

ปตท.

บริษัท ปตท.  
จำกัด (มหาชน)

PTT

Bloomberg  
ReutersPTT TB  
PTT.BKinnovest<sup>x</sup>  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## 4Q68: กำไรดีกว่าคาดจากรายการพิเศษ

กำไรสุทธิ 4Q68 อยู่ที่ 2.55 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น 174% YoY และ 29% QoQ สูงกว่าคาดจากรายการพิเศษ ซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากการขายหุ้นบางส่วนใน Lotus Pharmaceutical กำไรจากการดำเนินงานปกติลดลง 14% QoQ จากผลการดำเนินงานธุรกิจก๊าซและธุรกิจการค้าระหว่างประเทศที่อ่อนตัวลง EBITDA ของธุรกิจก๊าซลดลง YoY และ QoQ กำไรสุทธิปี 2568 ทรงตัวอยู่ที่ 9.0 หมื่นลบ. โดยได้แรงหนุนจากกำไรจากการขายเงินลงทุนและกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน/การป้องกันความเสี่ยง แม้กำไรจากการดำเนินงานลดลง 19.8% YoY PTT ประกาศจ่ายปันผลงวดสุดท้ายของปี 2568 ที่ 1.4 บาท เรามองว่าราคาน้ำมันที่ลดลงและการไม่มีกำไรพิเศษเหมือนปีก่อนอาจกดดันกำไรปี 2569 อย่างไรก็ตาม เราคงคำแนะนำ **OUTPERFORM** สำหรับ PTT และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 41 บาท (จาก 39 บาท) โดยอัตราผลตอบแทนเงินปันผล >6% ยังคงน่าสนใจ

**ธุรกิจ E&P เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนกำไรจากการดำเนินงานใน 4Q68** กำไรจากการดำเนินงานลดลง 24% QoQ มาอยู่ที่ 3.03 หมื่นลบ. ซึ่งส่วนใหญ่ได้รับแรงหนุนจากธุรกิจ E&P (80% ของกำไรจากการดำเนินงานรวม) ที่ลดลงเพียง 1.2% QoQ ขณะที่ส่วนแบ่งกำไรจากกลุ่มธุรกิจอื่นลดลงมากกว่า 10% QoQ โดยธุรกิจการค้าระหว่างประเทศมีผลการดำเนินงานแย่มากที่สุด เนื่องจากการรับรู้ราคาทุนจากการ mark-to-market ของสินค้าระหว่างทางขนส่งตามราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลง

**กำไรของธุรกิจก๊าซลดลงจากปัจจัยฤดูกาล** กำไรจากการดำเนินงานของธุรกิจก๊าซลดลง 21% QoQ จากยอดขายก๊าซที่ลดลงในช่วงโลว์ซีซั่น ปริมาณการขายก๊าซลดลง 1% QoQ มาอยู่ที่ 3,725 ล้านลูกบาศก์ฟุตต่อวัน (mmcf/d) เนื่องจากความต้องการใช้ก๊าซในการผลิตไฟฟ้าลดลง ในขณะที่ปริมาณการขายของโรงแยกก๊าซ (GSP) ปรับตัวขึ้น 6% QoQ จากการปิดซ่อมบำรุงลดลงและปริมาณการขายก๊าซอินให้กับ PTTGC เพิ่มขึ้น

**ธุรกิจ P&R มีผลขาดทุนเพิ่มขึ้นจากขาดทุนสต็อก** ขาดทุนจากการดำเนินงานของธุรกิจ P&R ขยายตัวเพิ่มขึ้นเป็น 787 ลบ. ใน 4Q68 เทียบกับ 514 ลบ. ใน 3Q68 แม้ว่าค่าการกลั่นปรับตัวขึ้นอย่างมากจาก US\$4.1/บาร์เรล ใน 3Q68 เป็น US\$8/บาร์เรล แต่ถูกหักล้างบางส่วนด้วยขาดทุนสต็อกน้ำมัน 8 พันลบ. ขณะที่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมียังคงอ่อนแอ โดยเฉพาะเบนซินและ PE ที่ได้รับผลกระทบจากอุปสงค์ที่ชะลอตัว ด้านกำไรจากธุรกิจน้ำมันลดลง 21% QoQ จากการตั้งสำรองด้วยค่าสินทรัพย์ (400 ลบ.) แม้กำไรปกติลดลง 8% QoQ

**แนวโน้ม 1Q69: ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะช่วยหนุนกำไรจากธุรกิจ E&P** เราคาดว่ากำไรปกติของ PTT จะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q69 จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ซึ่งจะช่วยหนุนกำไรของธุรกิจ E&P ที่คาดว่าปริมาณการขายจะเพิ่มขึ้น QoQ จากสินทรัพย์ที่เริ่มดำเนินการผลิตใหม่ ขณะที่คาดว่าค่าการตลาดของธุรกิจค้าปลีกน้ำมันจะปรับตัวขึ้นจากปัจจัยฤดูกาล ค่าการกลั่นที่ดีก็น่าจะช่วยสนับสนุนกำไรของธุรกิจ P&R นอกจากนี้โครงสร้างราคาก๊าซธรรมชาติใหม่จากอ่าวไทยที่มีผลบังคับใช้ตั้งแต่ ม.ค. 2569 มีแนวโน้มที่จะช่วยสนับสนุนกำไรของธุรกิจ GSP จากต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลง

**ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 39 บาท เป็น 41 บาท อ้างอิงวิธี sum-of-parts** แม้ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้ว 11% ในระยะหลังนี้ แต่หุ้น PTT ยังซื้อขายที่ PBV ปี 2569 เพียง 0.9 เท่า ซึ่งไม่แพงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 1.2 เท่า ขณะที่อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลยังคงน่าสนใจที่ >6% หนุนโดยกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งและงบดุลที่มั่นคง PTT ประกาศจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2568 ที่ 1.4 บาท (รวมทั้งปี 2.3 บาท; อัตราการจ่ายเงินปันผล 73%) เราปรับราคาเป้าหมายที่คำนวณด้วยวิธี sum-of-parts ขึ้นเป็น 41 บาท (จาก 39 บาท) เพื่อสะท้อนมูลค่าที่สูงขึ้นของบริษัทย่อยและบริษัทรวม การทำ asset monetization ในธุรกิจ P&R อย่างต่อเนื่องยังช่วยปลดล็อกมูลค่าและเสริมความแข็งแกร่งให้กับงบดุล

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ความผันผวนของราคาน้ำมัน การด้อยค่าของสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงกฎหมาย และรัฐบาลแทรกแซงราคาน้ำมันขายปลีก ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

### Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2024      | 2025      | 2026F     | 2027F     | 2028F     |
|------------------|--------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Revenue          | (Btmn) | 3,090,453 | 2,662,145 | 2,231,424 | 2,322,846 | 2,402,716 |
| EBITDA           | (Btmn) | 411,782   | 362,622   | 393,593   | 402,556   | 412,119   |
| Core profit      | (Btmn) | 81,770    | 68,099    | 83,398    | 90,697    | 96,487    |
| Reported profit  | (Btmn) | 90,072    | 90,166    | 83,398    | 90,697    | 96,487    |
| Core EPS         | (Bt)   | 2.86      | 2.38      | 2.92      | 3.18      | 3.38      |
| DPS              | (Bt)   | 2.10      | 2.30      | 2.30      | 2.40      | 2.40      |
| P/E, core        | (x)    | 13.1      | 15.7      | 12.8      | 11.8      | 11.1      |
| EPS growth, core | (%)    | (20.6)    | (16.7)    | 22.5      | 8.8       | 6.4       |
| P/BV, core       | (x)    | 0.9       | 1.0       | 0.9       | 0.9       | 0.9       |
| ROE              | (%)    | 5.0       | 4.1       | 5.0       | 5.3       | 5.5       |
| Dividend yield   | (%)    | 5.6       | 6.1       | 6.1       | 6.4       | 6.4       |
| EV/EBITDA        | (x)    | 3.9       | 4.3       | 3.5       | 3.2       | 2.9       |

Source: InnovestX Research

## Tactical: OUTPERFORM

(3-month)

### Stock data

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| Last close (Feb 19) (Bt) | 37.50    |
| Target price (Bt)        | 41.00    |
| Mkt cap (Btbn)           | 1,071.11 |

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| 12-m high / low (Bt)           | 37.5 / 27 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)         | 59.69     |
| Foreign limit / actual (%)     | 30 / 7    |
| Free float (%)                 | 48.9      |
| Outstanding Short Position (%) | 0.25      |

### Share price performance

| (%)             | 1M    | 3M   | 12M  |
|-----------------|-------|------|------|
| Absolute        | 12.8  | 24.0 | 19.0 |
| Relative to SET | (3.1) | 5.6  | 0.6  |

### INXV core earnings vs consensus

| Earnings vs consensus | 2026F  | 2027F  |
|-----------------------|--------|--------|
| Consensus (Bt mn)     | 94,558 | 97,992 |
| INXV vs Consensus (%) | (11.8) | (7.4)  |

| Earnings momentum        | YoY | QoQ |
|--------------------------|-----|-----|
| INXV 1Q26F core earnings | Up  | Up  |

### 2025 Sustainability/2023 ESG Score

|                 |     |
|-----------------|-----|
| SET ESG Ratings | AAA |
|-----------------|-----|

| Bloomberg ESG Score and Rank in the sector |      |       |
|--------------------------------------------|------|-------|
| ESG Score and Rank                         | 5.2  | 8/62  |
| Environmental Score and Rank               | 4.4  | 11/62 |
| Social Score and Rank                      | 6.41 | 8/62  |
| Governance Score and Rank                  | 5.4  | 10/62 |

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

## มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า PTT วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม โดยมีแนวโน้มที่ชัดเจนและให้ความสำคัญกับความคืบหน้าของผลการดำเนินงานเมื่อเทียบกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เราองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ PTT เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายสำหรับคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

### ESG Ratings and Indices

|                                           |             |
|-------------------------------------------|-------------|
| Bloomberg ESG Financial Materiality Score | 5.20 (2023) |
| Rank in Sector                            | 8/62        |

|     | CG Rating | DJBIC | SETESG | SET ESG Ratings |
|-----|-----------|-------|--------|-----------------|
| PTT | 5         | Yes   | Yes    | AAA             |

