

**SELL** (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 12.60 (From: Bt 13.80)

Downside : 13.7%

18 NOVEMBER 2024

# PTT Oil And Retail Pcl (OR TB)

## ถูกปรับลดมูลค่าต่อเนื่อง

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” OR โดยมีราคาเป้าหมายที่ 12.6 บาท เราคาดว่าราคาหุ้นของ OR จะยังคงถูก de-rated ต่อเนื่อง เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวที่จำกัด ให้ ROE ที่ต่ำ และมีมูลค่าที่แพง



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### สาเหตุของการถูก de-rating; แนะนำ “ขาย”

เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” OR เนื่องจากเราเชื่อว่ายังคงมีการ de-rated ราคาหุ้นอย่างต่อเนื่อง 1) OR อยู่ในธุรกิจค้าปลีกน้ำมันที่เติบโตเต็มที่ โดยปัจจัยหนุนการเติบโตใหม่จากธุรกิจค้าปลีกเริ่มลดลง เราคาดว่า EPS จะเติบโต 50/71/1% ในปี 2025-27F การเพิ่มขึ้นอย่างมากในปี 2025F เกิดจากฐานที่ต่ำจากการขาดทุนจากสต็อกจำนวนมากในปี 2024F ซึ่งเราคาดว่าจะเติบโต 40% 2) OR ยังคงไม่สามารถสร้างการเติบโตแบบ S-curve ในธุรกิจค้าปลีกอื่นนอกเหนือไปจาก Café Amazon ได้ ธุรกิจค้าปลีกของ OR เผชิญกับอุปสรรคจากการยุติการดำเนินงานของ Texas Chicken ในประเทศไทยและการถอนตัวจากการลงทุนใน Imsub Global Cuisine 3) เราต้องปรับลดคาดการณ์กำไรของเราลง 42/18/9% ในปี 2024-26F เพื่อสะท้อนถึงธุรกิจค้าปลีกน้ำมันที่อ่อนแอกว่าที่คาด และค่าใช้จ่ายต่อหน่วยจากธุรกิจค้าปลีก เมื่อรวมกับการปรับราคามาใช้ฐาน 2025F ราคาเป้าหมายของเราปรับลดลงจาก 13.8 บาท เป็น 12.6 บาท และ 4) เรามองว่า OR มีมูลค่าแพงที่ 19.0 เท่า 2025F PE และ 1.5 เท่า P/BV เทียบกับ ROE เพียง 8.1% ในปี 2025F

### ส่วนแบ่งตลาดค้าปลีกน้ำมันลดลง

เราเชื่อกันว่าเป็นเพราะชาวปลอมเกี่ยวกับมาตรฐานตู้จ่ายน้ำมันในสถานีบริการน้ำมันปตท. ทำให้ยอดขายปลีกน้ำมันของ OR ลดลง 11% y-y ใน 9M24 เทียบกับการเติบโตของอุตสาหกรรมที่ -0.4% y-y ซึ่งนับเป็นการลดลงติดต่อกันสามไตรมาส คู่แข่งอย่าง BCP (“ซีโอ”) มียอดขายปลีกน้ำมันเติบโต 4% y-y และ PTG (“ขาย”) เติบโต 14% y-y ใน 9M24 ส่วนแบ่งตลาดของ OR ลดลงเหลือ 34.4% ใน 3Q24 จาก 37% ใน 4Q23 เราปรับลดการเติบโตของปริมาณการขายปลีกของ OR ลงเหลือ -10%/3/2% (จากเดิมที่ -5/4/2%) ในปี 2024-26F

### ความต้องการน้ำมันในประเทศอ่อนแอ

ความต้องการน้ำมันในประเทศลดลง 0.4% y-y ใน 9M24 เทียบกับการเติบโต 4% ในปี 2023 ความต้องการยังคงต่ำกว่าระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี 2019 ราว 4% ซึ่งอาจเป็นผลมาจากการฟื้นตัวทางเศรษฐกิจที่อ่อนแอและการนำรถยนต์ไฟฟ้ามาใช้มากขึ้น เนื่องจากความต้องการที่อ่อนแอ เราจึงยังคงสมมติฐานค่าการตลาดน้ำมันไว้ที่ 1 บาทต่อลิตร สำหรับ OR ในปี 2025-26F

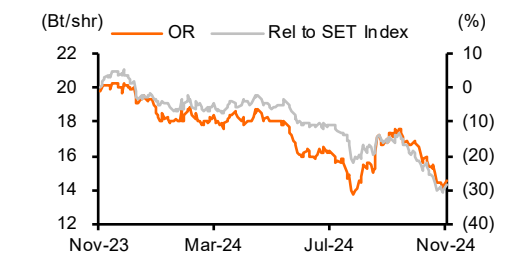
### มีความสำเร็จนอกเหนือไปจาก Café Amazon ที่จำกัด

