

**SELL** (From: HOLD)

**TP: Bt 18.00**

(From: Bt 16.00)

**18 JULY 2025**

**Change in Recommendation**

**Downside : 18.9%**

## PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

### ไม่ถูกอย่างที่เห็น

PTTGC ยังคงเผชิญกับแรงกดดันจากภาวะถดถอยของอุตสาหกรรมและแนวโน้มโครงสร้างที่เงินกำลังพึ่งพาตนเองมากขึ้น หลังจากราคาหุ้นฟื้นตัวในช่วงสี่เดือนที่ผ่านมา และมีแนวโน้มขาดทุนในปีนี้ เราจึงปรับลดคำแนะนำเป็น "ขาย" จาก ถือ



**YUPAPAN POLPORNPRASERT**

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

#### ปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย

บทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "เลือกเฉพาะหุ้นปันผลดี" วันที่ 18 กรกฎาคม 2025 เราปรับคำแนะนำ PTTGC ลงจาก ถือ เป็น "ขาย" และปรับราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F ขึ้นเป็น 18 บาท (จาก 16 บาท) แม้การปรับลดกำไรลงจะมีสาเหตุหลักจาก aromatic spread ที่อ่อนตัว และกำไรจาก Allnex ที่ลดลง แต่เราปรับราคาเป้าหมายขึ้น เพราะลดสมมติฐานค่าใช้จ่ายลงทุนลง 1) อุตสาหกรรมปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงถดถอยตามวัฏจักรจากการมีอุปทานจำนวนมากถึงปี 2028F 2) อุตสาหกรรมกำลังเปลี่ยนโครงสร้าง โดยเงินเริ่มพึ่งพาตนเองมากขึ้น และกลายเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำกว่า 3) แม้มีสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างอิสราเอล-อิหร่าน แต่สมมติฐานราคาน้ำมันของเรานั้นต่ำกว่า US\$70/65/65/bbl ในปี 2025-27F ซึ่งราคาน้ำมันต่ำส่งผลต่ออัตรากำไรของปิโตรเคมีของ PTTGC 4) เราคาดว่าบริษัท จะยังคงขาดทุนในปีนี้ และมีกำไรเพียงเล็กน้อยในปีหน้า และ 5) PTTGC นั้นแพง ที่ P/Adjusted BV ที่ 0.8 เท่า

#### อุตสาหกรรมปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงขาลง

อุตสาหกรรมปิโตรเคมีกำลังอยู่ในช่วงขาลงตามวัฏจักรและเชิงโครงสร้าง โดยตามวัฏจักร อุปทานที่มีจำนวนมากคาดว่าจะยืดเยื้อไปจนถึงปี 2028F (Exhibit 1) ขณะเดียวกัน การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกก็ไม่ส่งผลดีต่ออุปสงค์ ในเชิงโครงสร้าง จีนซึ่งเป็นผู้บริโภคหลักกำลังพึ่งพาตนเองมากขึ้น และด้วยขนาดธุรกิจที่ใหญ่กว่า จีนจึงกลายเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำ PTTGC มีการผลิตทั้งในสายโพลีเอทิลีนและอะโรมาติกส์ ซึ่งทั้งสองสายผลิตภัณฑ์ต่างก็อยู่ในช่วงวัฏจักรที่อ่อนแอ Exhibit 4 แสดงให้เห็นว่า สเปรดของผลิตภัณฑ์ทั้งสองสายยังคงอยู่ในระดับต่ำต่อเนื่อง

#### เปลี่ยนทิศทางนโยบาย

เนื่องจากอุตสาหกรรมที่อ่อนแอ PTTGC จึงหันมาให้ความสำคัญกับธุรกิจที่มีอยู่เดิม มากกว่าการแสวงหาโอกาสลงทุนใหม่ๆ บริษัท ได้ตัดสินใจยุติการดำเนินงานและบันทึกด้อยค่าสินทรัพย์โครงการ PTT Asahi และ Vencorex รวม 2.2 หมื่นลบ. ในปี 2024 นอกจากนี้ บริษัท ยังตั้งเป้าสร้างรายได้จากสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักมูลค่ารวม 3.0 หมื่นลบ. ในปีนี้ หากแผนดังกล่าวเป็นไปตามเป้า เราคาดว่าจะช่วยลดภาระดอกเบี้ยได้ราว 1.2 พันลบ. ต่อปี โดยอิงอัตราดอกเบี้ยที่ 4% ทั้งนี้ เราได้สะท้อนสมมติฐานอัตราดอกเบี้ยที่ลดลงไว้ในประมาณการแล้ว

