

**HOLD** (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 16.00 (Unchanged)

Downside : 9.1%

24 APRIL 2025

## PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

### แนวโน้มอ่อนแอลง

เราคาดว่า PTTGC จะยังคงประสบกับแนวโน้มที่อ่อนแอของตลาดปิโตรเคมี เนื่องจากระดับอุปทานที่สูงและความต้องการที่อ่อนแอ และเราคาดว่า จะมีผลขาดทุนใน 1Q25F ค่าแนะนำ "ถือ" ของเราอิงการประเมินมูลค่าที่เราเห็นว่าต่ำแล้วที่ 0.3 เท่า P/BV สำหรับปี 2025F



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

#### แนวโน้มอ่อนแอต่อเนื่อง

เราได้ปรับลดคำแนะนำหุ้น PTTGC จาก "ซื้อ" เป็น "ถือ" ในบทวิเคราะห์ที่ปรับประมาณการครั้งใหญ่ของเรา Siam Senses – เสาคู่หลักสั้นคลอน วันที่ 7 เมษายน 2025 ภายหลังจากการประกาศมาตรการเก็บภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ค่าแนะนำ "ถือ" นี้อิงจากแนวโน้มที่อ่อนแอของตลาดปิโตรเคมีและโรงกลั่น อย่างไรก็ตาม หุ่นมีการซื้อขายที่ระดับมูลค่าต่ำแล้วที่ 0.3 เท่า P/BV ในปี 2025F ซึ่งเรามองว่าสะท้อนแนวโน้มการดำเนินงานที่อ่อนตัวลงไปแล้ว แม้ว่าทั้งตลาดโรงกลั่นและปิโตรเคมีจะอยู่ในวัฏจักรที่อ่อนแออยู่แล้ว แต่มาตรการภาษีของสหรัฐฯ อาจทำให้แนวโน้มเหล่านี้แย่ลงไปอีกผ่านการชะลอตัวทางเศรษฐกิจโลกที่รุนแรงขึ้น และผลกระทบต่ออุปสงค์จากจีน ซึ่งจีนเป็นเป้าหมายหลักของการมาตรการภาษีนี้ และเป็นตลาดหลักกำหนดอุตสาหกรรมโรงกลั่นและปิโตรเคมี

#### ความตึงเครียดทางการค้ายิ่งทำให้แนวโน้มแย่ลง

ตลาดปิโตรเคมีและโรงกลั่นมีแนวโน้มอ่อนแออยู่แล้วจากความต้องการสินค้าที่อ่อนตัวและกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม ความตึงเครียดทางการค้าที่กลับมาปะทุขึ้นอีกครั้งทำให้แนวโน้มเศรษฐกิจโลกยิ่งแย่ลงไปอีก ซึ่งอาจยืดวัฏจักรขาลงของตลาดปิโตรเคมีออกไป และเพิ่มแรงกดดันต่ออัตรากำไรจากการกลั่นน้ำมัน สำหรับ PTTGC ความเสี่ยงด้านลบจะเน้นไปที่ diesel crack spreads เนื่องจากดีเซลมีสัดส่วนประมาณ 65% ของผลผลิตในปี 2024 ของบริษัท เราคาดว่า diesel crack spreads อยู่ที่ US\$13/13.5/14/bbl และ HDPE-naphtha spreads อยู่ที่ US\$350/370/380 ต่อตันในปี 2025–27F

#### เป้าการเติบโตของปริมาณขายของ Allnex ตกอยู่ในความเสี่ยง

PTTGC ตั้งเป้าการเติบโตของปริมาณการขายของ Allnex ที่ 4% ในปี 2025F แต่ปัจจุบันเป้าหมายนี้ดูเหมือนจะท้าทายมากขึ้น แรงดันหลักคือแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่อาจอ่อนแอ ซึ่งอาจทำให้ความต้องการผลิตภัณฑ์หลักของ Allnex — ซึ่งส่วนใหญ่เป็นเรซินเคลือบและสารเคมีพิเศษ — ลดลง แม้จะไม่มีผลกระทบจากภาษี แต่เราคาดว่าปริมาณขายของ Allnex จะลดลง 3-4% y-y ใน 1Q25F ส่วนใหญ่เกิดจากฐานที่สูงใน 1Q24 เมื่อความต้องการคู่คอนเทนเนอร์พุ่งขึ้นอย่างฉับพลันจากวิกฤตการณ์ขนส่งในทะเลแดง อย่างไรก็ตาม เมื่อเทียบกับ 1Q23 ปริมาณขายยังคงทรงตัว ซึ่งบ่งชี้ว่ามีการเติบโตพื้นฐานที่จำกัด

