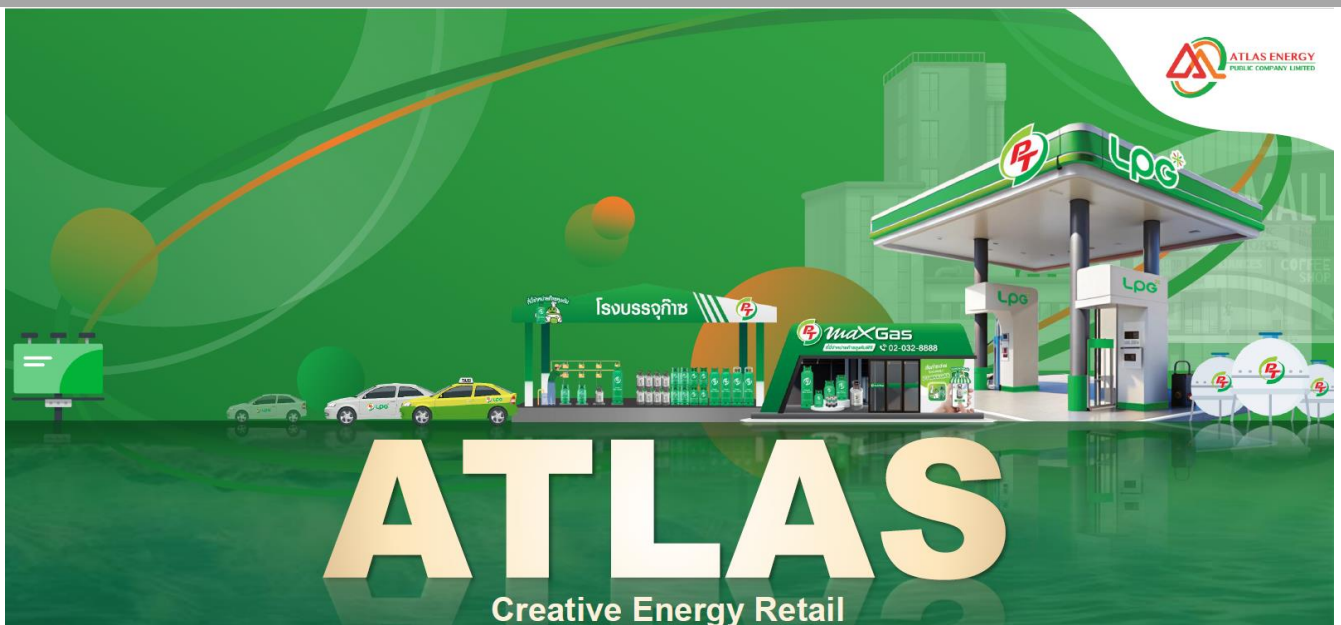


## บริษัท แอตลาส เอ็นเนอจี้ จำกัด (มหาชน)

ระยะเวลาห้ามเผยแพร่รายงานฉบับนี้ (Black out period):  
เริ่มต้น 18 กันยายน 2568

### Mapping Growth, Beyond Energy Boundaries

วิจิตร ติรวรรณรัตน์, นักวิเคราะห์การลงทุน  
ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน/ปัจจัยทางเทคนิค  
ภูวดล ภูสอตนเงิน, AISA (+662 618 1338)  
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน  
Phoowadol.pho@bualuang.co.th

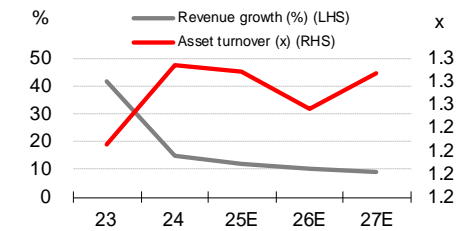


## ATLAS: Financial Tables – Year (Pro forma\*)

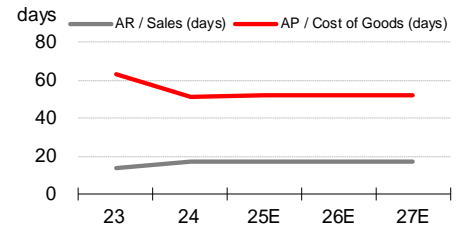
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>PROFIT &amp; LOSS (Btm)</b>					
Revenue from sales and services	9,283	10,688	11,958	13,214	14,388
Cost of sales and services	(7,912)	(9,114)	(10,192)	(11,261)	(12,259)
<b>Gross profit</b>	<b>1,371</b>	<b>1,574</b>	<b>1,766</b>	<b>1,953</b>	<b>2,128</b>
SG&A	(1,270)	(1,463)	(1,590)	(1,705)	(1,813)
<b>EBIT</b>	<b>101</b>	<b>111</b>	<b>175</b>	<b>249</b>	<b>316</b>
Interest expense	(110)	(115)	(123)	(127)	(132)
Other income/exp.	294	335	355	392	419
<b>EBT</b>	<b>285</b>	<b>332</b>	<b>407</b>	<b>514</b>	<b>603</b>
Corporate tax	(57)	(66)	(82)	(103)	(120)
<b>After-tax net profit (loss)</b>	<b>228</b>	<b>265</b>	<b>325</b>	<b>411</b>	<b>482</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	0	0	0	0	0
<b>Net profit (loss)</b>	<b>228</b>	<b>265</b>	<b>325</b>	<b>411</b>	<b>482</b>
Reported EPS	0.23	0.27	0.23	0.29	0.34
<b>Fully diluted EPS</b>	<b>0.23</b>	<b>0.27</b>	<b>0.23</b>	<b>0.29</b>	<b>0.34</b>
<b>Core net profit</b>	<b>228</b>	<b>265</b>	<b>325</b>	<b>411</b>	<b>482</b>
Core EPS	0.23	0.27	0.23	0.29	0.34
<b>EBITDA</b>	<b>715</b>	<b>831</b>	<b>970</b>	<b>1,111</b>	<b>1,295</b>
<b>KEY RATIOS</b>					
Revenue growth (%)	41.9	15.1	11.9	10.5	8.9
Gross margin (%)	14.8	14.7	14.8	14.8	14.8
EBITDA margin (%)	7.7	7.8	8.1	8.4	9.0
Operating margin (%)	1.1	1.0	1.5	1.9	2.2
Net margin (%)	2.5	2.5	2.7	3.1	3.4
Core profit margin (%)	2.5	2.5	2.7	3.1	3.4
ROA (%)	3.0	3.2	3.5	3.9	4.3
ROCE (%)	12.7	12.3	10.8	10.7	11.7
Asset turnover (x)	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3
Current ratio (x)	0.5	0.4	1.1	1.1	1.2
Gearing ratio (x)	0.8	0.6	0.2	0.1	0.1
Interest coverage (x)	0.9	1.0	1.4	2.0	2.4
<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>					
Cash & Equivalent	367	78	1,541	1,641	1,942
Accounts receivable	356	498	562	623	680
Inventory	416	278	314	348	380
PP&E-net	1,892	2,326	2,525	2,868	3,098
Other assets	5,121	5,187	5,265	5,345	5,426
<b>Total assets</b>	<b>8,151</b>	<b>8,366</b>	<b>10,207</b>	<b>10,824</b>	<b>11,526</b>
Accounts payable	1,365	1,285	1,450	1,608	1,756
ST debts & current portion	727	828	512	437	400
Long-term debt	166	0	0	0	0
Other liabilities	4,737	4,810	5,021	5,242	5,474
<b>Total liabilities</b>	<b>6,994</b>	<b>6,923</b>	<b>6,983</b>	<b>7,287</b>	<b>7,630</b>
Paid-up capital	500	500	709	709	709
Share premium	0	0	1,247	1,247	1,247
Retained earnings	637	923	1,248	1,561	1,920
<b>Shareholders equity</b>	<b>1,157</b>	<b>1,443</b>	<b>3,224</b>	<b>3,537</b>	<b>3,896</b>
Minority interests	0	0	0	0	0
<b>Total Liab.&amp;Shareholders' equity</b>	<b>8,151</b>	<b>8,366</b>	<b>10,207</b>	<b>10,824</b>	<b>11,526</b>
<b>CASH FLOW (Btm)</b>					
Net income	228	265	325	411	482
Depreciation and amortization	614	720	794	862	979
Change in working capital	187	(161)	66	62	59
FX, non-cash adjustment & others	(26)	9	0	0	0
<b>Cash flows from operating activities</b>	<b>1,003</b>	<b>834</b>	<b>1,185</b>	<b>1,335</b>	<b>1,520</b>
Capex (Invest)/Divest	(810)	(865)	(1,071)	(1,285)	(1,291)
Others	(0)	4	0	0	0
<b>Cash flows from investing activities</b>	<b>(810)</b>	<b>(861)</b>	<b>(1,071)</b>	<b>(1,285)</b>	<b>(1,291)</b>
Debt financing (repayment)	58	(262)	(105)	146	195
Equity financing	0	0	1,456	0	0
Dividend payment	0	0	0	(97)	(123)
Others.	0	0	0	0	0
<b>Cash flows from financing activities</b>	<b>58</b>	<b>(262)</b>	<b>1,351</b>	<b>49</b>	<b>72</b>
Net change in cash	251	(289)	1,464	99	301
<b>Free cash flow (Btm)</b>	<b>193</b>	<b>(31)</b>	<b>113</b>	<b>50</b>	<b>230</b>
<b>FCF per share (Bt)</b>	<b>0.2</b>	<b>(0.0)</b>	<b>0.1</b>	<b>0.0</b>	<b>0.2</b>
<b>Key assumptions</b>					
LPG sales volume growth (%) - Transport	20.4	15.0	9.3	8.2	7.5
LPG sales volume growth (%) - Household	24.0	14.4	24.3	17.4	13.8
Ads revenue (Btm, not inc. in core revenue)	272.9	287.7	305.3	334.6	354.3
%GPM - LPG's sales	15.3	15.2	15.2	15.2	15.2