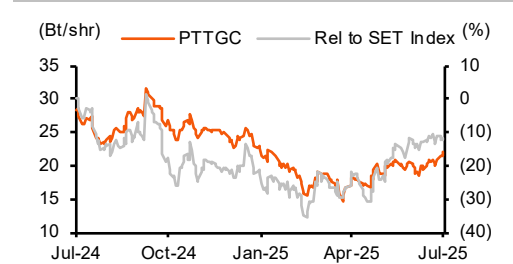
#### มูลค่าไม่ถูกอย่างที่เห็น

เราคาดว่า PTTGC จะขาดทุน 8 พันลบ. ในปีนี้ เนื่องจากการขาดทุนในธุรกิจอะโรมาติกส์ และกำไรจากโพลีเอทิลีน และ Allnex ที่อ่อนแอ เราคาดว่า จะมีการไถ่ถอนน้อยที่ 2.9/6.7 พันลบ. ในปี 2026-27F เทียบกับฐานวัฏจักรเดิมที่ 11 พันลบ. ในปี 2019 ซึ่งทำให้ ROE ต่ำมาก แม้ในปี 2027F ที่เพียง 1.5% ซึ่งสะท้อนว่าที่ P/BV ที่ 0.4 เท่าในปัจจุบันนั้นสมเหตุสมผลแล้ว หากพิจารณา P/Adjusted BV หากไม่รวมสินทรัพย์ไม่มีตัวตนและค่าความนิยมมูลค่า 1.27 แสนลบ. ใน 1Q25 P/Adjusted BV จะเพิ่มขึ้นเป็น 0.8 เท่า โดยสินทรัพย์ไม่มีตัวตน และค่านิยม ดังกล่าวหลักๆ มาจากการเข้าซื้อกิจการ Allnex ที่มีมูลค่าสูงดังนั้น เราจึงมองว่าหุ้นนี้ไม่ถือว่าถูก เมื่อเทียบกับ adjusted ROE ที่ -6% ถึง 4% ในปี 2025-27F

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	604,044	576,919	543,473	543,473
Net profit	(29,810)	(8,200)	2,913	6,732
Consensus NP	—	3,072	7,601	8,927
Diff frm cons (%)	—	na	(61.7)	(24.6)
Norm profit	(10,336)	(6,434)	3,907	6,732
Prev. Norm profit	—	(1,887)	4,600	7,883
Chg frm prev (%)	—	na	(15.1)	(14.6)
Norm EPS (Bt)	(2.3)	(1.4)	0.9	1.5
Norm EPS grw (%)	na	na	na	72.3
Norm PE (x)	na	na	25.6	14.9
EV/EBITDA (x)	11.6	13.7	8.9	7.5
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4
Div yield (%)	2.3	2.3	2.3	2.3
ROE (%)	na	na	1.5	2.6
Net D/E (%)	73.0	75.6	70.9	64.3

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

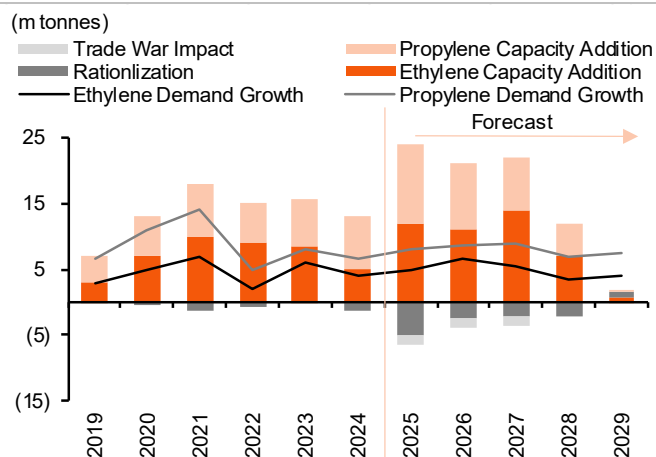
Price as of 17-Jul-25 (Bt)	22.20
Market Cap (US\$ m)	3,076.9
Listed Shares (m shares)	4,508.8
Free Float (%)	51.8
Avg Daily Turnover (US\$ m)	18.3
12M Price H/L (Bt)	31.75/14.70
Sector	PETRO
Major Shareholder	PTT Pcl 45.18%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

