

BUY (Unchanged)

TP: Bt 17.00

(From: Bt 20.00)

Change in Numbers

Upside : 25.0%

1 FEBRUARY 2023

PTG Energy Pcl. (PTG TB)

ยังคงแนะนำ “ซื้อ” แม้เผชิญปัจจัยลบ

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” PTG แต่ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 17 บาท จาก 20 บาท เนื่องจากปัจจัยกดดันทั้งอัตราค่าไฟและต้นทุนค่าแรงที่สูงขึ้น เรามองว่า PTG ยังคงน่าสนใจที่ 19 เท่า/16 เท่า 2023/24F PE ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ 22 เท่า แม้ปีเหล่านี้จะมีค่าการตลาดที่ต่ำผิดปกติก็ตาม



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ซื้อ” แม้มีปัจจัยลบ

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTG แม้จะยังคงมีปัจจัยลบในระยะสั้นก็ตาม เนื่องจาก 1) อัตราค่าไฟที่ต่ำในปัจจุบันน่าจะมีแนวโน้มที่ดีขึ้น เพราะหมายความว่าแทบจะไม่มีกำไรสำหรับผู้ค้าปลีกน้ำมันและตัวแทนจำหน่าย 2) มูลค่าได้ปรับลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ทั้ง PE และ EV/EBITDA ซึ่งหมายความว่าปัจจัยลบในระยะสั้นได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว และ 3) เราเห็นปัจจัยบวกหลายประการซึ่งเราคิดว่ายั่งยืน ซึ่งได้แก่ส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้นแข็งแกร่งและการเติบโตของปริมาณขายในธุรกิจ LPG เรามองว่าแรงกดดันต่ออัตราค่าไฟที่ลดลงใน 2H23F เป็นปัจจัยบวกที่สำคัญ

อัตราค่าไฟน่าจะหดตัวไปอีก 6-7 เดือน

เราเชื่อว่าค่าการตลาดน้ำมันจะยังคงถูกกดดันไปอีกระยะ และเราปรับลดสมมติฐานอัตราค่าไฟลง 0.02-0.04 บาท/ลิตร ในปี 2022-25F ปัจจุบันรัฐบาลกำลังเก็บเงินราว 4 บาทจากการขายน้ำมันดีเซลทุกลิตรเพื่อชำระคืนหนี้กองทุนน้ำมัน ที่ปริมาณการใช้ราว 2.4 พันล้านลิตรต่อเดือน เราคาดว่าใช้เวลาอย่างน้อยอีก 6-7 เดือนในการชำระคืนการขาดทุนของกองทุนน้ำมันซึ่งอยู่ที่ 6.8 หมื่นลบ. ณ สิ้นเดือนมกราคม เงินสมทบกองทุนน้ำมันขนาดใหญ่ทำให้ต้นทุนค่าส่งของผู้ค้าปลีกน้ำมันสูงขึ้น แม้ว่าราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลจะถูกกำหนดจำกัดอยู่ที่ 34.94 บาท/ลิตร ในบรรดาผู้ประกอบการทั้งหมด PTG มีความเสี่ยงต่อการหดตัวของอัตราค่าไฟที่สุดเนื่องจากบริษัทดำเนินงานในรูปแบบ COCO เกือบทั้งหมด โดยยังคงรักษาอัตราค่าไฟไว้ได้ทั้งหมด แต่ก็ต้องแบกรับต้นทุนทั้งหมดด้วย

แรงกดดันด้านต้นทุนเพิ่มขึ้น

เราคาดว่าแรงกดดันด้านต้นทุนจะเริ่มสูงขึ้น และอาจเร่งตัวขึ้นตั้งแต่ 4Q22F เป็นต้นไป สาเหตุส่วนใหญ่เกิดจากแรงกดดันด้านต้นทุนค่าแรง การเพิ่มขึ้นของค่าแรงเฉลี่ยของไทยเร่งขึ้นเป็น 5-6% y-y ใน 9M22 เทียบกับ 1-2% ต่อปี ในปี 2018-21 เนื่องจากต้นทุนค่าแรงมีสัดส่วนมากกว่า 40% ของต้นทุนการดำเนินงานทั้งหมด และอัตราค่าไฟที่ค่อนข้างต่ำของ PTG เราจึงประเมินว่าต้นทุนค่าแรงที่เพิ่มขึ้น 5% จะทำให้กำไรลดลงได้มากถึง 15% ด้วยการปรับขึ้นค่าแรงขั้นต่ำล่าสุด (มีผลในเดือนตุลาคม 2022) และตลาดแรงงานที่ตึงตัว เราคิดว่า SG&A ของ PTG อาจยังคงเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วในปี 2023F