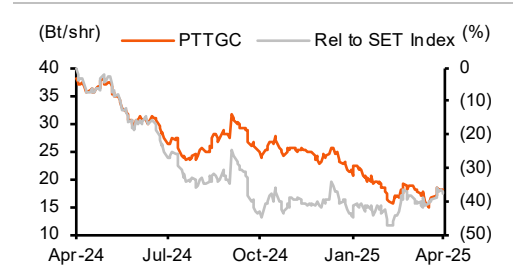
#### 1Q25F อ่อนแอ

เราคาดว่า PTTGC จะขาดทุนจากการดำเนินงาน 3.7 พันลบ. ใน 1Q25F เทียบกับการขาดทุน 7.6 พันลบ. (ไม่รวมการด้อยค่า 4 พันลบ.) ใน 4Q24 และขาดทุน 1.1 พันลบ. ใน 1Q24 เมื่อดูจากแนวโน้มรายไตรมาส การขาดทุนที่ลดลงใน 1Q25F น่าจะมาจาก petrochemical spreads ที่สูงขึ้นเนื่องจากการใช้เอเทนที่ถูกกลั่นเป็นวัตถุดิบ (แทนการใช้นาฟทาที่มีราคาแพงกว่า) สัดส่วนการใช้เอเทนใน 1Q25F อยู่ที่ 38% เทียบกับ 28% ใน 4Q24 การดำเนินงานของ Allnex ยังมีการปรับตัวดีขึ้นตามฤดูกาลจาก 4Q24 ขณะที่การใช้กำลังการผลิตของหน่วยโรงกลั่นของ PTTGC เพิ่มขึ้นหลังจากการปิดซ่อมบำรุงใน 4Q24

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	604,044	581,226	547,995	547,995
Net profit	(29,810)	(4,869)	3,606	7,883
Consensus NP	—	3,057	7,653	7,792
Diff frm cons (%)	—	na	(52.9)	1.2
Norm profit	(10,336)	(1,887)	4,600	7,883
Prev. Norm profit	—	(1,887)	4,600	7,883
Chg frm prev (%)	—	na	0.0	0.0
Norm EPS (Bt)	(2.3)	(0.4)	1.0	1.7
Norm EPS grw (%)	na	na	na	71.4
Norm PE (x)	na	na	17.3	10.1
EV/EBITDA (x)	10.8	8.7	7.0	6.2
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3
Div yield (%)	2.8	4.3	1.8	4.0
ROE (%)	na	na	1.8	3.0
Net D/E (%)	73.0	73.7	68.2	61.7

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Apr-25 (Bt)	17.60
Market Cap (US\$ m)	2,373.2
Listed Shares (m shares)	4,508.8
Free Float (%)	54.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	16.4
12M Price H/L (Bt)	38.00/14.70
Sector	PETRO
Major Shareholder	PTT Pcl 45.18%

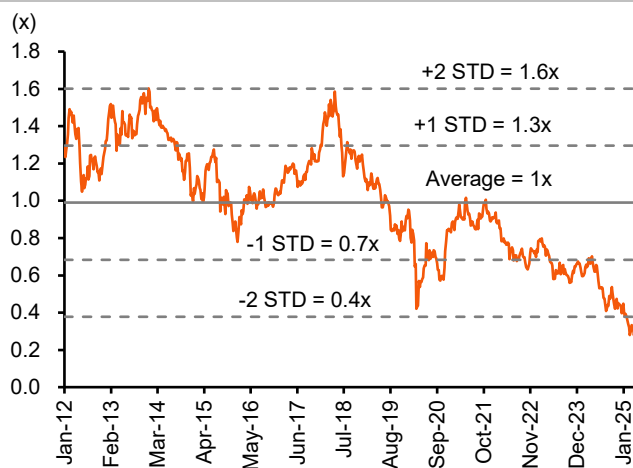
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

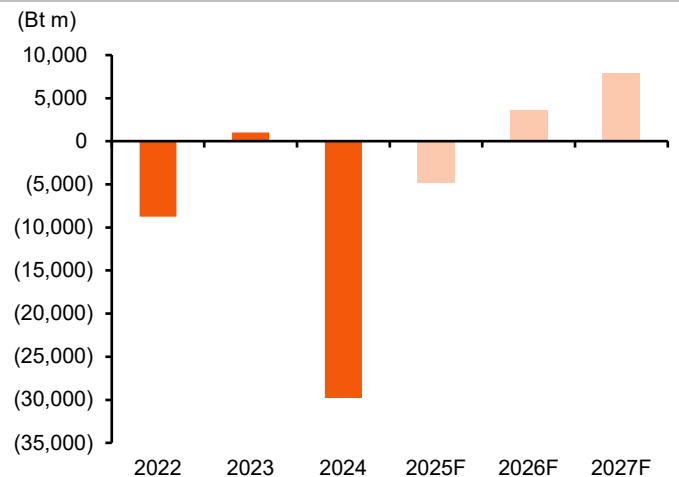
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: P/BV Band



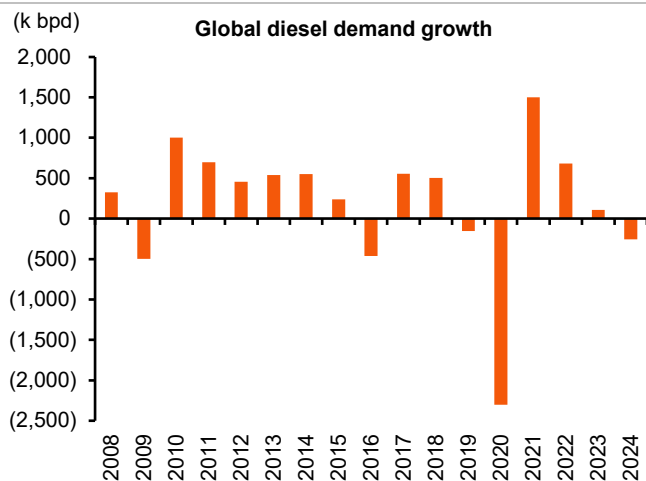
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: PTTGC Likely To Post A Net Loss In 2025F



