

SELL (Unchanged)

TP: Bt 6.80 (From: Bt 8.00)

Change in Numbers

Downside : 13.4% **30 JULY 2024**

PTG Energy Pcl. (PTG TB)

มูลค่าลดลงต่อเนื่อง

เราลดคำแนะนำ “ขาย” และปรับราคาเป้าหมายลงจาก 8 บาท เป็น 6.8 บาท แม้ราคาหุ้นจะลดลงอย่างมาก แต่เราไม่คิด 2024F PE ที่ 13.9 เท่าในปัจจุบันนั้นน่าสนใจ เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ทรงตัว และการขยายเขตแดนราคาน้ำมันดีเซลปลีกออกไปจนถึงเดือนตุลาคมปีนี้



YUPAPAN POLPORNPRASERT
662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ลดคำแนะนำ “ขาย” ปรับลดราคาเป้าหมาย

เราลดคำแนะนำ “ขาย” และปรับลดราคาเป้าหมายเป็น 6.8 บาท จากเดิม 8.0 บาท ปัจจุบันเราใช้สมมติฐานค่าการตลาดสำหรับระยะยาวที่ 1.65 บาทต่อลิตร เทียบกับเดิมที่ 1.7 บาท และ 1.6 บาท ใน 1H24 เพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายที่ยังคงดำเนินอยู่ และการแข่งขันที่เพิ่มมากขึ้นจากรุทกิจรถยนต์ไฟฟ้า เราไม่เห็นการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างใดๆ ในโปรไฟล์การเติบโตของกำไร และคาดว่าจะถูก de-rated อย่างต่อเนื่องเนื่องจากตลาดน้ำมันในประเทศอืดตัวแล้ว บริษัทฯ ยังคงซื้อขายที่ 13.9 เท่า 2024F PE ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุผลเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มการเติบโตของกำไรที่ทรงตัว ซึ่งถือว่าแพงเมื่อเทียบกับอัตราส่วนของผู้แข่งในภูมิภาคที่ 12 เท่า ราคาเป้าหมาย DCF ของเราเบ่งชี้ถึงอัตราส่วน PE ปี 2025F ที่ 11.4 เท่า

ขยายเขตแดนราคาน้ำมันดีเซลปลีกออกไป

เขตแดนราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลที่ 33 บาท/ลิตร ถูกขยายออกไปถึงเดือนตุลาคม 2024 รัฐมนตรีว่าการกระทรวงพลังงานมีแผนปรับเขตแดนราคาเป็น 35 บาทในเดือนสิงหาคม เพื่อบรรเทาภาระกองทุนน้ำมัน เนื่องจากราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลถูกกำหนดเขตแดนราคาไว้ และกองทุนน้ำมันขาดดุลสูงถึง 6.4 หมื่นลบ. เราจึงเชื่อว่าค่าการตลาดของราคาปลีกน้ำมันจะยังคงได้รับแรงกดดันต่อเนื่องไปอีก

พ.ร.บ.น้ำมันฉบับใหม่ควบคุมราคาขายปลีกน้ำมัน

กระทรวงพลังงาน (MOE) กำลังพิจารณาร่างพระราชบัญญัติพลังงานฉบับใหม่เพื่อทดแทนพระราชบัญญัติกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงฉบับปัจจุบันที่ประกาศใช้เมื่อปี 2019 เพื่อขยายอำนาจของกระทรวงในการควบคุมราคาน้ำมันในประเทศ รวมถึงอำนาจในการกำหนดเขตแดนภาวณ้ำมัน โดยรวมแล้ว เราเป็นกลางในเรื่องนี้ เนื่องจากค่าการตลาดน้ำมันปลีกถูกควบคุมบางส่วนผ่านกองทุนน้ำมันอยู่แล้ว นอกจากนี้ เราเชื่อว่าพระราชบัญญัติฉบับนี้หลักๆ คือช่วยให้กระทรวงพลังงานสามารถควบคุมภาวณ้ำมัน ซึ่งเราไม่เห็นความเกี่ยวข้องกับผู้ค้าปลีกน้ำมันโดยตรง