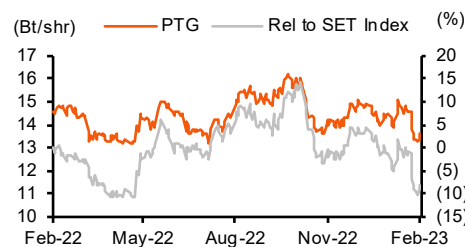
ภาพรวมสำหรับธุรกิจอื่น ๆ

PTG เติบโตอย่างต่อเนื่องในธุรกิจ LPG ด้วยการเติบโตของปริมาณขายมีแนวโน้มจะเกิน 50% ในปี 2022F เราคาดว่ากำไรจะชะลอตัวลงในปี 2023F เนื่องจากผลของฐานที่สูงแต่ยังคงแข็งแกร่งที่ 12% ในทางกลับกันส่วนแบ่งกำไรของบริษัทร่วมของ PTG ซึ่งส่วนใหญ่มาจากสัดส่วนการถือหุ้น 40% ในธุรกิจน้ำมันปาล์ม มีแนวโน้มที่จะยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดันธุรกิจดังกล่าวกำลังเผชิญกับอัตราค่าไฟที่ลดลง เนื่องจากการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น และอาจยังคงขาดทุนใน 4Q22F-1H23F อย่างไรก็ตาม ด้วยอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่ากำไรจะกลับมาเป็นปกติใน 2H23F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	134,088	193,584	187,962	186,436
Net profit	1,006	945	1,177	1,372
Consensus NP	—	1,034	1,429	1,662
Diff frm cons (%)	—	(8.6)	(17.6)	(17.5)
Norm profit	1,006	945	1,177	1,372
Prev. Norm profit	—	1,517	1,809	1,857
Chg frm prev (%)	—	(37.7)	(34.9)	(26.1)
Norm EPS (Bt)	0.6	0.6	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	(45.8)	(6.1)	24.5	16.5
Norm PE (x)	22.6	24.0	19.3	16.6
EV/EBITDA (x)	5.8	7.1	6.2	5.5
P/BV (x)	2.8	2.6	2.5	2.3
Div yield (%)	1.8	2.1	2.6	3.0
ROE (%)	12.6	11.3	13.2	14.3
Net D/E (%)	93.0	206.8	182.6	159.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 1-Feb-23 (Bt)	13.60
Market Cap (US\$ m)	691.6
Listed Shares (m shares)	1,670.0
Free Float (%)	58.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	5.9
12M Price H/L (Bt)	16.20/13.20
Sector	Energy
Major Shareholder	Ratchakij Holding Ltd. 25.12%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Key Assumption Changes

Assumption	Unit	2022F	2023F	2024F	2025F
Marketing margin					
New	(Bt/liter)	1.73	1.80	1.83	1.83
Old	(Bt/liter)	1.77	1.84	1.85	1.85
Change	(Bt/liter)	(0.04)	(0.04)	(0.02)	(0.02)
SG&A					
New	(Bt m)	9,015	9,696	10,002	10,213
Old	Bt m	8,485	8,809	9,048	9,360
Change	(Bt m)	6.2	10.1	10.6	9.1
LPG sales volume					
New	(m liters)	460	515	541	557
Old	(m liters)	327	372	391	411
Change	(%)	40.9	38.6	38.4	35.5

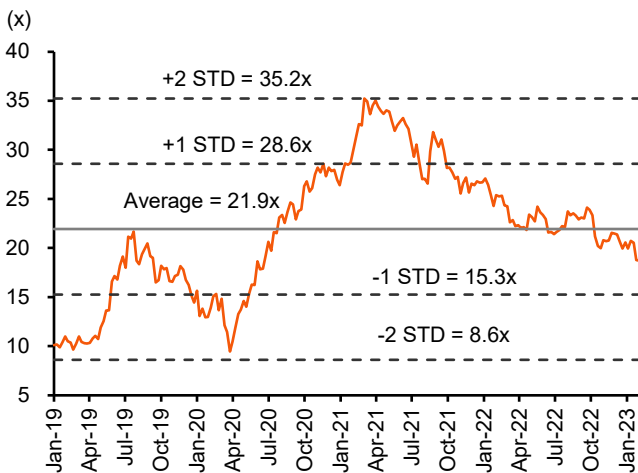
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS				TP
	2022F	2023F	2024F	2025F	
New	0.57	0.70	0.82	0.82	17.00
Old	0.91	1.08	1.11	1.06	20.00
Change (%)	(37.7)	(34.9)	(26.1)	(22.9)	(15.0)

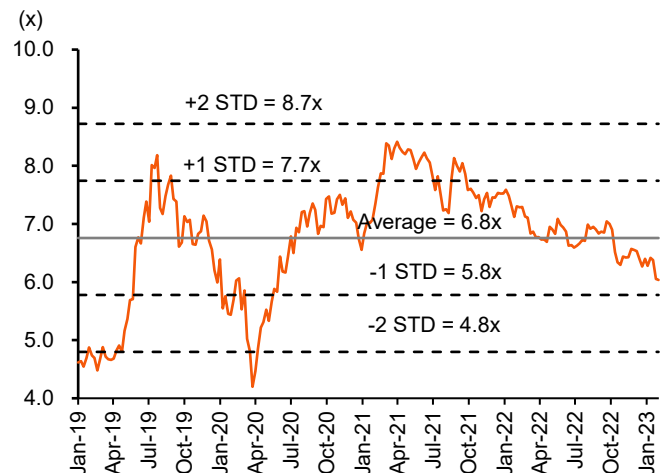
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: PTG PE



