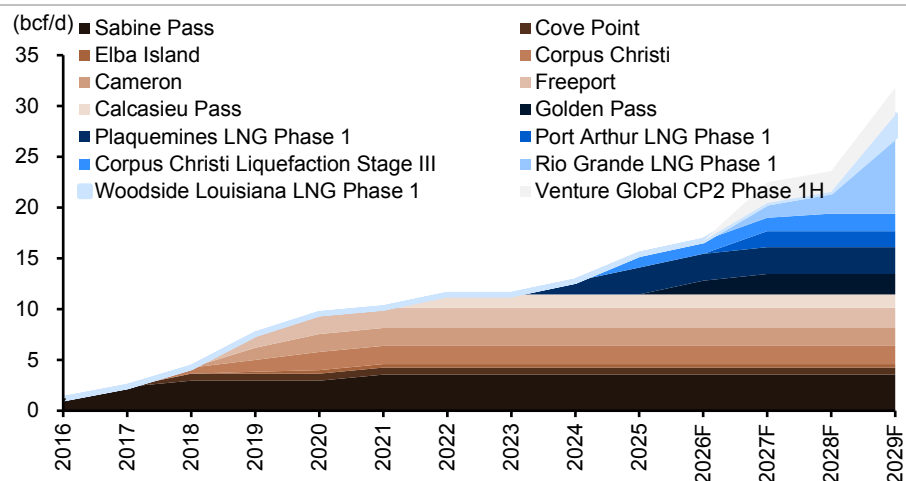
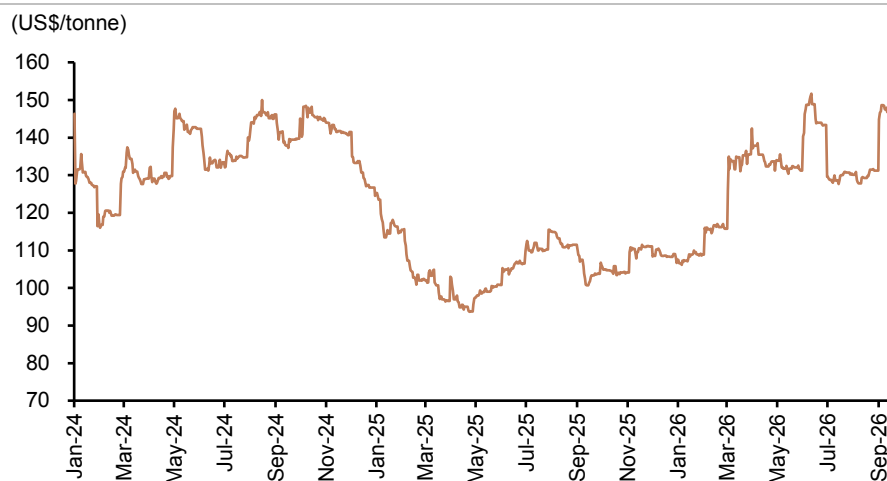


Sources: Company data, ttb wealth estimates

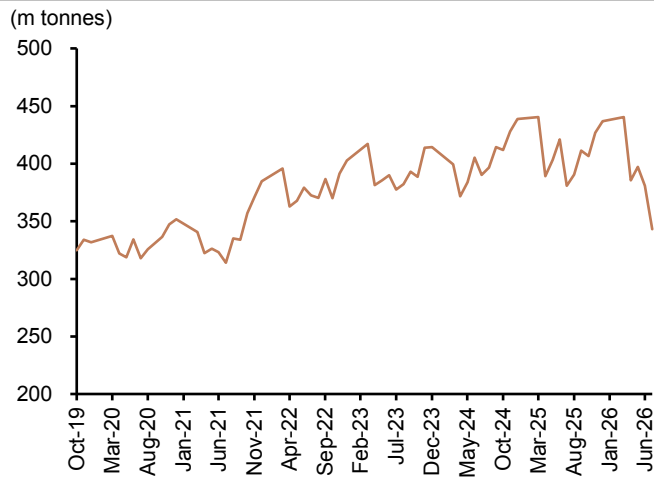
## Ex 3: Earnings Revisions

|                                    | 2024  | 2025    | 2026F  | 2027F  | 2028F  |
|------------------------------------|-------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Normalized profit (Bt m)</b>    |       |         |        |        |        |
| - New                              | 3,543 | 450     | 3,310  | 3,976  | 5,139  |
| - Old                              |       |         | 5,062  | 6,296  | 7,457  |
| - Change (%)                       |       |         | (34.6) | (36.9) | (31.1) |
| <b>Net profit (Bt m)</b>           |       |         |        |        |        |
| - New                              | 3,756 | (1,216) | 4,526  | 3,976  | 5,139  |
| - Old                              |       |         | 5,062  | 6,296  | 7,457  |
| - Change (%)                       |       |         | (10.6) | (36.9) | (31.1) |
| <b>NEX coal price (US\$/tonne)</b> |       |         |        |        |        |
| - New                              | 136   | 106     | 135    | 125    | 125    |
| - Old                              |       |         | 125    | 110    | 110    |
| - Change (%)                       |       |         | 10.0   | 15.0   | 15.0   |
| <b>US Henry Hub (US\$/mmbtu)</b>   |       |         |        |        |        |
| - New                              | 2.67  | 3.63    | 3.30   | 3.60   | 3.70   |
| - Old                              |       |         | 4.00   | 4.20   | 4.20   |
| - Change (%)                       |       |         | (17.5) | (14.3) | (11.9) |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