หมายเหตุ: \*Pro forma คือ อิงจากงบการเงินเสมือน ที่ปรับปรุงรายการธุรกิจจำหน่ายน้ำมัน (ที่ขายออกไป) ออกแล้ว เพื่อเทียบกับโครงสร้างเฉพาะธุรกิจปัจจุบัน

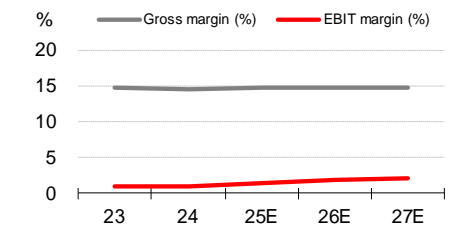
### Revenue growth and asset turnover



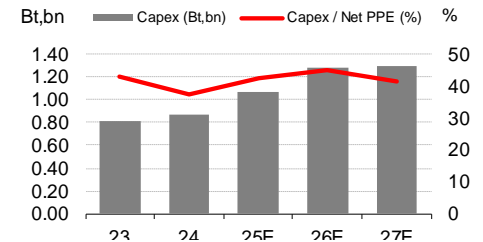
### A/C receivable & A/C payable days



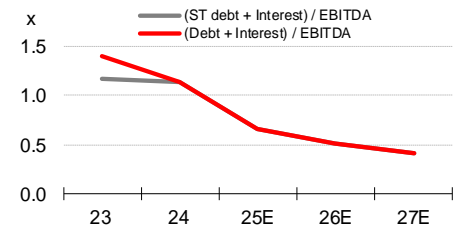
### Profit margins



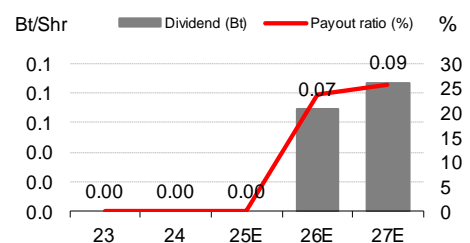
### Capital expenditure



### Debt serviceability



### Dividend payout



## สารบัญ

Executive summary.....	4
IPO information .....	5
Earnings outlook.....	6
Valuation .....	9
Business positive.....	10
<b>Positive #1</b> –ธุรกิจก๊าซ LPG หัวใจการเติบโตอย่างยั่งยืน.....	10
<b>Positive #2</b> –กลยุทธ์ป่าล้อมเมืองด้วยจุดจำหน่ายก๊าซหุงต้มครอบคลุมทั่วประเทศ..	12
<b>Positive #3</b> –ธุรกิจสื่อโฆษณาบนรถแท็กซี่ที่ดูเรียบง่าย แต่เข้าถึงผู้บริโภค และเป็น Earnings Engine ให้บริษัท.....	14
<b>Positive #4</b> – Synergy กับ PTG และการปรับโครงสร้างธุรกิจเพิ่มความสามารถ ทำกำไร .....	16
Background.....	17
Industry Outlook.....	19
Key risks.....	20
ESG summary.....	21

## Executive summary

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2569 ของ ATLAS ที่ 4.64 บาท/หุ้น ด้วยวิธีอิงเป้าหมาย PER ที่ 16 เท่า คำนวณจากค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่าง PER เฉลี่ยของธุรกิจให้บริการน้ำมันและก๊าซธรรมชาติปี 2569 ที่ 12.5 เท่า (ให้น้ำหนัก 65%) และธุรกิจสีนอกบ้านที่อิงจากเป้าหมาย PER ของ PLANB เทียบเท่าสำหรับปี 2569 ที่ 23 เท่า (ให้น้ำหนัก 35%) ซึ่งเป็นไปตามรูปแบบธุรกิจ (Business Model) ของ ATLAS ที่เป็นส่วนผสมระหว่างสองธุรกิจนี้ และคาด EPS ที่ 0.294 บาท/หุ้น