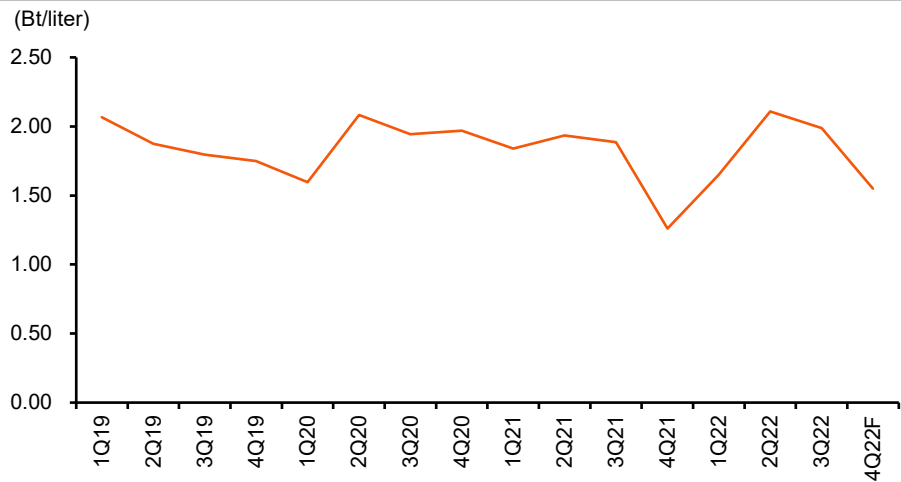
Sources: Bloomberg data; Thanachart estimates

Ex 4: PTG EV/EBITDA



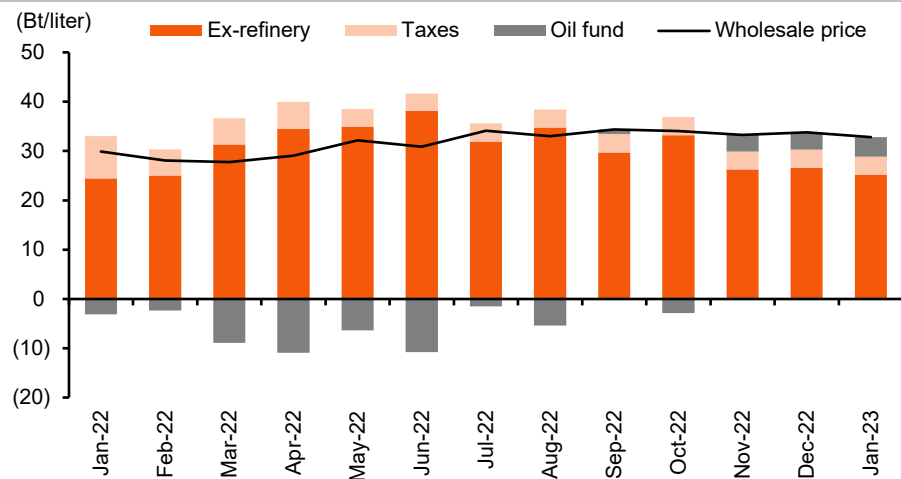
Sources: Bloomberg data; Thanachart estimates

Ex 5: PTG's Oil Marketing Margin



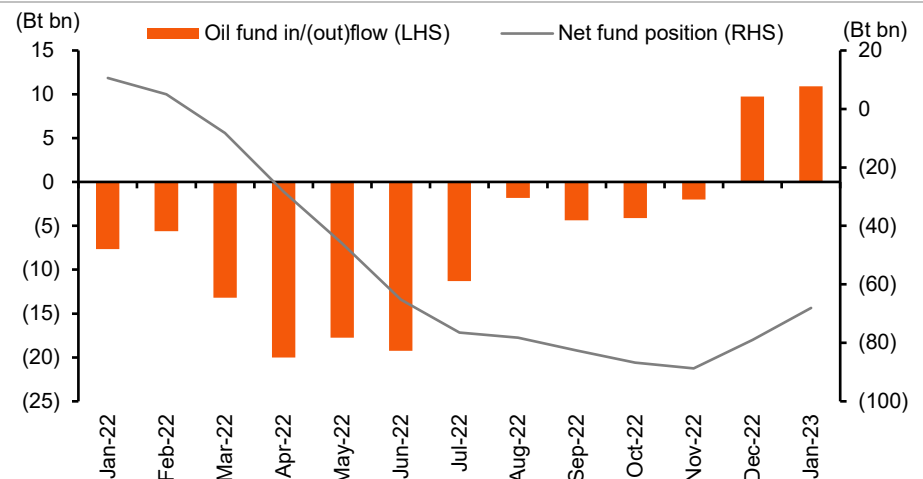
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Wholesale Diesel Price Breakdown



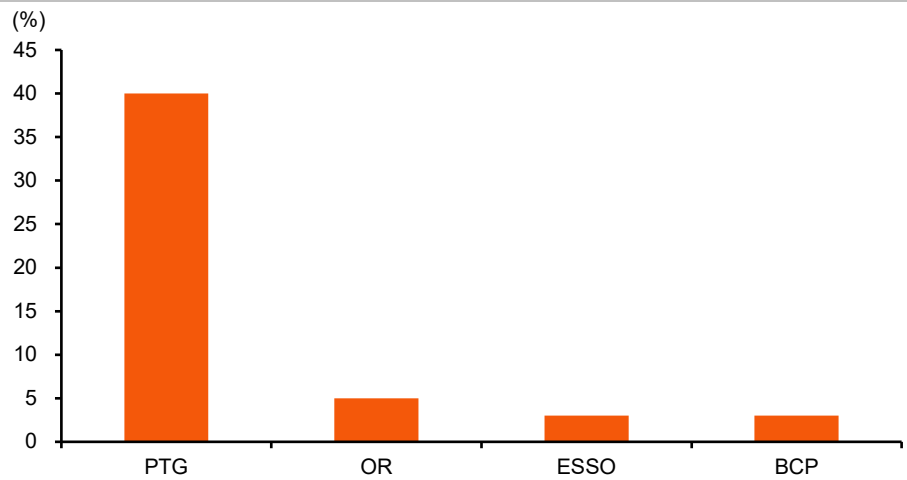
Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 7: Oil Fund In And Outflows Vs. Net Fund Position