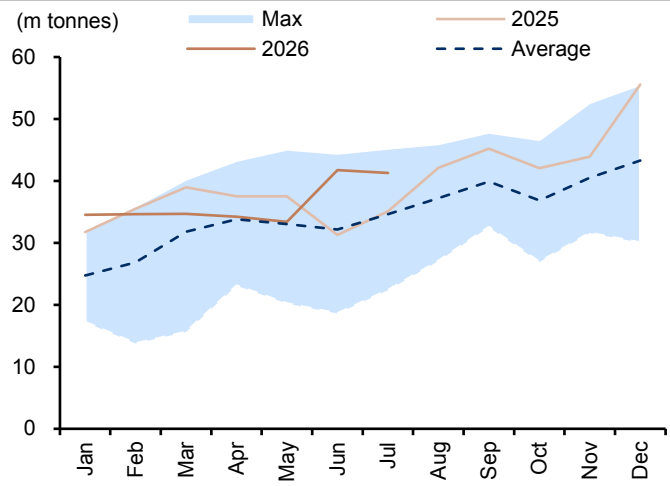
**Ex 4: US Henry Hub Gas Price****Ex 5: US's Gas Inventory****Ex 6: US LNG Capacity Expansion****Ex 7: NEX Coal Price Rising Due To Tight Supply**