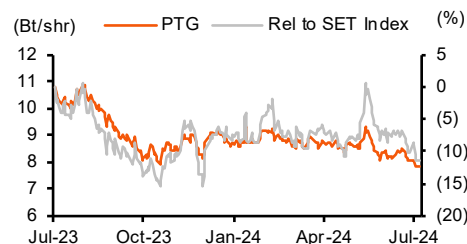
อัตรากำไรเพิ่มขึ้นชั่วคราวใน 2Q24F

เราคาดว่า PTG จะรายงานกำไร 2Q24F ที่ 443 ลบ. เพิ่มขึ้น 68% q-q และเพิ่มขึ้น 228% y-y การเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญนี้ได้รับแรงหนุนจากการตลาดน้ำมันที่สูงขึ้น ซึ่งเราคาดว่าอยู่ที่ 1.77 บาทต่อลิตร เมื่อเทียบกับ 1.56 บาทต่อลิตร ใน 1Q24 อย่างไรก็ตาม เราไม่คิดว่ากำไรที่ดีขึ้นใน 2Q24F จะมีผลต่อเนื่องไป 3Q24F อัตรากำไรของน้ำมันอาจได้รับแรงกดดัน เนื่องจากรัฐบาลกำหนดราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลไว้ที่ 33 บาทต่อลิตร แม้ว่าราคาน้ำมันดีเซลทั่วโลกอาจสูงขึ้นในช่วงฤดูหนาวนี้ก็ตาม

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	199,224	206,611	200,586	204,998
Net profit	944	943	999	1,021
Consensus NP	—	861	1,231	1,977
Diff frm cons (%)	—	9.5	(18.9)	(48.4)
Norm profit	950	943	999	1,021
Prev. Norm profit	—	932	981	1,011
Chg frm prev (%)	—	1.2	1.8	1.0
Norm EPS (Bt)	0.6	0.6	0.6	0.6
Norm EPS grw (%)	2.4	(0.8)	6.0	2.2
Norm PE (x)	13.8	13.9	13.1	12.8
EV/EBITDA (x)	3.2	3.6	3.7	3.2
P/BV (x)	1.5	1.4	1.3	1.3
Div yield (%)	4.5	3.2	3.4	3.5
ROE (%)	11.2	10.5	10.5	10.1
Net D/E (%)	55.9	95.3	91.3	78.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

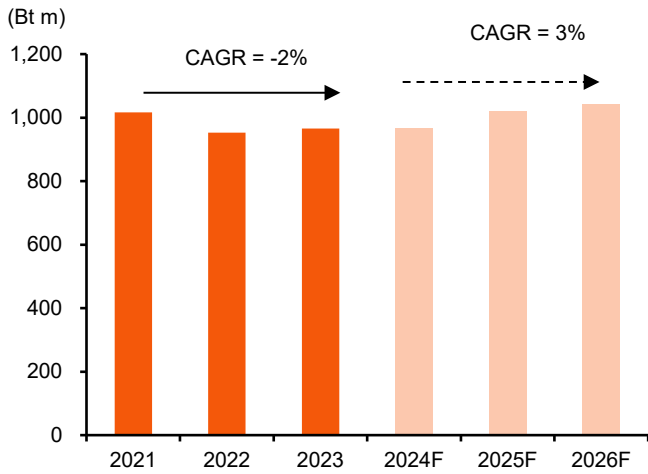
Price as of 30-Jul-24 (Bt)	7.85
Market Cap (US\$ m)	364.2
Listed Shares (m shares)	1,670.0
Free Float (%)	58.3
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	1.5
12M Price H/L (Bt)	10.90/7.85
Sector	Energy
Major Shareholder	Ratchakij Holding Ltd. 25.12%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates



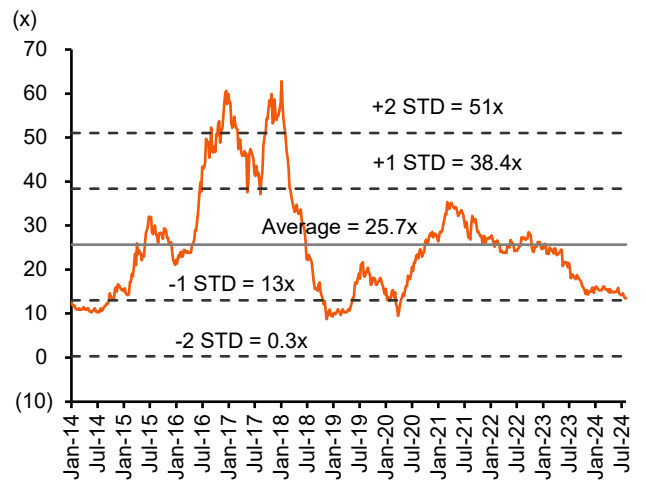
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วเห็นว่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Flat Profit Growth