Sources: OFFO, Thanachart estimates

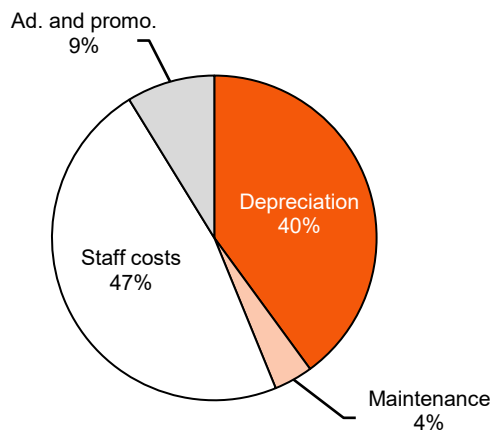
Ex 8: Earnings Sensitivity To A Bt0.1/Liter Change In Retail Marketing Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

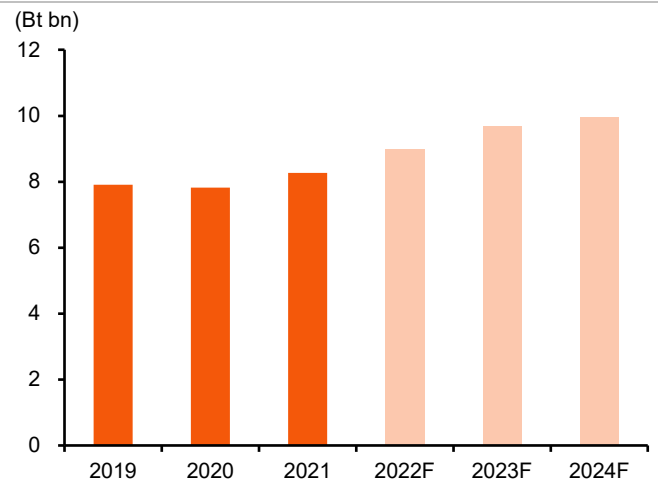
Note: For OR, ESSO, and BCP (all of which rely mostly on dealers), a Bt0.1/liter change at the pump implies about a Bt0.05/liter impact to their operation

Ex 9: PTG's Cost Breakdown (2021A)



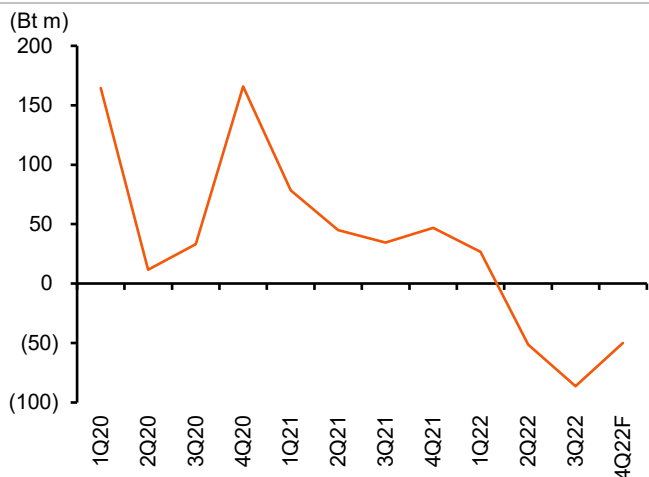
Sources: Company data; Thanachart

Ex 10: SG&A Growth Could Accelerate In 2022-23F



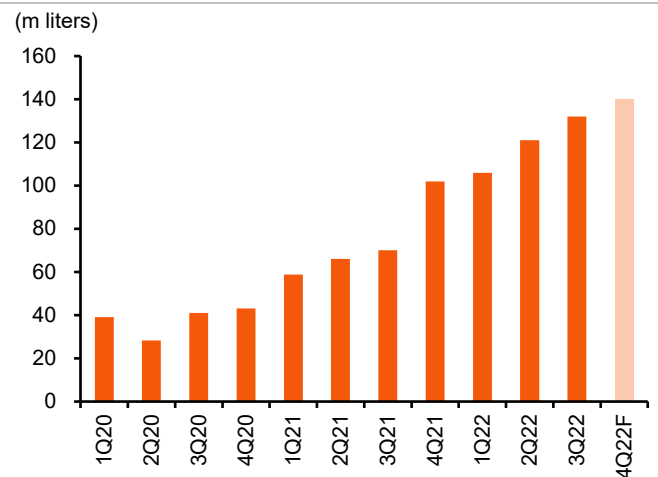
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 11: PTG's Equity Income



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 12: LPG Sales Volume



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 13: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2023F