โดยเราประเมินกำไรหลักปี 2568-70 (เทียบงบการเงินเสมือนปี 2567) เติบโตเฉลี่ย 22% CAGR และสำหรับปี 2568-69 เติบโตเด่นสุด 23% และ 26% ตามลำดับ การเติบโตหนุนจากรายได้เติบโต 12% และ 11% ตามลำดับ จากทั้งธุรกิจหลักจำหน่ายก๊าซ LPG และให้บริการน้ำมัน และรายได้จากธุรกิจโฆษณา รวมทั้งอัตราค่าโฆษณา (NM) ปรับตัวเพิ่มขึ้นจาก 2.7% ในปี 2567 เป็น 3.0% และ 3.4% ในปี 2568-69 ตามลำดับ ตามธุรกิจ Taxi Ads ที่อัตราค่าโฆษณาเพิ่มขึ้น และ SG&A/sales ratio ที่ลดลง บนสมมติฐานที่อัตราค่าโฆษณาขึ้นต้น (GM) ของธุรกิจ LPG ไม่ผันผวนมากเกินไป

ทั้งนี้ เรามองความน่าสนใจลงทุน (Business Positive) ของ ATLAS สรุปเป็น 4 ประเด็น ดังนี้

**#1: ธุรกิจก๊าซ LPG หัวใจการเติบโตอย่างยั่งยืน** โดย ATLAS ครองส่วนแบ่งตลาด LPG ภาคขนส่งอันดับ 1 ที่ 29.5% ณ สิ้นปี 2567 และคาดขยายสู่ 35% ภายในปี 2570 ผ่านการเปิดสถานี LPG เพิ่มสุทธิ 4 แห่งในปี 2568 และ 16 แห่งในปี 2569 ควบคู่กับการ Renovate สถานีกว่า 30 แห่ง และการทำโครงการ PT Taxi Transform/Auto Transform โดยมีโอกาสทางธุรกิจมหาศาลจากฐานรถส่วนบุคคลที่จดทะเบียนในระบบกว่า 12 ล้านคัน หากเปลี่ยนมาใช้ LPG แค่ 1% ก็เทียบเท่า Taxi รวมทั้งระบบ นอกจากนี้ จุดสำคัญ คือ Taxi NGV ที่มีสถานีบริการน้อย แต่ยังมีรถจดทะเบียนในระบบมากกว่า 30,000 คัน และมีโอกาสสูงมากที่จะเปลี่ยนมาเป็น Taxi LPG โดยเฉพาะการเข้าร่วมโครงการ Taxi Transform ดังกล่าว ขณะที่ ข้อกังวลเรื่อง Taxi EV เรามองยังไม่เข้ามา Disrupt ในเชิง Commercial use ทำให้ Taxi LPG ยังคงเป็น “Best Commercialized” และถือยั้งว่าช่วย Recycle รถเก่าเข้าสู่ระบบ

**#2: กลยุทธ์ปาล้อมเมืองด้วยจุดจำหน่ายก๊าซหุงต้มครอบคลุมทั่วประเทศ** โดยคาดว่าบริษัทจะขยายส่วนแบ่งตลาดก๊าซหุงต้มจาก 3.7% เป็น 10% ภายในปี 2570 ด้วยแผนสร้างโรงบรรจุใหม่ 3 แห่งในปี 2568 และเพิ่มอีก 2-3 แห่งต่อปี พร้อมขยายร้านจำหน่ายมากกว่า 100 แห่งต่อปีทั่ว 61 จังหวัด ด้วยการใช้เครือข่ายสถานีกลุ่ม PTG กว่า 2,200 แห่ง ช่วยเร่งการเข้าถึงลูกค้าและลดต้นทุนขยายธุรกิจ โดยธุรกิจ cooking gas ยังมี margin สูงกว่าน้ำมัน (ที่ได้เปลี่ยนจากการขายมาเป็นรับจ้างบริการ) และที่สำคัญความต้องการเสถียร ทำให้ดูกว้างเป็น Growth Driver ระยะกลางถึงยาว

**#3: ธุรกิจสื่อโฆษณาบนรถแท็กซี่ที่ดูเรียบง่าย แต่เข้าถึงผู้บริโภค และเป็น Earnings Engine ให้บริษัท** ด้วยความที่ธุรกิจ Max Taxi Ads ที่มีรายได้ 166 ล้านบาทในปี 2567 เทียบเป็นกว่า 60% ของกำไรบริษัท และแทบไม่มีต้นทุนทางตรงทำให้อัตรากำไรสูง โดยปัจจุบันมีแท็กซี่ร่วมโครงการ ~13,000 คัน แต่คิดเป็นเพียง 15% ของแท็กซี่ทั้งหมด (~91,500 คัน ตามตัวเลขของกรมการขนส่งทางบกล่าสุด) ทำให้ยังมี Upside อีกมาก เราประเมินการเพิ่ม penetration ทุก 5% สามารถขยายฐานรถติดสื่อโฆษณาได้ราว 4,600 คัน หรือเทียบเท่าเพิ่มขึ้น 35% จากปัจจุบัน นอกจากนี้ ยังเป็นโมเดลธุรกิจแบบ asset-light ใช้ fixed cost ต่ำ และยังสามารถเชื่อมโยงกับ PT Max Card เพื่อทำ cross-promotion ยิ่งต่อยอดศักยภาพเป็น “Earnings Engine” ที่ช่วยยกระดับอัตรากำไรได้ดี

**#4: Synergy กับ PTG และการปรับโครงสร้างธุรกิจเพิ่มความสามารถทำกำไร** ด้วยความที่เป็นบริษัทย่อย PTG เปิดทางให้ ATLAS มีข้อได้เปรียบกว่าผู้เล่นหลายรายในอุตสาหกรรม สามารถต่อยอด (leveraging) ฐานสมาชิก PT Max Card มากเกิน 20 ล้านราย และใช้โครงข่ายสถานี PT กว่า 2,000 แห่งในการ cross-sell และเร่งขยาย COCO Gas Shop (ร้านจำหน่ายก๊าซหุงต้ม) ได้รวดเร็วกว่าการเริ่มต้นทุกอย่างใหม่ อีกทั้งการยกเลิกธุรกิจขายน้ำมัน margin ต่ำ ตั้งแต่กลางปี 2567 และหันมารับจ้างบริหารสถานีแทน ช่วยปรับ mix รายได้สู่ธุรกิจ margin สูงอย่าง LPG และโฆษณา ส่งผลให้ GM รวมขยับจาก 10.9% ในปี 2567 (จากงบก่อนปรับปรุงธุรกิจออก) คาดสู่ 14.8% ในปี 2568 เป็นการยกระดับการทำกำไรฐานใหม่ และลดความผันผวนของรายได้ได้อย่างมีนัยสำคัญด้วย

**ความเสี่ยงที่สำคัญ:** กฎระเบียบและนโยบายภาครัฐ, การแข่งขันในอุตสาหกรรม, การพึ่งพารายได้ธุรกิจโฆษณา, ความปลอดภัย, โครงสร้างเงินทุน-การลงทุน, ความผันผวนของราคา, ชีพพลาย

# IPO Information

**ผู้เสนอขายหลักทรัพย์:** บริษัท แอตลาส เอ็นเนอจี จำกัด (มหาชน) (“บริษัท” หรือ “ATLAS”)

**จำนวนหุ้นสามัญที่เสนอขาย:** หุ้นสามัญเพิ่มทุนที่เสนอขายใหม่ จำนวนไม่เกิน 418,420,000 หุ้น คิดเป็นไม่เกิน 29.5% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดหลัง IPO