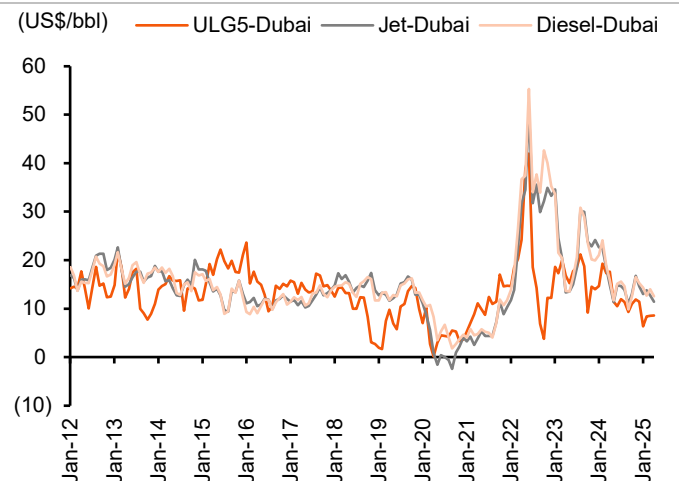
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Diesel Demand Already Slow Without Trade War



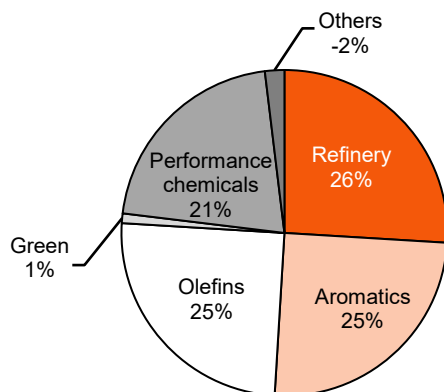
Source: Bloomberg

Ex 4: Trade War To Extend Refinery Margin Downtrend



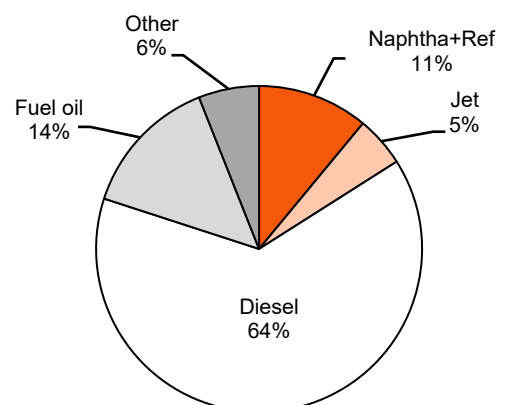
Source: Bloomberg

Ex 5: PTTGC's Adjusted EBITDA Breakdown (2024)

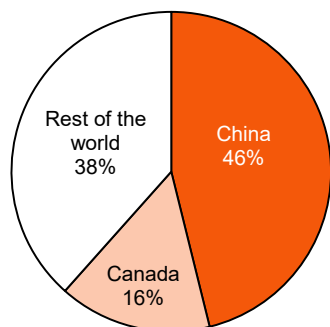


Source: Company data

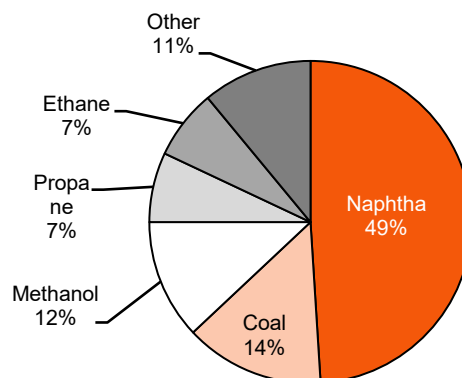
Ex 6: PTTGC's Refinery Yield (2024)