Ex 8: China Coal Production



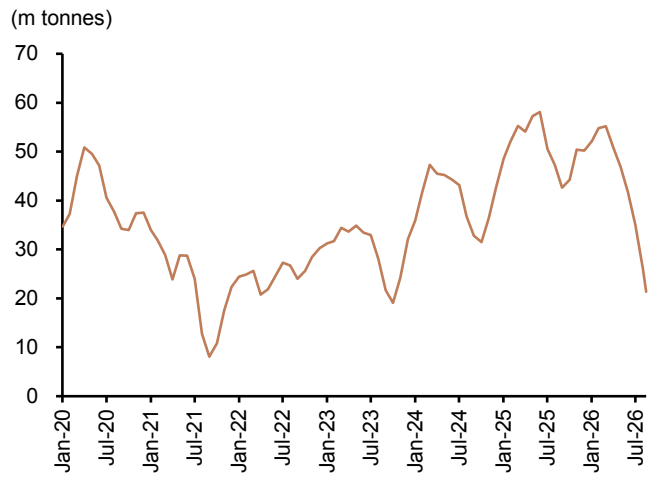
Source: Bloomberg

Ex 9: China Coal Imports



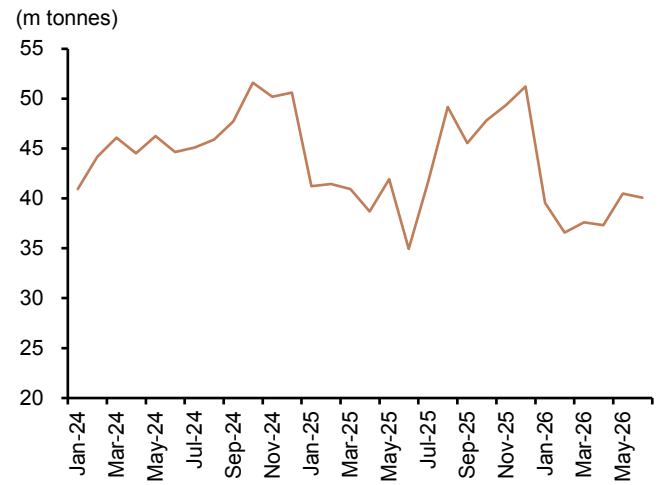
Source: Bloomberg

Ex 10: India Coal Inventory



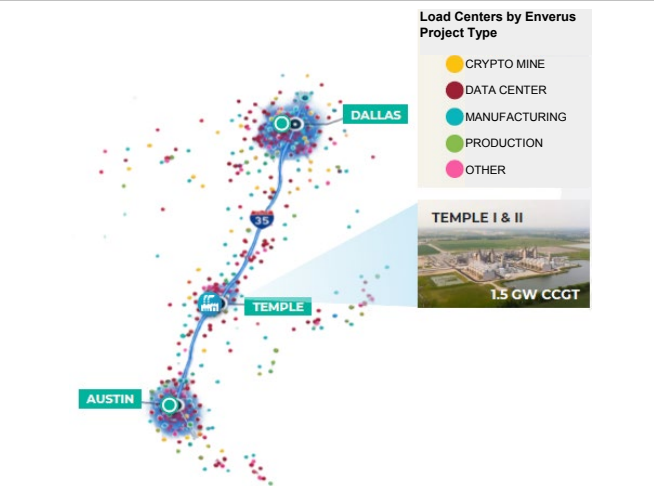
Source: Bloomberg

Ex 11: Indonesia Monthly Coal Exports



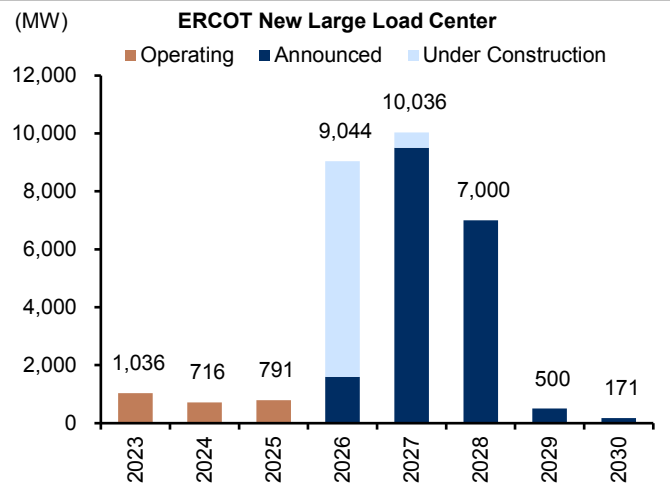
Source: Bloomberg

Ex 12: BKV Located Near Demand Center



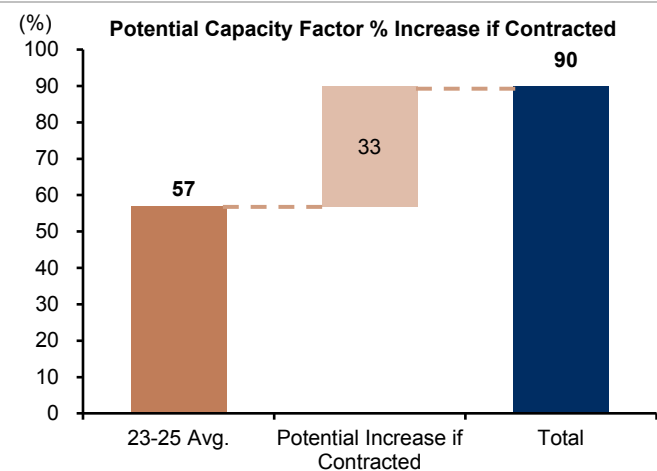
Source: Company data

Ex 13: Strong Power Demand In ERCOT's Market



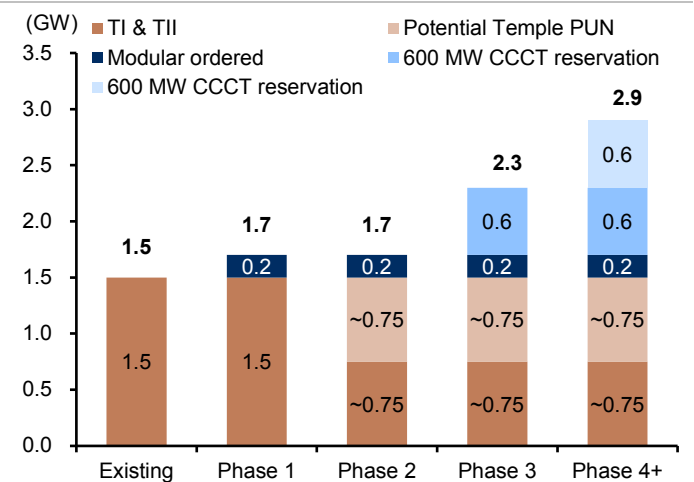
Source: Company data

Ex 14: Temple 1&amp;2 Utilization Target



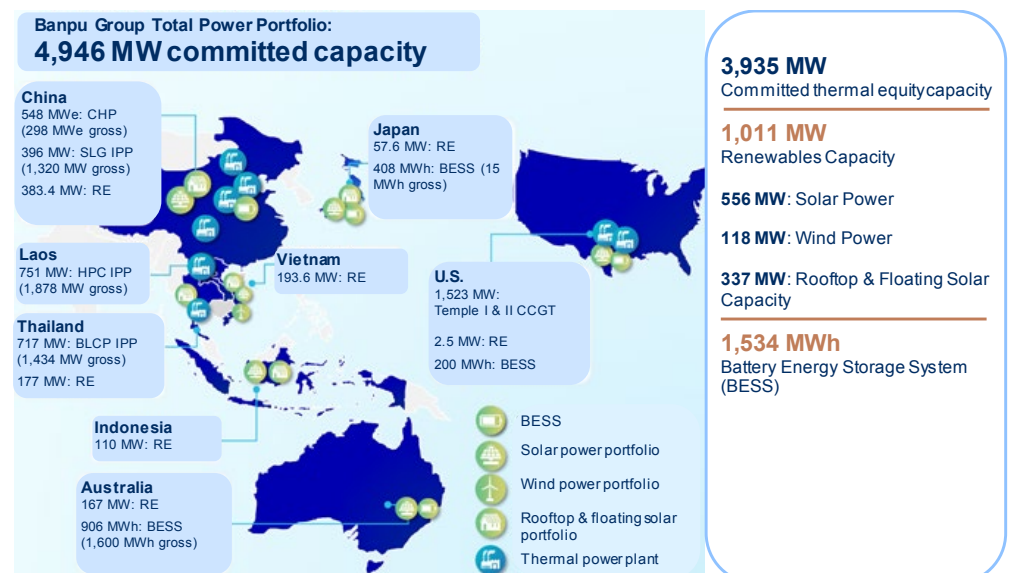
Source: Company data

Ex 15: BANPU's US Power Growth Plan



Source: Company data

Ex 16: Banpu's Power Portfolio



Sources: Company data

Ex 17: Thailand's Power Development Plan (GW)