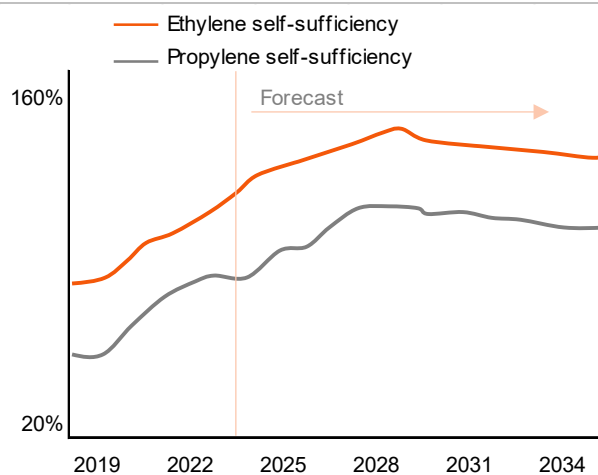
#### ESG Summary Report ..... P61

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

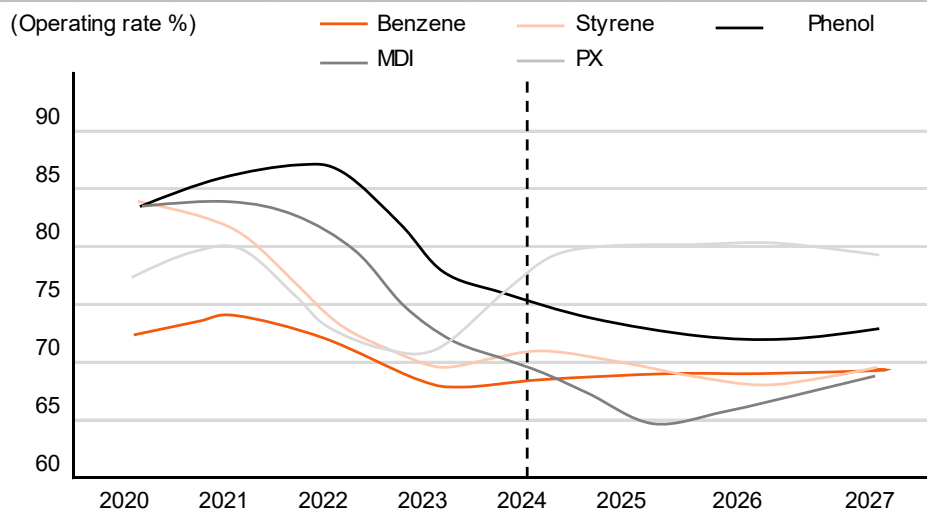
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

**Ex 1: Ethylene Capacity Growth Vs. Demand Growth**

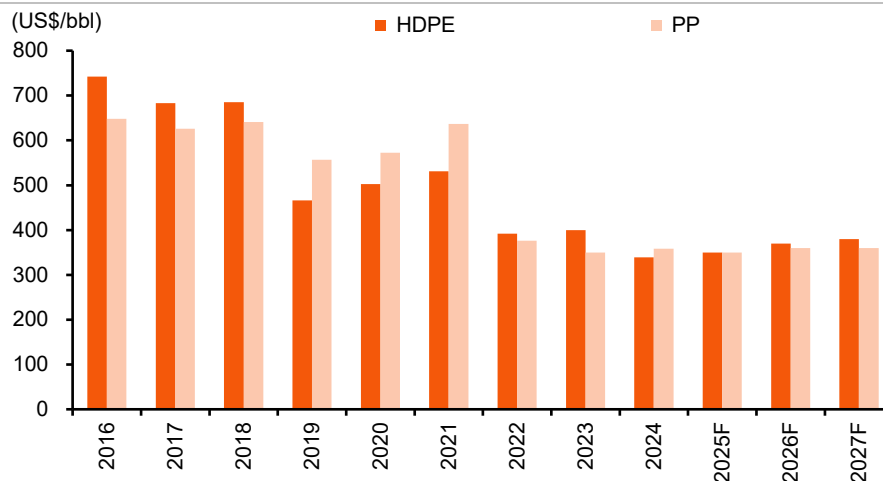
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Mainland China's Self-Sufficiency**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Global Operating Rate**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Petrochemical Trough Prolong**