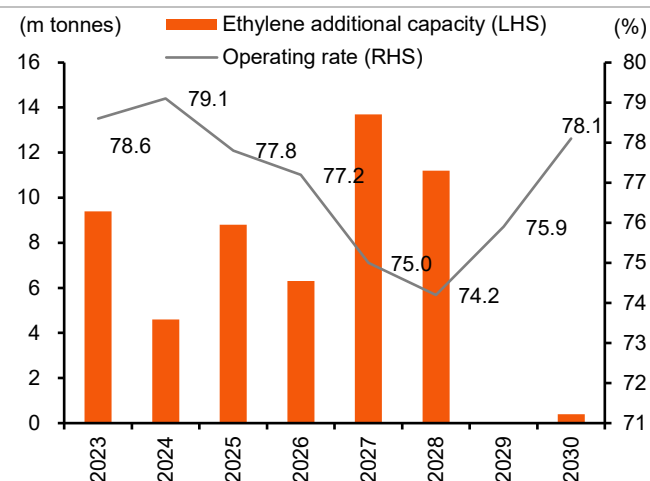
Source: Company data

**Ex 7: US Ethane Imports By Country**

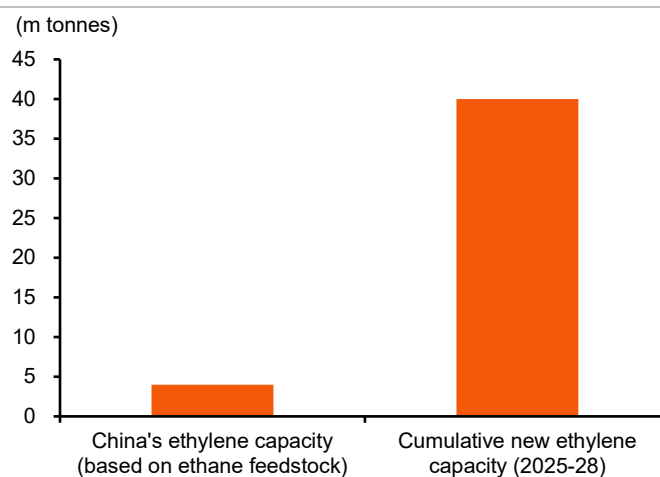
Source: Bloomberg

**Ex 8: China Ethylene Production By Feedstock**

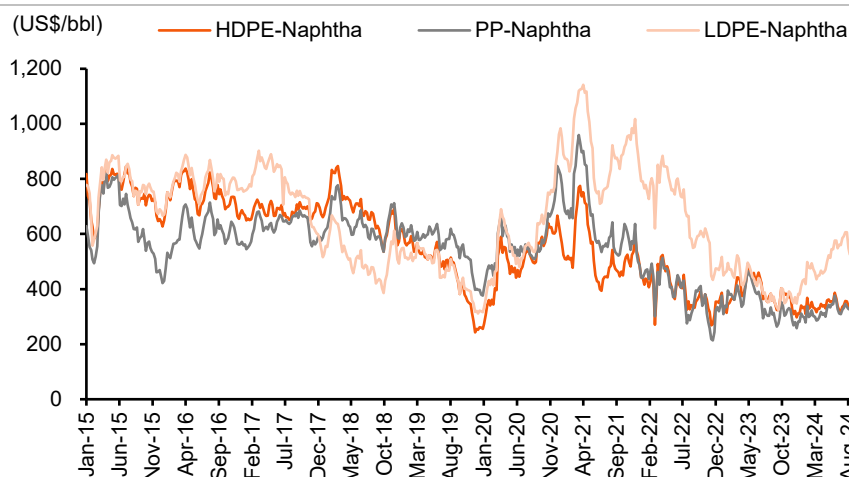
Source: SP Platts

**Ex 9: Ethylene New Capacity Additions**

Source: Company data

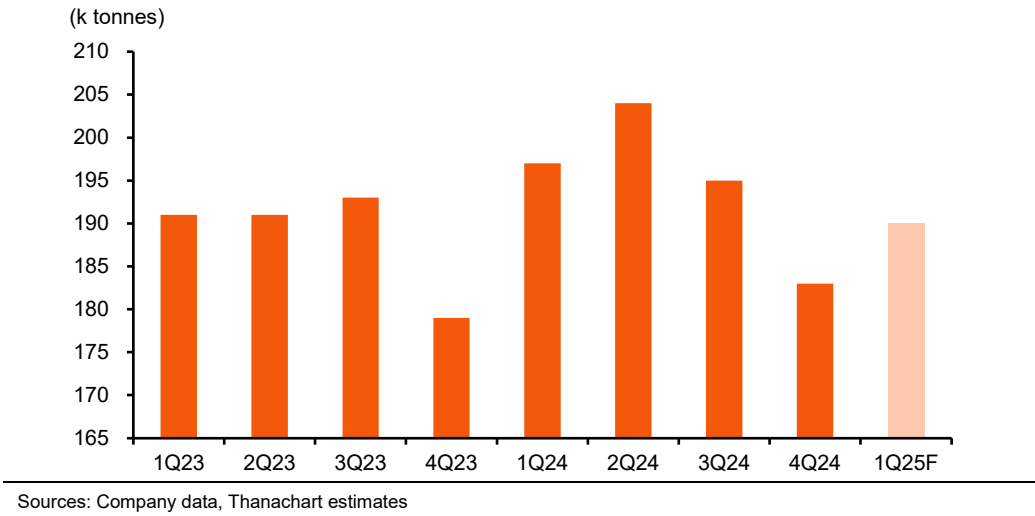
**Ex 10: Limited Impact from China Ethane Shutdowns**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: Key Petrochemical Spreads**

Sources: Bloomberg

Ex 12: Allnex’s Quarterly Sales Volume



Ex 13: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA & equity income	31,317	37,130	39,941	39,929	39,549	39,840	39,169	39,169	39,169	39,169	39,169	39,169	
Free cash flow	14,826	25,405	24,323	24,608	22,693	22,933	22,464	22,539	22,611	22,683	22,755	22,827	319,329
PV of free cash flow	14,786	21,697	19,195	17,941	15,288	14,277	12,922	11,978	11,104	10,293	9,541	8,843	123,697
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value - add investments	276,775												
Net debt	196,079												
Minority interest	6,962												
Equity value	73,734												
# of shares (m)	4,509												
Equity value / share	16.0												