| Technology / Category | Period 1: Years 2026–2037  | Period 2 (Fork in the Road): Years 2038–2050 |                |                      | PDP2026 to Net Zero: Years 2026–2050 |                |                      |
|-----------------------|----------------------------|----------------------------------------------|----------------|----------------------|--------------------------------------|----------------|----------------------|
| Sub-category          | Common Transition Capacity | Net Zero by CCS                              | Net Zero by RE | Net Zero by RE&CCS   | Net Zero by CCS                      | Net Zero by RE | Net Zero by RE&CCS   |
| <b>Total Capacity</b> | <b>50.9</b>                | <b>76.35</b>                                 | <b>143.9</b>   | <b>96.25</b>         | <b>127.3</b>                         | <b>194.8</b>   | <b>147.2</b>         |
| Solar                 | 24.3                       | 4.59                                         | 37             | 16.59                | 28.89                                | 61.3           | 40.89                |
| Wind*                 | 2.7                        | 7.66                                         | 50             | 20.66                | 10.36                                | 52.7           | 23.36                |
| BESS                  | 14.5                       | 40                                           | 40.5           | 40.5                 | 54.5                                 | 55             | 55                   |
| SMR                   | 0.3                        | —                                            | 8.7            | —                    | —                                    | 9              | —                    |
| CCGT                  | 9.1                        | 15.4                                         | 7.7            | 9.8                  | 24.5                                 | 16.8           | 18.9                 |
| CCS                   | —                          | 32 MtCO <sub>2</sub>                         | —              | 21 MtCO <sub>2</sub> | 32 MtCO <sub>2</sub>                 | —              | 21 MtCO <sub>2</sub> |

Source: PDP

Ex 18: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2027F

| (Bt m)                  | 2027F   | 2028F  | 2029F  | 2030F  | 2031F  | 2032F  | 2033F  | 2034F  | 2035F  | 2036F  | 2037F  | Terminal Value |
|-------------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| EBITDA                  | 37,089  | 40,756 | 42,906 | 42,823 | 43,973 | 45,173 | 45,941 | 46,710 | 47,735 | 46,974 | 47,533 |                |
| Free cash flow          | 8,837   | 12,959 | 15,821 | 19,870 | 21,233 | 22,857 | 24,056 | 25,083 | 26,200 | 26,943 | 26,864 | 325,334        |
| PV of free cash flow    | 8,084   | 10,840 | 12,103 | 13,902 | 13,587 | 13,374 | 12,872 | 12,275 | 11,727 | 11,027 | 10,055 | 121,772        |
| Risk-free rate (%)      | 2.5     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Market risk premium (%) | 8.0     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Beta                    | 1.3     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| WACC (%)                | 9.3     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Terminal growth (%)     | 1.0     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Enterprise value        | 251,617 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Net debt                | 137,592 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Minority interest       | 45,820  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Equity value            | 68,205  |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| # of shares             | 4,050   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Equity value / share    | 17.0    |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison

Ex 19: 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   | (63.2)     | 113.4   | 34.6    | 16.2    | 2.1     | 2.1     | 10.4      | 7.3     | 4.2        | 4.9     |
| Whitehaven Coal Ltd        | WHC AU    | Australia   | 15.6       | 63.5    | 26.7    | 16.3    | 1.1     | 1.1     | 5.8       | 4.9     | 1.2        | 1.8     |
| China Shenhua Energy       | 601088 CH | China       | 12.3       | 1.3     | 16.0    | 15.8    | 2.1     | 2.1     | 9.2       | 9.1     | 4.8        | 4.7     |
| Datong Coal Industry       | 601001 CH | China       | 14.6       | 15.5    | 13.2    | 11.4    | 1.4     | 1.3     | 4.6       | 4.0     | 3.6        | 4.1     |
| Guizhou Panjiang Ref. Coal | 600395 CH | China       | 179.6      | 16.5    | 20.0    | 17.2    | 1.0     | 1.0     | 12.0      | 10.5    | 2.1        | 2.5     |
| Pingdingshan Tianan Coal   | 601666 CH | China       | 140.2      | 18.8    | 15.5    | 13.0    | 0.9     | 0.9     | 9.3       | 8.4     | 3.8        | 4.7     |
| Yang Quan Coal Industry    | 600348 CH | China       | 34.0       | 14.2    | 14.4    | 12.7    | 0.9     | 0.9     | 10.4      | 9.3     | 3.4        | 4.0     |
| Yanzhou Coal Mining        | 600188 CH | China       | 70.8       | 3.6     | 11.9    | 11.5    | 1.9     | 1.7     | 6.4       | 6.4     | 4.2        | 3.9     |
| China Coal Energy          | 1898 HK   | Hong Kong   | 16.8       | 5.5     | 7.7     | 7.3     | 0.8     | 0.8     | 5.3       | 5.1     | 4.4        | 4.6     |
| Indo Tambangraya Megah     | ITMG IJ   | Indonesia   | 12.8       | 7.7     | 7.6     | 7.1     | 0.8     | 0.8     | 2.8       | 2.7     | 7.1        | 8.2     |
| Bukit Asam Tbk PT          | PTBA IJ   | Indonesia   | 114.1      | (1.1)   | 7.2     | 7.3     | 1.4     | 1.3     | 4.1       | 4.1     | 7.5        | 8.6     |
| Semirara Mining Corp.      | SCC PM    | Philippines | 14.2       | (2.1)   | 5.0     | 5.1     | 1.2     | 1.2     | 2.5       | 2.7     | 11.4       | 13.8    |
| BKV Crop.                  | BKV US    | USA         | 1.7        | 13.9    | 15.3    | 13.4    | na      | na      | 6.4       | 6.0     | na         | na      |
| Banpu Pcl *                | BANPU TB  | Thailand    | 635.5      | 20.1    | 17.9    | 14.9    | 0.4     | 0.4     | 6.7       | 5.1     | 5.0        | 4.0     |
| Average                    |           |             | 85.6       | 20.8    | 15.2    | 12.1    | 1.2     | 1.2     | 6.9       | 6.1     | 4.8        | 5.4     |