Source: Thai Institute of Directors and SET

### ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- PTT ตั้งเป้าจำกัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของกลุ่ม PTT ทั้ง scope 1 และ scope 2 โดยในระยะยาวตั้งเป้าหมายลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% ภายในปี 2573 เมื่อเทียบกับปริมาณการปล่อยในปี 2563 รวมทั้งบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2583 และเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 สำหรับการดำเนินงานของ PTT เอง PTT สามารถควบคุมการปล่อย CO2 ได้ที่ 41.45 ล้านตันในปี 2567 เทียบกับเป้าหมายที่ <51 ล้านตัน
- PTT กำหนดการเปลี่ยนแปลงรูปแบบธุรกิจไปสู่อุตสาหกรรมเป้าหมายของประเทศ ซึ่งรวมถึงการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานแห่งอนาคต เช่น พลังงานหมุนเวียน ระบบกักเก็บพลังงาน และยานยนต์ไฟฟ้า
- นอกจากนั้นบริษัทยังดำเนินการวิจัยและศึกษาเทคโนโลยี Carbon Capture and Storage (CCS) และศึกษาความเป็นไปได้ในการนำก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ไปใช้ประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ นอกเหนือไปจากการชดเชยการปล่อยก๊าซเรือนกระจกภายในกลุ่ม PTT จากการปลูกป่าในพื้นที่ของ PTT และการนำพื้นที่ป่า 1 ล้านไร่เข้าร่วมโครงการสนับสนุนกิจกรรมลดก๊าซเรือนกระจก

### ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- คณะกรรมการ PTT มีกรรมการ 14 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 13 คน (92.86% ของคณะกรรมการทั้งหมด) โดยในจำนวนนี้ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 12 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (85.71% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน ในจำนวนนี้ประกอบด้วยกรรมการผู้หญิง 2 คน (14.29% ของคณะกรรมการทั้งหมด)
- PTT ได้รับผลการจัดอันดับระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- เราองว่าบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ PTT เป็นที่น่าพอใจ สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจน้ำมันและก๊าซ ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระ

### ประเด็นด้านสังคม (S)

- PTT มุ่งมั่นที่จะขับเคลื่อนประเทศไทยผ่านการยกระดับความมั่นคงด้านพลังงานของประเทศและการเติบโตทางเศรษฐกิจควบคู่ไปกับคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้นของสังคมและชุมชน บริษัทสนับสนุนนโยบายภาครัฐในการช่วยลดการต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นในประเทศไทย
- ผลการดำเนินงานด้านการบริหารจัดการความปลอดภัยของ PTT ที่วัดด้วย KPI ด้านความปลอดภัยและอาชีวอนามัยสำหรับทั้งพนักงานและผู้รับเหมา เป็นไปตามเป้าหมาย โดยไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานในปี 2567
- คะแนน Human Capital Index ประจำปี 2567 ของ PTT ยังคงเป็นไปตามเป้าที่ 80%
- พฤติกรรมผู้บริโภคในระยะยาวเกี่ยวกับเชื้อเพลิงฟอสซิลอาจส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์น้ำมันและก๊าซของ PTT แต่ PTT ได้ลดความเสี่ยงนี้ด้วยการลงทุนในธุรกิจพลังงานผ่าน GPSC และ EV supply chain รวมถึงธุรกิจประกอบแบตเตอรี่ในประเทศไทย

### ESG Financial Materiality Score and Disclosure

|                                                | 2023        | 2024     |
|------------------------------------------------|-------------|----------|
| <b>ESG Financial Materiality Score</b>         | <b>5.20</b> | <b>—</b> |
| <b>Environment Financial Materiality Score</b> | <b>4.40</b> | <b>—</b> |
| Emissions Reduction Initiatives                | Yes         | Yes      |
| Climate Change Policy                          | Yes         | Yes      |
| GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)               | 40,318      | 40,498   |
| Carbon per Unit of Production (metric tonnes)  | 0           | —        |
| Energy Efficiency Policy                       | Yes         | Yes      |
| Waste Reduction Policy                         | Yes         | Yes      |
| Biodiversity Policy                            | Yes         | Yes      |
| <b>Social Financial Materiality Score</b>      | <b>6.41</b> | <b>—</b> |
| Human Rights Policy                            | Yes         | Yes      |
| Women in Senior Management (%)                 | 27          | 29       |
| Business Ethics Policy                         | Yes         | Yes      |
| Health and Safety Policy                       | Yes         | Yes      |
| Lost Time Incident Rate (per 100 contractors)  | 0.00        | 0.00     |
| Employee Turnover (%)                          | 2.63        | 2.22     |

|                                               |             |          |
|-----------------------------------------------|-------------|----------|
| <b>Governance Financial Materiality Score</b> | <b>5.40</b> | <b>—</b> |
| Board Size (persons)                          | 15          | 15       |
| Board Meeting Attendance (%)                  | 96          | 95       |
| Number of Women on Board (persons)            | 1           | 1        |
| Number of Independent Directors (persons)     | 12          | 12       |
| Board Duration (Years)                        | 3           | 3        |

Source: Bloomberg Finance L.P.

### Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยค่าอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025           | 2026F          | 2027F          | 2028F          |
|-----------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 2,258,818      | 3,367,203      | 3,144,884      | 3,090,453      | 2,662,145      | 2,231,424      | 2,322,846      | 2,402,716      |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 1,889,361      | 2,909,277      | 2,772,806      | 2,759,702      | 2,393,555      | 1,963,097      | 2,042,613      | 2,111,273      |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>369,457</b> | <b>457,926</b> | <b>372,078</b> | <b>330,751</b> | <b>268,590</b> | <b>268,327</b> | <b>280,234</b> | <b>291,443</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 121,159        | 169,181        | 140,841        | 152,811        | 133,751        | 100,414        | 104,528        | 108,122        |
| Other income          | (Btmn)        | 28,940         | 24,420         | 38,636         | 47,925         | 45,837         | 46,089         | 48,173         | 48,084         |
| Interest expense      | (Btmn)        | 28,163         | 37,091         | 45,383         | 46,821         | 40,448         | 38,917         | 33,264         | 28,482         |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>249,075</b> | <b>276,074</b> | <b>224,490</b> | <b>179,043</b> | <b>140,228</b> | <b>175,085</b> | <b>190,615</b> | <b>202,923</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 67,591         | 90,462         | 81,313         | 67,210         | 57,600         | 63,914         | 69,507         | 73,945         |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 9,010          | 5,849          | 3,013          | (6,668)        | 13,031         | 3,073          | 3,134          | 3,197          |
| Minority interests    | (Btmn)        | (43,704)       | (30,925)       | (43,256)       | (23,396)       | (27,559)       | (30,846)       | (33,545)       | (35,687)       |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>146,790</b> | <b>160,536</b> | <b>102,933</b> | <b>81,770</b>  | <b>68,099</b>  | <b>83,398</b>  | <b>90,697</b>  | <b>96,487</b>  |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (38,427)       | (69,361)       | 9,091          | 8,302          | 22,067         | 0              | 0              | 0              |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>108,363</b> | <b>91,175</b>  | <b>112,024</b> | <b>90,072</b>  | <b>90,166</b>  | <b>83,398</b>  | <b>90,697</b>  | <b>96,487</b>  |
| EBITDA                | (Btmn)        | 424,028        | 480,495        | 442,938        | 411,782        | 362,622        | 393,593        | 402,556        | 412,119        |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Btmn)</b> | <b>5.14</b>    | <b>5.62</b>    | <b>3.60</b>    | <b>2.86</b>    | <b>2.38</b>    | <b>2.92</b>    | <b>3.18</b>    | <b>3.38</b>    |
| Net EPS               | (Bt)          | 3.79           | 3.19           | 3.92           | 3.15           | 3.16           | 2.92           | 3.18           | 3.38           |
| DPS                   | (Bt)          | 2.00           | 2.00           | 2.00           | 2.10           | 2.30           | 2.30           | 2.40           | 2.40           |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2021             | 2022             | 2023             | 2024             | 2025             | 2026F            | 2027F            | 2028F            |
|-----------------------------|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 855,254          | 1,040,863        | 1,081,739        | 1,029,736        | 905,197          | 954,653          | 876,748          | 940,990          |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 2,216,131        | 2,374,769        | 2,378,723        | 2,409,049        | 2,364,463        | 2,215,604        | 2,209,590        | 2,159,097        |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>3,071,384</b> | <b>3,415,632</b> | <b>3,460,462</b> | <b>3,438,784</b> | <b>3,269,660</b> | <b>3,170,257</b> | <b>3,086,338</b> | <b>3,100,086</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 885,504          | 1,088,938        | 1,057,214        | 994,774          | 884,359          | 804,217          | 653,620          | 594,652          |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 493,650          | 592,540          | 588,710          | 569,088          | 565,758          | 420,188          | 398,393          | 408,628          |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 1,104,794        | 1,289,399        | 1,246,777        | 1,212,819        | 1,051,418        | 1,056,748        | 945,606          | 894,418          |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>1,598,444</b> | <b>1,881,940</b> | <b>1,835,486</b> | <b>1,781,907</b> | <b>1,617,176</b> | <b>1,476,935</b> | <b>1,343,999</b> | <b>1,303,046</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>1,472,940</b> | <b>1,533,693</b> | <b>1,624,975</b> | <b>1,656,877</b> | <b>1,652,484</b> | <b>1,693,321</b> | <b>1,742,339</b> | <b>1,797,041</b> |
| BVPS                        | (Bt)          | 35.24            | 36.85            | 39.25            | 40.25            | 39.47            | 40.09            | 40.93            | 41.90            |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2021            | 2022          | 2023          | 2024            | 2025            | 2026F          | 2027F           | 2028F         |
|-------------------------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|---------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 146,790         | 160,536       | 102,933       | 81,770          | 68,099          | 83,398         | 90,697          | 96,487        |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 146,790         | 167,330       | 173,065       | 185,918         | 181,946         | 179,590        | 178,677         | 180,714       |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 319,816         | 163,346       | 380,483       | 363,179         | 294,200         | 435,371        | 296,631         | 300,629       |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (385,308)       | (186,690)     | (161,245)     | (188,763)       | (164,156)       | (189,503)      | (200,219)       | (152,428)     |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | 46,190          | 50,668        | (142,159)     | (186,411)       | (188,365)       | (122,703)      | (192,276)       | (100,754)     |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(19,302)</b> | <b>27,324</b> | <b>77,080</b> | <b>(11,995)</b> | <b>(58,322)</b> | <b>123,166</b> | <b>(95,864)</b> | <b>47,447</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026F | 2027F | 2028F |
|-----------------------|------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | (%)  | 16.4 | 13.6 | 11.8 | 10.7 | 10.1 | 12.0  | 12.1  | 12.1  |
| Operating margin      | (%)  | 11.0 | 8.6  | 7.4  | 5.8  | 5.1  | 7.5   | 7.6   | 7.6   |
| EBITDA margin         | (%)  | 18.8 | 14.3 | 14.1 | 13.3 | 13.6 | 17.6  | 17.3  | 17.2  |
| EBIT margin           | (%)  | 12.3 | 9.3  | 8.6  | 7.3  | 6.8  | 9.6   | 9.6   | 9.6   |
| Net profit margin     | (%)  | 4.8  | 2.7  | 3.6  | 2.9  | 3.4  | 3.7   | 3.9   | 4.0   |
| ROE                   | (%)  | 10.6 | 10.7 | 6.5  | 5.0  | 4.1  | 5.0   | 5.3   | 5.5   |
| ROA                   | (%)  | 5.2  | 4.9  | 3.0  | 2.4  | 2.0  | 2.6   | 2.9   | 3.1   |
| Net D/E               | (x)  | 0.4  | 0.5  | 0.4  | 0.3  | 0.3  | 0.2   | 0.1   | 0.1   |
| Interest coverage     | (x)  | 15.1 | 13.0 | 9.8  | 8.8  | 9.0  | 10.1  | 12.1  | 14.5  |
| Debt service coverage | (x)  | 4.0  | 3.5  | 2.1  | 1.7  | 1.6  | 1.5   | 2.3   | 3.0   |
| Payout Ratio          | (%)  | 52.7 | 62.7 | 51.0 | 66.6 | 72.9 | 78.8  | 75.6  | 71.0  |