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	165.4	29.0	16.8	13.0	0.5	0.4	9.4	8.3	2.1	2.8
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	(4.4)	16.3	13.7	11.8	0.8	0.7	8.5	8.3	1.7	1.7
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	7.8	12.5	9.6	8.5	2.0	1.8	7.7	6.9	7.9	8.2
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	0.8	15.9	na	na	na	na	12.3	10.8	na	na
LG Chem	051910 KS	South Korea	63.5	188.4	24.7	8.6	0.5	0.5	6.5	4.7	0.9	1.7
SK Energy	096770 KS	South Korea	na	na	41.8	11.9	0.6	0.6	12.1	9.2	2.1	2.5
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	(11.5)	16.9	16.7	14.3	0.7	0.7	5.6	5.2	3.9	4.7
Formosa Chemical	1326 TT	Taiwan	74.3	33.4	27.6	20.7	0.5	0.5	12.4	10.6	1.7	3.6
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	10.4	(1.3)	16.7	16.9	na	na	na	na	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB *	Thailand	na	na	na	na	0.3	0.3	12.8	8.6	0.0	0.0
Indorama Ventures *	IVL TB *	Thailand	(10.1)	40.9	19.0	13.5	0.8	0.8	6.4	6.0	1.6	2.2
PTT Global Chemical *	PTTGC TB *	Thailand	na	na	na	17.3	0.3	0.3	8.7	7.0	4.3	1.8
Siam Cement *	SCC TB *	Thailand	(41.7)	41.7	38.8	27.4	0.5	0.5	17.6	15.3	3.3	3.9
Average			4.3	26.3	26.8	17.4	0.5	0.5	10.8	8.8	2.4	2.7

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates  
Based on 24 April 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

PTTGC เป็นบริษัทปิโตรเคมีและโรงกลั่นที่มีฐานการผลิตครบวงจรหลังเกิดการควบรวมระหว่าง PTTCH และ PTTAR ในปี 2011 ผลิตภัณฑ์ของบริษัทคือ olefins และ derivatives โดยที่ผลิตภัณฑ์หลักคือ ethylene, propylene, HDPE, LDPE, LLDPE, และ MEG และด้วยธุรกิจโอเลฟินคิดเป็นส่วนประมาณ 27% ของ EBITDA ปี 2024 PTTGC เป็นหนึ่งในแครกเกอร์ที่ใช้ก๊าซเป็นส่วนประกอบเพียงไม่กี่แห่งในเอเชีย และมีโครงสร้างต้นทุนที่แข่งขันได้เมื่อเทียบกับแครกเกอร์ที่ใช้เนฟทาอื่นๆ บริษัท ยังมีโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์แบบครบวงจร ซึ่งผลิตพาราไซลีน และเบนซีนเป็นหลัก นอกจากนี้ บริษัท ยังได้ย้ายเข้าสู่ธุรกิจสารเคลือบพิเศษด้วยการลงทุนใน Allnex Holdings GmbH (Allnex)

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้ผลิต gas-based และมีความยืดหยุ่นในด้านการผลิต ได้เปรียบในด้านต้นทุน
- ประหยัดจากขนาดด้วยมี synergy จากฐานการผลิตที่ครบวงจร
- เป็นเครือบริษัท PTT ซึ่งช่วยให้มีวัตถุดิบที่แน่นอน และฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ความต้องการเคมีภัณฑ์ที่เติบโตอย่างมากในภูมิภาค
- เพิ่มมูลค่าจาก synergies และการทำ debottlenecking และ downstream ที่ครบวงจรมากขึ้น
- กิจกรรม M&A ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่นักลงทุน

CONSENSUS COMPARISON

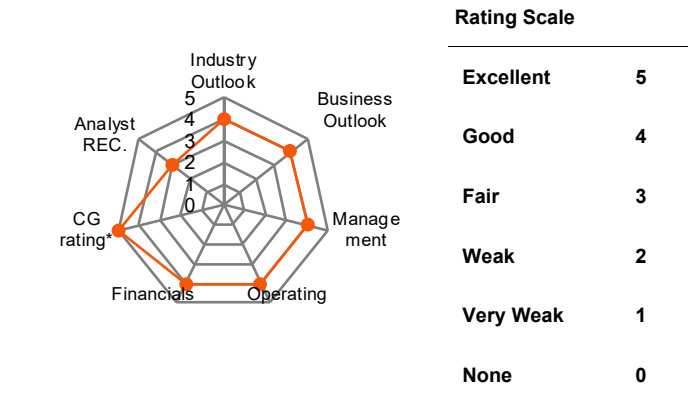
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	22.52	16.00	-29%
Net profit 25F (Bt m)	3,057	(4,869)	na
Net profit 26F (Bt m)	7,653	3,606	-53%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 7	SELL: 6

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2025-26F ของเรต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากสมมติฐานค่าการกลั่น และ chemical spread ที่อ่อนแอลงของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

- เป็นวัฏจักรธุรกิจ ก๊าซและกระแสเงินสดจึงมีความผันผวน
- ผลกระทบต่อกำไรจากการขาดทุนสต็อก (หลักๆ จากราคาน้ำมัน)
- การพึ่งพาเคมีภัณฑ์จำนวนมาก และมีเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษจำกัด

T — Threat

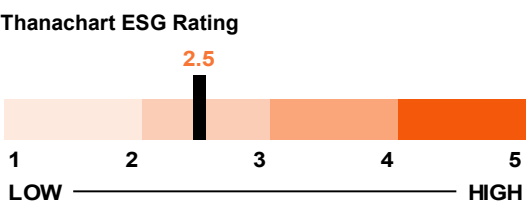
- การลดอุปทานก๊าซธรรมชาติที่มีต้นทุนต่ำจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในการเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำลดลง
- ราคาน้ำมันที่ตกต่ำบั่นทอนความได้เปรียบทางการแข่งขัน
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในตะวันออกกลางและแครกเกอร์ในสหรัฐฯ
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และ synergies ที่จำกัด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมัน และ/หรือ chemical spreads ที่ต่ำกว่าคาด น่าจะเป็นความเสี่ยงเชิงลบต่อประมาณการของเรา
- อุปทานก๊าซที่ลดลงจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐานการผลิตที่มากกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านลบ.ต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงด้านบวกคือการแก้ไขสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ได้เร็วกว่าที่คาดไว้

Source: Thanachart

PTTGC ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันที่มีความสามารถในการผลิต 145,000 บาร์เรลต่อวัน (kbd) และโอเลฟินส์ที่ใช้ก๊าซและนาฟทาเป็นวัตถุดิบที่มีกำลังการผลิต 3.7 ล้านตันต่อปี เราให้คะแนน ESG ที่ 2.5 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทอื่นในกลุ่มที่ 2.9 แม้บริษัทฯ มีเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดการปล่อยคาร์บอน แต่คะแนน ESG ของบริษัทฯ ก็ได้รับผลกระทบจากความเข้มข้นด้านพลังงานที่สูงและการลงทุนในอดีตที่ทำให้เกิดการด้อยค่าอย่างมาก



	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)
PTTGC	YES	AAA	-	BBB	-	55.53	87.00	50.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, 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
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li><li>การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า</li><li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li><li>การบริหารจัดการน้ำ</li><li>การบริหารจัดการของเสีย</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่ 2.4 แก่ PTTGC เทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 2.9 เนื่องจากการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ที่สูงขึ้น โรงปิโตรเคมีปล่อย GHG มากกว่าโรงกลั่นน้ำมัน นอกจากนี้ เนื่องจากการลดลงของการจัดหาก๊าซภายในประเทศ PTTGC จึงต้องใช้วัตถุดิบจากนาฟทา (น้ำมัน) มากขึ้นกว่าในอดีต ส่วนผสมของนาฟทาในปี 2024 อยู่ที่ 29% เทียบกับ 12% ในปี 2019</li><li>PTTGC ตั้งเป้าหมายในการลดคาร์บอนที่ชัดเจน โดยมีเป้าหมายเป็นการปล่อยคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 และลดการปล่อยคาร์บอนลง 20% ภายในปี 2030 จากฐานปี 2020</li><li>ปี 2023 PTTGC ปล่อย CO2 เทียบเท่า 8.2 ล้านตัน ลดลง 3% จากปี 2022 เนื่องจากความต้องการเคมีภัณฑ์ที่อ่อนแอ ความเข้มข้นของคาร์บอนดีขึ้น โดยลดลงจาก 0.41 เป็น 0.37 ตันของ CO2 ต่อตันการผลิต</li><li>เพื่อลดการปล่อยคาร์บอน PTTGC มีการริเริ่มหลายโครงการ เช่น การพัฒนาเศรษฐกิจไฮโดรเจนและเชื้อเพลิงสะอาด การร่วมมือกับ Eastern Thailand CCS Hub ในการดักจับ CO2 ปีละ 6 ล้านตัน และการขยายพื้นที่สีเขียวมากกว่า 20,000 ไร่เพื่อดูดซับ CO2 ประมาณ 46,000 ตัน ปรับปรุงคุณภาพอากาศ และปกป้องความหลากหลายทางชีวภาพ</li></ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li><li>การดูแลพนักงาน</li><li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li><li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li><li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านสังคมที่ 2.2 แก่ PTTGC ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 2.8</li><li>บริษัทฯ เคยประสบเหตุการณ์น้ำมันรั่วในปี 2014 โดยไม่มีเหตุการณ์ที่สำคัญตั้งแต่นั้นมา</li><li>PTTGC ส่งเสริมวัฒนธรรมความปลอดภัย ด้วยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานทั้งหมด (TRIR) ของพนักงานและผู้รับเหมาเพียง 0.4 และ 0.63 กรณี ต่อ 1 ล้านชั่วโมงการทำงานตามลำดับ</li><li>ในปี 2023 อัตราการลาออกของพนักงานยังคงต่ำที่ 5.43% ขณะที่พนักงานได้รับการฝึกอบรมเฉลี่ย 38.7 ชั่วโมงต่อปี บริษัทฯ ให้ความสำคัญกับความเป็นอยู่ที่ดีของพนักงานผ่านนโยบายต่างๆ เช่น การทำงานจากที่บ้าน (WFH) เป็นการปฏิบัติที่เป็นมาตรฐาน การประกันภัยครบวงจรสำหรับพนักงานและครอบครัว และโปรแกรมความช่วยเหลือสำหรับพนักงาน (EAP) เพื่อส่งเสริมคุณภาพชีวิตและให้คำปรึกษาพนักงานสำหรับปัญหาส่วนบุคคล</li></ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"><li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li><li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li><li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li><li>การบริหารความเสี่ยง</li><li>นวัตกรรม</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาลที่ 2.9 ให้กับ PTTGC ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 3.0 เล็กน้อย แม้ว่าบริษัทจะมีโครงสร้างคณะกรรมการที่แข็งแกร่ง แต่ก็ยังมีความกังวลเกี่ยวกับการตัดสินใจลงทุนของบริษัท เนื่องจากมีโครงการบางโครงการที่ให้ผลตอบแทนต่ำ สร้างความสูญเสีย หรือประสบกับการด้อยค่า</li><li>คณะกรรมการของบริษัทมีประธานที่เป็นกรรมการอิสระ โดยมีสมาชิกคณะกรรมการกว่า 2 ใน 3 เป็นกรรมการอิสระ ซึ่งเราเห็นว่าเป็นอัตราส่วนที่เหมาะสม</li><li>อย่างไรก็ตาม มีธุรกรรมที่เกี่ยวข้องหลายรายการกับบริษัทแม่ คือ PTT โดยที่วัตถุดิบก๊าซ (เอทานและโพรเพน) ถูกจัดหาโดย PTT การตั้งราคาเป็นแบบ net-back หรืออัตราผลตอบแทนภายใน (IRR) เท่ากับธุรกิจโรงแยกก๊าซของ PTT</li><li>PTTGC ได้ทำการลงทุนหลายครั้งที่ทำให้เกิดการด้อยค่าอย่างมีนัยสำคัญในอดีต ซึ่งเพิ่มความกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงในงบดุล ต้นทุนการลงทุนที่สูงของ Allnex อาจนำไปสู่การด้อยค่าในสินทรัพย์ในอนาคต</li></ul>