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 5: Earnings Revisions

	2022	2023	2,024	2025F	2026F	2027F
<b>Reported profit (Bt m)</b>						
- New	(8,752)	999	(29,810)	(8,200)	2,913	6,732
- Old				(4,869)	3,606	7,883
- Change (%)				na	(19.2)	(14.6)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	17,381	(2,753)	(10,336)	(6,434)	3,907	6,732
- Old				(1,887)	4,600	7,883
- Change (%)				na	(15.1)	(14.6)
<b>Market GRM (US\$/bbl)</b>						
- New	12.0	12.7	4.7	4.7	5.4	5.7
- Old				3.8	4.3	4.4
- Change (%)				24.4	26.7	31.5
<b>Px-Naphtha (US\$/tonne)</b>						
- New	243	274	302	240	260	280
- Old				302	322	342
- Change (%)				(20.5)	(19.3)	(18.1)
<b>HDPE-Naphtha (US\$/tonne)</b>						
- New	392	386	340	350	370	380
- Old				350	370	380
- Change (%)				0.0	0.0	0.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 6: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	Terminal Value
EBITDA & equity income	21,683	32,340	36,599	36,887	36,439	35,189	34,806	34,806	34,806	34,806	34,806	34,806	
Free cash flow	9,673	20,892	22,753	23,852	22,861	24,060	23,908	24,058	24,207	20,871	24,535	24,684	345,299
PV of free cash flow	9,647	17,843	17,956	17,390	15,401	14,978	13,753	12,785	11,887	9,470	10,287	9,562	133,757
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.2												
Terminal growth (%)	1.0												
Enterprise value - add investments	285,069												
Net debt	196,079												
Minority interest	6,962												
Equity value	82,027												
# of shares (m)	4,509												
<b>Equity value / share</b>	<b>18.0</b>												

Source: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART’S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

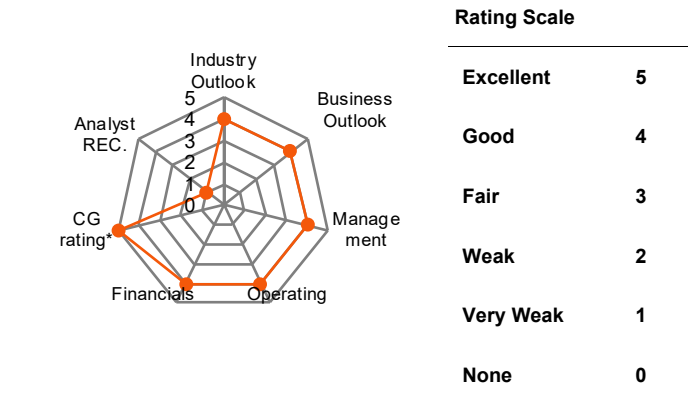
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	23.41	18.00	-23%
Net profit 25F (Bt m)	3,072	(8,200)	na
Net profit 26F (Bt m)	7,601	2,913	-62%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 7	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

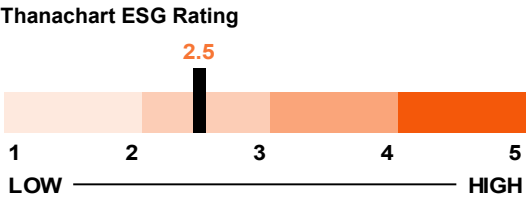
- การลดอุปทานก๊าซธรรมชาติที่มีต้นทุนต่ำจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในการเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำลดลง
- ราคาน้ำมันที่ตกต่ำบั่นทอนความได้เปรียบทางการแข่งขัน
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในตะวันออกกลางและแครกเกอร์ในสหรัฐฯ
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และ synergies ที่จำกัด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมัน และ/หรือ chemical spreads ที่สูงกว่าคาด น่าจะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกต่อประมาณการของเรา
- อุปทานก๊าซที่สูงขึ้นจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐานการผลิตที่น้อยกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงด้านบวกคือการแก้ไขสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน ได้เร็วกว่าที่คาดไว้

Source: Thanachart

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



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PTTGC	YES	AAA	-	BBB	60.28	56.33	87.00	50.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