### Main Assumptions

| FY December 31  | Unit       | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    | 2026F   | 2027F   | 2028F   |
|-----------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Dubai oil price | (US\$/bbl) | 68.78   | 97.10   | 81.93   | 79.70   | 69.50   | 60.00   | 61.00   | 62.00   |
| Gas sales vol.  | (mmcf/d)   | 4,437   | 4,190   | 4,448   | 4,405   | 3,797   | 3,870   | 3,909   | 3,948   |
| GSP sales vol.  | (kTons)    | 6,908   | 6,746   | 6,654   | 6,828   | 6,668   | 5,856   | 6,211   | 6,273   |
| Equity income   | (Btmn)     | 9,010   | 5,849   | 3,013   | (6,668) | 13,031  | 3,073   | 3,134   | 3,197   |
| Capex           | (Btmn)     | 135,678 | 161,874 | 163,734 | 160,460 | 159,513 | 182,951 | 194,737 | 144,582 |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 1Q24           | 2Q24          | 3Q24            | 4Q24          | 1Q25          | 2Q25          | 3Q25          | 4Q25          |
|-----------------------|---------------|----------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 782,279        | 821,943       | 761,858         | 724,374       | 700,223       | 676,754       | 646,689       | 638,479       |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 679,582        | 725,257       | 711,349         | 643,515       | 623,095       | 618,006       | 576,756       | 575,698       |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>102,697</b> | <b>96,686</b> | <b>50,509</b>   | <b>80,859</b> | <b>77,128</b> | <b>58,749</b> | <b>69,933</b> | <b>62,781</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 30,952         | 34,663        | 42,820          | 44,377        | 30,420        | 31,943        | 32,683        | 38,704        |
| Other income          | (Btmn)        | 13,775         | 16,164        | 7,840           | 10,146        | 8,294         | 12,019        | 9,413         | 16,111        |
| Interest expense      | (Btmn)        | 11,997         | 12,242        | 11,683          | 10,898        | 10,985        | 10,562        | 9,985         | 8,916         |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>73,523</b>  | <b>65,944</b> | <b>3,847</b>    | <b>35,729</b> | <b>44,017</b> | <b>28,262</b> | <b>36,677</b> | <b>31,272</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 19,222         | 19,022        | 12,784          | 16,182        | 16,074        | 14,919        | 14,632        | 11,976        |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | (35)           | 500           | (8,355)         | 1,223         | 325           | 7,938         | 313           | 4,455         |
| Minority interests    | (Btmn)        | (11,584)       | (14,317)      | 4,458           | (1,953)       | (8,499)       | (7,677)       | (6,285)       | (5,098)       |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>42,682</b>  | <b>33,105</b> | <b>(12,834)</b> | <b>18,817</b> | <b>19,769</b> | <b>13,605</b> | <b>16,073</b> | <b>18,652</b> |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (13,714)       | 2,364         | 29,158          | (9,506)       | 3,546         | 7,928         | 3,710         | 6,883         |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>28,968</b>  | <b>35,469</b> | <b>16,324</b>   | <b>9,312</b>  | <b>23,315</b> | <b>21,533</b> | <b>19,783</b> | <b>25,535</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | 130,076        | 127,837       | 63,460          | 90,410        | 99,802        | 85,665        | 92,403        | 84,752        |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Bt)</b>   | <b>1.49</b>    | <b>1.16</b>   | <b>(0.45)</b>   | <b>0.66</b>   | <b>0.69</b>   | <b>0.48</b>   | <b>0.56</b>   | <b>0.65</b>   |
| Net EPS               | (Bt)          | 1.01           | 1.24          | 0.57            | 0.33          | 0.82          | 0.75          | 0.69          | 0.89          |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 1Q24             | 2Q24             | 3Q24             | 4Q24             | 1Q25             | 2Q25             | 3Q25             | 4Q25             |