OR เผชิญความท้าทายในการขยายธุรกิจนอกเหนือจากร้าน Café Amazon ซึ่งเป็นธุรกิจเรือธง โดยใน 3Q24 บริษัทฯ ขาดทุน 552 ลบ. จากการยุติการดำเนินงานของ Texas Chicken และ Imsub Global Cuisine Co., Ltd. (ISGC) ผู้ดำเนินการร้าน Kouen Sushi Bar ในขณะเดียวกัน ส่วนแบ่งตลาดค้าปลีกน้ำมันที่ลดลงของบริษัทฯ อาจส่งผลให้จำนวนผู้เข้าใช้บริการในสถานีบริการน้ำมันลดลง ส่งผลให้รายได้จากธุรกิจ non-oil ลดลงตามไปด้วย

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	769,224	761,970	782,982	801,513
Net profit	11,094	6,133	9,198	9,803
Consensus NP	—	9,166	11,179	11,772
Diff frm cons (%)	—	(33.1)	(17.7)	(16.7)
Norm profit	11,086	6,133	9,198	9,803
Prev. Norm profit	—	10,495	11,164	10,802
Chg frm prev (%)	—	(41.6)	(17.6)	(9.3)
Norm EPS (Bt)	0.9	0.5	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	7.4	(44.7)	50.0	6.6
Norm PE (x)	15.8	28.6	19.0	17.9
EV/EBITDA (x)	8.2	11.7	9.0	8.6
P/BV (x)	1.6	1.6	1.5	1.5
Div yield (%)	3.6	2.0	3.0	3.1
ROE (%)	10.4	5.6	8.1	8.3
Net D/E (%)	(24.6)	(23.5)	(23.0)	(22.1)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Nov-24 (Bt)	14.60
Market Cap (US\$ m)	5,030.3
Listed Shares (m shares)	12,000.0
Free Float (%)	23.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	6.3
12M Price H/L (Bt)	20.30/13.80
Sector	ENERG
Major Shareholder	PTT Pcl 75.00%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

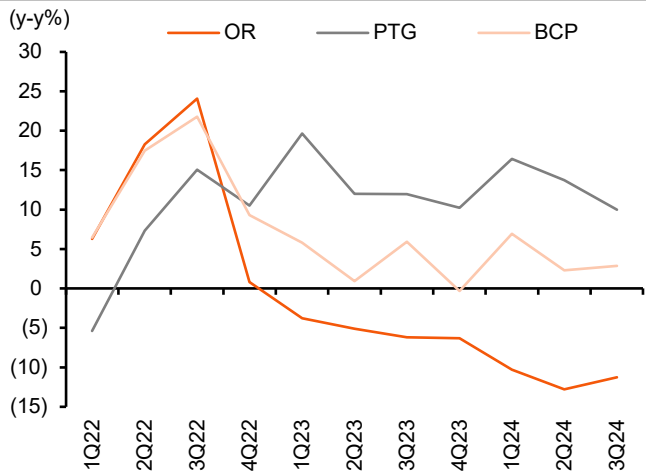
### ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