(Bt m)	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	7,121	7,333	7,571	7,812	8,054	8,177	8,295	8,408	8,516	8,619	
Free cash flow	2,890	3,390	4,294	4,439	4,581	4,557	4,580	4,592	4,594	4,584	86,581
PV of free cash flow	2,700	2,961	3,485	3,360	3,234	3,001	2,814	2,593	2,415	2,243	42,376
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.1										
WACC (%)	7.0										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	71,184										
Net debt	41,989										
Minority interest	134										
Equity value	29,060										
# of shares (m)	1,670										
Equity value/share (Bt)	17										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
Refining & Marketing														
Ampol	ALD AU	Australia	107.7	(15.0)	9.5	11.1	2.0	1.9	6.8	7.2	6.7	5.6	22.4	17.9
BPCL	BPCL IN	India	(0.3)	(82.1)	7.2	40.1	1.3	1.4	8.8	14.8	7.6	2.7	18.8	6.0
HPCL	HPCL IN	India	(12.6)	(100.0)	5.1	na	0.8	1.1	9.3	na	7.4	2.7	17.2	na
IOCL	IOCL IN	India	65.8	(84.5)	4.5	28.7	0.9	0.8	6.0	11.4	9.6	4.3	19.3	4.0
Reliance Industries	RIL IN	India	31.2	16.0	25.7	22.2	2.0	1.8	17.0	13.3	0.4	0.4	8.0	8.4
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	(22.6)	6.5	8.4	0.8	0.7	4.8	6.0	2.5	2.1	13.2	8.3
S-OIL	010950 KS	S.Korea	54.6	(27.4)	4.4	6.1	1.2	1.0	3.4	5.0	6.9	5.2	29.6	18.7
Petron	PCOR PM	Philippines	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(44.8)	20.4	27.6	23.0	2.3	2.2	19.5	15.2	2.7	3.1	8.0	8.7
Bangchak *	BCP TB	Thailand	211.0	(50.4)	3.6	7.2	0.8	0.7	2.9	5.3	4.9	4.2	23.8	10.3
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	703.0	(48.3)	3.1	6.1	1.2	1.1	3.2	4.9	12.8	8.3	44.1	18.7
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	(70.7)	489.1	54.9	9.3	0.7	0.7	12.1	7.0	4.9	5.4	1.3	7.3
PTT Oil And Retail *	OR TB *	Thailand	27.8	(14.0)	19.0	22.1	2.4	2.2	10.1	11.0	1.5	1.3	13.4	10.5
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	(6.1)	24.5	24.0	19.3	2.6	2.5	7.1	6.2	2.1	2.6	11.3	13.2
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	(25.3)	(17.5)	10.7	12.9	0.7	0.7	9.0	8.6	1.5	3.7	6.8	5.6
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	688.2	(34.4)	5.5	8.4	1.2	1.2	3.7	4.4	10.4	6.0	24.4	14.5
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	64.0	12.2	10.3	9.2	1.0	0.9	5.7	4.8	5.8	6.5	9.7	10.5
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	416.8	(48.3)	4.2	8.1	0.8	0.8	5.5	10.5	5.1	5.2	20.8	9.6
Average			138.1	1.0	13.3	15.1	1.3	1.3	7.9	8.5	5.5	4.1	17.2	10.8
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	57.9	(14.4)	5.3	6.2	0.6	0.5	2.9	3.0	8.7	7.2	10.9	8.7
Sinopec	386 HK	China	(2.5)	0.9	7.4	7.3	0.7	0.6	3.9	3.7	8.8	8.7	9.0	8.7
Total	FP	France	124.8	(19.1)	na	na	na	na	na	na	na	na	27.1	20.4
Eni	ENI IM	Italy	na	(25.3)	3.8	5.0	0.9	0.8	2.2	2.6	6.2	6.3	26.4	15.4
Repsol	REP SM	Spain	183.5	(29.6)	3.6	5.1	0.8	0.7	2.2	2.7	4.4	4.7	23.9	13.2
Chevron Texaco	CVX US	USA	122.8	(18.3)	9.1	11.1	2.1	2.0	5.0	5.7	3.3	3.4	24.5	18.2
Exxon Mobil	XOM US	USA	165.7	(23.5)	8.3	10.9	2.5	2.3	4.8	5.9	3.1	3.2	31.3	21.2
Conoco Philips	COP US	USA	128.3	(14.7)	8.8	10.4	3.2	2.8	4.4	5.3	2.0	2.0	37.9	27.2
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	18.6	(20.9)	9.0	11.4	0.9	0.9	4.3	4.2	6.0	6.0	10.3	7.9
Average			99.9	(18.3)	6.9	8.4	1.4	1.3	3.7	4.2	5.3	5.2	22.4	15.7
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	94.1	(16.3)	8.9	10.6	1.5	1.4	3.5	4.2	2.8	3.2	18.5	12.9
Woodside	WDS AU	Australia	133.9	(27.4)	9.6	13.2	1.9	1.9	4.3	4.3	7.6	5.7	24.2	16.9
Suncor Energy	SU US	Canada	na	(22.6)	4.2	5.4	1.2	1.1	3.3	4.1	5.4	6.0	29.3	20.8
ONGC	ONGC IN	India	na	12.1	4.2	3.7	0.7	0.6	3.8	3.3	8.7	10.4	18.6	17.6
RIL	RIL IN	India	31.2	16.0	25.7	22.2	2.0	1.8	17.0	13.3	0.4	0.4	8.0	8.4
Apache	APA US	USA	100.6	(8.5)	5.4	5.9	na	8.2	3.1	3.4	1.4	2.3	na	na
Devon Energy	DVN US	USA	150.3	(5.3)	7.5	7.9	3.8	3.2	4.8	5.0	2.1	2.2	53.7	41.9
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	111.5	(27.4)	7.6	10.4	1.5	1.3	2.8	3.5	5.3	4.0	20.6	13.4
Average			103.6	(9.9)	9.1	9.9	1.8	2.4	5.3	5.1	4.2	4.3	24.7	18.9