|-----------------------------|---------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 1,196,340        | 1,133,446        | 966,818          | 1,029,736        | 1,046,196        | 949,286          | 934,647          | 905,197          |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 2,445,939        | 2,484,970        | 2,347,456        | 2,409,049        | 2,404,097        | 2,362,733        | 2,389,078        | 2,364,463        |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>3,642,279</b> | <b>3,618,417</b> | <b>3,314,274</b> | <b>3,438,784</b> | <b>3,450,293</b> | <b>3,312,019</b> | <b>3,323,724</b> | <b>3,269,660</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 1,108,717        | 1,065,979        | 987,032          | 994,774          | 981,454          | 941,031          | 908,289          | 884,359          |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 627,006          | 644,559          | 540,922          | 569,088          | 546,480          | 506,883          | 565,595          | 565,758          |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 1,307,601        | 1,256,767        | 1,175,518        | 1,212,819        | 1,225,963        | 1,166,928        | 1,101,254        | 1,051,418        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>1,934,607</b> | <b>1,901,326</b> | <b>1,716,440</b> | <b>1,781,907</b> | <b>1,772,443</b> | <b>1,673,811</b> | <b>1,666,848</b> | <b>1,617,176</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           | 28,563           |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>1,707,672</b> | <b>1,717,091</b> | <b>1,597,834</b> | <b>1,656,877</b> | <b>1,677,850</b> | <b>1,638,208</b> | <b>1,656,876</b> | <b>1,652,484</b> |
| BVPS                        | (Bt)          | 41.22            | 41.42            | 39.18            | 40.25            | 40.94            | 39.66            | 39.28            | 39.47            |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 1Q24          | 2Q24            | 3Q24            | 4Q24          | 1Q25         | 2Q25            | 3Q25           | 4Q25            |
|-------------------------------|---------------|---------------|-----------------|-----------------|---------------|--------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 42,682        | 33,105          | (12,834)        | 18,817        | 19,769       | 13,605          | 16,073         | 18,652          |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 44,555        | 49,650          | 47,930          | 43,782        | 44,800       | 46,840          | 45,741         | 44,564          |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 98,813        | 92,351          | 66,368          | 105,647       | 70,420       | 60,940          | 73,952         | 88,888          |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (28,052)      | (61,771)        | (52,743)        | (46,197)      | (27,659)     | (9,762)         | (64,225)       | (62,511)        |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (8,524)       | (86,933)        | (80,981)        | (9,973)       | (36,646)     | (98,089)        | (16,882)       | (36,747)        |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>62,237</b> | <b>(56,353)</b> | <b>(67,357)</b> | <b>49,478</b> | <b>6,115</b> | <b>(46,911)</b> | <b>(7,155)</b> | <b>(10,371)</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24  | 4Q24 | 1Q25 | 2Q25 | 3Q25 | 4Q25 |
|-----------------------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| Gross margin          | (%)  | 13.1 | 11.8 | 6.6   | 11.2 | 11.0 | 8.7  | 10.8 | 9.8  |
| Operating margin      | (%)  | 9.2  | 7.5  | 1.0   | 5.0  | 6.7  | 4.0  | 5.8  | 3.8  |
| EBITDA margin         | (%)  | 16.6 | 15.6 | 8.3   | 12.5 | 14.3 | 12.7 | 14.3 | 13.3 |
| EBIT margin           | (%)  | 10.9 | 9.5  | 2.0   | 6.4  | 7.9  | 5.7  | 7.2  | 6.3  |
| Net profit margin     | (%)  | 3.7  | 4.3  | 2.1   | 1.3  | 3.3  | 3.2  | 3.1  | 4.0  |
| ROE                   | (%)  | 10.2 | 7.7  | (3.1) | 4.6  | 4.7  | 3.3  | 3.9  | 4.5  |
| ROA                   | (%)  | 4.8  | 3.6  | (1.5) | 2.2  | 2.3  | 1.6  | 1.9  | 2.3  |
| Net D/E               | (x)  | 0.4  | 0.4  | 0.4   | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  | 0.3  |
| Interest coverage     | (x)  | 10.8 | 10.4 | 5.4   | 8.3  | 9.1  | 8.1  | 9.3  | 9.5  |
| Debt service coverage | (x)  | 2.1  | 1.9  | 1.1   | 1.6  | 2.0  | 1.6  | 1.5  | 1.3  |

### Key Statistics

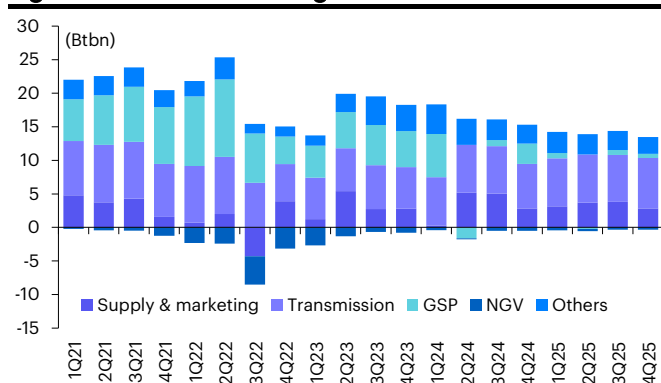
| FY December 31  | Unit       | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24    | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  |
|-----------------|------------|-------|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dubai oil price | (US\$/bbl) | 81.50 | 85.10 | 78.60   | 73.61 | 75.79 | 66.08 | 68.30 | 63.30 |
| Gas sales vol.  | (mmcf)     | 4,494 | 4,837 | 4,285   | 4,008 | 3,863 | 3,866 | 3,747 | 3,725 |
| GSP sales vol.  | (kTons)    | 1,620 | 1,778 | 1,750   | 1,681 | 1,669 | 1,746 | 1,581 | 1,672 |
| Equity income   | (Btmn)     | (35)  | 500   | (8,355) | 1,223 | 325   | 7,938 | 313   | 4,455 |