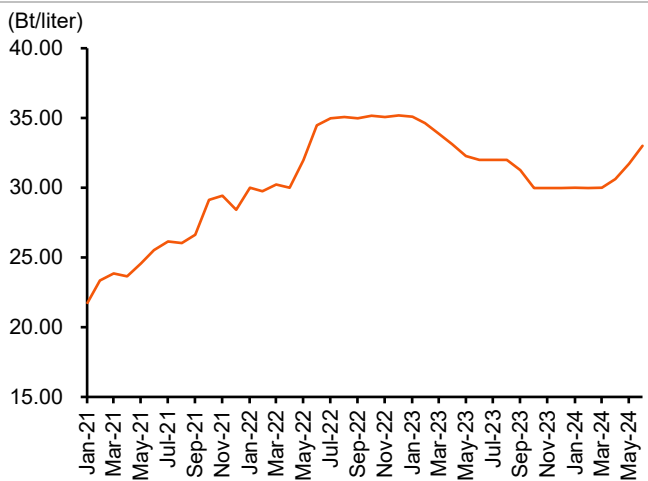
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 2: Still High PE Multiples



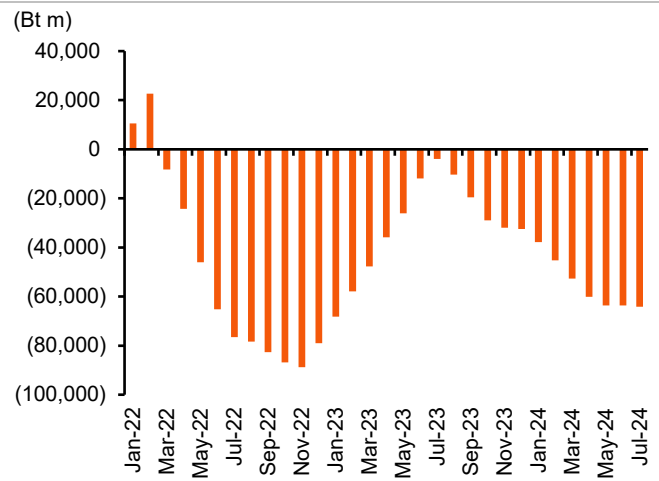
Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 3: Thailand Retail Diesel Price



