

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 8.50

(From: Bt 6.90)

Upside : 18.9%

22 AUGUST 2025

Small Cap Research

PTG Energy Pcl. (PTG TB)

ธุรกิจนอกกลุ่มน้ำมันแข็งแกร่งขึ้น

เนื่องจากผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งของกาแฟพันธุ์ไทย เราจึงปรับ
กำไรของ PTG ขึ้นอีก เพื่อสะท้อนการขยายสาขาในเชิงรุกมากขึ้น เราปรับ
ราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 8.5 บาท และคงคำแนะนำ "ซื้อ" PTG

การปรับเพิ่มประมาณการกำไรเพิ่มเติม; คงคำแนะนำ "ซื้อ"
เราได้ปรับคำแนะนำ PTG เป็น "ซื้อ" ไปแล้วในบทวิเคราะห์ "PTG –
กลับมาน่าสนใจ" เมื่อวันที่ 10 มิถุนายน 2025 จาก 1) ธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน
ที่เริ่มฟื้นตัวจากราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งช่วยดันค่าการตลาดให้กลับสู่ระดับ
ปกติ 2) มีกระแสเงินสดอิสระที่แข็งแกร่ง ทำให้กลายเป็นหุ้นที่ให้อัตรา
ผลตอบแทนปันผลที่น่าสนใจ และ 3) มูลค่าหุ้นที่ถูก De-rated แล้ว ในบท
วิเคราะห์นี้ เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" และปรับประมาณการกำไรปี 2025-27F
ขึ้นอีก 8/16.5/22% พร้อมปรับราคาเป้าหมายขึ้น (โดยปรับมาใช้ปีฐาน
2026F) เป็น 8.5 บาท แม้ว่าธุรกิจค้าปลีกน้ำมันยังคงฟื้นตัวต่อเนื่องจาก
การที่ค่าการตลาดกลับสู่ภาวะปกติ แต่ธุรกิจนอกกลุ่มน้ำมันอย่าง "กาแฟ
พันธุ์ไทย" กลับมีผลประกอบการดีกว่าที่คาด เราจึงได้ปรับเพิ่มสมมติฐาน
การขยายสาขาใหม่ เรามองว่า PTG ยังคงไม่แพง ซื้อขายที่ PE ที่
10.6/9.4 เท่า ในปี 2025-26F เทียบกับการเติบโตของ EPS เฉลี่ยที่ 13%
ในปี 2026-28F และมีอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 4.9/5.6% ในปี 2025-26F

การขยายธุรกิจนอกกลุ่มน้ำมันในเชิงรุกมากขึ้น

ด้วยแนวโน้มธุรกิจที่แข็งแกร่ง PTG จึงได้เปิดร้านพันธุ์ไทยใหม่ 295 สาขา
ใน 1H25 ทำให้มีสาขารวมทั้งหมด 1,642 แห่ง คาดการณ์ของเราที่คาดว่า
มีการเปิดสาขาใหม่ 465/415/300 แห่ง ในปี 2025-27F นั้นดูเหมือนจะต่ำ
ไป เรายังปรับเพิ่มเป็น 600/700/800 สาขาต่อปี ซึ่งเทียบกับคำแนะนำของ
บริษัท ที่คาดว่าจะเปิด 600-1,000 แห่งต่อปี PTG ได้ขยายธุรกิจนอก
กลุ่มน้ำมันมากขึ้น เนื่องจากตลาดค้าปลีกน้ำมันเริ่มโตได้ช้า ด้วยมีการ
เติบโตของความต้องการเพียง 1-2% ต่อปี เท่านั้น

โครงสร้างกำไรใหม่

หลังจากหลายปีที่ขยายธุรกิจนอกกลุ่มน้ำมัน สัดส่วนกำไรขั้นต้นจากธุรกิจ
นอกกลุ่มน้ำมันเพิ่มขึ้นเป็น 35% ใน 2Q25 จากเพียง 8% ในปี 2017 เรา
คาดว่าจะสัดส่วนนี้จะเพิ่มขึ้นเป็น 43% ในปี 2028F ปัจจัยสำคัญมาจากร้าน
กาแฟพันธุ์ไทย แม้ว่า PTG จะมีธุรกิจนอกกลุ่มน้ำมันอื่นๆ ด้วย เช่น Max
Mart, Subway และ Autobacs สำหรับธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน PTG เติบโตได้
เร็วกว่าตลาดที่กำลังเข้าสู่ภาวะอิ่มตัว เนื่องจากสามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาด
จาก 12.7% ในปี 2017 เป็น 22% ใน 2Q25 เนื่องจากส่วนแบ่งตลาดของ
PTG สูงมากเมื่อเทียบกับคู่แข่งอย่าง บมจ.ปตท.น้ำมันและการค้าปลีก
(OR, "ขาย") ที่มีส่วนแบ่งตลาด 34.6% และบมจ.บางจาก คอร์
ปอเรชั่น (BCP, "ซื้อ") ที่มีส่วนแบ่งตลาด 29% เราจึงคาดว่า การเพิ่มส่วน
แบ่งตลาดของ PTG จะมีแนวโน้มน้อยลงในอนาคต PTG ให้เครดิตกับการ
เพิ่มส่วนแบ่งตลาดธุรกิจน้ำมันและความสำเร็จของร้านกาแฟพันธุ์ไทย มา
จากระบบโปรแกรมมัลติผ่านบัตร PT Max Card ซึ่งปัจจุบันมีสมาชิกที่
ใช้งานอยู่ถึง 8 ล้านคน