Sources: Bloomberg

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

Based on 15 September 2026 closing prices

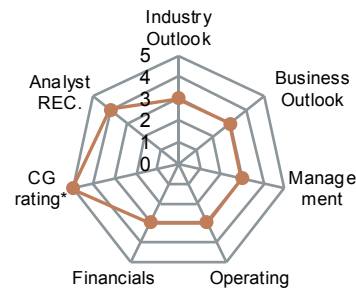
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) เป็นบริษัทถ่านหินชั้นนำของภูมิภาค 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)     | 17.10     | 17.00      | -1%     |
| Net profit 26F (Bt m) | 4,602     | 4,526      | -2%     |
| Net profit 27F (Bt m) | 4,002     | 3,976      | -1%     |
| Consensus REC         | BUY: 5    | HOLD: 4    | SELL: 0 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าในปี 2026F ของเราสอดคล้องกับที่ตลาดคาด
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสอดคล้องกับที่ตลาดคาด

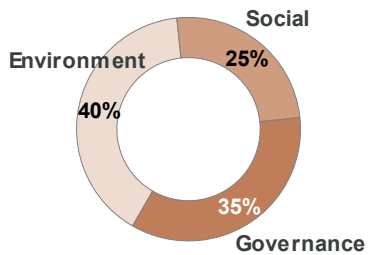
Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

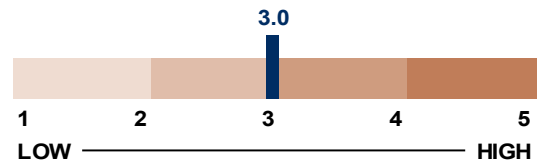
- ราคาถ่านหินหรือก๊าซที่ต่ำกว่าคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการและราคาเป้าหมายของเรา
- ธุรกิจไฟฟ้าเติบโตต่ำกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อราคาเป้าหมายของเรา
- การขยายโครงการ CCUS ที่ช้ากว่าคาด

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             |

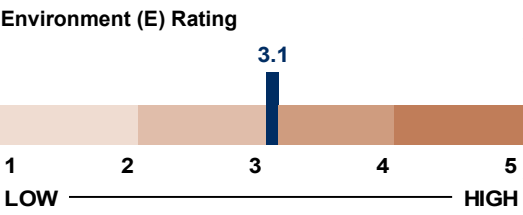
Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)  
MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



**ESG Summary**

- BANPU ดำเนินกิจการเหมืองถ่านหินในอินโดนีเซีย ออสเตรเลีย และจีน 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 และเนื่องจากการเติบโตในอนาคตจะมาจากธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกับถ่านหิน 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 BANPU a decent E score of 3.1. 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.

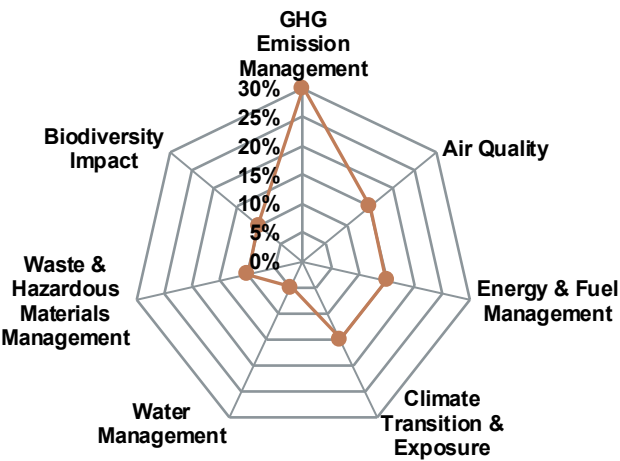


ENVIRONMENT

Our Comments

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

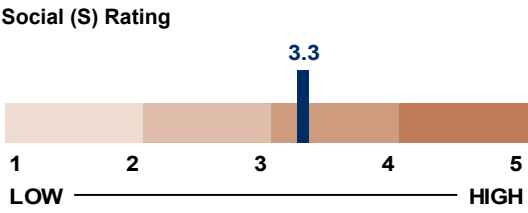
SCALE WEIGHTING



- 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.