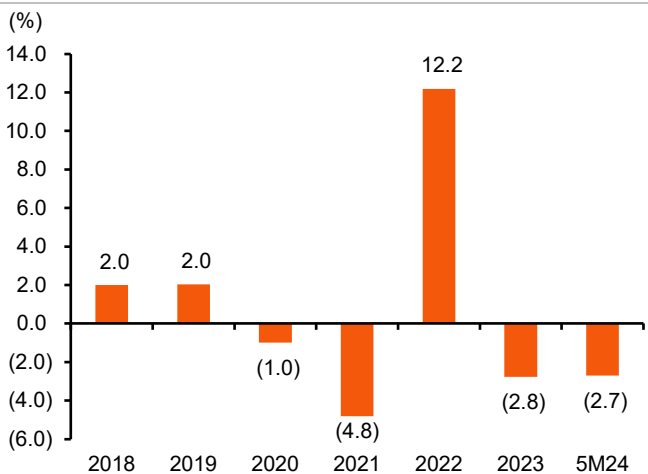
Source: EPPO

Ex 4: Oil Fund Balance



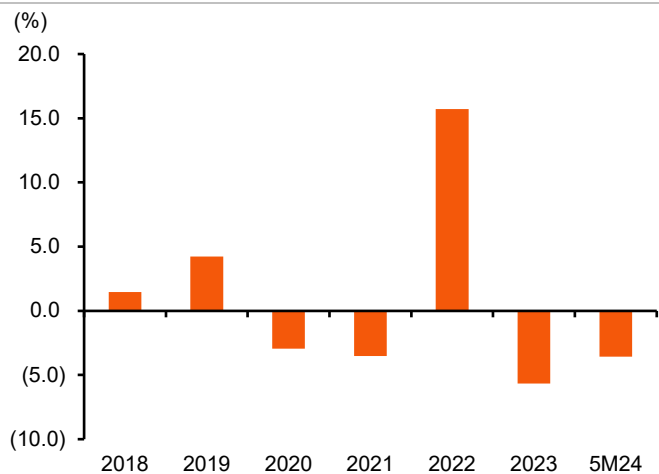
Source: offo

Ex 5: Thailand Domestic Oil Demand



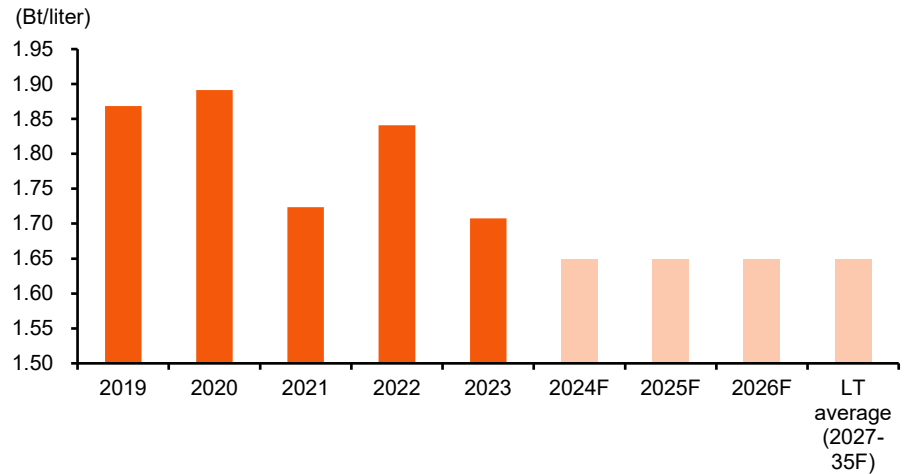
Source: DOEB

Ex 6: Domestic Diesel Oil Demand



Source: DOEB

Ex 7: PTG's Oil Marketing Margin



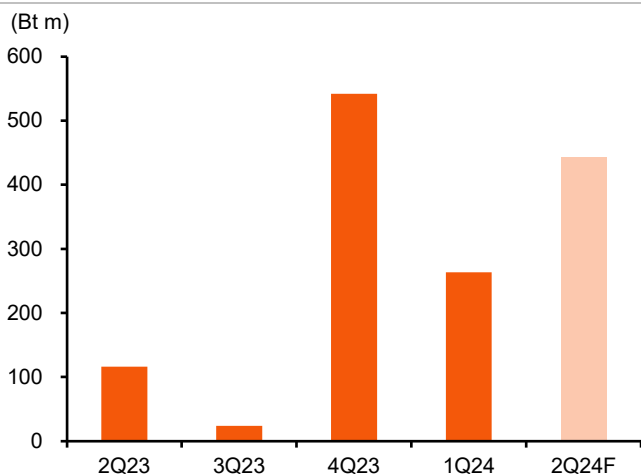
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Thailand Retail Oil Price Structure (as of 26 July)

(Bt/liter)	Ex-refinery	Excise tax	M.tax	Oil Fund	Cons. Fund	Wholesale (WS)	VAT (WS)	WS & VAT	Marketing margin	VAT (MM)	Retail
ULG95	21.8332	6.5	0.65	10.28	0.05	39.3132	2.7519	42.0651	3.9018	0.2731	46.24
GASOHOL95 E10	22.0639	5.85	0.585	3.7	0.05	32.2489	2.2574	34.5063	3.5922	0.2515	38.35
GASOHOL91	21.6154	5.85	0.585	3.7	0.05	31.8004	2.226	34.0264	3.695	0.2586	37.98
GASOHOL95 E20	22.5939	5.2	0.52	1.71	0.05	30.0739	2.1052	32.1791	3.7952	0.2657	36.24
GASOHOL95 E85	28.0737	0.975	0.0975	1.06	0.05	30.2562	2.1179	32.3741	3.3793	0.2366	35.99
H-DIESEL B7	22.9537	5.99	0.599	-1.06	0.05	28.5327	1.9973	30.53	2.2523	0.1577	32.94
H-DIESEL B20	24.5955	5.153	0.5153	-1.06	0.05	29.2538	2.0478	31.3016	1.5312	0.1072	32.94
FO 600 2%S	18.4907	0.64	0.064	0.06	0.05	19.3047	1.3513	20.656			
FO 1500 2%S	17.8442	0.64	0.064	0.06	0.05	18.6582	1.3061	19.9643			
LPG (Bt/Kg)	22.7107	2.17	0.217	-4.1798	0	20.9179	1.4643	22.3822	3.2566	0.228	25.87