Figure 1: PTT – 4Q25 earnings review

|                            | 4Q24         | 3Q25          | 4Q25          | %YoY         | %QoQ        | 12M24         | 12M25         | %YoY       |
|----------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|-------------|---------------|---------------|------------|
| <b>P&amp;L (Bt, mn)</b>    |              |               |               |              |             |               |               |            |
| Total revenue              | 724,374      | 646,689       | 638,479       | (11.9)       | (1.3)       | 3,090,453     | 2,662,145     | (13.9)     |
| Gross profit               | 80,859       | 69,933        | 62,781        | (22.4)       | (10.2)      | 330,751       | 268,590       | (18.8)     |
| EBITDA                     | 90,410       | 92,403        | 84,752        | (6.3)        | (8.3)       | 411,782       | 362,622       | (11.9)     |
| Profit befPTTe extra items | 18,817       | 16,073        | 18,652        | (0.9)        | 16.0        | 81,770        | 68,099        | (16.7)     |
| <b>Net Profit</b>          | <b>9,312</b> | <b>19,783</b> | <b>25,535</b> | <b>174.2</b> | <b>29.1</b> | <b>90,072</b> | <b>90,166</b> | <b>0.1</b> |
| EPS (Bt)                   | 0.33         | 0.69          | 0.89          | 174.2        | 29.1        | 3.15          | 3.16          | 0.1        |
| <b>B/S (Bt, mn)</b>        |              |               |               |              |             |               |               |            |
| Total assets               | 3,438,784    | 3,323,724     | 3,269,660     | (4.9)        | (1.6)       | 3,438,784     | 3,269,660     | (4.9)      |
| Total liabilities          | 1,781,907    | 1,666,848     | 1,617,176     | (9.2)        | (3.0)       | 1,781,907     | 1,617,176     | (9.2)      |
| Total equity               | 1,656,877    | 1,656,876     | 1,652,484     | (0.3)        | (0.3)       | 1,656,877     | 1,652,484     | (0.3)      |
| BVPS (Bt)                  | 40.25        | 39.28         | 39.47         | (1.9)        | 0.5         | 40.25         | 39.47         | (1.9)      |
| <b>Financial ratio (%)</b> |              |               |               |              |             |               |               |            |
| Gross margin (%)           | 11.2         | 10.8          | 9.8           | (1.3)        | (1.0)       | 10.7          | 10.1          | (0.6)      |
| EBITDA margin (%)          | 12.5         | 14.3          | 13.3          | 0.8          | (1.0)       | 13.3          | 13.6          | 0.3        |
| Net profit margin (%)      | 1.3          | 3.1           | 4.0           | 2.7          | 0.9         | 2.9           | 3.4           | 0.5        |
| ROA (%)                    | 2.2          | 1.9           | 2.3           | 0.0          | 0.3         | 2.6           | 2.7           | 0.1        |
| ROE (%)                    | 4.6          | 3.9           | 4.5           | (0.1)        | 0.6         | 5.5           | 5.4           | (0.0)      |
| IBD/E (x)                  | 1.1          | 1.0           | 1.0           | (9.7)        | (2.7)       | 1.1           | 1.0           | (9.7)      |