การฟื้นตัวของมาร์จิ้นน้ำมันหนุนผลกำไรในครึ่งหลังปี 2025

แนวโน้มกำไรคาดว่าจะเร่งตัวขึ้นใน 2H25F โดยได้แรงหนุนบางส่วนจาก
ค่าการตลาดน้ำมันที่แข็งแกร่งขึ้น เราคาดว่าค่าการตลาดจะเพิ่มขึ้นเป็น
1.7 บาทต่อลิตร ใน 2H25F จาก 1.64 บาทต่อลิตร ใน 1H25 สำหรับ
แนวโน้มหลังปี 2025F สมมติฐานในกรณีฐานของเราคือค่าการตลาดจะอยู่
ในระดับปกติที่ 1.7 บาทต่อลิตร ในปี 2026-27F แต่เราเห็น upside ถ้า
ราคาน้ำมันต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้



YUPAPAN POLPORNPRASERT

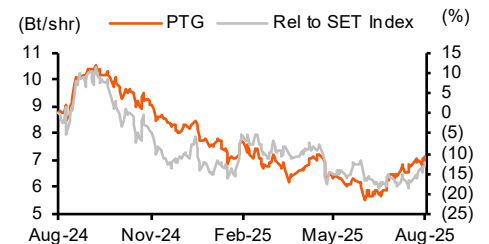
662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	226,383	208,765	213,725	218,353
Net profit	1,022	1,131	1,271	1,415
Consensus NP	—	1,143	1,369	1,518
Diff frm cons (%)	—	(1.0)	(7.2)	(6.8)
Norm profit	1,022	1,131	1,271	1,415
Prev. Norm profit	—	1,046	1,091	1,158
Chg frm prev (%)	—	8.1	16.5	22.1
Norm EPS (Bt)	0.6	0.7	0.8	0.8
Norm EPS grw (%)	7.7	10.7	12.3	11.3
Norm PE (x)	11.7	10.6	9.4	8.4
EV/EBITDA (x)	3.3	3.6	3.2	2.8
P/BV (x)	1.3	1.2	1.2	1.1
Div yield (%)	4.9	4.9	5.6	5.6
ROE (%)	11.5	12.1	12.8	13.3
Net D/E (%)	87.2	106.1	98.5	85.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 22-Aug-25 (Bt)	7.15
Market Cap (US\$ m)	365.8
Listed Shares (m shares)	1,670.0
Free Float (%)	52.8
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	0.7
12M Price H/L (Bt)	10.50/5.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Ratchakij Holding Ltd. 25.12%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

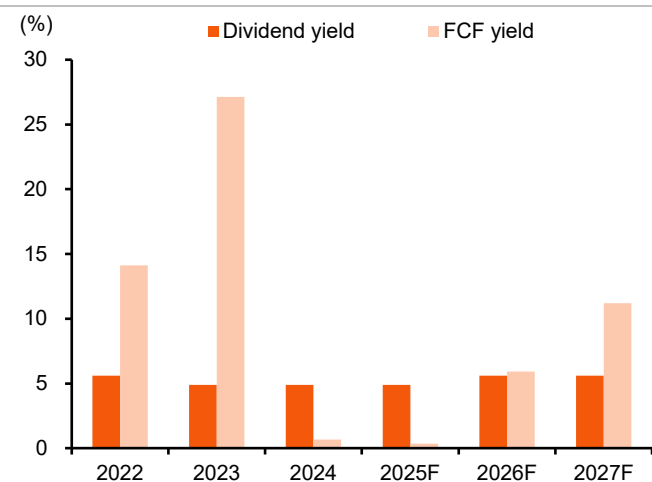
ESG Summary Report P9



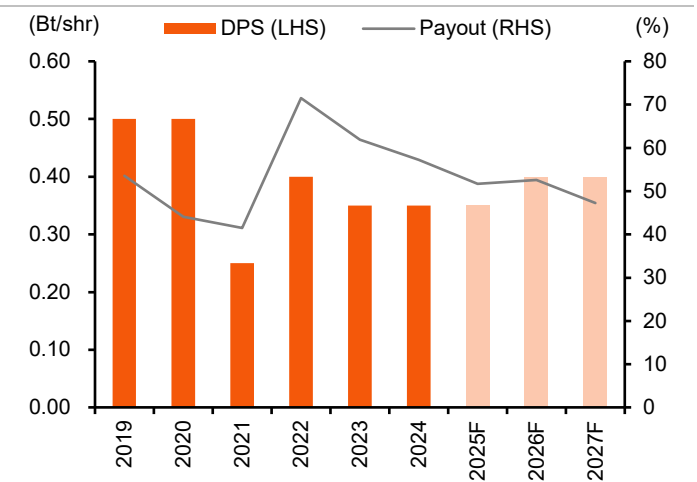
Ex 1: Earning Revisions

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Reported profit (Bt m)						
- New	934	944	1,022	1,131	1,271	1,415
- Old				1,046	1,091	1,158
- Change (%)				8.1	16.5	22.1
Core profit (Bt m)						
- New	927	950	1,022	1,131	1,271	1,415
- Old				1,046	1,091	1,158
- Change (%)				8.1	16.5	22.1
Punthai Coffee stores						
- New	511	882	1,347	1,947	2,647	3,447
- Old				1,812	2,227	2,527
- Change (%)				7.5	18.9	36.4
SG&A per liter (Bt)						
- New	1.8	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4
- Old				2.0	2.0	2.1
- Change (%)				7.6	12.6	17.6
Oil margin (Bt)						
- New	1.84	1.71	1.65	1.67	1.70	1.70
- Old				1.70	1.70	1.70
- Change (%)				(1.8)	-	-