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	616,635	604,044	581,226	547,995	547,995
Cost of sales	587,414	580,853	552,471	513,734	509,998
<b>Gross profit</b>	<b>29,221</b>	<b>23,191</b>	<b>28,754</b>	<b>34,261</b>	<b>37,997</b>
% gross margin	4.7%	3.8%	4.9%	6.3%	6.9%
Selling & administration expenses	26,824	28,725	27,640	26,060	26,060
<b>Operating profit</b>	<b>2,397</b>	<b>(5,534)</b>	<b>1,114</b>	<b>8,201</b>	<b>11,938</b>
% operating margin	0.4%	-0.9%	0.2%	1.5%	2.2%
Depreciation & amortization	27,504	30,995	30,203	28,928	28,003
<b>EBITDA</b>	<b>29,901</b>	<b>25,461</b>	<b>31,317</b>	<b>37,130</b>	<b>39,941</b>
% EBITDA margin	4.8%	4.2%	5.4%	6.8%	7.3%
Non-operating income	8,001	6,350	6,350	6,350	6,350
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(10,708)	(10,863)	(9,154)	(9,032)	(8,665)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(310)</b>	<b>(10,047)</b>	<b>(1,690)</b>	<b>5,519</b>	<b>9,623</b>
Income tax	1,352	(969)	(338)	1,104	1,925
<b>After-tax profit</b>	<b>(1,662)</b>	<b>(9,078)</b>	<b>(1,352)</b>	<b>4,415</b>	<b>7,698</b>
% net margin	-0.3%	-1.5%	-0.2%	0.8%	1.4%
Shares in affiliates' Earnings	(1,225)	(1,462)	(731)	0	0
Minority interests	134	204	196	185	185
Extraordinary items	3,752	(19,474)	(2,982)	(994)	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>999</b>	<b>(29,810)</b>	<b>(4,869)</b>	<b>3,606</b>	<b>7,883</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(2,753)</b>	<b>(10,336)</b>	<b>(1,887)</b>	<b>4,600</b>	<b>7,883</b>
EPS (Bt)	0.2	(6.6)	(1.1)	0.8	1.7
Normalized EPS (Bt)	(0.6)	(2.3)	(0.4)	1.0	1.7