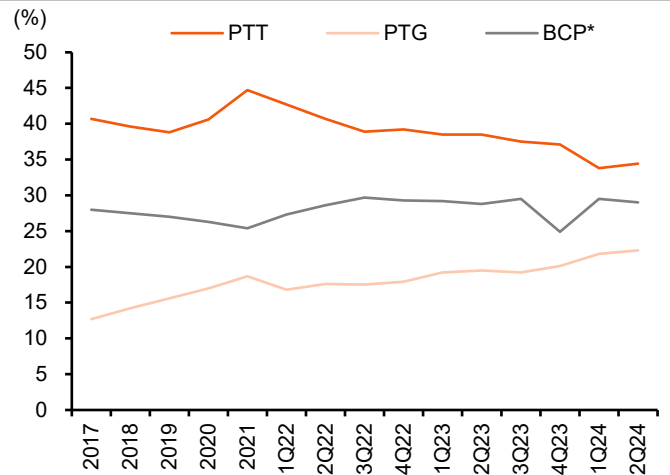


**Ex 1: Retail Sales Volume Growth By Company**



Source: Company data

**Ex 2: Retail Market Share By Company**



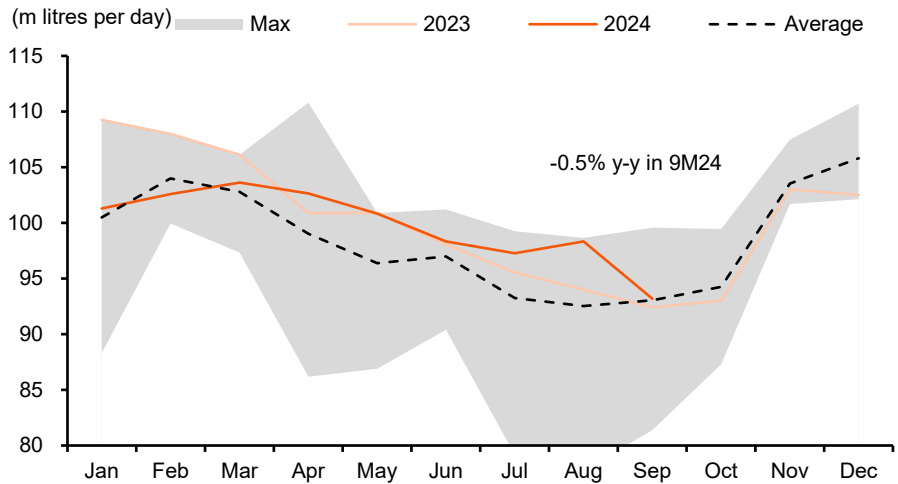
Source: Company data

**Ex 3: Earnings Revisions**

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>Net profit (Bt m)</b>						
- New	11,474	10,370	11,094	6,133	9,198	9,803
- Old				10,495	11,164	10,802
- Change (%)				(41.6)	(17.6)	(9.3)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	11,009	10,326	11,086	6,133	9,198	9,803
- Old				10,495	11,164	10,802
- Change (%)				(41.6)	(17.6)	(9.3)
<b>Sales volume (m liters)</b>						
- New	11,777	13,133	12,433	11,152	11,482	11,709
- Old				11,793	12,265	12,507
- Change (%)				(5.4)	(6.4)	(6.4)
<b>Sales volume growth (%)</b>						
- New	(6.1)	11.5	(5.3)	(10.3)	3.0	2.0
- Old				(5.1)	4.0	2.0
- Change (ppt)				(5.2)	(1.0)	(0.0)
<b>Marketing margin (Bt/liter)</b>						
- New	1.15	0.98	1.00	0.85	0.99	0.99
- Old				1.00	1.00	1.00
- Change (%)				(15.0)	(1.2)	(1.2)

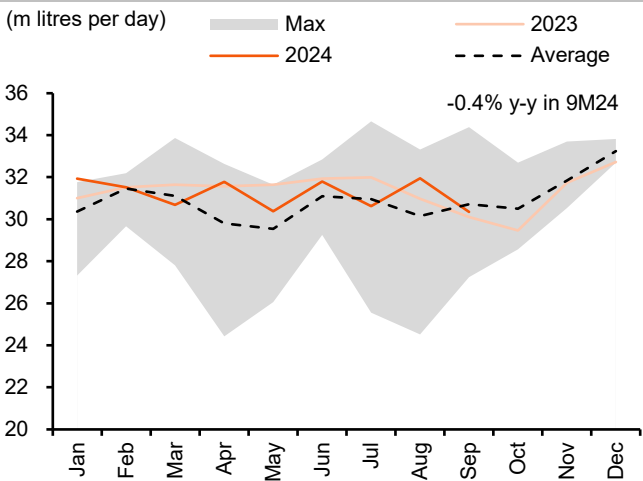
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Domestic Oil Demand**