Sources: Company data, Thanachart estimates

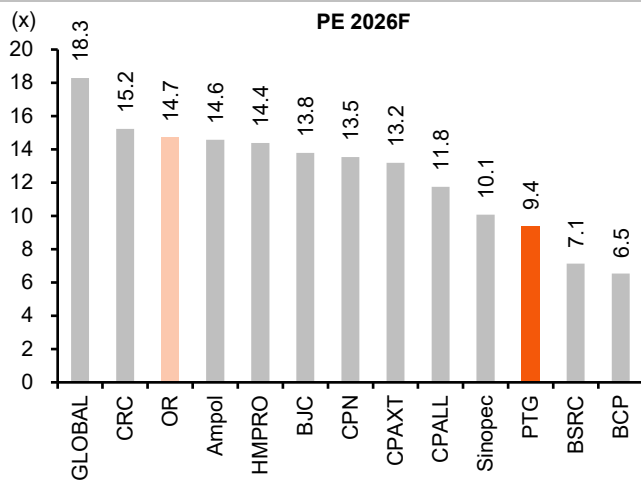
Ex 2: FCF Yield Vs. DPS Yield

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: DPS Vs. Payout Ratio

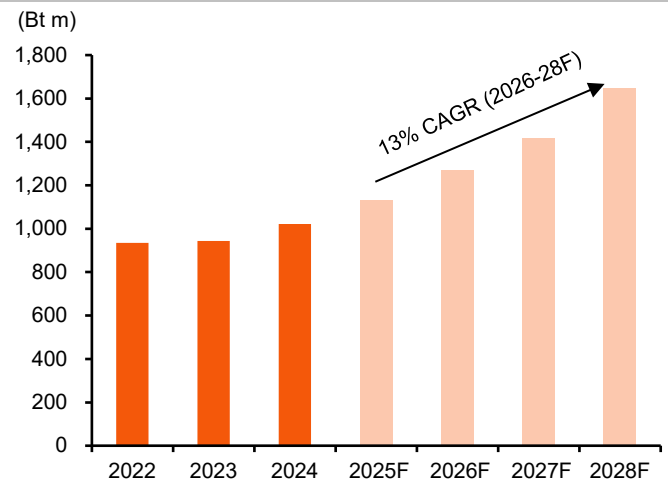
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 4: PE Band Comparison



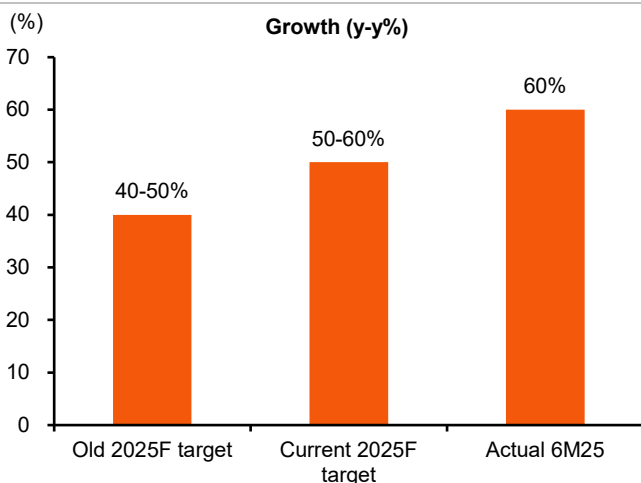
Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 5: PTG's Earnings Growth



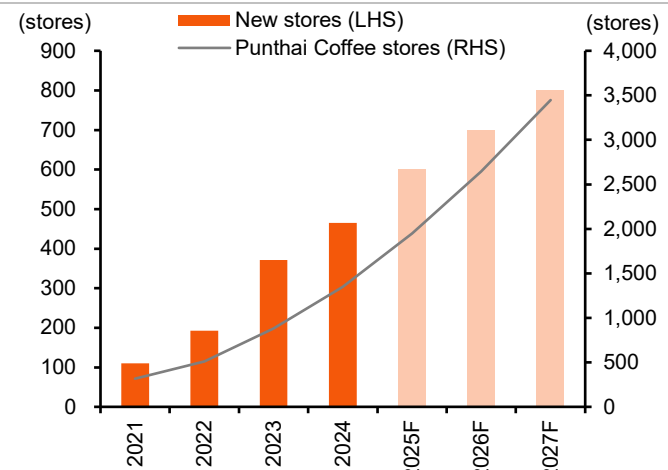
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: PTG's Non-oil Gross Profit Growth Target