Outlook is worsening  
given trade war risks

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	186,874	156,134	187,589	180,063	184,644
Cash & cash equivalent	46,249	33,110	70,000	70,000	75,000
Account receivables	57,761	47,753	45,949	43,322	43,322
Inventories	68,517	65,222	62,035	57,685	57,266
Others	14,347	10,049	9,605	9,056	9,056
Investments & loans	74,836	58,851	58,851	58,851	58,851
Net fixed assets	285,860	267,769	261,647	252,354	243,950
Other assets	171,435	163,090	163,090	163,090	163,090
<b>Total assets</b>	<b>719,005</b>	<b>645,844</b>	<b>671,177</b>	<b>654,358</b>	<b>650,535</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	125,841	114,131	129,584	182,652	102,505
Account payables	71,163	62,154	59,117	54,972	54,572
Bank overdraft & ST loans	2,203	1,115	0	0	0
Current LT debt	18,915	20,968	40,000	100,000	20,000
Others current liabilities	33,560	29,893	30,466	27,680	27,932
<b>Total LT debt</b>	<b>243,934</b>	<b>207,105</b>	<b>224,023</b>	<b>152,114</b>	<b>223,039</b>
Others LT liabilities	53,048	56,015	54,195	52,543	52,543
<b>Total liabilities</b>	<b>422,824</b>	<b>377,251</b>	<b>407,802</b>	<b>387,309</b>	<b>378,086</b>
Minority interest	7,287	6,962	6,766	6,581	6,396
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	36,937	36,937	36,937	36,937	36,937
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5,775)	475	475	475	475
<b>Retained earnings</b>	<b>212,644</b>	<b>179,130</b>	<b>174,108</b>	<b>177,967</b>	<b>183,552</b>
Shareholders' equity	288,895	261,631	256,608	260,467	266,052
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>719,005</b>	<b>645,844</b>	<b>671,177</b>	<b>654,358</b>	<b>650,535</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates



**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Earnings before tax	(310)	(10,047)	(1,690)	5,519	9,623
Tax paid	(859)	156	691	(1,338)	(1,836)
Depreciation & amortization	27,504	30,995	30,203	28,928	28,003
Chg In working capital	9,145	4,294	1,954	2,832	20
Chg In other CA & CL / minorities	9,842	7,520	(134)	(2,003)	163
<b>Cash flow from operations</b>	<b>45,321</b>	<b>32,918</b>	<b>31,024</b>	<b>33,938</b>	<b>35,973</b>
Capex	(17,042)	(12,905)	(24,080)	(19,635)	(19,600)
Right of use	142	(2,630)	0	0	0
ST loans & investments	531	(13)	67	0	0
LT loans & investments	6,400	15,985	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,955)	(13,560)	(4,802)	(2,646)	0
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(15,925)</b>	<b>(13,122)</b>	<b>(28,815)</b>	<b>(22,281)</b>	<b>(19,600)</b>
Debt financing	(11,706)	(35,480)	34,834	(11,909)	(9,075)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,269)	(3,503)	(153)	253	(2,298)
Warrants & other surplus	(2,136)	6,049	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(15,110)</b>	<b>(32,934)</b>	<b>34,681</b>	<b>(11,657)</b>	<b>(11,373)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>28,279</b>	<b>20,013</b>	<b>6,944</b>	<b>14,303</b>	<b>16,373</b>

*We expect positive FCF in 2025-26F from limited capex*

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Normalized PE (x)	na	na	na	17.3	10.1
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	15.7	9.2
PE (x)	79.4	na	na	22.0	10.1
PE - at target price (x)	72.2	na	na	20.0	9.2
EV/EBITDA (x)	10.0	10.8	8.7	7.0	6.2
EV/EBITDA - at target price (x)	9.7	10.5	8.5	6.8	6.0
P/BV (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
P/BV - at target price (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
P/CFO (x)	1.8	2.4	2.6	2.3	2.2
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	4.3	2.8	4.3	1.8	4.0
FCF Yield (%)	35.6	25.2	8.8	18.0	20.6
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.6)	(2.3)	(0.4)	1.0	1.7
EPS	0.2	(6.6)	(1.1)	0.8	1.7
DPS	0.8	0.5	0.8	0.3	0.7
BV/share	64.1	58.0	56.9	57.8	59.0
CFO/share	10.1	7.3	6.9	7.5	8.0
FCF/share	6.3	4.4	1.5	3.2	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see PTTGC's 0.3x 2025F P/BV as fairly valued*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(9.1)	(2.0)	(3.8)	(5.7)	0.0
Net profit (%)	na	na	na	na	118.6
EPS (%)	na	na	na	na	118.6
Normalized profit (%)	na	na	na	na	71.4
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	71.4
Dividend payout ratio (%)	338.5	(7.6)	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	4.7	3.8	4.9	6.3	6.9
Operating margin (%)	0.4	(0.9)	0.2	1.5	2.2
EBITDA margin (%)	4.8	4.2	5.4	6.8	7.3
Net margin (%)	(0.3)	(1.5)	(0.2)	0.8	1.4
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	0.1	0.9	1.4
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	2.3	3.4	4.1	4.6
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	0.7	1.2
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	1.8	3.0
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	1.7	2.9
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
- operating margin (%)	na	na	na	2.7	3.3
- leverage (x)	2.5	2.5	2.5	2.6	2.5
- interest burden (%)	(3.0)	(1,231.3)	(22.6)	37.9	52.6
- tax burden (%)	na	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	0.4	(1.1)	0.1	1.5	2.2
NOPAT (Bt m)	2,397	(5,534)	400	6,930	9,550
invested capital (Bt m)	507,698	457,709	450,632	442,581	434,091

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net D/E remains at a manageable level, in our view

## 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 redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### 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](http://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 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.

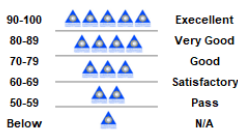
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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.



## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% 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 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ 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 จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่1/2568 ชุดที่1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:**\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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 อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน, วิโทรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล 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

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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