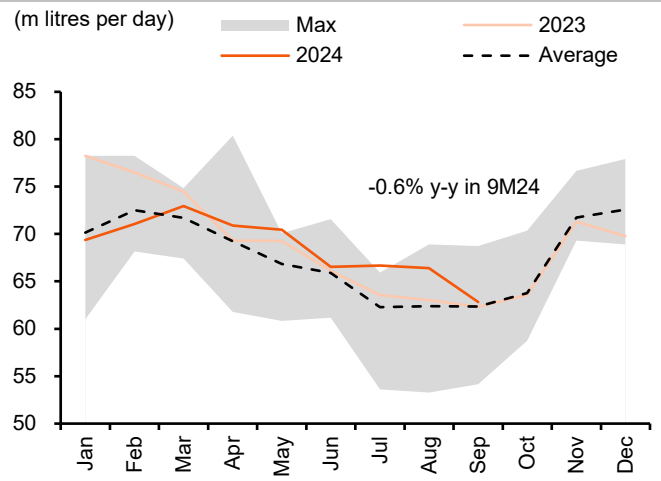
Source: DOEB

**Ex 5: Domestic Gasoline Demand**



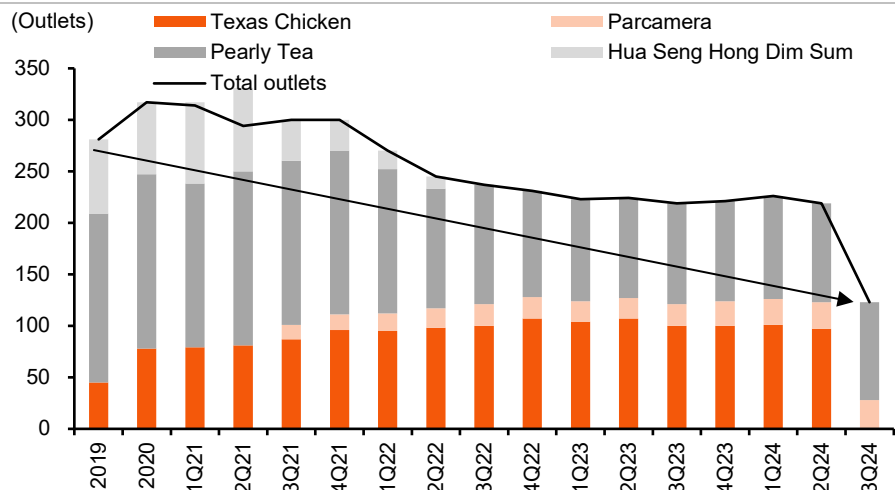
Source: DOEB

**Ex 6: Domestic Diesel Demand**

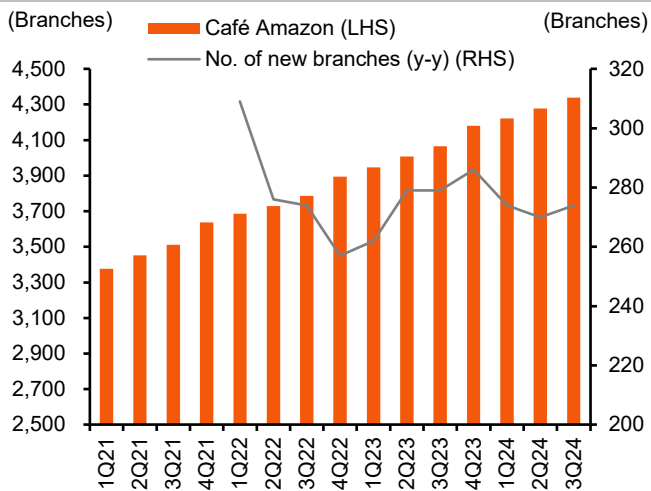


Source: DOEB

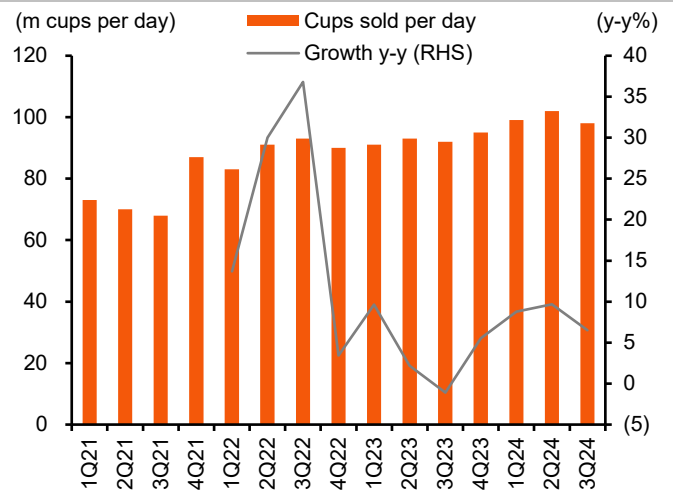
**Ex 7: Number Of Other Lifestyle Outlets**



Source: Company data

**Ex 8: Café Amazon Outlets**

Source: Company data

**Ex 9: Café Amazon Cups Sold Per Day**

Source: Company data

**Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F**

(Bt m)	2025F	2026F	2018F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA & equity income	14,558	15,266	15,178	15,915	16,068	16,609	16,136	15,785	15,541	15,389	15,318	
Free cash flow	6,733	7,417	7,484	7,858	8,145	10,815	10,293	10,336	10,144	10,028	9,978	156,431
PV of free cash flow	6,234	6,356	5,936	5,768	5,534	6,802	5,813	5,378	4,864	4,432	4,064	63,714
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	124,894											
Net debt (2024F)	(26,012)											
Minority interest	65											
Equity value	150,841											
# of shares (m)	12,000											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>12.6</b>											