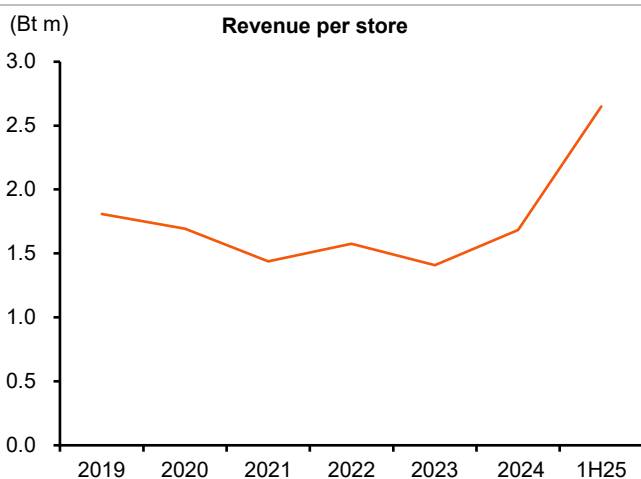
Source: Company data

Ex 7: Punthai Store Openings



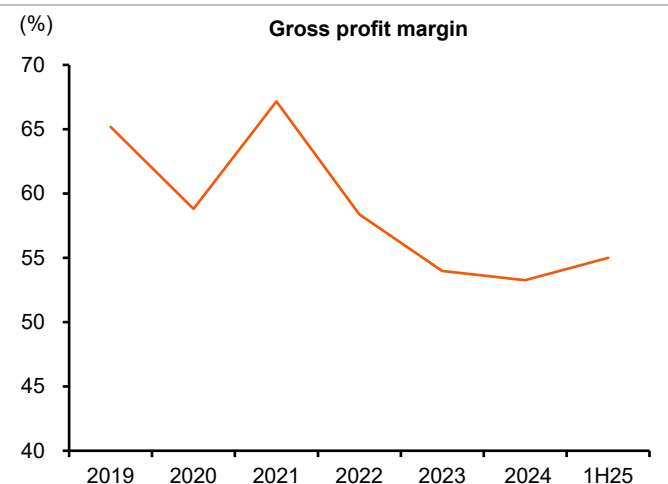
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 8: Revenue Per Punthai Store