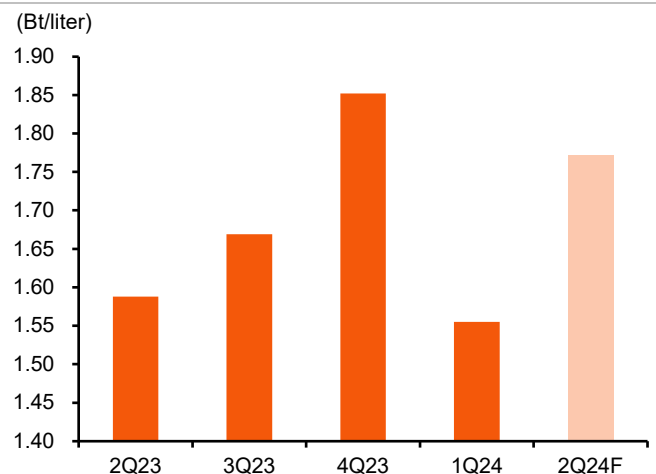
Source: EPPO

Ex 9: 2Q24F Preview



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 10: PTG's Oil Marketing Margin



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA	6,046	6,626	6,389	5,932	5,777	5,526	5,783	6,039	6,003	6,244	6,097	
Free cash flow	1,347	2,274	2,178	2,108	2,412	2,107	2,447	2,559	2,618	2,702	2,392	25,061
PV of free cash flow	1,211	1,838	1,583	1,376	1,415	1,111	1,125	1,053	964	891	706	7,392
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	11.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	20,665											
Net debt	9,107											
Minority interest	190											
Equity value	11,369											
# of shares (m)	1,670											
Equity value/share (Bt)	6.8											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)	24F (%)	25F (%)
Petrol station operators														
Pure petrol station operators														
PTT Oil And Retail	OR TB *	Thailand	(5.3)	6.4	17.8	16.8	1.6	1.6	9.2	8.7	3.2	3.4	9.4	9.6
PTG Pcl	PTG TB *	Thailand	(0.8)	6.0	13.9	13.1	1.4	1.3	3.6	3.7	3.2	3.4	10.5	10.5
Bangchak Corp	BCP TB *	Thailand	(2.8)	11.7	4.6	4.1	0.6	0.5	4.1	3.8	5.2	5.8	12.5	12.8
ESSO (Thailand)	ESSO TB *	Thailand	27.2	38.5	7.9	5.7	0.9	0.8	5.4	4.2	4.7	6.6	11.1	14.2
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	69.6	15.4	8.7	7.6	0.7	0.7	10.5	7.8	5.6	6.5	8.5	9.1
Average			4.6	15.6	11.1	9.9	1.1	1.0	5.6	5.1	4.1	4.8	10.9	11.8
Petrol station operators with other business														
Ampol	ALD AU	Australia	(30.4)	16.7	15.1	12.9	2.3	2.1	7.7	7.1	5.2	5.9	15.1	17.2
Sinopec	386 HK	China	(0.7)	5.5	8.6	8.2	0.7	0.7	5.6	5.3	7.0	7.4	8.1	8.1
Average			(15.5)	11.1	11.8	10.5	1.5	1.4	6.7	6.2	6.1	6.7	11.6	12.7
Average			(2.1)	14.1	11.3	10.1	1.2	1.2	5.9	5.5	4.8	5.4	11.1	12.1
Thailand retailers														
Berli Jucker	BJC TB *	Thailand	8.0	7.0	16.1	15.0	0.7	0.7	10.2	9.9	4.4	4.7	4.2	4.5
CP All	CPALL TB *	Thailand	33.3	17.5	21.6	18.3	4.1	3.6	8.9	8.0	2.3	2.7	20.3	21.3
Central Pattana	CPN TB *	Thailand	24.7	18.0	29.0	24.6	1.0	1.0	11.8	10.9	2.4	2.9	3.6	4.1
Central Retail Corp.	CRC TB *	Thailand	8.0	10.3	16.2	14.7	2.4	2.2	11.7	10.8	3.4	3.6	15.6	15.8
Siam Global House	GLOBAL TB *	Thailand	7.2	11.3	21.9	19.7	2.6	2.4	8.0	7.6	1.8	2.0	12.6	12.9
Home Product	HMPRO TB *	Thailand	11.2	16.0	27.0	23.3	3.2	2.9	20.9	18.5	1.3	1.5	12.3	13.0
Siam Makro	MAKRO TB *	Thailand	10.9	10.0	16.3	14.8	4.4	4.1	9.5	8.8	4.9	5.4	27.5	28.8
Average			14.8	12.9	21.1	18.6	2.6	2.4	11.6	10.6	2.9	3.3	13.7	14.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 30 July 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