Source: Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)	24F (%)	25F (%)
<b>Petrol station operators</b>														
<b>Pure petrol station operators</b>														
PTT Oil And Retail	OR TB *	Thailand	(44.7)	50.0	28.6	19.0	1.6	1.5	11.7	9.0	2.0	3.0	5.6	8.1
PTG Pcl	PTG TB *	Thailand	(0.8)	6.0	16.4	15.5	1.7	1.6	4.0	4.1	2.7	2.9	10.5	10.5
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	(48.3)	69.9	8.4	4.9	0.6	0.5	4.3	4.1	1.8	4.6	6.9	11.1
Bangchak Corp	BCP TB *	Thailand	11.7	(7.0)	9.1	9.7	0.9	0.8	5.4	5.1	2.4	3.6	10.0	8.9
ESSO (Thailand)	ESSO TB *	Thailand	56.5	25.0	8.6	6.9	0.7	0.6	10.1	7.2	5.8	7.1	7.8	9.1
<b>Average</b>			<b>(20.5)</b>	<b>29.7</b>	<b>15.6</b>	<b>12.3</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>6.4</b>	<b>5.5</b>	<b>2.2</b>	<b>3.5</b>	<b>8.2</b>	<b>9.7</b>
<b>Petrol station operators with other business</b>														
Ampol	ALD AU	Australia	(53.1)	48.6	19.3	13.0	2.0	1.8	8.4	7.0	3.2	5.8	10.6	15.6
Sinopec	386 HK	China	(13.1)	10.2	8.5	7.7	0.6	0.6	5.6	5.3	7.7	8.4	7.2	7.7
<b>Average</b>			<b>(33.1)</b>	<b>29.4</b>	<b>13.9</b>	<b>10.4</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>7.0</b>	<b>6.1</b>	<b>5.5</b>	<b>7.1</b>	<b>8.9</b>	<b>11.6</b>
<b>Average</b>			<b>(24.7)</b>	<b>29.6</b>	<b>15.0</b>	<b>11.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>6.6</b>	<b>5.7</b>	<b>3.3</b>	<b>4.7</b>	<b>8.5</b>	<b>10.3</b>
<b>Thailand retailers</b>														
Berli Jucker	BJC TB *	Thailand	8.0	7.0	17.8	16.6	0.7	0.7	10.6	10.3	3.9	4.2	4.2	4.5
CP All	CPALL TB *	Thailand	33.3	17.5	24.2	20.6	4.6	4.1	9.6	8.7	2.1	2.4	20.3	21.3
Central Pattana	CPN TB *	Thailand	24.7	18.0	34.1	28.9	1.2	1.2	13.5	12.4	2.1	2.4	3.6	4.1
Central Retail Corp.	CRC TB *	Thailand	13.9	8.0	17.3	16.0	2.7	2.5	12.5	11.7	3.2	3.3	16.4	16.2
Siam Global House	GLOBAL TB *	Thailand	2.3	11.9	24.2	21.6	2.8	2.6	8.2	7.8	1.6	1.9	12.0	12.5
Home Product	HMPRO TB *	Thailand	(7.5)	16.9	33.5	28.7	3.3	3.1	25.5	22.4	1.0	1.2	10.3	11.2
Siam Makro	MAKRO TB *	Thailand	1.6	10.7	19.5	17.6	4.9	4.6	11.0	10.1	4.1	4.5	25.4	26.9
<b>Average</b>			<b>10.9</b>	<b>12.9</b>	<b>24.4</b>	<b>21.4</b>	<b>2.9</b>	<b>2.7</b>	<b>13.0</b>	<b>11.9</b>	<b>2.6</b>	<b>2.9</b>	<b>13.2</b>	<b>13.8</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates  
Based on 18 November 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ปตท. น้ำมันและการค้าปลีก (OR) เป็นบริษัทชั้นนำในธุรกิจน้ำมันและค้าปลีกภายใต้กลุ่ม ปตท. ซึ่งเป็นผู้ประกอบการตลาดน้ำมันครบวงจรที่สุดในประเทศไทย OR ณ 9Q24 เป็นเครือข่ายที่ใหญ่ที่สุด โดยมีสถานีบริการน้ำมันทั้งหมด 2,690 แห่ง ทั่วประเทศ และมีส่วนแบ่งปริมาณ 34% (ณ 2Q24) OR ยังเจาะตลาดในประเทศกัมพูชา ลาว และฟิลิปปินส์ อีกทั้งบริษัทฯ ยังมีธุรกิจ non-oil ที่แข็งแกร่ง ซึ่งคิดเป็น 34% ของ EBITDA ใน 9M24

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

### S — Strength

- เครือข่ายค้าปลีกน้ำมันที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ สามารถรักษาตำแหน่งอันดับที่ 1 ได้
- เป็นเจ้าของแบรนด์กาแฟชั้นนำของประเทศไทย คาเฟ่เมซอน ซึ่งเป็นแม่เหล็กสำคัญของสถานีบริการน้ำมัน
- เป็นพันธมิตรที่แข็งแกร่งกับ 7-Eleven ผู้ประกอบการร้านสะดวกซื้ออันดับ 1 ของประเทศไทย

### O — Opportunity

- ตลาดต่างประเทศสร้างโอกาสในการเติบโต
- งบดุลที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ ช่วยให้เราสามารถหาธุรกิจใหม่หรือการลงทุนที่สามารถเสริมธุรกิจที่มีอยู่ได้

## CONSENSUS COMPARISON

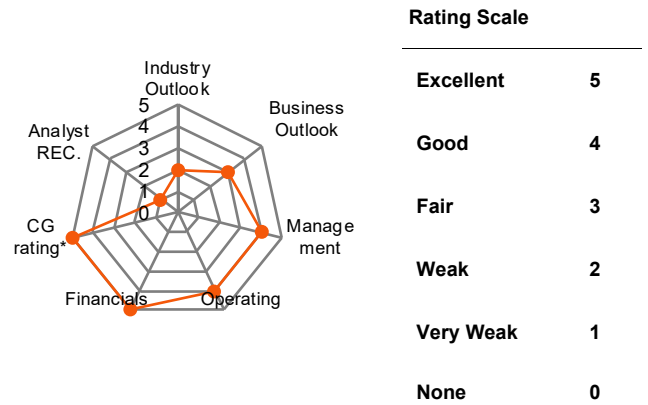
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.02	12.60	-26%
Net profit 24F (Bt m)	9,166	6,133	-33%
Net profit 25F (Bt m)	11,179	9,198	-18%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 12	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไร 2024-26F ของเราน้อยกว่าของ Bloomberg consensus 18-33% เราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามีสมมติฐานมาร์จิ้นที่ต่ำลงสำหรับธุรกิจน้ำมัน
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