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 1 February 2023 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน) ธุรกิจของบริษัทฯ แบ่งเป็น 6 กลุ่มหลัก ดังนี้ 1) ธุรกิจค้าน้ำมันเชื้อเพลิงภายใต้สถานีบริการน้ำมัน PT ซึ่งส่วนใหญ่บริษัทเป็นเจ้าของและบริหารเอง (COCO) 2) ธุรกิจค้าน้ำมันเชื้อเพลิงให้กับผู้ค้าน้ำมันรายอื่นและอุตสาหกรรม 3) ธุรกิจค้าปลีกแก๊ส LPG ผ่านสถานีที่บริษัทเป็นเจ้าของ 4) ธุรกิจร้านสะดวกซื้อ และธุรกิจร้านกาแฟภายใต้ชื่อร้าน Max Mart และกาแฟพันธุ์ไทย 5) การจำหน่ายสินค้าและการให้บริการด้านยานยนต์อื่น และ 6) การให้เช่าพื้นที่ภายในสถานีบริการ โดยบริษัทมีนโยบายการขยายธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกับน้ำมันผ่านการลงทุนใหม่และการทำ M&A เพื่อใช้ประโยชน์จากแบรนด์ที่แข็งแกร่งและฐานลูกค้าขนาดใหญ่ เพื่อเพิ่มผลกำไรในอนาคต

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

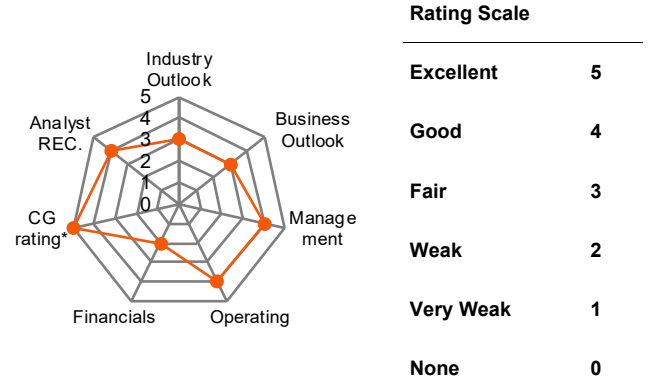
S — Strength

- ส่วนมากเป็นเจ้าของและดำเนินการสถานีบริการน้ำมัน PT ของตัวเอง
- บริหารจัดการธุรกิจขนส่งและคลังเก็บน้ำมันเชื้อเพลิงเอง
- มีสถานีบริการน้ำมันครอบคลุมทั่วประเทศโดยใช้เงินลงทุนต่ำ

O — Opportunity

- การชิงส่วนแบ่งการตลาดจากสถานีบริการน้ำมันอิสระ
- โอกาสในการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวกับพลังงานและธุรกิจด้านยานยนต์อื่นๆ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Awards

Rating Scale

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

W — Weakness

- สถานีบริการส่วนใหญ่อยู่บนพื้นที่เช่า
- อยู่ตลาดรองจึงมีโอกาสสร้างรายได้จากธุรกิจนอกเหนือจากน้ำมันน้อยกว่าเจ้าอื่น
- แหล่งเงินทุนในการขยายธุรกิจมาจากการกู้ยืมเงิน

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการขยายสาขาโดยรักษาคุณภาพสถานีโดยรวม
- การควบคุมค่าการตลาดน้ำมันค้าปลีกจากรัฐบาล
- ความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่และการทำ M&A

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	15.91	17.00	7%
Net profit 22F (Bt m)	1,034	945	-9%
Net profit 23F (Bt m)	1,429	1,177	-18%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022-23F ของเรต่ำกว่าของตลาด 9% และ 18% เนื่องจากเราคาดว่าอัตรากำไรจะหดตัว และมีแรงกดดันด้านต้นทุน
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 7% เนื่องจากเราคาดว่าปัจจัยลบเหล่านี้จะบรรเทาลงเมื่อเวลาผ่านไป

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

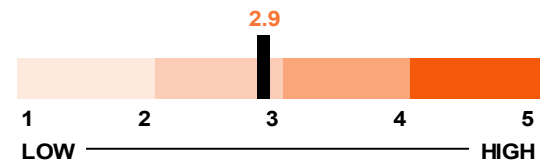
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นอย่างมากของราคาน้ำมันอาจเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ค่าการตลาดที่เพิ่มขึ้นต่ำกว่าที่เราคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความสำเร็จในการลงทุนในอนาคต และการทำ M&A อาจเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

PTG เป็นผู้ค้าปลีกน้ำมันรายใหญ่อันดับสองของประเทศไทยตามส่วนแบ่งตลาดค้าปลีก บริษัทฯ มีสถานีสบริการมากกว่า 2,000 แห่งทั่วประเทศ นอกจากนี้ยังดำเนินธุรกิจจัดจำหน่าย LPG และให้บริการ non-oil ในสถานีสบริการ เช่น มินิมาร์ท และร้านกาแฟ เราประเมินคะแนน ESG ของ PTG ที่ 2.9 ซึ่งสอดคล้องกับเพื่อนในกลุ่มเดียวกัน