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

Sources: Company data, Thanachart

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	616,635	604,044	576,919	543,473	543,473
Cost of sales	587,414	580,853	560,006	516,460	513,065
<b>Gross profit</b>	<b>29,221</b>	<b>23,191</b>	<b>16,913</b>	<b>27,013</b>	<b>30,408</b>
% gross margin	4.7%	3.8%	2.9%	5.0%	5.6%
Selling & administration expenses	26,824	28,725	23,077	21,739	21,739
<b>Operating profit</b>	<b>2,397</b>	<b>(5,534)</b>	<b>(6,164)</b>	<b>5,274</b>	<b>8,669</b>
% operating margin	0.4%	-0.9%	-1.1%	1.0%	1.6%
Depreciation & amortization	27,504	30,995	27,847	27,066	27,929
<b>EBITDA</b>	<b>29,901</b>	<b>25,461</b>	<b>21,683</b>	<b>32,340</b>	<b>36,599</b>
% EBITDA margin	4.8%	4.2%	3.8%	6.0%	6.7%
Non-operating income	8,001	6,350	6,350	6,350	6,350
Non-operating expenses	0	0	561	0	0
Interest expense	(10,708)	(10,863)	(8,483)	(6,970)	(6,834)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(310)</b>	<b>(10,047)</b>	<b>(7,737)</b>	<b>4,654</b>	<b>8,185</b>
Income tax	1,352	(969)	(1,660)	931	1,637
<b>After-tax profit</b>	<b>(1,662)</b>	<b>(9,078)</b>	<b>(6,077)</b>	<b>3,723</b>	<b>6,548</b>
% net margin	-0.3%	-1.5%	-1.1%	0.7%	1.2%
Shares in affiliates' Earnings	(1,225)	(1,462)	(552)	0	0
Minority interests	134	204	195	184	184
Extraordinary items	3,752	(19,474)	(1,766)	(994)	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>999</b>	<b>(29,810)</b>	<b>(8,200)</b>	<b>2,913</b>	<b>6,732</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(2,753)</b>	<b>(10,336)</b>	<b>(6,434)</b>	<b>3,907</b>	<b>6,732</b>
EPS (Bt)	0.2	(6.6)	(1.8)	0.6	1.5
Normalized EPS (Bt)	(0.6)	(2.3)	(1.4)	0.9	1.5

Outlook is worsening  
given trade war risks

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	186,874	156,134	158,024	149,937	164,556
Cash & cash equivalent	46,249	33,110	40,000	40,000	55,000
Account receivables	57,761	47,753	45,609	42,965	42,965
Inventories	68,517	65,222	62,881	57,991	57,610
Others	14,347	10,049	9,534	8,981	8,981
Investments & loans	74,836	58,851	58,851	58,851	58,851
Net fixed assets	285,860	267,769	262,659	255,493	246,043
Other assets	171,435	163,090	163,090	163,090	163,090
<b>Total assets</b>	<b>719,005</b>	<b>645,844</b>	<b>642,624</b>	<b>627,370</b>	<b>632,540</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	125,841	114,131	130,747	183,066	102,972
Account payables	71,163	62,154	59,924	55,264	54,901
Bank overdraft & ST loans	2,203	1,115	0	0	0
Current LT debt	18,915	20,968	40,000	100,000	20,000
Others current liabilities	33,560	29,893	30,823	27,802	28,071
<b>Total LT debt</b>	<b>243,934</b>	<b>207,105</b>	<b>197,186</b>	<b>127,489</b>	<b>208,133</b>
Others LT liabilities	53,048	56,015	53,981	52,318	52,318
<b>Total liabilities</b>	<b>422,824</b>	<b>377,251</b>	<b>381,913</b>	<b>362,873</b>	<b>363,423</b>
Minority interest	7,287	6,962	6,768	6,584	6,400
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	36,937	36,937	36,937	36,937	36,937
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(5,775)	475	475	475	475
<b>Retained earnings</b>	<b>212,644</b>	<b>179,130</b>	<b>171,443</b>	<b>175,413</b>	<b>180,216</b>
Shareholders' equity	288,895	261,631	253,943	257,913	262,716
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>719,005</b>	<b>645,844</b>	<b>642,624</b>	<b>627,370</b>	<b>632,540</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Earnings before tax	(310)	(10,047)	(7,737)	4,654	8,185
Tax paid	(859)	156	2,005	(1,164)	(1,549)
Depreciation & amortization	27,504	30,995	27,847	27,066	27,929
Chg In working capital	9,145	4,294	2,254	2,874	18
Chg In other CA & CL / minorities	9,842	7,520	480	(2,235)	181
<b>Cash flow from operations</b>	<b>45,321</b>	<b>32,918</b>	<b>24,850</b>	<b>31,195</b>	<b>34,765</b>
Capex	(17,042)	(12,905)	(22,737)	(19,899)	(18,480)
Right of use	142	(2,630)	0	0	0
ST loans & investments	531	(13)	67	0	0
LT loans & investments	6,400	15,985	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,955)	(13,560)	(3,800)	(2,657)	0
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(15,925)</b>	<b>(13,122)</b>	<b>(26,470)</b>	<b>(22,556)</b>	<b>(18,480)</b>
Debt financing	(11,706)	(35,480)	7,997	(9,696)	644
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,269)	(3,503)	513	1,058	(1,929)
Warrants & other surplus	(2,136)	6,049	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(15,110)</b>	<b>(32,934)</b>	<b>8,510</b>	<b>(8,639)</b>	<b>(1,285)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>28,279</b>	<b>20,013</b>	<b>2,113</b>	<b>11,296</b>	<b>16,285</b>