**ทุนที่เรียกชำระแล้ว และจำนวนหุ้น:**

- ก่อนเสนอขาย IPO: 500,000,000 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 1,000,000,000 หุ้น
- หลังเสนอขาย IPO: 709,210,000 บาท แบ่งเป็นหุ้นสามัญจำนวน 1,418,420,000 หุ้น

**มูลค่าที่ตราไว้ (Par value):** 0.50 บาทต่อหุ้น

**ตลาดรองที่จดทะเบียน:** ตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) / กลุ่มทรัพยากร (RESOURC) / หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค

**นโยบายการจ่ายเงินปันผล:** บริษัทมีนโยบายจ่ายเงินปันผลให้แก่ผู้ถือหุ้นในอัตราไม่น้อยกว่า 30% ของกำไรสุทธิจากงบการเงินเฉพาะกิจการของบริษัท ภายหลังจากหักภาษีเงินได้มีบุคคลและการจัดสรรทุนสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่ได้กำหนดไว้ในกฎหมายและข้อบังคับของบริษัท

**วัตถุประสงค์การใช้เงิน:**

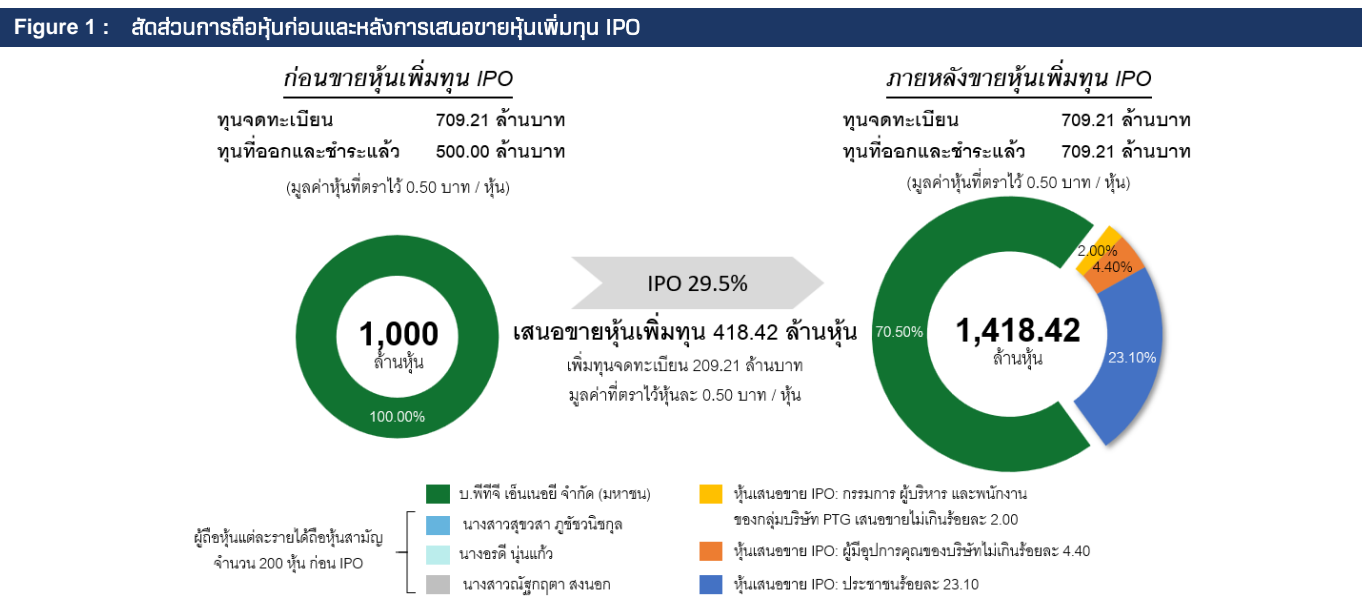
- 1) การลงทุนเพื่อเพิ่มโรงบรรจุก๊าซหุงต้มและร้านจำหน่ายก๊าซหุงต้มเพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจจำหน่ายก๊าซแอลพีจีในภาคครัวเรือน
- 2) การลงทุนเพื่อเพิ่มถังบรรจุก๊าซหุงต้มเพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจจำหน่ายก๊าซแอลพีจีในภาคครัวเรือน
- 3) การลงทุนเพื่อเพิ่มสถานีบริการก๊าซแอลพีจีเพื่อรองรับการเติบโตของธุรกิจจำหน่ายก๊าซแอลพีจีในภาคขนส่ง
- 4) การลงทุนในโครงการ “PT Auto Transform” เพื่อเพิ่มจำนวนผู้ใช้รถยนต์ที่ใช้ก๊าซแอลพีจีเป็นเชื้อเพลิง
- 5) การลงทุนเพื่อขยายฐานลูกค้าอุตสาหกรรม
- 6) การลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจจำหน่ายก๊าซแอลพีจี
- 7) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียนในกิจการ

**ที่ปรึกษาทางการเงิน:** บริษัท เซกแคปปิตอล จำกัด

**ผู้จัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจัดจำหน่าย:** บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน)

**Research Black out period:** เริ่มต้น 18 กันยายน 2568

(โปรดศึกษารายละเอียดเพิ่มเติมในหนังสือชี้ชวน)



Sources: Company Data

## Earnings outlook

เราจัดทำประมาณการกำไรโดยอิงจากงบการเงินเสมือน (Pro forma) ที่ปรับปรุงรายการย้อนหลัง ด้วยการตัดธุรกิจจำหน่ายน้ำมัน (ขายออกไปที่แล้ว) ออก เพื่อเทียบโครงสร้างเฉพาะที่มีในปัจจุบัน เราประเมินกำไรสุทธิปี 2568 อยู่ที่ 325 ล้านบาท และปี 2569 ที่ 411 ล้านบาท เติบโต 23% และ 26% YoY ตามลำดับ การเติบโตของกำไรสุทธิ หนุนจากรายได้รวมที่เติบโต จากทั้งธุรกิจหลักจำหน่ายก๊าซ LPG และให้บริการน้ำมัน และรายได้จากธุรกิจโฆษณา ประกอบกับ ความสามารถทำกำไร (Net Margin ดีขึ้น) ที่ปรับตัวดีขึ้น โดย BLS คาดรายได้ยอดขายและบริการ เติบโต 12% และ 11% YoY ในปี 2568-69 ได้ผลบวกจากธุรกิจจำหน่าย LPG กลุ่มลูกค้าขนส่ง และครัวเรือน ที่ขยายตัวตามกิจกรรมทางเศรษฐกิจ และการขยายสาขาหลัง IPO หนุนส่วนแบ่งตลาด นอกจากนี้ จะมีปัจจัยหนุนจาก Economies of scale ที่มากขึ้น หนุน SG&A/sales ปรับตัวลดลง