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PTG	YES	YES	-	-	53.16	64.28	47.29	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ PTG มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่ครอบคลุมเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) การใช้ไฟฟ้าและน้ำ ตลอดจนการจัดการของเสีย ▪ บริษัทฯ กำลังขยายการรวบรวมข้อมูลใน Scope 1-3 เพื่อรวมการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่สำนักงานใหญ่ คลังน้ำมัน และกองรถบรรทุก PTG ตั้งเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้ได้ 6,794 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าภายในปี 2027F ซึ่งจะสำเร็จได้ด้วยมาตรการต่างๆ รวมถึงการติดตั้งโซลาร์รูฟที่อู่ที่สถานีบริการน้ำมัน และการใช้ไบโอดีเซลในรถบรรทุกน้ำมัน ▪ PTG ตั้งเป้าเพิ่มประสิทธิภาพโดยลดการใช้ไฟฟ้าและน้ำสำหรับเชื้อเพลิงทุกลิตรที่กำหนด สำหรับไฟฟ้า บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะลดความเข้มข้นของการบริโภคลง 5% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2019 (2% ในปี 2021) สำหรับน้ำ ก็มีเป้าหมายที่จะลดความเข้มข้นของการบริโภคลง 5% (8% ในปี 2021) ▪ นโยบายการจัดการของเสียของ PTG รวมถึง sustainable tires เอกสารอิเล็กทรอนิกส์ และการแยกขยะที่รีไซเคิลได้
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ PTG มีความกระตือรือร้นอย่างมากในโครงการ CSR โดยตั้งเป้าอย่างน้อย 5 โครงการต่อปี (บรรลุ 10 โครงการในปี 2021) นอกจากนี้ยังตั้งเป้าเพิ่มจำนวนพนักงานที่เข้าร่วมโครงการ CSR เป็น 200 จาก 110 ในปี 2021 ▪ PTG ได้กำหนดมาตรการป้องกันและบรรเทาผลกระทบเพื่อจัดการกับปัญหาด้านสิทธิมนุษยชน ได้แก่ สิทธิของพนักงาน (สุขภาพและความปลอดภัย การเจรจาต่อรองร่วมกัน รูปแบบการใช้แรงงานที่ผิดกฎหมาย ความเป็นส่วนตัวของข้อมูล การเลือกปฏิบัติ) สิทธิของชุมชน และสิทธิของซัพพลายเออร์/ผู้รับเหมา ▪ PTG ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุอัตราความพึงพอใจของชุมชนที่ 90% (บรรลุ 91% ในปี 2021) ▪ PTG ได้ประเมินกิจกรรมทางธุรกิจทั้งหมดตลอดห่วงโซ่คุณค่าทั้งหมดสำหรับความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชน
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ คณะกรรมการของ PTG ประกอบด้วยกรรมการ 10 คน โดย 8 คนเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และ 3 คนเป็นกรรมการอิสระ อย่างไรก็ตาม มีผู้หญิงเพียงคนเดียวใน BOD ▪ PTG กำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการ นโยบายต่อต้านการทุจริต และจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้มั่นใจว่ามีการกำกับดูแลกิจการที่ดี บริษัทฯ ได้คะแนน 96% ในโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGR) ▪ PTG ใช้นโยบายการบริหารความเสี่ยงเชิงรุก การประเมินความเสี่ยงด้าน ESG ในหลายมิติ ได้แก่ กลยุทธ์การเงิน การดำเนินงาน กฎระเบียบ และสิ่งแวดล้อม

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	104,666	134,088	193,584	187,962	186,436
Cost of sales	93,824	123,627	182,071	175,386	173,016
Gross profit	10,842	10,461	11,513	12,575	13,420
% gross margin	10.4%	7.8%	5.9%	6.7%	7.2%
Selling & administration expenses	7,820	8,271	9,010	9,692	9,999
Operating profit	3,023	2,190	2,503	2,883	3,421
% operating margin	2.9%	1.6%	1.3%	1.5%	1.8%
Depreciation & amortization	2,880	3,024	3,243	3,578	3,700
EBITDA	5,903	5,214	5,746	6,461	7,121
% EBITDA margin	5.6%	3.9%	3.0%	3.4%	3.8%
Non-operating income	0	0	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,104)	(1,118)	(1,103)	(1,519)	(1,938)
Pre-tax profit	1,919	1,073	1,400	1,365	1,483
Income tax	425	261	280	273	297
After-tax profit	1,494	812	1,120	1,092	1,186
% net margin	1.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Shares in affiliates' Earnings	376	205	(160)	100	200
Minority interests	(12)	(10)	(15)	(15)	(15)
Extraordinary items	37	0	0	0	0
NET PROFIT	1,894	1,006	945	1,177	1,372
Normalized profit	1,857	1,006	945	1,177	1,372
EPS (Bt)	1.1	0.6	0.6	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	1.1	0.6	0.6	0.7	0.8