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

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2023A</b>	<b>2024A</b>	<b>2025F</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>
Normalized PE (x)	na	na	na	25.6	14.9
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	20.8	12.1
PE (x)	100.2	na	na	34.4	14.9
PE - at target price (x)	81.2	na	na	27.9	12.1
EV/EBITDA (x)	10.7	11.6	13.7	8.9	7.5
EV/EBITDA - at target price (x)	10.0	10.9	12.8	8.3	6.9
P/BV (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
P/BV - at target price (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
P/CFO (x)	2.2	3.0	4.0	3.2	2.9
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	3.4	2.3	2.3	2.3	2.3
FCF Yield (%)	28.3	20.0	2.1	11.3	16.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.6)	(2.3)	(1.4)	0.9	1.5
EPS	0.2	(6.6)	(1.8)	0.6	1.5
DPS	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5
BV/share	64.1	58.0	56.3	57.2	58.3
CFO/share	10.1	7.3	5.5	6.9	7.7
FCF/share	6.3	4.4	0.5	2.5	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates



## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(9.1)	(2.0)	(4.5)	(5.8)	0.0
Net profit (%)	na	na	na	na	131.1
EPS (%)	na	na	na	na	131.1
Normalized profit (%)	na	na	na	na	72.3
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	72.3
Dividend payout ratio (%)	338.5	(7.6)	40.0	40.0	40.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	4.7	3.8	2.9	5.0	5.6
Operating margin (%)	0.4	(0.9)	(1.1)	1.0	1.6
EBITDA margin (%)	4.8	4.2	3.8	6.0	6.7
Net margin (%)	(0.3)	(1.5)	(1.1)	0.7	1.2
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	na	0.8	1.3
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	2.3	2.6	4.6	5.4
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	0.6	1.1
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	1.5	2.6
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	1.5	2.5
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	na	na	na	2.1	2.8
- leverage (x)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4
- interest burden (%)	(3.0)	(1,231.3)	(1,036.1)	40.0	54.5
- tax burden (%)	na	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	0.4	(1.1)	(1.0)	1.0	1.6
NOPAT (Bt m)	2,397	(5,534)	(4,602)	4,501	6,936
invested capital (Bt m)	507,698	457,709	451,129	445,403	435,849

Sources: Company data, Thanachart estimates

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



## ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

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

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

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

### SETESG Index (SETESG)

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

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

### SET ESG Index (SET ESG)

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

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

### ESG Book's Disclaimer

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

### MSCI ESG Research LLC

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

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

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

### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

### S&P Global Market Intelligence

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

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

### Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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. 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ:\* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้” ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (SAWAD) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570, 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

## Thanachart Research Team

<b>หัวหน้าฝ่าย, Strategy</b> พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เทคนิค</b> ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
<b>สาธารณูปโภค, สื่อสาร</b> ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	<b>อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ</b> พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	<b>อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย</b> พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
<b>ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง</b> รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	<b>ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน</b> สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	<b>ขนส่ง, รับเหมา</b> ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
<b>Small Cap, การแพทย์, โรงแรม</b> ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	<b>พลังงาน , วิโตรเคมี</b> ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	<b>นักวิเคราะห์, แพล</b> ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
<b>วิเคราะห์ทางเทคนิค</b> วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เชิงปริมาณ</b> สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

## Data Support Team

<b>มณฤดี เพชรแสงใสกุล</b> monrudee.pet@thanachartsec.co.th	<b>เกษมรัตน์ จิตกุล</b> kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	<b>วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์</b> varathip.run@thanachartsec.co.th
<b>สุนทร รักษาวัต</b> sunset.rak@thanachartsec.co.th	<b>สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์</b> suksawat.lim@thanachartsec.co.th	<b>สุจินตนา สภาพร</b> 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