### W — Weakness

- ฟังฟังร้าน 7-Eleven เป็นอย่างมาก การผิดสัญญาแม่สเตอร์แฟรนไชส์กับ 7-Eleven อาจทำให้ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ non-oil ของ PTTOR ลดลง
- อยู่ในอุตสาหกรรมค้าปลีกน้ำมันที่มีการเติบโตต่ำ และการแข่งขันสูง
- กำไรผันผวนสูงเนื่องจากผลกำไร/ขาดทุนของมูลค่าสินค้าคงคลัง

### T — Threat

- ความเสี่ยงจากการแทรกแซงของรัฐบาลเมื่อราคาน้ำมันสูง
- อัตราการเข้าถึง EV ที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้ความต้องการใช้น้ำมันลดลง
- การกินส่วนแบ่งกันเองจากการขยายสาขา

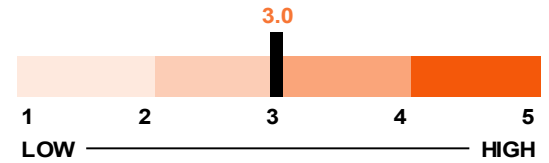
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอุปสงค์น้ำมันที่แข็งแกร่งเกินคาด เป็น upside risk ต่อคำแนะนำของเรา
- OR อาจซื้อธุรกิจ non-oil ใหม่ ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงกว่าที่คาด และลดความผันผวนของกำไร เป็น upside risk ต่อคำแนะนำของเรา
- การขยายตัวของ café Amazon ที่เร็วกว่าที่คาดไว้ อาจเป็น upside ต่อคาดการณ์ EBITDA ของเรา

Source: Thanachart

บริษัท ปตท. น้ำมันและการค้าปลีก จำกัด (มหาชน) (OR) เป็นธุรกิจซื้อขายน้ำมันและค้าปลีกของกลุ่ม ปตท. โดย EBITDA ใน 9M24 มาจากธุรกิจน้ำมัน 58% ธุรกิจค้าปลีก 34% และธุรกิจต่างประเทศ 10% ธุรกิจน้ำมันของ OR ไม่เกี่ยวข้องกับการผลิตหรือการแปรรูป แต่ซื้อขายในตลาดค้าปลีกผ่านสถานีบริการน้ำมัน 2,690 แห่ง และการขายส่ง ดังนั้นคะแนน ESG ของเราที่ให้แก่ PTTOR ที่ 2.98 จึงสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 2.8

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
OR	YES	YES	YES	AA	-	60.02	89.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, 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 "terms of use" toward the back of this report.

**Factors Our Comments**

**ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)**

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- OR ไม่เปิดเผยการปล่อยคาร์บอน อย่างไรก็ตาม เพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายของกลุ่ม ปตท. บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะมีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030 และตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 เนื่องจาก OR ไม่เกี่ยวข้องกับการผลิตและแปรรูปพลังงาน แต่ดำเนินธุรกิจด้านการค้าขาย เราจึงเชื่อว่า OR มีปัจจัยกังวลและความท้าทายในการบรรลุเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมน้อยกว่ามาก
- การออกแบบสถานีบริการน้ำมันของ OR เป็นไปตามแนวคิด "Friendly Design" ซึ่งช่วยลดการใช้ไฟฟ้า การตกแต่งทั้งในปั้มน้ำมัน และ Café Amazon นั้นทำมาจากวัสดุรีไซเคิลและของเสียบางส่วน
- เราคาดว่า OR จะเป็นหน่วยลงทุนของปตท. ในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน EV ซึ่งรวมถึงสถานีชาร์จ EV อย่างไรก็ตาม ความเร็วของการขยายตัวจะขึ้นอยู่กับจังหวะของการนำ EV มาใช้ในประเทศไทย

**ด้านสังคม (SOCIAL)**

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- OR พัฒนาทักษะของพนักงานอย่างต่อเนื่องเพื่อเตรียมความพร้อมสำหรับธุรกิจใหม่ๆ และเพิ่มความสุขความพึงพอใจในการทำงานตลอดจนความสามารถของพนักงาน ผ่านแนวทางการทำงานแบบยืดหยุ่น และการทำงานที่บ้าน
- OR จัดสรรงบประมาณส่วนหนึ่งสำหรับการมีส่วนร่วมในกิจกรรมและบริการของชุมชน รวมถึงการให้ทุนการศึกษา การนำน้ำเสียที่ผ่านการบำบัดส่วนหนึ่งไปยังชุมชนเพื่อลดต้นทุนการทำฟาร์มและเพิ่มรายได้ และให้การสนับสนุนในช่วงที่ขาดแคลนน้ำ
- Cafe Amazon มีส่วนร่วมในการอนุรักษ์สิ่งแวดล้อมภายใต้แนวคิด Go Green โดยใช้วัสดุที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมและย่อยสลายได้ทางชีวภาพ เช่น แก้ว ใบบิโอคัพ และอื่นๆ

**ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)**

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ OR ประกอบด้วยกรรมการผู้ทรงคุณวุฒิจำนวน 13 คน ซึ่งมีความเชี่ยวชาญหลากหลาย มีกรรมการอิสระ 7 คน และกรรมการหญิง 2 คน
- PTT ซึ่งเป็นบริษัทรัฐวิสาหกิจ ถือหุ้นในบริษัทฯ ในสัดส่วน 75% ซึ่งหมายความว่ามีความเสี่ยงสูงที่รัฐบาลจะเข้าแทรกแซงด้านการตลาดเมื่อราคาน้ำมันอยู่ในระดับสูง
- บริษัทฯ มีนโยบายการกำกับดูแลกิจการที่เข้มแข็งตามกรอบการทำงานที่ได้รับรางวัลของกลุ่ม ปตท.
- งบดุลยังแข็งแกร่ง ด้วยมีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนต่ำ บริษัทฯ มีแนวโน้มการเติบโตที่สูงในมุมมองของเรา โดยได้แรงหนุนจากธุรกิจ non-oil ที่แข็งแกร่ง

Sources: Company data, Thanachart

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Sales	789,785	769,224	761,970	782,982	801,513
Cost of sales	750,677	728,669	727,558	743,707	760,843
<b>Gross profit</b>	<b>39,108</b>	<b>40,555</b>	<b>34,412</b>	<b>39,276</b>	<b>40,670</b>
% gross margin	5.0%	5.3%	4.5%	5.0%	5.1%
Selling & administration expenses	29,110	31,398	30,479	31,319	32,061
<b>Operating profit</b>	<b>9,998</b>	<b>9,157</b>	<b>3,933</b>	<b>7,956</b>	<b>8,609</b>
% operating margin	1.3%	1.2%	0.5%	1.0%	1.1%
Depreciation & amortization	8,362	8,871	8,764	8,632	8,687
<b>EBITDA</b>	<b>18,360</b>	<b>18,028</b>	<b>12,697</b>	<b>16,588</b>	<b>17,296</b>
% EBITDA margin	2.3%	2.3%	1.7%	2.1%	2.2%
Non-operating income	3,633	5,199	5,199	5,199	5,199
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,155)	(1,369)	(1,534)	(1,609)	(1,506)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>12,476</b>	<b>12,987</b>	<b>7,599</b>	<b>11,547</b>	<b>12,303</b>
Income tax	2,638	2,437	1,426	2,309	2,461
<b>After-tax profit</b>	<b>9,838</b>	<b>10,550</b>	<b>6,173</b>	<b>9,237</b>	<b>9,842</b>
% net margin	1.2%	1.4%	0.8%	1.2%	1.2%
Shares in affiliates' Earnings	490	539	(39)	(39)	(39)
Minority interests	(2)	(2)	0	0	0
Extraordinary items	44	8	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>10,370</b>	<b>11,094</b>	<b>6,133</b>	<b>9,198</b>	<b>9,803</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>10,326</b>	<b>11,086</b>	<b>6,133</b>	<b>9,198</b>	<b>9,803</b>
EPS (Bt)	0.9	0.9	0.5	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.9	0.9	0.5	0.8	0.8

*We expect muted earnings growth over 2024-26F*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	136,552	127,072	126,626	128,506	130,295
Cash & cash equivalent	39,461	52,019	52,019	52,019	52,019
Account receivables	28,083	27,220	26,963	27,706	28,362
Inventories	27,474	33,152	33,102	33,836	34,616
Others	41,534	14,681	14,543	14,944	15,297
Investments & loans	8,743	8,585	8,585	8,585	8,585
Net fixed assets	44,363	48,390	52,656	57,055	61,398
Other assets	35,846	36,189	34,158	32,128	30,097
<b>Total assets</b>	<b>225,504</b>	<b>220,236</b>	<b>222,026</b>	<b>226,273</b>	<b>230,375</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	68,660	67,679	62,253	63,446	64,476
Account payables	48,414	47,165	47,093	48,139	49,248
Bank overdraft & ST loans	4,689	3,829	0	0	0
Current LT debt	4,630	5,010	3,901	3,816	3,819
Others current liabilities	10,927	11,675	11,259	11,491	11,410
<b>Total LT debt</b>	<b>24,488</b>	<b>16,290</b>	<b>22,106</b>	<b>21,624</b>	<b>21,640</b>
Others LT liabilities	28,595	26,759	26,871	25,521	24,117
<b>Total liabilities</b>	<b>121,744</b>	<b>110,728</b>	<b>111,230</b>	<b>110,591</b>	<b>110,234</b>
Minority interest	60	65	65	65	65
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	120,000	120,000	120,000	120,000	120,000
Share premium	23,497	23,497	23,497	23,497	23,497
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(66,195)	(66,677)	(66,677)	(66,677)	(66,677)
<b>Retained earnings</b>	<b>26,399</b>	<b>32,624</b>	<b>33,912</b>	<b>38,798</b>	<b>43,258</b>
Shareholders' equity	103,701	109,443	110,731	115,617	120,077
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>225,504</b>	<b>220,236</b>	<b>222,026</b>	<b>226,273</b>	<b>230,375</b>