*Earnings under pressure
in 2022-23F due to low
marketing margin*

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	3,859	4,859	5,306	5,211	5,227
Cash & cash equivalent	942	1,701	753	818	887
Account receivables	503	722	1,061	1,030	1,022
Inventories	2,088	2,239	3,492	3,364	3,318
Others	326	196	0	0	0
Investments & loans	1,810	2,044	2,544	3,044	3,544
Net fixed assets	10,853	11,505	11,872	11,355	10,799
Other assets	25,515	25,976	44,413	44,331	44,672
Total assets	42,037	44,384	64,134	63,940	64,242
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,486	12,450	20,558	18,988	17,892
Account payables	3,920	6,000	10,475	10,091	9,954
Bank overdraft & ST loans	1,850	2,190	5,633	4,485	3,415
Current LT debt	1,464	3,314	3,286	3,364	3,415
Others current liabilities	1,252	946	1,163	1,048	1,108
Total LT debt	6,282	3,821	9,859	10,092	10,245
Others LT liabilities	19,289	19,914	25,003	25,484	25,979
Total liabilities	34,057	36,184	55,419	54,564	54,117
Minority interest	96	105	120	134	149
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
Share premium	1,185	1,185	1,185	1,185	1,185
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(55)	(21)	(21)	(21)	(21)
Retained earnings	5,083	5,260	5,760	6,407	7,141
Shareholders' equity	7,884	8,095	8,595	9,242	9,976
Liabilities & equity	42,037	44,384	64,134	63,940	64,242

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,919	1,073	1,400	1,365	1,483
Tax paid	(314)	(401)	(280)	(273)	(297)
Depreciation & amortization	2,880	3,024	3,243	3,578	3,700
Chg In working capital	(1,011)	1,710	2,884	(226)	(83)
Chg In other CA & CL / minorities	1,418	(123)	57	(15)	260
Cash flow from operations	4,893	5,282	7,305	4,429	5,064
Capex	(2,275)	(3,676)	(3,610)	(3,060)	(3,145)
Right of use	(23,662)	(204)	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	45	129	196	0	0
LT loans & investments	397	(233)	(500)	(500)	(500)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	20,963	528	(13,335)	1,054	643
Cash flow from investments	(4,532)	(3,456)	(17,748)	(3,007)	(3,502)
Debt financing	201	(271)	9,453	(837)	(866)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(668)	(835)	(445)	(531)	(637)
Warrants & other surplus	10	40	0	0	0
Cash flow from financing	(457)	(1,066)	9,008	(1,368)	(1,503)
Free cash flow	2,617	1,606	3,695	1,369	1,919

We expect FCF to remain positive despite lower profit

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.2	22.6	24.0	19.3	16.6
Normalized PE - at target price (x)	15.3	28.2	30.0	24.1	20.7
PE (x)	12.0	22.6	24.0	19.3	16.6
PE - at target price (x)	15.0	28.2	30.0	24.1	20.7
EV/EBITDA (x)	5.3	5.8	7.1	6.2	5.5
EV/EBITDA - at target price (x)	6.3	6.9	8.1	7.0	6.3
P/BV (x)	2.9	2.8	2.6	2.5	2.3
P/BV - at target price (x)	3.6	3.5	3.3	3.1	2.8
P/CFO (x)	4.6	4.3	3.1	5.1	4.5
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	3.7	1.8	2.1	2.6	3.0
FCF Yield (%)	11.5	7.1	16.3	6.0	8.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	0.6	0.6	0.7	0.8
EPS	1.1	0.6	0.6	0.7	0.8
DPS	0.5	0.3	0.3	0.4	0.4
BV/share	4.7	4.8	5.1	5.5	6.0
CFO/share	2.9	3.2	4.4	2.7	3.0
FCF/share	1.6	1.0	2.2	0.8	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(13.0)	28.1	44.4	(2.9)	(0.8)
Net profit (%)	21.4	(46.9)	(6.1)	24.5	16.5
EPS (%)	21.4	(46.9)	(6.1)	24.5	16.5
Normalized profit (%)	19.0	(45.8)	(6.1)	24.5	16.5
Normalized EPS (%)	19.0	(45.8)	(6.1)	24.5	16.5
Dividend payout ratio (%)	44.1	41.5	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	10.4	7.8	5.9	6.7	7.2
Operating margin (%)	2.9	1.6	1.3	1.5	1.8
EBITDA margin (%)	5.6	3.9	3.0	3.4	3.8
Net margin (%)	1.4	0.6	0.6	0.6	0.6
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	2.2	1.9	1.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.9	2.1	1.8	1.6
Interest coverage - EBIT (x)	2.7	2.0	2.3	1.9	1.8
Interest coverage - EBITDA (x)	5.3	4.7	5.2	4.3	3.7
ROA - using norm profit (%)	5.7	2.3	1.7	1.8	2.1
ROE - using norm profit (%)	25.6	12.6	11.3	13.2	14.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	20.6	10.2	13.4	12.2	12.3
- asset turnover (x)	3.2	3.1	3.6	2.9	2.9
- operating margin (%)	2.9	1.6	1.3	1.5	1.8
- leverage (x)	4.5	5.4	6.5	7.2	6.7
- interest burden (%)	63.5	49.0	55.9	47.3	43.4
- tax burden (%)	77.9	75.7	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
ROIC (%)	15.7	10.0	12.7	8.7	10.4
NOPAT (Bt m)	2,353	1,658	2,002	2,307	2,736
invested capital (Bt m)	16,539	15,719	26,620	26,365	26,165

ROE has come down due to lower profit

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized 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. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray 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. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy." Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ถือและสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 47 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BCP16C2305A, BEC16C2305A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, CBG16C2305A, CBG16C2302A, COM716C2305A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2303A, EA16C2305A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2302A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2302A, HANA16C2303A, JMART16C2303A, JMT16C2305A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2302A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BCP, BEC, BGRIM, BH, BLA, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, PTTEP, RCL, SAWAD, SCGP, SET50). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สทกลอติวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สทกลอติวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th