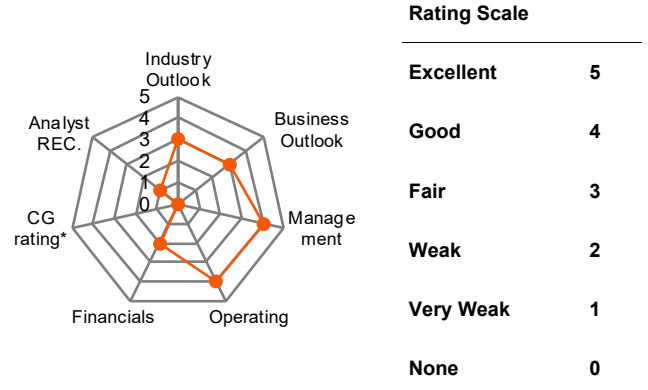
S — Strength

- ส่วนมากเป็นเจ้าของและดำเนินการสถานีบริการน้ำมัน PT ของตัวเอง
- บริหารจัดการธุรกิจขนส่งและคลังเก็บน้ำมันเชื้อเพลิงเอง
- มีสถานีบริการน้ำมันครอบคลุมทั่วประเทศโดยใช้เงินลงทุนต่ำ

O — Opportunity

- การชิงส่วนแบ่งการตลาดจากสถานีบริการน้ำมันอิสระ
- โอกาสในการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวกับพลังงานและธุรกิจด้านยานยนต์อื่น ๆ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Awards

W — Weakness

- สถานีบริการส่วนใหญ่อยู่บนพื้นที่เช่า
- อยู่ตลาดรองจึงมีโอกาสสร้างรายได้จากธุรกิจนอกเหนือจากน้ำมันน้อยกว่าเจ้าอื่น
- แหล่งเงินทุนในการขยายธุรกิจมาจากการกู้ยืมเงิน

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการขยายสาขาโดยรักษาคุณภาพสถานีโดยรวม
- การควบคุมค่าการตลาดน้ำมันค้าปลีกจากรัฐบาล
- ความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่และการทำ M&A

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	10.23	6.80	-34%
Net profit 24F (Bt m)	861	943	9%
Net profit 25F (Bt m)	1,231	999	-19%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 4	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2025F ของเรต่ำกว่าของตลาด 19% เนื่องจากเราคาดว่าอัตรากำไรจะหดตัว และมีแรงกดดันด้านต้นทุน
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 34% เนื่องจากเราคาดว่ากำไรจะต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

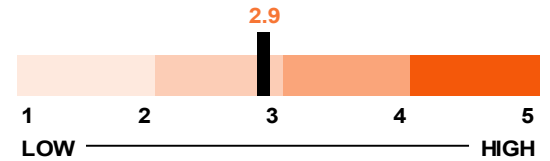
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การลดลงอย่างมากของราคาน้ำมันอาจเป็นความเสี่ยงเชิงบวกต่อประมาณการกำไรของเรา
- ค่าการตลาดที่แข็งแกร่งกว่าที่เราคาดจะเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- ผลของการลงทุนในอนาคต และการทำ M&A อาจเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

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

Thanachart ESG Rating



	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	-	-	-	-	51.81	62.45	54.00	-	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)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- PTG มีเป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อมที่ครอบคลุมเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) การใช้ไฟฟ้าและน้ำ ตลอดจนการจัดการของเสีย
- บริษัทฯ กำลังขยายการรวบรวมข้อมูลใน Scope 1-3 เพื่อรวมการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่สำนักงานใหญ่ คลังน้ำมัน และกองรถบรรทุก PTG มีเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 40% ในปี 2030 ซึ่งจะสำเร็จได้ด้วยมาตรการต่างๆ รวมถึงการติดตั้งโซลาร์รูฟท็อปที่สถานีสบริการน้ำมัน และการใช้ไบโอดีเซลในรถบรรทุกน้ำมัน
- PTG ตั้งเป้าเพิ่มประสิทธิภาพโดยลดการใช้ไฟฟ้าและน้ำสำหรับเชื้อเพลิงทุกลิตรที่จำหน่าย สำหรับไฟฟ้า บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะลดความเข้มข้นของการบริโภค 3% เมื่อเทียบกับปีฐาน 2022 (สำเร็จ 6% ในปี 2023) สำหรับน้ำ ก็มีเป้าหมายที่จะลดความเข้มข้นของการบริโภค 2% (สำเร็จ +6.8% ในปี 2023) สัดส่วนการใช้น้ำประปาต่อหน่วยการขายน้ำมันผ่านคลังน้ำมันเพิ่มขึ้น เนื่องมาจากการปรับปรุงระบบดับเพลิงและปรับปรุงถังเก็บน้ำดับเพลิง
- นโยบายการจัดการของเสียของ PTG รวมถึง sustainable tires เอกสารอิเล็กทรอนิกส์ และการแยกขยะที่รีไซเคิลได้