**รายได้ธุรกิจขาย LPG ให้กลุ่มลูกค้าขนส่ง:** เราคาดว่ารายได้จากการขาย LPG ในกลุ่มลูกค้าขนส่งของ ATLAS ในปี 2568 จะอยู่ที่ 7.5 พันล้านบาท เติบโต 9% YoY โดยหนุนจากปริมาณการขาย LPG ที่ขยายตัวทั้งกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้น, ประโยชน์จาก ecosystem ของสมาชิก PT Max Card และ PT Max Plus ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น และการขยายสาขาให้บริการจำหน่าย LPG ที่มากขึ้น 4 แห่ง (+1.6% YoY) ขณะที่ปี 2569 คาดที่ 8.1 พันล้านบาท เติบโตอีก 8% YoY จากการขยายสาขา 16 แห่ง (+6.5% YoY) และการเดินหน้าโครงการ Auto transform หนุนเครือข่ายผู้ใช้ LPG เพิ่มสูงขึ้น

**รายได้ธุรกิจขาย LPG ให้กลุ่มลูกค้าครัวเรือนและอุตสาหกรรม:** เราประเมินยอดขาย LPG กลุ่มครัวเรือน ปี 2568-69 อยู่ที่ 2.5 และ 3 พันล้านบาท เติบโต 24.3% และ 17.4% YoY ตามลำดับ โดยการเติบโตที่แข็งแกร่ง จะมีปัจจัยหนุนจากฐานส่วนแบ่งตลาดของบริษัทที่ยังต่ำในปัจจุบัน ซึ่งจากการเข้า IPO พร้อมมุ่งขยายฐานสาขา และ ecosystem ในเครือ PTG ที่แข็งแกร่ง จะช่วยหนุนส่วนแบ่งตลาดก้าวกระโดด โดยคาดปี 2568-69 นับเฉพาะสาขาของบริษัทจะเปิดสาขาเพิ่ม 111 และ 154 แห่ง (+34% และ 35% YoY) ตามลำดับ ส่วนยอดขาย LPG อุตสาหกรรมที่ยังฐานต่ำ เราคาดปี 2568-69 เติบโตได้เฉลี่ย 15% ต่อปี จากการขยายฐานลูกค้า

**ธุรกิจโฆษณามบรถแท็กซี่ และพื้นที่เช่าเชิงพาณิชย์:** คาดในปี 2568-69 จะอยู่ที่ 312 และ 342 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 8.5% และ 9.5% YoY ตามลำดับ ได้ปัจจัยหนุนจากสมมติฐานจำนวนรถแท็กซี่ที่เพิ่มขึ้น จากการเดินหน้าโครงการ transform auto transform ประกอบกับ การขยายสถานีบริการ LPG และน้ำมัน ในปี 2568-69 ที่เพิ่มขึ้น หนุนรายได้ค่าเช่าปรับตัวดีขึ้น โดยแม้สัดส่วนรายได้จะน้อยเทียบกับรายได้จากยอดขายและบริการ แต่ถือเป็นรายได้ที่มีอัตรากำไรสูง จึงช่วยหนุนการเติบโตของกำไรอย่างมีนัย

**อัตรากำไรขั้นต้น (Gross margin: GM):** GM เราคาดแนวโน้มอัตรากำไรขั้นต้นจากการขาย ปี 2568-69 จะอยู่ที่ 15.2% ทรงตัว YoY เมื่อเทียบกับปี 2567 ที่ 15.2% โดยปี 2569 จะมีผลลบจากสัดส่วนยอดขาย LPG ขนส่งที่ลดลง ซึ่งถือเป็นยอดขายที่มีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่าการขายให้กลุ่มครัวเรือนและอุตสาหกรรม อย่างไรก็ตาม จากอัตรากำไรเปลี่ยนแปลงสัดส่วนยอดขายที่ค่อยเป็นค่อยไป ประกอบกับ ฐานยอดขายเติบโต 2 หลัก ต่อเนื่อง จึงคาดจะชดเชยได้จากการประหยัดจากขนาด (Economies of Scale) ที่เพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

**ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร ต่อรายได้จากการขายและบริการรวม (SG&A/sales ratio):** ในปี 2568-69 คาดอยู่ที่ 13.3% และ 12.9% ตามลำดับ (ลดลงจาก 13.7% ในปี 2567) โดยค่าใช้จ่ายหลักคือ ค่าใช้จ่ายพนักงานและผู้บริหาร, ค่าเสื่อมราคาและตัดหน่วง และค่าบริการที่เกี่ยวข้องกับการจำหน่าย LPG โดยคาดค่าใช้จ่าย SG&A ที่เพิ่มขึ้น YoY มาจากจำนวนพนักงานที่เพิ่มขึ้นตามการขยายสาขา และค่าบริการที่เกี่ยวข้องกับการขาย LPG เพิ่มขึ้นแล้ว แต่เราคาดสัดส่วน SG&A/sales จะมีแนวโน้มลดลงจาก Economies of Scale ตามยอดขายที่ขยายตัว และสอดคล้องกับแนวโน้ม SG&A/sales ที่ลดลงต่อเนื่อง (ปี 2564-65 อยู่ที่ 17.2% และ 14.9%)

**อัตรากำไรเงินได้ต้นทุนคลเฉลี่ย:** ในปี 2568-69 คาดการณ์ที่ 20.0%

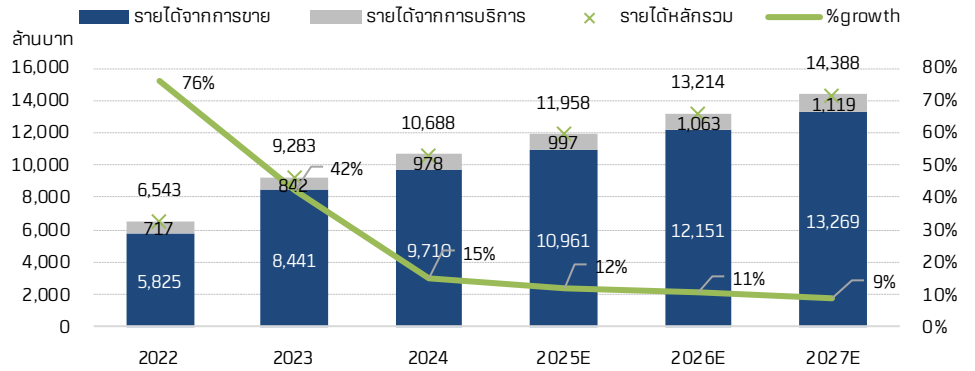
**อัตรากำไรสุทธิหลัก (NM):** เราคาด NM ในปี 2568-69 ที่ 3% และ 3.4% ตามลำดับ

**งบลงทุน (CAPEX):** หลังได้รับเงินจากการเสนอขาย IPO บริษัทจะนำไปขยายธุรกิจในทุกด้าน ทั้งการขยายสาขาจำหน่าย LPG สำหรับทั้งกลุ่มขนส่งและครัวเรือน รวม 114 สาขาใหม่ ประกอบกับ การปรับปรุงสถานีบริการก๊าซ อีก 30 แห่ง นอกจากนี้จะเป็นการลงทุนในโครงการเพื่อช่วยเสริมความแข็งแกร่งธุรกิจ เช่น โครงการ Auto & PT Taxi Transform (เป็นงบลงทุนสำหรับการดึงดูดให้ผู้ใช้เปลี่ยนระบบมาติด LPG) รวมถึง การลงทุนโรงบรรจุก๊าซ และถังบรรจุก๊าซ