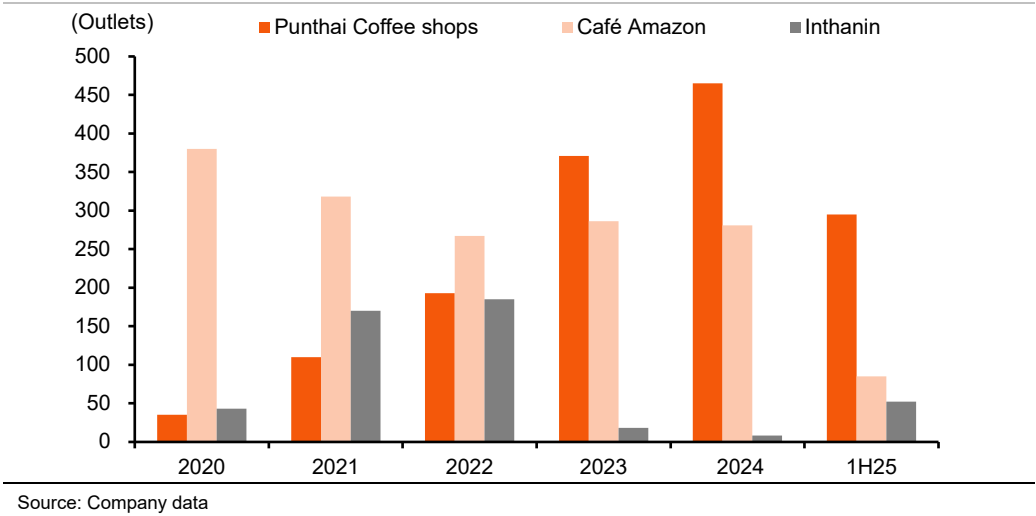
Sources: Company data

Ex 9: Punthai's Gross Profit Margin

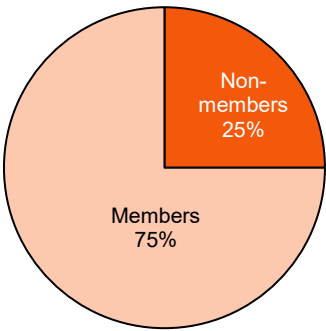


Source: Company data

Ex 10: Punthai Coffee Store Openings Vs. Peers

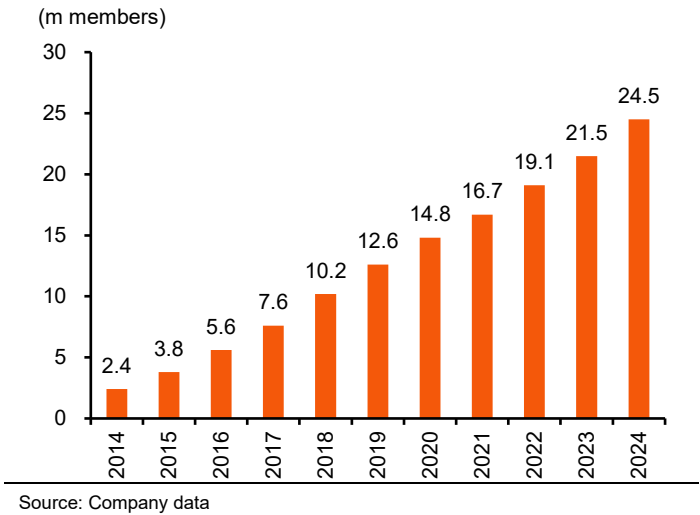


Ex 11: Member Oil Sales Via COCO Channel



Source: Company data

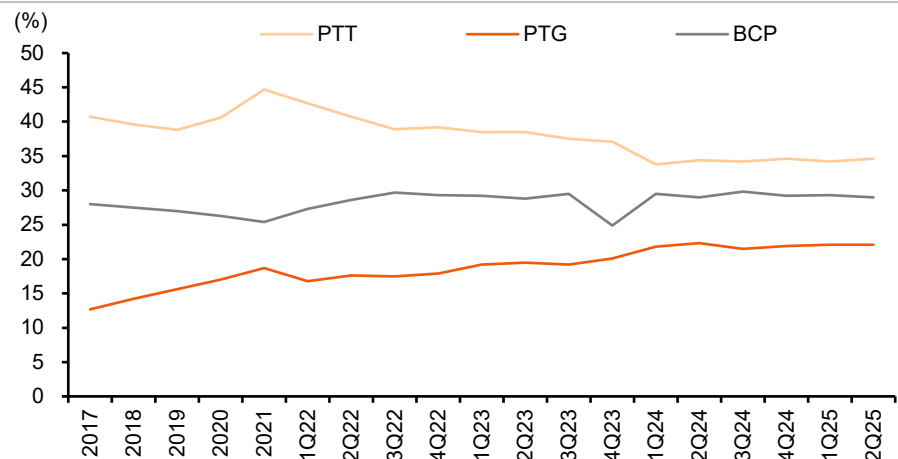
Ex 12: Max Card Premier Members



Ex 13: Max Card Plus Benefits

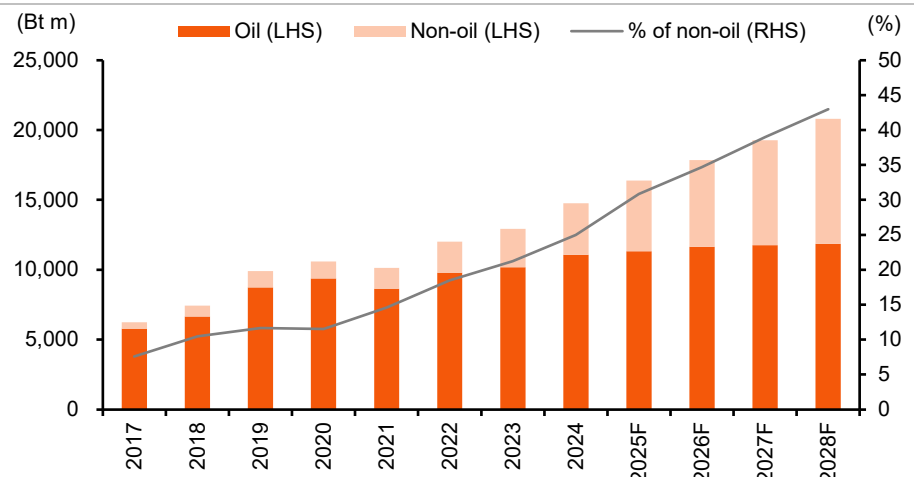


Ex 14: Retail Market Share



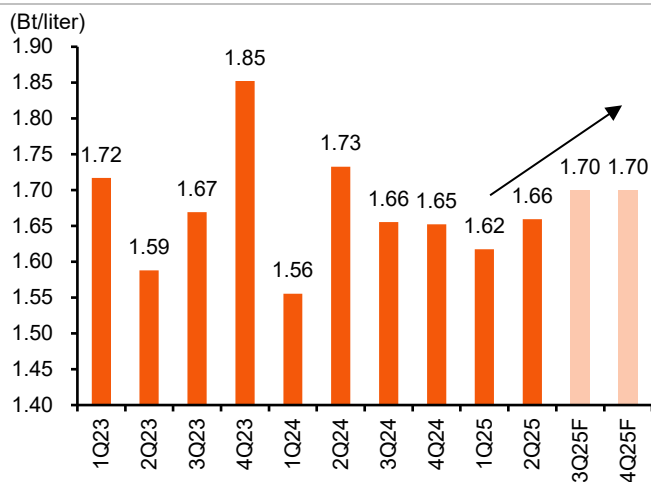
Sources: Company data

Ex 15: Gross Profit Breakdown



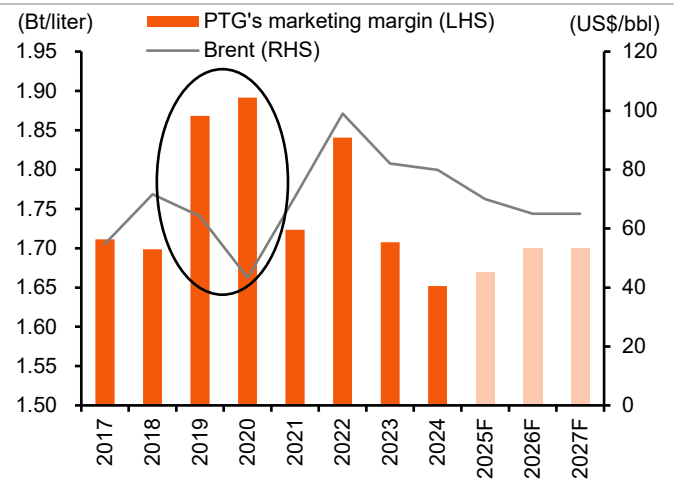
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Oil Marketing Margin – Quarterly



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 17: Oil Marketing Margin – Yearly