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- PTG ได้กำหนดมาตรการป้องกันและบรรเทาผลกระทบเพื่อจัดการกับปัญหาด้านสิทธิมนุษยชน ได้แก่ สิทธิของพนักงาน (สุขภาพและความปลอดภัย การเจรจาต่อรองร่วมกัน รูปแบบการใช้แรงงานที่ผิดกฎหมาย ความเป็นส่วนตัวของข้อมูล การเลือกปฏิบัติ) สิทธิของชุมชน และสิทธิของซัพพลายเออร์/ผู้รับเหมา
- PTG ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุอัตราความพึงพอใจของชุมชนที่ 90% (บรรลุ 96.60% ในปี 2023)
- PTG ได้ประเมินกิจกรรมทางธุรกิจทั้งหมดตลอดห่วงโซ่คุณค่าทั้งหมดสำหรับความเสี่ยงด้านสิทธิมนุษยชน

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการของ PTG ประกอบด้วยกรรมการ 10 คน โดย 8 คนเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร และ 3 คนเป็นกรรมการอิสระ อย่างไรก็ตาม มีผู้หญิง 2 คน ใน BOD
- PTG กำหนดนโยบายการกำกับดูแลกิจการ นโยบายต่อต้านการทุจริต และจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจ เพื่อให้มั่นใจว่าการกำกับดูแลกิจการที่ดี บริษัทฯ ได้คะแนน 96% ในโครงการสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียน (CGR)
- PTG ใช้นโยบายการบริหารความเสี่ยงเชิงรุก การประเมินความเสี่ยงด้าน ESG ในหลายมิติ ได้แก่ กลยุทธ์การเงิน การดำเนินงาน กฎระเบียบ และสิ่งแวดล้อม

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	179,786	199,224	206,611	200,586	204,998
Cost of sales	167,414	185,889	192,763	186,220	190,123
Gross profit	12,371	13,335	13,849	14,366	14,875
% gross margin	6.9%	6.7%	6.7%	7.2%	7.3%
Selling & administration expenses	9,765	11,009	12,099	12,426	12,912
Operating profit	2,607	2,326	1,749	1,939	1,963
% operating margin	1.5%	1.2%	0.8%	1.0%	1.0%
Depreciation & amortization	3,185	3,340	4,408	4,107	4,663
EBITDA	5,792	5,666	6,157	6,046	6,626
% EBITDA margin	3.2%	2.8%	3.0%	3.0%	3.2%
Non-operating income	0	0	417	421	427
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,123)	(1,128)	(1,120)	(1,264)	(1,265)
Pre-tax profit	1,484	1,199	1,046	1,096	1,125
Income tax	361	261	261	276	282
After-tax profit	1,123	938	785	821	843
% net margin	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
Shares in affiliates' Earnings	(177)	33	180	200	200
Minority interests	(19)	(22)	(22)	(22)	(22)
Extraordinary items	7	(6)	0	0	0
NET PROFIT	934	944	943	999	1,021
Normalized profit	927	950	943	999	1,021
EPS (Bt)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Normalized EPS (Bt)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

We expect flat profit growth over the next three years

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	5,125	7,838	6,102	6,251	6,706
Cash & cash equivalent	2,071	3,381	1,500	1,800	2,160
Account receivables	899	1,108	1,149	1,116	1,140
Inventories	2,154	3,330	3,453	3,336	3,406
Others	0	20	0	0	0
Investments & loans	1,930	2,009	2,009	2,009	2,009
Net fixed assets	12,356	13,202	13,758	14,363	14,251
Other assets	25,724	23,882	27,882	27,882	27,882
Total assets	45,135	46,932	49,752	50,506	50,848
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,599	16,210	15,078	15,073	14,993
Account payables	6,961	10,340	7,922	7,653	7,813
Bank overdraft & ST loans	2,000	2,800	3,494	3,647	3,505
Current LT debt	3,793	1,951	2,434	2,541	2,442
Others current liabilities	845	1,119	1,228	1,232	1,232
Total LT debt	3,066	3,622	4,519	4,718	4,534
Others LT liabilities	20,195	18,175	20,767	20,744	20,761
Total liabilities	36,860	38,006	40,365	40,536	40,289
Minority interest	124	145	168	190	212
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	(145)	(151)	(151)	(151)	(151)
Retained earnings	5,441	6,076	6,514	7,076	7,642
Shareholders' equity	8,151	8,780	9,219	9,780	10,347
Liabilities & equity	45,135	46,932	49,752	50,506	50,848