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.



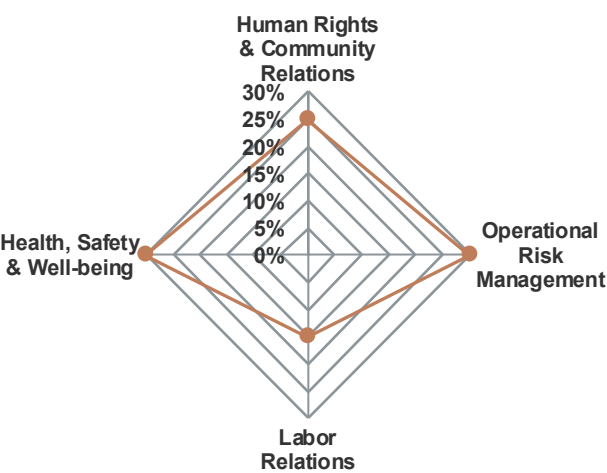
SOCIAL

Our Comments

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

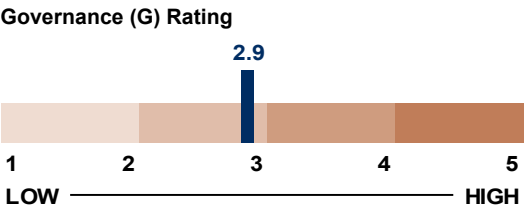
- We assign BANPU a decent S score of 3.30, reflecting solid employee engagement, relatively stable community relations, and strong operations. BANPU has run operations smoothly across regions without major incidents and maintains a positive environment and strong community engagement.
- In 2024, BANPU 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 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.

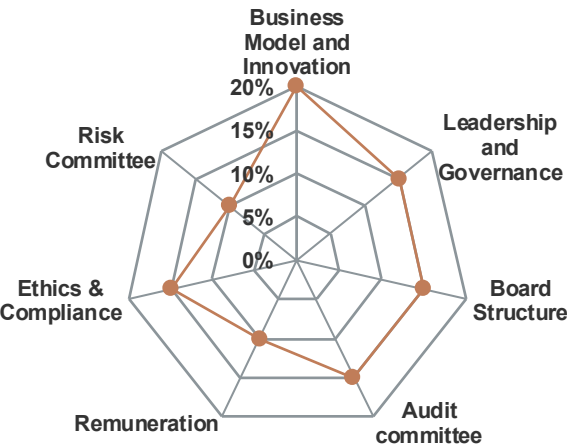


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

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

SCALE WEIGHTING



- 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 Vongkusolkrit, 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.

Sources: ttb wealth, Company data

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2024A         | 2025A          | 2026F         | 2027F         | 2028F         |
|-----------------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales                             | 181,549       | 173,423        | 185,398       | 189,864       | 194,163       |
| Cost of sales                     | 137,559       | 134,094        | 146,772       | 144,381       | 145,833       |
| <b>Gross profit</b>               | <b>43,991</b> | <b>39,329</b>  | <b>38,626</b> | <b>45,483</b> | <b>48,330</b> |
| % gross margin                    | 24.2%         | 22.7%          | 20.8%         | 24.0%         | 24.9%         |
| Selling & administration expenses | 33,231        | 32,080         | 30,737        | 31,465        | 32,166        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>10,760</b> | <b>7,249</b>   | <b>7,888</b>  | <b>14,018</b> | <b>16,164</b> |
| % operating margin                | 5.9%          | 4.2%           | 4.3%          | 7.4%          | 8.3%          |
| Depreciation & amortization       | 22,742        | 20,448         | 21,552        | 23,072        | 24,592        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>33,501</b> | <b>27,697</b>  | <b>29,440</b> | <b>37,089</b> | <b>40,756</b> |
| % EBITDA margin                   | 18.5%         | 16.0%          | 15.9%         | 19.5%         | 21.0%         |
| Non-operating income              | 8,956         | 6,305          | 5,514         | 3,200         | 3,200         |
| Non-operating expenses            | 0             | 0              | 0             | 0             | 0             |
| Interest expense                  | (14,166)      | (11,862)       | (11,826)      | (11,934)      | (11,645)      |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>5,549</b>  | <b>1,692</b>   | <b>1,576</b>  | <b>5,284</b>  | <b>7,719</b>  |
| Income tax                        | 4,193         | 2,375          | 1,876         | 4,317         | 5,241         |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>1,356</b>  | <b>(683)</b>   | <b>(299)</b>  | <b>967</b>    | <b>2,478</b>  |
| % net margin                      | 0.7%          | -0.4%          | -0.2%         | 0.5%          | 1.3%          |
| Shares in affiliates' Earnings    | 6,930         | 4,166          | 5,426         | 5,509         | 5,384         |
| Minority interests                | (4,742)       | (3,033)        | (1,817)       | (2,500)       | (2,722)       |
| Extraordinary items               | 213           | (1,666)        | 1,216         | 0             | 0             |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>3,756</b>  | <b>(1,216)</b> | <b>4,526</b>  | <b>3,976</b>  | <b>5,139</b>  |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>3,543</b>  | <b>450</b>     | <b>3,310</b>  | <b>3,976</b>  | <b>5,139</b>  |
| EPS (Bt)                          | 0.93          | (0.30)         | 1.12          | 0.98          | 1.27          |
| Normalized EPS (Bt)               | 0.87          | 0.11           | 0.82          | 0.98          | 1.27          |