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 18: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA	7,026	7,847	7,346	8,110	8,024	7,765	6,786	7,094	7,413	7,743	6,461	
Free cash flow	1,865	2,438	1,234	1,308	4,674	4,255	3,111	3,249	3,381	3,518	2,218	25,421
PV of free cash flow	1,682	1,983	905	864	2,786	2,287	1,507	1,420	1,332	1,250	710	8,141
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	10.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	24,867											
Net debt	10,452											
Minority interest	252											
Equity value	14,164											
# of shares (m)	1,670											
Equity value/share (Bt)	8.5											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 19: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Market	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)	25F (%)	26F (%)
<u>Petrol station operators</u>														
Pure petrol station operators														
PTT Oil And Retail	OR TB *	Thailand	26.1	7.3	15.8	14.7	1.3	1.3	5.9	5.6	3.7	3.7	8.7	9.0
PTG Pcl	PTG TB *	Thailand	10.7	12.3	10.6	9.4	1.2	1.2	3.6	3.2	4.9	5.6	12.1	12.8
Bangchak Corp	BCP TB *	Thailand	(16.5)	25.6	8.2	6.5	0.7	0.7	2.6	2.9	3.4	4.6	9.0	10.5
Bangchak Sriracha	BSRC TB *	Thailand	51.8	43.4	10.2	7.1	0.6	0.6	5.5	3.5	2.3	4.0	6.3	8.8
Average			18.0	22.1	11.2	9.4	1.0	0.9	4.4	3.8	3.6	4.5	9.1	10.3
Petrol station operators with other business														
Ampol	ALD AU	Australia	54.1	29.6	18.6	14.4	2.1	1.9	8.1	6.9	3.1	4.4	9.9	13.7
Sinopec	386 HK	China	(16.1)	15.2	11.4	9.9	0.6	0.6	6.1	5.7	5.7	6.4	5.7	6.3
Average			19.0	22.4	15.0	12.1	1.4	1.3	7.1	6.3	4.4	5.4	7.8	10.0
Average			18.3	22.2	12.5	10.3	1.1	1.1	5.3	4.6	3.9	4.8	8.6	10.2
<u>Thailand retailers</u>														
Berli Jucker	BJC TB *	Thailand	2.6	5.9	14.6	13.8	0.6	0.6	8.7	8.3	4.8	5.1	3.9	4.1
CP All	CPALL TB *	Thailand	15.0	19.7	14.1	11.8	2.8	2.5	7.2	6.3	3.6	4.3	21.7	22.9
CP Axtra	CPAXT TB *	Thailand	11.6	25.4	16.5	13.2	0.6	0.6	7.6	6.7	4.2	5.3	3.9	4.7
Central Pattana	CPN TB *	Thailand	(7.4)	16.5	15.8	13.5	2.2	2.1	10.7	9.7	3.9	4.3	14.6	15.8
Central Retail Corp.	CRC TB *	Thailand	(8.9)	4.9	16.0	15.2	1.7	1.6	5.9	5.8	2.5	2.6	11.2	11.0
Siam Global House	GLOBAL TB *	Thailand	(24.0)	1.7	18.6	18.3	1.3	1.3	11.5	11.2	1.9	1.9	7.2	7.0
Home Product	HMPRO TB *	Thailand	(6.7)	6.2	15.3	14.4	3.5	3.3	8.6	8.1	5.2	5.6	22.7	23.4
Average			(2.5)	11.5	15.8	14.3	1.8	1.7	8.6	8.0	3.7	4.2	12.2	12.7

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 22 August 2025 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

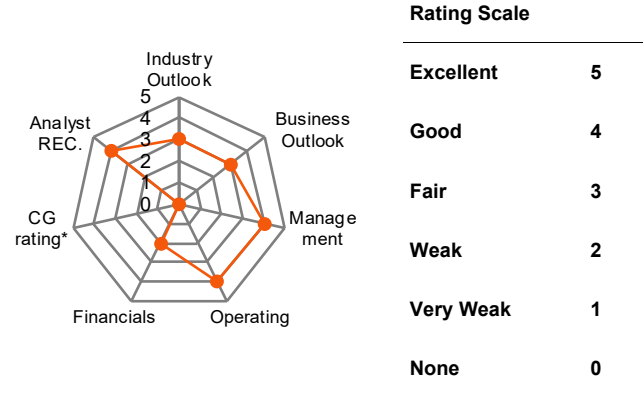
S — Strength

- ส่วนมากเป็นเจ้าของและดำเนินการสถานีสบริการน้ำมัน PT ของตัวเอง
- บริหารจัดการธุรกิจขนส่งและคลังเก็บน้ำมันเชื้อเพลิงเอง
- มีสถานีสบริการน้ำมันครอบคลุมทั่วประเทศโดยใช้เงินลงทุนต่ำ

O — Opportunity

- การชิงส่วนแบ่งการตลาดจากสถานีสบริการน้ำมันอิสระ
- โอกาสในการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานและธุรกิจด้านยานยนต์อื่นๆ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Awards

W — Weakness

- สถานีสบริการส่วนใหญ่อยู่บนพื้นที่เช่า
- อยู่ตลาดรองจึงมีโอกาสรายได้จากธุรกิจนอกเหนือจากน้ำมันน้อยกว่าเจ้าอื่น
- แหล่งเงินทุนในการขยายธุรกิจมาจากการกู้ยืมเงิน

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการขยายสาขาโดยรักษาคูณภาพสถานีโดยรวม
- การควบคุมค่าการตลาดน้ำมันค้าปลีกจากรัฐบาล
- ความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่และการทำ M&A

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	8.63	8.50	-1%
Net profit 25F (Bt m)	1,143	1,131	-1%
Net profit 26F (Bt m)	1,369	1,271	-7%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าโรสุทธิในปี 2026F ที่เราคาดการณ์อยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของ Bloomberg consensus ถึง 7% ซึ่งเป็นผลจากที่เราได้รวมความกดดันด้านต้นทุนต่อค่าการตลาดที่อาจเกิดขึ้น
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด

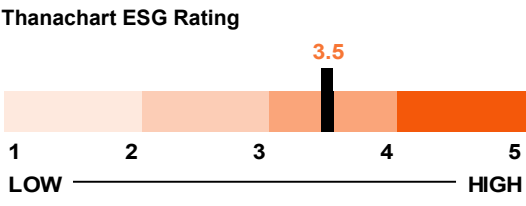
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นอย่างมากของราคาน้ำมันอาจเป็นความเสี่ยงเชิงลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ค่าการตลาดที่อ่อนแอกว่าคาดจะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- ผลของการลงทุนในอนาคต และการทำ M&A อาจเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

PTG เป็นผู้ค้าปลีกน้ำมันรายใหญ่อันดับสองของประเทศไทยตามส่วนแบ่งตลาดค้าปลีก บริษัทฯ มีสถานบริการมากกว่า 2,000 แห่งทั่วประเทศ นอกจากนี้ยังดำเนินธุรกิจจัดจำหน่าย LPG และให้บริการ non-oil ในสถานบริการ เช่น มินิมาร์ท และร้านกาแฟ เราประเมินคะแนน ESG ของ PTG ที่ 3.5 ซึ่งดีกว่าเพื่อนในกลุ่มเดียวกัน