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	1,484	1,199	1,046	1,096	1,125
Tax paid	(246)	(190)	(275)	(271)	(282)
Depreciation & amortization	3,185	3,340	4,408	4,107	4,663
Chg In working capital	869	1,995	(2,583)	(118)	66
Chg In other CA & CL / minorities	431	1,083	304	199	200
Cash flow from operations	5,724	7,426	2,900	5,013	5,772
Capex	(4,036)	(4,186)	(4,964)	(4,712)	(4,550)
Right of use	680	2,250	0	0	0
ST loans & investments	196	(20)	20	0	0
LT loans & investments	113	(79)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(993)	(3,256)	(1,407)	(23)	17
Cash flow from investments	(4,040)	(5,290)	(6,351)	(4,735)	(4,533)
Debt financing	(436)	(511)	2,075	459	(424)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(752)	(334)	(504)	(437)	(454)
Warrants & other surplus	(126)	19	0	0	0
Cash flow from financing	(1,314)	(826)	1,571	22	(879)
Free cash flow	1,687	3,240	(2,064)	301	1,222

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	14.1	13.8	13.9	13.1	12.8
Normalized PE - at target price (x)	12.3	12.0	12.0	11.4	11.1
PE (x)	14.0	13.9	0.0	13.1	12.8
PE - at target price (x)	12.2	12.0	12.0	11.4	11.1
EV/EBITDA (x)	3.4	3.2	3.6	3.7	3.2
EV/EBITDA - at target price (x)	3.1	2.9	3.3	3.4	3.0
P/BV (x)	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3
P/BV - at target price (x)	1.4	1.3	1.2	1.2	1.1
P/CFO (x)	2.3	1.8	4.5	2.6	2.3
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	5.1	4.5	3.2	3.4	3.5
FCF Yield (%)	12.9	24.7	(15.7)	2.3	9.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EPS	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
DPS	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
BV/share	4.9	5.3	5.5	5.9	6.2
CFO/share	3.4	4.4	1.7	3.0	3.5
FCF/share	1.0	1.9	(1.2)	0.2	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see its 13.9x 2024F
PE as expensive, given
weaker earnings growth*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	34.1	10.8	3.7	(2.9)	2.2
Net profit (%)	(7.2)	1.1	(0.2)	6.0	2.2
EPS (%)	(7.2)	1.1	(0.2)	6.0	2.2
Normalized profit (%)	(7.9)	2.4	(0.8)	6.0	2.2
Normalized EPS (%)	(7.9)	2.4	(0.8)	6.0	2.2
Dividend payout ratio (%)	71.5	61.9	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	6.9	6.7	6.7	7.2	7.3
Operating margin (%)	1.5	1.2	0.8	1.0	1.0
EBITDA margin (%)	3.2	2.8	3.0	3.0	3.2
Net margin (%)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.9	1.1	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.6	1.0	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	2.3	2.1	1.6	1.5	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	5.2	5.0	5.5	4.8	5.2
ROA - using norm profit (%)	2.1	2.1	1.9	2.0	2.0
ROE - using norm profit (%)	11.4	11.2	10.5	10.5	10.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.8	11.1	8.7	8.6	8.4
- asset turnover (x)	4.0	4.3	4.3	4.0	4.0
- operating margin (%)	1.5	1.2	1.0	1.2	1.2
- leverage (x)	5.5	5.4	5.4	5.3	5.0
- interest burden (%)	56.9	51.5	48.3	46.4	47.1
- tax burden (%)	75.7	78.2	75.1	74.9	75.0
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	11.3	11.3
ROIC (%)	12.5	12.2	9.5	8.0	7.8
NOPAT (Bt m)	1,973	1,820	1,313	1,452	1,472
invested capital (Bt m)	14,939	13,772	18,166	18,887	18,669

ROE has come down due to lower profit

Sources: Company data, Thanachart estimates

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

Score range	Description
CCC - B	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's.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

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

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("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.

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

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ซึ่งเป็นหุ้นกู้ด้อยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายหุ้น ใถ่ถอนเมื่อเลิกบริษัท ซึ่งผู้ออกหุ้นกู้มีสิทธิใถ่ถอนหุ้นกู้อ่อนกว่าหนี้ และมีสิทธิเลือกชำระดอกเบี้ยโดยไม่มีเงื่อนไขใดๆ ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุนนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, หินคม, Property Fund, REITs, บันทึกลง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, อิเล็กทรอนิกส์

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แอป

ลาภินี ทิพย์มณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

Tel: 662-779-9107

naripom.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th