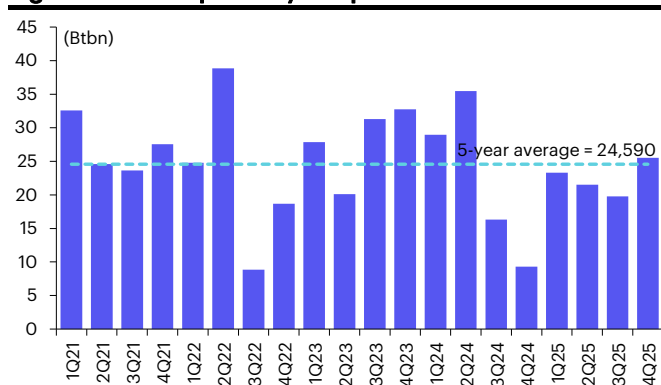
Source: PTT and InnovestX Research

Figure 2: PTT – EBITDA of gas business



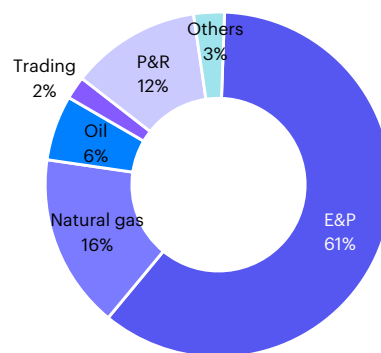
Source: PTT and InnovestX Research

Figure 4: PTT – quarterly net profit



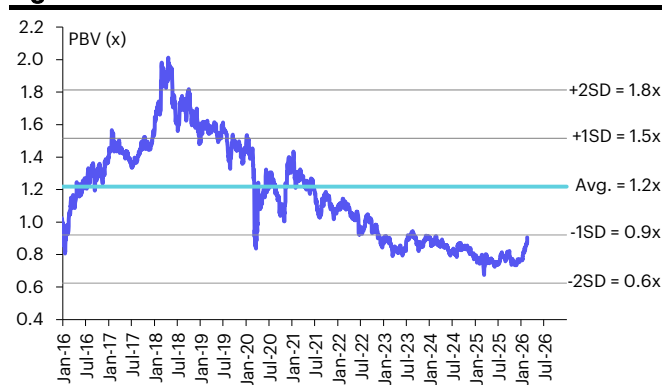
Source: PTT and InnovestX Research

Figure 3: EBITDA breakdown (2025)



Source: PTT and InnovestX Research

Figure 5: PTT – PBV band



Source: InnovestX Research

Figure 6: Valuation summary (price as of Feb 19, 2026)

|                | Rating       | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |             |            | EPS growth (%) |           |           | P/BV (x)   |            |            | ROE (%)  |          |          | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            |
|----------------|--------------|------------------|-------------------|------------|-------------|-------------|------------|----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|----------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                |              |                  |                   |            | 25A         | 26F         | 27F        | 25A            | 26F       | 27F       | 25A        | 26F        | 27F        | 25A      | 26F      | 27F      | 25A            | 26F        | 27F        | 25A           | 26F        | 27F        |
| BCP            | Outperform   | 37.25            | 40.00             | 11.9       | 4.1         | 5.5         | 4.3        | n.m.           | (26)      | 27        | 0.8        | 0.7        | 0.6        | 15       | 11       | 12       | 2.7            | 4.6        | 6.2        | 4.0           | 3.5        | 2.9        |
| IRPC           | Underperform | 1.37             | 1.10              | (19.0)     | n.m.        | n.m.        | n.m.       | 22             | 64        | 48        | 0.4        | 0.4        | 0.4        | (7)      | (3)      | (1)      | 0.7            | 0.7        | 0.7        | 10.5          | 6.7        | 5.4        |
| OR             | Outperform   | 14.70            | 18.00             | 26.5       | 16.1        | 13.4        | 11.9       | 47             | 20        | 13        | 1.6        | 1.5        | 1.4        | 10       | 11       | 12       | 4.1            | 4.1        | 4.8        | 7.0           | 5.8        | 5.1        |
| PTT            | Outperform   | 37.50            | 41.00             | 15.5       | 15.7        | 12.8        | 11.8       | (17)           | 22        | 9         | 1.0        | 0.9        | 0.9        | 4        | 5        | 5        | 6.1            | 6.1        | 6.4        | 4.3           | 3.5        | 3.2        |
| PTTEP          | Outperform   | 140.00           | 144.00            | 8.7        | 9.6         | 10.7        | 9.6        | (26)           | (11)      | 12        | 1.1        | 1.0        | 1.0        | 11       | 10       | 11       | 6.3            | 5.9        | 6.1        | 2.4           | 3.5        | 3.5        |
| SPRC           | Neutral      | 7.65             | 7.10              | (2.0)      | 16.9        | 14.4        | 9.1        | 28             | 17        | 58        | 0.9        | 0.9        | 0.8        | 5        | 6        | 9        | 5.9            | 5.2        | 5.9        | 5.8           | 4.9        | 3.8        |
| TOP            | Outperform   | 53.00            | 58.00             | 13.2       | 34.0        | 10.5        | 8.6        | (59)           | 224       | 22        | 0.6        | 0.6        | 0.6        | 2        | 6        | 7        | 3.4            | 3.8        | 4.2        | 9.4           | 9.8        | 8.6        |
| <b>Average</b> |              |                  |                   |            | <b>16.1</b> | <b>11.2</b> | <b>9.2</b> | <b>(1)</b>     | <b>44</b> | <b>27</b> | <b>0.9</b> | <b>0.9</b> | <b>0.8</b> | <b>6</b> | <b>7</b> | <b>8</b> | <b>4.2</b>     | <b>4.3</b> | <b>4.9</b> | <b>6.2</b>    | <b>5.4</b> | <b>4.6</b> |

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคาร มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวิเคราะห ราคาคือความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความหมายของเงินในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสียหายทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2025 Companies with CG Rating  
Companies with Excellent CG Scoring**

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF\*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMP, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTec, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH\*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD\*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO\*, COCOCO, COMAN\*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI\*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN\*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP\*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC\*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI\*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR\*, TIPCO, TITLE, TK, TKN\*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL\*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE\*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

**Companies with Good CG Scoring**

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN\*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET\*, DOD, DPAINT, DV8, EA\*, EASON, ECF\*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL\*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO\*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SUPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG\*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC\*, TRU, TSE, TSR\*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIILK, WORK, YUASA, ZAA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ลูกค้าลดผลสำรวจลง 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ของระดับดังกล่าว ดังกล่าวประกอบด้วย

\* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง มติคณะกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

**Anti-corruption Progress Indicator  
Certified (ได้สมัครรับรอง)**

2S, AAI, ACE, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMP, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTec, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนารมณ์)**

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

**N/A**

88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMAR, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKG, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHCO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCL, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SUPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMU, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.