	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)
PTG	-	-	-	-	49.83	62.46	58.00	-	0.0

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
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ PTG ที่ 3.8 ซึ่งถือว่าค่อนข้างสูงPTG ไม่ได้เกี่ยวข้องกับการผลิตหรือแปรรูปพลังงานโดยตรง แต่ดำเนินธุรกิจในส่วนการค้าพลังงาน ดังนั้น เราเชื่อว่าบริษัทฯ เผชิญกับความท้าทายด้านสิ่งแวดล้อมน้อยกว่า และมีแนวทางที่ชัดเจนในการบรรลุเป้าหมายความยั่งยืนแม้ว่า PTG จะมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในระดับที่ค่อนข้างต่ำ บริษัทฯ ยังคงมุ่งมั่นสนับสนุนสิ่งแวดล้อมที่ดี และตั้งเป้าหมายบรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutrality) ภายในปี 2030 โดยมุ่งลดการปล่อยก๊าซผ่านแนวปฏิบัติที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมในทุกกระบวนการดำเนินงาน รวมถึงการลดการใช้พลังงานในสำนักงาน และเพิ่มการใช้พลังงานทดแทนในทุกหน่วยธุรกิจหนึ่งในโครงการสำคัญคือการติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป ซึ่งช่วยลดการใช้ไฟฟ้าต่อสถานีบริการน้ำมันได้มากกว่า 20% และลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่ากับ 1,600 ตัน
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสังคม (S) แก่ PTG ที่ 3.0PTG ได้กำหนดมาตรการป้องกันและบรรเทาผลกระทบเพื่อจัดการกับปัญหาด้านสิทธิมนุษยชน ได้แก่ สิทธิของพนักงาน (สุขภาพและความปลอดภัย การเจรจาต่อรองร่วมกัน รูปแบบการจ้างงานที่ผิดกฎหมาย ความเป็นส่วนตัวของข้อมูล การเลือกปฏิบัติ) สิทธิของชุมชน และสิทธิของซัพพลายเออร์/ผู้รับเหมาจากความมุ่งมั่นต่อชุมชน สังคม และสิ่งแวดล้อม "ร้านกาแฟพันธุ์ไทย" ได้รับรางวัลร้านกาแฟสีเขียว (Green Coffee Shop Award) ในประเภท "ร้านกาแฟเป็นมิตรกับสิ่งแวดล้อม" ประจำปี 2024ด้วยการส่งเสริมวัตถุดิบท้องถิ่นและสนับสนุนเกษตรกรผ่านการซื้อผลผลิตทางการเกษตร - ซึ่งสร้างรายได้กว่า 87 ลบ. - PTG ยังได้รับคะแนนความพึงพอใจจากชุมชนสูงถึง 96.70% สำหรับโครงการด้านสังคมของบริษัท
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) แก่ PTG ที่ 3.3 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 3.08 สะท้อนถึงความเสี่ยงต่ำที่มีในโมเดลธุรกิจของบริษัทคณะกรรมการบริษัทมีประธานเป็นกรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระคิดเป็น 40% ของจำนวนกรรมการทั้งหมด ซึ่งน้อยกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมที่ควรอยู่ที่ 60% เล็กน้อยPTG ยังมีฐานะทางการเงินที่แข็งแกร่ง โดยมีอัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ในระดับที่ดี เรามองเห็นโอกาสเติบโตสูง โดยเฉพาะจากความแข็งแกร่งของธุรกิจที่ไม่ใช้น้ำมันอย่างไรก็ตาม ยังมีความเสี่ยงทางธุรกิจจากการแทรกแซงของรัฐบาลในช่วงที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับสูง

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	199,224	226,383	208,765	213,725	218,353
Cost of sales	185,889	211,043	192,390	195,875	199,080
Gross profit	13,335	15,340	16,375	17,850	19,273
% gross margin	6.7%	6.8%	7.8%	8.4%	8.8%
Selling & administration expenses	11,009	12,884	14,290	15,484	16,737
Operating profit	2,326	2,456	2,085	2,366	2,536
% operating margin	1.2%	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%
Depreciation & amortization	3,340	3,617	4,056	4,660	5,310
EBITDA	5,666	6,073	6,141	7,026	7,847
% EBITDA margin	2.8%	2.7%	2.9%	3.3%	3.6%
Non-operating income	0	0	562	568	575
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,128)	(1,091)	(1,239)	(1,340)	(1,324)
Pre-tax profit	1,199	1,365	1,408	1,594	1,787
Income tax	261	448	383	430	478
After-tax profit	938	917	1,025	1,164	1,309
% net margin	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%
Shares in affiliates' Earnings	33	125	125	125	125
Minority interests	(22)	(20)	(18)	(19)	(19)
Extraordinary items	(6)	(1)	0	0	0
NET PROFIT	944	1,022	1,131	1,271	1,415
Normalized profit	950	1,022	1,131	1,271	1,415
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8