*We expect multi-year earnings growth*

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2024A          | 2025A          | 2026F          | 2027F          | 2028F          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |                |                |                |                |                |
| Current assets:                 | 93,483         | 102,592        | 116,734        | 123,059        | 129,548        |
| Cash & cash equivalent          | 57,947         | 62,147         | 72,147         | 77,147         | 82,147         |
| Account receivables             | 16,737         | 16,751         | 20,318         | 21,327         | 22,342         |
| Inventories                     | 4,973          | 6,084          | 6,660          | 6,551          | 6,617          |
| Others                          | 13,827         | 17,610         | 17,610         | 18,034         | 18,443         |
| 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        |
| <b>Total assets</b>             | <b>421,427</b> | <b>440,306</b> | <b>451,896</b> | <b>454,150</b> | <b>455,047</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |                |                |                |                |                |
| Current liabilities:            | 91,637         | 86,197         | 82,441         | 81,668         | 80,748         |
| Account payables                | 4,774          | 5,518          | 6,040          | 5,941          | 6,001          |
| Bank overdraft & ST loans       | 29,899         | 29,440         | 26,119         | 25,905         | 25,278         |
| Current LT debt                 | 35,422         | 28,494         | 25,280         | 25,073         | 24,466         |
| Others current liabilities      | 21,542         | 22,746         | 25,001         | 24,748         | 25,003         |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>148,618</b> | <b>178,467</b> | <b>158,339</b> | <b>157,042</b> | <b>153,239</b> |
| Others LT liabilities           | 21,385         | 21,098         | 22,726         | 23,239         | 23,731         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>261,640</b> | <b>285,763</b> | <b>263,507</b> | <b>261,948</b> | <b>257,719</b> |
| Minority interest               | 46,884         | 44,003         | 45,820         | 48,320         | 51,042         |
| Preferreds shares               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Paid-up capital                 | 10,019         | 10,019         | 40,496         | 40,496         | 40,496         |
| 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)       |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>96,839</b>  | <b>92,605</b>  | <b>94,157</b>  | <b>95,469</b>  | <b>97,874</b>  |
| Shareholders' equity            | 112,903        | 110,540        | 142,569        | 143,881        | 146,286        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>421,427</b> | <b>440,306</b> | <b>451,896</b> | <b>454,150</b> | <b>455,047</b> |

*We forecast leverage to decline given its high profit and FCF*

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## CASH FLOW STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2024A           | 2025A           | 2026F           | 2027F           | 2028F           |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Earnings before tax               | 5,549           | 1,692           | 1,576           | 5,284           | 7,719           |
| Tax paid                          | (3,790)         | (2,762)         | (1,651)         | (4,391)         | (5,176)         |
| Depreciation & amortization       | 22,742          | 20,448          | 21,552          | 23,072          | 24,592          |
| Chg In working capital            | 2,645           | (381)           | (3,620)         | (1,000)         | (1,021)         |
| Chg In other CA & CL / minorities | 27,151          | 87              | 7,457           | 4,906           | 5,166           |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>54,297</b>   | <b>19,083</b>   | <b>25,314</b>   | <b>27,870</b>   | <b>31,279</b>   |
| 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             | (2,999)         | 512             | 493             |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(18,103)</b> | <b>(31,474)</b> | <b>(21,999)</b> | <b>(18,488)</b> | <b>(18,507)</b> |
| Debt financing                    | (11,464)        | 17,738          | (20,819)        | (1,719)         | (5,037)         |
| Capital increase                  | 0               | 0               | 30,477          | 0               | 0               |
| Dividends paid                    | (3,806)         | (2,404)         | (2,974)         | (2,664)         | (2,735)         |
| Warrants & other surplus          | (13,428)        | 1,871           | 0               | 0               | 0               |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(28,698)</b> | <b>17,205</b>   | <b>6,685</b>    | <b>(4,382)</b>  | <b>(7,772)</b>  |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>36,194</b>   | <b>(12,391)</b> | <b>3,315</b>    | <b>9,382</b>    | <b>12,772</b>   |