*OR has a strong balance sheet, given limited capex for its existing business*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Earnings before tax	12,476	12,987	7,599	11,547	12,303
Tax paid	(2,976)	(1,489)	(1,905)	(2,054)	(2,566)
Depreciation & amortization	8,362	8,871	8,764	8,632	8,687
Chg In working capital	249	(6,064)	235	(433)	(326)
Chg In other CA & CL / minorities	(23,033)	28,564	162	(464)	(368)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(4,922)</b>	<b>42,870</b>	<b>14,855</b>	<b>17,228</b>	<b>17,729</b>
Capex	(8,202)	(10,826)	(11,000)	(11,000)	(11,000)
Right of use	(1,102)	(2,785)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(2,796)	158	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,804)	(3,851)	111	(1,349)	(1,405)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(15,904)</b>	<b>(17,304)</b>	<b>(10,889)</b>	<b>(12,349)</b>	<b>(12,405)</b>
Debt financing	550	(7,655)	879	(567)	19
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(6,464)	(4,789)	(4,845)	(4,312)	(5,344)
Warrants & other surplus	(23)	(563)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(5,937)</b>	<b>(13,008)</b>	<b>(3,966)</b>	<b>(4,878)</b>	<b>(5,324)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(13,124)</b>	<b>32,043</b>	<b>3,855</b>	<b>6,228</b>	<b>6,729</b>

*OR chooses to use cash to explore new businesses*

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024F</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>
Normalized PE (x)	17.0	15.8	28.6	19.0	17.9
Normalized PE - at target price (x)	14.6	13.6	24.7	16.4	15.4
PE (x)	16.9	15.8	28.6	19.0	17.9
PE - at target price (x)	14.6	13.6	24.7	16.4	15.4
EV/EBITDA (x)	9.2	8.2	11.7	9.0	8.6
EV/EBITDA - at target price (x)	7.9	6.9	9.9	7.5	7.2
P/BV (x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
P/BV - at target price (x)	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3
P/CFO (x)	(35.6)	4.1	11.8	10.2	9.9
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	3.4	3.6	2.0	3.0	3.1
FCF Yield (%)	(7.5)	18.3	2.2	3.6	3.8
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.9	0.9	0.5	0.8	0.8
EPS	0.9	0.9	0.5	0.8	0.8
DPS	0.5	0.5	0.3	0.4	0.5
BV/share	8.6	9.1	9.2	9.6	10.0
CFO/share	(0.4)	3.6	1.2	1.4	1.5
FCF/share	(1.1)	2.7	0.3	0.5	0.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	54.3	(2.6)	(0.9)	2.8	2.4
Net profit (%)	(9.6)	7.0	(44.7)	50.0	6.6
EPS (%)	(9.6)	7.0	(44.7)	50.0	6.6
Normalized profit (%)	(6.2)	7.4	(44.7)	50.0	6.6
Normalized EPS (%)	(6.2)	7.4	(44.7)	50.0	6.6
Dividend payout ratio (%)	57.9	56.2	56.2	56.2	56.2
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	5.0	5.3	4.5	5.0	5.1
Operating margin (%)	1.3	1.2	0.5	1.0	1.1
EBITDA margin (%)	2.3	2.3	1.7	2.1	2.2
Net margin (%)	1.2	1.4	0.8	1.2	1.2
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	8.7	6.7	2.6	4.9	5.7
Interest coverage - EBITDA (x)	15.9	13.2	8.3	10.3	11.5
ROA - using norm profit (%)	4.8	5.0	2.8	4.1	4.3
ROE - using norm profit (%)	10.1	10.4	5.6	8.1	8.3
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	9.7	9.9	5.6	8.2	8.4
- asset turnover (x)	3.6	3.5	3.4	3.5	3.5
- operating margin (%)	1.7	1.9	1.2	1.7	1.7
- leverage (x)	2.1	2.1	2.0	2.0	1.9
- interest burden (%)	91.5	90.5	83.2	87.8	89.1
- tax burden (%)	78.9	81.2	81.2	80.0	80.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	8.0	8.0
ROIC (%)	11.6	7.6	3.9	7.5	7.7
NOPAT (Bt m)	7,884	7,439	3,195	6,365	6,887
invested capital (Bt m)	98,047	82,552	84,719	89,038	93,517

*Despite OR's asset-light strategy, returns are not superior to peers'*

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

### SETESG Index (SETESG)

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

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

### SET ESG Index (SET ESG)

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

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

### ESG Book's Disclaimer

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

### MSCI ESG Research LLC

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

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### 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's.com](http://www.moody's.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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK 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 and 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) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 หมศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิजरูณ, CFA  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phanarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ  
rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง  
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณชัย  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพย์มณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิ้มวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สภาพร

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