We expect 12-13% profit growth over 2026-27F due to non-oil expansion

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	7,838	7,968	7,230	7,332	7,427
Cash & cash equivalent	3,381	2,212	2,000	2,000	2,000
Account receivables	1,108	1,426	1,315	1,346	1,375
Inventories	3,330	4,295	3,915	3,986	4,051
Others	20	35	0	0	0
Investments & loans	2,009	2,055	2,055	2,055	2,055
Net fixed assets	13,202	15,810	16,507	17,162	17,370
Other assets	23,882	25,920	29,920	29,920	29,920
Total assets	46,932	51,752	55,712	56,469	56,772
LIABILITIES:					
Current liabilities:	16,210	20,797	21,404	21,507	21,230
Account payables	10,340	12,285	11,199	11,402	11,589
Bank overdraft & ST loans	2,800	4,046	4,888	4,848	4,577
Current LT debt	1,951	3,202	3,868	3,836	3,622
Others current liabilities	1,119	1,263	1,449	1,422	1,443
Total LT debt	3,622	3,059	3,696	3,665	3,460
Others LT liabilities	18,175	18,615	20,765	20,785	20,805
Total liabilities	38,006	42,470	45,865	45,958	45,495
Minority interest	145	233	252	271	290
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
Share premium	1,185	1,185	1,185	1,185	1,185
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(151)	(153)	(153)	(153)	(153)
Retained earnings	6,076	6,346	6,893	7,537	8,284
Shareholders' equity	8,780	9,049	9,595	10,240	10,986
Liabilities & equity	46,932	51,752	55,712	56,469	56,772

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,199	1,365	1,408	1,594	1,787
Tax paid	(190)	(545)	(335)	(456)	(457)
Depreciation & amortization	3,340	3,617	4,056	4,660	5,310
Chg In working capital	1,995	662	(595)	101	92
Chg In other CA & CL / minorities	1,083	1,205	263	124	126
Cash flow from operations	7,426	6,304	4,796	6,023	6,858
Capex	(4,186)	(6,224)	(4,754)	(5,315)	(5,519)
Right of use	2,250	(166)	0	0	0
ST loans & investments	(20)	(15)	35	0	0
LT loans & investments	(79)	(46)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,256)	(2,204)	(1,850)	21	19
Cash flow from investments	(5,290)	(8,655)	(6,569)	(5,294)	(5,500)
Debt financing	(511)	1,936	2,144	(103)	(690)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(334)	(752)	(585)	(626)	(668)
Warrants & other surplus	19	(2)	0	0	0
Cash flow from financing	(826)	1,183	1,560	(729)	(1,358)
Free cash flow	3,240	80	43	708	1,338

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	12.6	11.7	10.6	9.4	8.4
Normalized PE - at target price (x)	14.9	13.9	12.5	11.2	10.0
PE (x)	12.6	0.0	10.6	9.4	8.4
PE - at target price (x)	15.0	13.9	12.5	11.2	10.0
EV/EBITDA (x)	3.0	3.3	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA - at target price (x)	3.4	3.7	4.0	3.5	3.0
P/BV (x)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
P/BV - at target price (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
P/CFO (x)	1.6	1.9	2.5	2.0	1.7
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	4.9	4.9	4.9	5.6	5.6
FCF Yield (%)	27.1	0.7	0.4	5.9	11.2
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
EPS	0.6	0.6	0.7	0.8	0.8
DPS	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
BV/share	5.3	5.4	5.7	6.1	6.6
CFO/share	4.4	3.8	2.9	3.6	4.1
FCF/share	1.9	0.0	0.0	0.4	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see its 10.6x 2025F
PE as attractive*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	10.8	13.6	(7.8)	2.4	2.2
Net profit (%)	1.1	8.2	10.7	12.3	11.3
EPS (%)	1.1	8.2	10.7	12.3	11.3
Normalized profit (%)	2.4	7.7	10.7	12.3	11.3
Normalized EPS (%)	2.4	7.7	10.7	12.3	11.3
Dividend payout ratio (%)	61.9	57.2	51.7	52.6	47.2
Operating performance					
Gross margin (%)	6.7	6.8	7.8	8.4	8.8
Operating margin (%)	1.2	1.1	1.0	1.1	1.2
EBITDA margin (%)	2.8	2.7	2.9	3.3	3.6
Net margin (%)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.1	1.3	1.2	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.9	1.1	1.0	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	2.3	1.7	1.8	1.9
Interest coverage - EBITDA (x)	5.0	5.6	5.0	5.2	5.9
ROA - using norm profit (%)	2.1	2.1	2.1	2.3	2.5
ROE - using norm profit (%)	11.2	11.5	12.1	12.8	13.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.1	10.3	11.0	11.7	12.3
- asset turnover (x)	4.3	4.6	3.9	3.8	3.9
- operating margin (%)	1.2	1.1	1.3	1.4	1.4
- leverage (x)	5.4	5.5	5.8	5.7	5.3
- interest burden (%)	51.5	55.6	53.2	54.3	57.4
- tax burden (%)	78.2	67.2	72.8	73.0	73.2
WACC (%)	10.9	10.9	10.9	10.9	10.9
ROIC (%)	12.2	12.0	8.9	8.6	9.0
NOPAT (Bt m)	1,820	1,650	1,517	1,728	1,858
invested capital (Bt m)	13,772	17,144	20,047	20,588	20,645

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect ROE to expand
with profit*

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

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

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

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

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

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

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

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate 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.



General Disclaimers And Disclosures:

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TTB or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TTB nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TTB and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TTB and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TTB, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TTB or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities**Investment Banking Relationship**

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies:

Note: Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of “Debentures of Srisawad Corporation Public Co. Ltd. No. 2/2025 (B.E. 2568) tranche 1-4 which its maturity at 2027-28, 2530, 2532 (B.E. 2570-71, 2573, 2575)”, therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research, Strategy
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund
rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Retail Market Strategy
sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy
adisak.phu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Rawisara Suwanumphai

Bank, Finance
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

Yupapan Polpornprasert

Energy, Petrochemical
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market Strategy
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiypittayarut

Property, Retail
phannarai.von@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthanarak

Construction, Transportation
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

Nariporn Klangpremchitt, CISA

Analyst, Retail Market Strategy
nariporn.kla@thanachartsec.co.th