*BANPU plans capex for the expansion of its non-coal businesses*

## VALUATION

| FY ending Dec                       | 2024A | 2025A  | 2026F | 2027F | 2028F |
|-------------------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Normalized PE (x)                   | 16.7  | 131.4  | 17.9  | 14.9  | 11.5  |
| Normalized PE - at target price (x) | 19.4  | 153.0  | 20.8  | 17.3  | 13.4  |
| PE (x)                              | 15.7  | na     | 13.1  | 14.9  | 11.5  |
| PE - at target price (x)            | 18.3  | na     | 15.2  | 17.3  | 13.4  |
| EV/EBITDA (x)                       | 6.4   | 8.4    | 6.7   | 5.1   | 4.4   |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 6.7   | 8.8    | 7.0   | 5.4   | 4.7   |
| P/BV (x)                            | 0.5   | 0.5    | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| P/BV - at target price (x)          | 0.6   | 0.6    | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| P/CFO (x)                           | 1.1   | 3.1    | 2.3   | 2.1   | 1.9   |
| Price/sales (x)                     | 0.3   | 0.3    | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| Dividend yield (%)                  | 5.1   | 5.1    | 5.0   | 4.0   | 5.2   |
| FCF Yield (%)                       | 61.2  | (21.0) | 5.6   | 15.9  | 21.6  |
| <b>(Bt)</b>                         |       |        |       |       |       |
| Normalized EPS                      | 0.87  | 0.11   | 0.82  | 0.98  | 1.27  |
| EPS                                 | 0.93  | (0.30) | 1.12  | 0.98  | 1.27  |
| DPS                                 | 0.74  | 0.74   | 0.73  | 0.59  | 0.76  |
| BV/share                            | 27.88 | 27.30  | 35.21 | 35.53 | 36.12 |
| CFO/share                           | 13.41 | 4.71   | 6.25  | 6.88  | 7.72  |
| FCF/share                           | 8.94  | (3.06) | 0.82  | 2.32  | 3.15  |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*We believe BANPU trades at decent valuations vs. its earnings growth*

## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2024A   | 2025A   | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|----------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Growth Rate</b>               |         |         |         |         |         |
| Sales (%)                        | 1.1     | (4.5)   | 6.9     | 2.4     | 2.3     |
| Net profit (%)                   | 3,482.1 | na      | na      | (12.2)  | 29.3    |
| EPS (%)                          | 3,204.8 | na      | na      | (12.2)  | 29.3    |
| Normalized profit (%)            | 53.8    | (87.3)  | 635.5   | 20.1    | 29.3    |
| Normalized EPS (%)               | 41.9    | (87.3)  | 635.5   | 20.1    | 29.3    |
| Dividend payout ratio (%)        | 80.0    | (247.2) | 65.0    | 60.0    | 60.0    |
| <b>Operating performance</b>     |         |         |         |         |         |
| Gross margin (%)                 | 24.2    | 22.7    | 20.8    | 24.0    | 24.9    |
| Operating margin (%)             | 5.9     | 4.2     | 4.3     | 7.4     | 8.3     |
| EBITDA margin (%)                | 18.5    | 16.0    | 15.9    | 19.5    | 21.0    |
| Net margin (%)                   | 0.7     | (0.4)   | (0.2)   | 0.5     | 1.3     |
| D/E (incl. minor) (x)            | 1.3     | 1.5     | 1.1     | 1.1     | 1.0     |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 1.0     | 1.1     | 0.7     | 0.7     | 0.6     |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 0.8     | 0.6     | 0.7     | 1.2     | 1.4     |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 2.4     | 2.3     | 2.5     | 3.1     | 3.5     |
| ROA - using norm profit (%)      | 0.8     | 0.1     | 0.7     | 0.9     | 1.1     |
| ROE - using norm profit (%)      | 2.9     | 0.4     | 2.6     | 2.8     | 3.5     |
| <b>DuPont</b>                    |         |         |         |         |         |
| ROE - using after tax profit (%) | 1.1     | na      | na      | 0.7     | 1.7     |
| - asset turnover (x)             | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| - operating margin (%)           | 10.9    | 7.8     | 7.2     | 9.1     | 10.0    |
| - leverage (x)                   | 3.6     | 3.9     | 3.5     | 3.2     | 3.1     |
| - interest burden (%)            | 28.1    | 12.5    | 11.8    | 30.7    | 39.9    |
| - tax burden (%)                 | 24.4    | na      | na      | 18.3    | 32.1    |
| WACC (%)                         | 9.3     | 9.3     | 9.3     | 9.3     | 9.3     |
| ROIC (%)                         | 0.9     | (1.1)   | (0.5)   | 0.9     | 1.9     |
| NOPAT (Bt m)                     | 2,629   | (2,928) | (1,498) | 2,565   | 5,189   |
| invested capital (Bt m)          | 268,895 | 284,794 | 280,162 | 274,755 | 267,123 |

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*With our higher profit forecasts, we expect ROE to trend up, too*

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 tracks 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) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ด. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ 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)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เบิร์ท ซีพีเอฟ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (CPPTH) ครั้งที่ 1/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: "บริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน)" (ttb wealth) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท แอสสิริ จำกัด (มหาชน) (SIRI) ครั้งที่ 3/2569" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA  
pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสร่า สุวรรณอำไพ  
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
nariporn.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

ศักดิ์สิทธิ์ 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, นิคมฯ, 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

วิชรัตน์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@ttbwealth.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงสกุล

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 ลิมาวงษ์ปราวณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

สุจินตนา สดภาพร

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