**สถานะทางการเงินแข็งแกร่ง:** อัตราหนี้สินที่มีภาระดอกเบี้ยต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (IBD/E ratio หรือ Gearing ratio) ไม่รวมหนี้สินตามสัญญาเช่า (ตาม TFRS16) หลังจากเข้า IPO จะลดลงจาก 0.57 เท่า ปลายปี 2567 เหลือ 0.16 เท่า ในปลายปี 2568 (และหักเงินสดเป็นสถานะ Net-cash) หลังจากนั้นคาดว่าจะทยอยลดลง เนื่องจากการลงทุนตามแผน ส่วนมากจะใช้เงินจาก IPO เป็นหลักแทนกู้ยืม

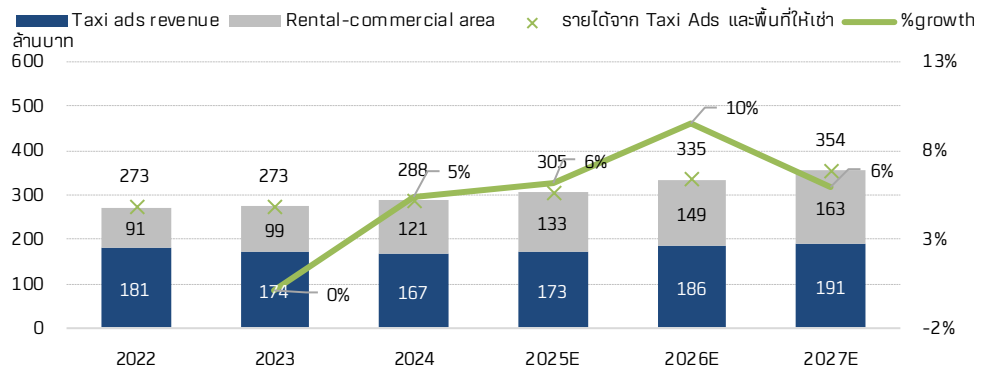
**สมมติฐานการจ่ายเงินปันผล:** BLS คาดไว้ที่ 30% ของกำไรสุทธิ ตามนโยบายการจ่ายเงินปันผลของบริษัท

**Figure 2 : คาดการณ์รายได้และการเติบโตของรายได้หลัก (จำหน่ายก๊าซและให้บริการน้ำมัน ไม่รวมโฆษณา)**



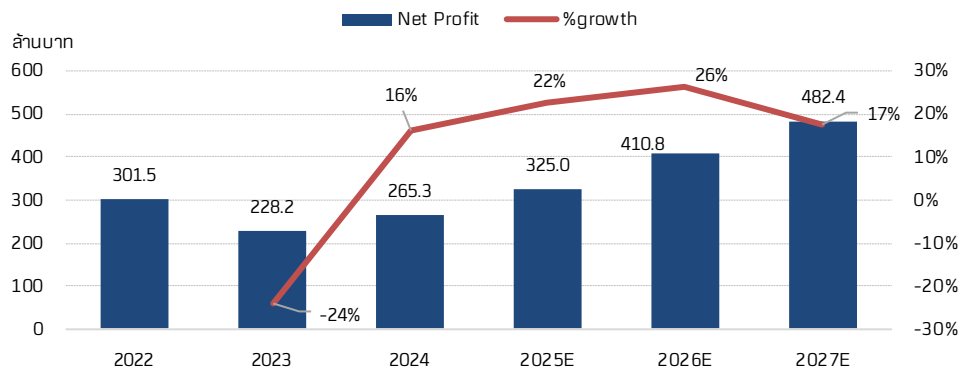
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 3 : คาดการณ์รายได้โฆษณาจาก Taxi Ads และพื้นที่ให้เช่า**



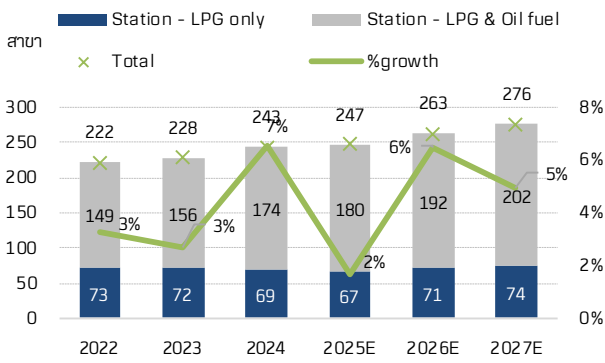
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 4 : คาดการณ์กำไรและการเติบโต**



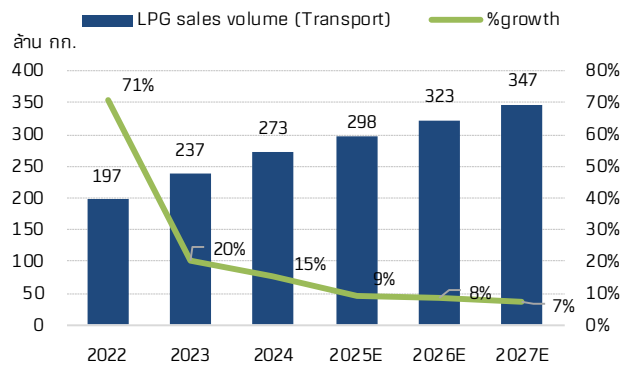
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 5 : สมมติฐานการขยายสถานีบริการภาคขนส่ง (ทุกรูปแบบ)**



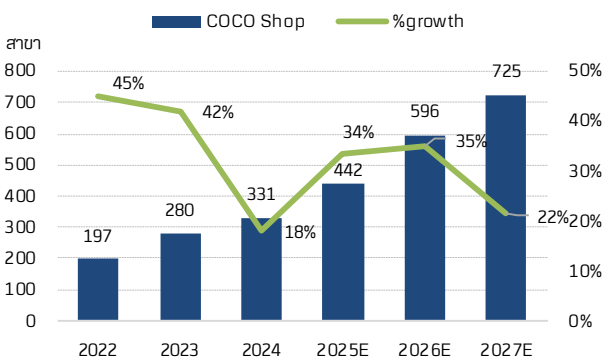
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 6 : สมมติฐานปริมาณจำหน่าย LPG ภาคขนส่ง**



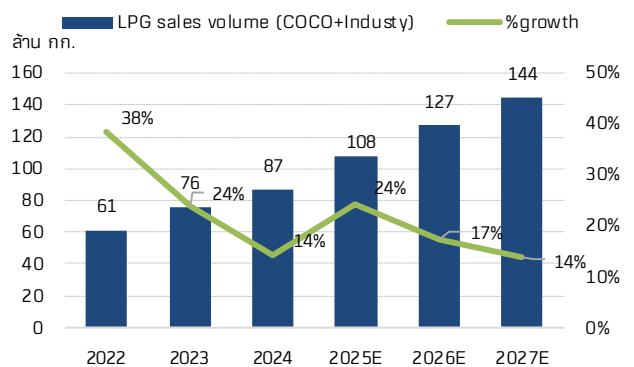
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 7 : สมมติฐานการขยายร้านจำหน่ายก๊าซหุงต้ม (COCO Shop)**



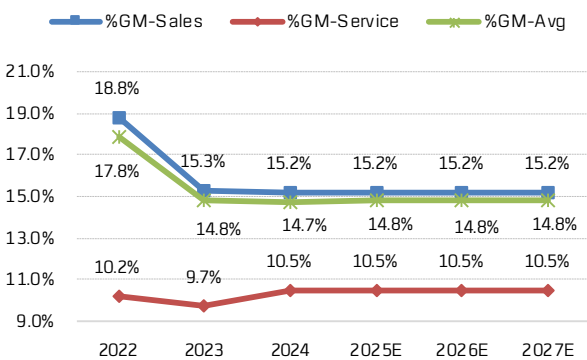
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 8 : สมมติฐานปริมาณจำหน่าย LPG ภาคครัวเรือน-อุตสาหกรรม**



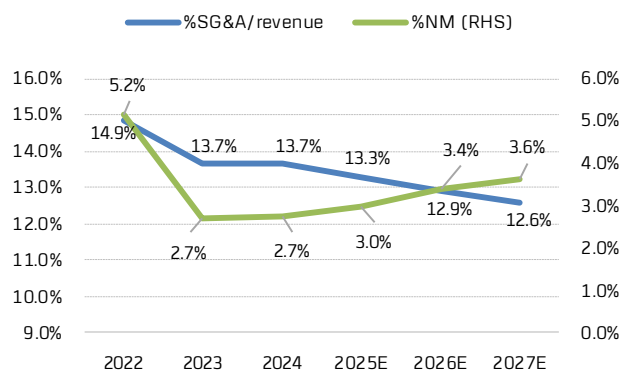
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 9 : สมมติฐานอัตรากำไรขั้นต้น (GM) แต่ละส่วน**



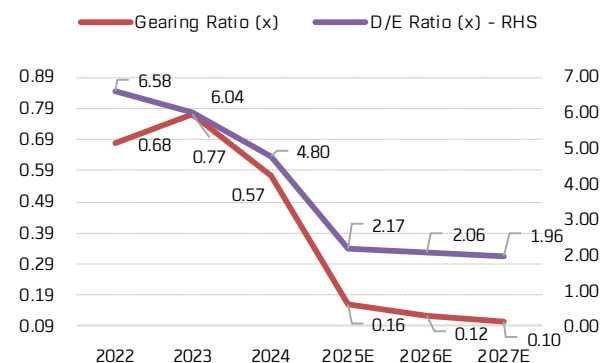
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 10 : สมมติฐานค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร (SG&A/sales)**



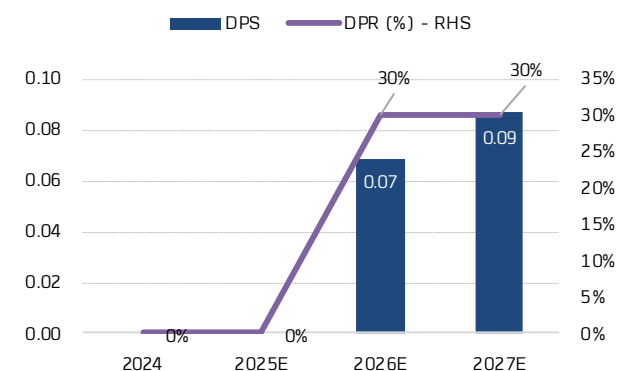
Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 11 : คาดการณ์ IBE/E ratio และ D/E ratio**



Sources: Company data, Bualuang Research

**Figure 12 : คาดการณ์ Dividend Payout Ratio**



Sources: Company data, Bualuang Research



## Valuation

เราประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 2569 ของ ATLAS ที่ 4.64 บาท/หุ้น ด้วยวิธีอิงเป้าหมาย PER ที่ 16 เท่า คำนวณจากค่าเฉลี่ยถ่วงน้ำหนักระหว่าง PER เฉลี่ยของธุรกิจให้บริการน้ำมันและก๊าซธรรมชาติปี 2569 ที่ 12.5 เท่า (ให้น้ำหนัก 65%) และธุรกิจส่งออกน้ำมันที่อิงจากเป้าหมาย PER ของ PLANB เทียบเท่าสำหรับปี 2569 ที่ 23 เท่า (ให้น้ำหนัก 35%) ซึ่งเป็นไปตามรูปแบบธุรกิจ (Business Model) ของ ATLAS ที่เป็นส่วนผสมระหว่างสองธุรกิจนี้ โดยคาด EPS ปี 2569 ที่ 0.29 บาท/หุ้น

ในส่วนของธุรกิจให้บริการน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ (Oil & Gas Service) เราอิงจาก OR และ PTG เป็นหลัก เนื่องจากบริษัทที่เกี่ยวข้องโดยตรงอย่าง SGP และ WP ไม่มีข้อมูลการประมาณการของตลาด โดย OR อิงจากที่ BLS ให้คำแนะนำ ส่วน PTG อิงจากของ Bloomberg (BLS ไม่ได้ศึกษา) โดยค่าเฉลี่ยของทั้งสองบริษัทในปี 2568 และ 2569 อยู่ที่ 14.2 และ 12.5 เท่า ตามลำดับ

ส่วนธุรกิจส่งออกน้ำมัน (OHH) ใช้ PLANB ที่เป็นตัวแทนของธุรกิจนี้ตามมุมมองเชิงพื้นฐาน โดยเป้าหมาย PER ที่ใช้ 23 เท่า เราได้อิงจากเป้าหมายที่ BLS ใช้ในการประเมินมูลค่า PLANB สำหรับปี 2568 ที่ 26 เท่า เทียบเคียงเป็นสำหรับคาดการณ์กำไรปี 2569 คิดย้อนกลับออกมาเป็น 23 เท่า ดังกล่าว (ยังไม่ได้กำหนดเป้าหมายปี 2569 โดยตรง ณ ขณะนี้) ทั้งนี้ สัดส่วนน้ำหนักที่ใช้ Oil & Gas Service : OHH ที่ 65%:35% เป็นไปตามสัดส่วนประมาณการกำไร (ในเบื้องต้น บนสมมติฐานปันส่วนค่าใช้จ่ายตามรายได้)

### เปรียบเทียบความเหมาะสมของ Valuation และวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivities Analysis)

ราคาเป้าหมายที่กำหนดบนเป้าหมาย PER ที่ 16 เท่า อยู่ระหว่าง PER ของกลุ่มเทียบเคียงทั้งสองกลุ่มที่ 12.5-18.1 เท่า ซึ่งเป็นไปตามธรรมชาติของรูปแบบธุรกิจ (Business Model) โดยหากเทียบ PER ต่อการเติบโตของกำไรปี 2026 (PEG) จะอยู่ที่ 0.6 เท่า (เท่า PTG) ดังนั้น ราคาเป้าหมายที่กำหนดจึงอยู่ในระดับเหมาะสมกับทั้งรูปแบบธุรกิจ และใช้หลักอนุรักษนิยมเมื่อเทียบกับแนวโน้มการเติบโตแล้ว

สำหรับการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (Sensitivities Analysis) กรณีแย่กว่าคาด (Bear) อาจเกิดจากการเติบโตของปริมาณขายต่ำกว่าเป้าหมายราว 10% ขณะที่กรณีดีกว่าคาด (Bull) ก็คิดว่าหากเกิดขึ้นก็ไม่น่าจะดีกว่าเป้าหมายไปกว่า 10% เช่นกัน (คาดความผันผวนจะอยู่ช่วง +/-10%) และทำให้เทียบราคาเป้าหมาย ผ่าน Valuation แต่ละระดับบนสองกรณีดังกล่าวไว้ใน Figure 13

Figure 13 : เปรียบเทียบตัวเลขทางการเงิน และ Valuation ของ ATLAS (ที่ราคาเป้าหมาย) กับบริษัทจดทะเบียนในกลุ่มเกี่ยวข้อง (ที่ราคาปัจจุบัน)

Company	Market Cap. (Btm)	PER			%EPS Growth 2026E	PEG	PBV		
		2024	2025E	2026E			2024	2025E	2026E
<b>ATLAS (At Target Price)</b>	<b>6,581</b>	<b>17.5</b>	<b>20.3</b>	<b>16.0</b>		0.6	3.2	2.0	1.9
<b>LPG &amp; Oil Service</b>									
OR	171,600	22.4	15.8	14.3	10%	1.4	1.6	1.5	1.4
PTG	14,195	13.9	12.7	10.7	19%	0.6	1.6	1.5	1.4
SGP	12,314	9.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
WP	2,011	14.1	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
<b>LPG &amp; Oil Service - average</b>		<b>14.9</b>	<b>14.2</b>	<b>12.5</b>	<b>15%</b>	<b>0.9</b>	<b>1.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>
<b>OOH Media</b>									
PLANB	23,001	20.4	20.7	18.1	14%	1.3	2.2	1.8	1.7

Sources: Bloomberg, Bualuang Research (ใช้ราคาปิด ณ วันที่ 15 ก.ย. 2568 ในการคำนวณ)

Figure 14 : Target Price's sensitivities analysis

TP Sensitivity Analysis	Core EPS (2026E)		
	Bear (-10% Missed)	Base	Bull (+10% Beat)
PER	0.26	0.29	0.32
12x	3.13	3.48	3.82
13x	3.39	3.77	4.14
14x	3.65	4.05	4.46
15x	3.91	4.34	4.78
16x	4.17	4.64	5.10
17x	4.43	4.92	5.42
18x	4.69	5.21	5.73
19x	4.95	5.50	6.05
20x	5.21	5.79	6.37

Source: Bualuang Research

## Business Positive

### Positive #1 – ธุรกิจก๊าซ LPG หัวใจการเติบโตอย่างยั่งยืน

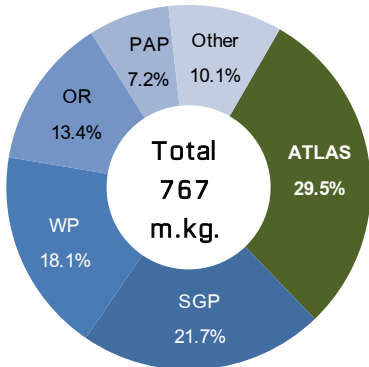
ATLAS ครองตำแหน่งผู้นำในตลาด LPG ภาคขนส่งด้วยส่วนแบ่งตลาดประมาณ 29.5% ณ สิ้นปี 2567 และคาดว่าจะขยายส่วนแบ่งตลาดเป็น 35% ภายในปี 2570 ได้สำเร็จ จาก “โครงการ PT Taxi Transform และ PT Auto Transform” แผนธุรกิจคือการเปลี่ยนรถแท็กซี่และรถยนต์ทั่วไปจาก NGV หรือน้ำมัน ให้มาใช้ LPG

นอกจากนี้ ยังมีโอกาสทางธุรกิจที่ใหญ่จากตลาดรถยนต์มือสอง หากพิจารณาจากรถยนต์นั่งส่วนบุคคลที่จดทะเบียนสะสมกว่า 12.4 ล้านคัน (ข้อมูลจากกรมการขนส่งทางบก ณ 31 ส.ค. 2568) ผู้ใช้งานจำนวนไม่น้อยมีโอกาสเปลี่ยนมาใช้ LPG เนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิง LPG ถูกกว่าน้ำมันอย่างมีนัยสำคัญ ขณะเดียวกันยังสะดวกและรวดเร็วกว่าในการเติมเชื้อเพลิงเมื่อเทียบกับ NGV และมีต้นทุนบำรุงรักษาที่ต่ำกว่าอย่างมีนัยสำคัญ หากเพียง 1% ของรถกลุ่มนี้เปลี่ยนมาใช้ LPG จะคิดเป็นกว่า 120,000 คัน (มองเป็น Universe ของตลาด) ซึ่งมีขนาดใหญ่กว่าจำนวนแท็กซี่ที่จดทะเบียนสะสมทั้งระบบที่อยู่ราว 91,534 คัน (ข้อมูล กรมการขนส่งทางบก ณ 31 ส.ค. 2568)

นอกจากนี้ หากเจาะจงไปยังตลาดแท็กซี่ ตัวเลขรายงานของกรมการขนส่งทางบกปลายปี 2567 มีแท็กซี่จดทะเบียนสะสมทั้งหมดแล้ว ราว 36,497 คัน (แต่ลดลง 18% YoY) ที่ยังคงเป็น Taxi NGV อยู่ในระบบ และเป็นกลุ่มที่มีแนวโน้มเปลี่ยนมาใช้ LPG ได้สูง เนื่องจากผู้ขับขี่ตระหนักถึงข้อได้เปรียบด้านต้นทุนและความสะดวกในการใช้งาน LPG อยู่แล้ว ทั้งนี้จำนวนดังกล่าวเทียบเท่ากับกว่าฐานลูกค้า Taxi LPG ที่ ATLAS มีอยู่ปัจจุบันราว 13,000 คัน แสดงให้เห็นถึงศักยภาพของตลาดที่ยังสามารถขยายได้อีกมาก

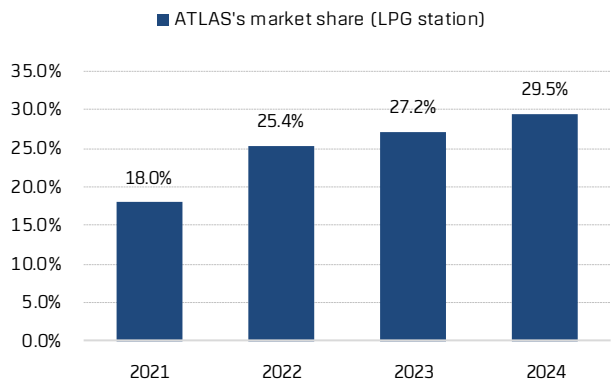
ดังนั้น การนำรถยนต์เก่าและรถแท็กซี่ที่ใช้งานเชื้อเพลิงอื่นมาปรับใช้พลังงาน LPG จึงเปรียบเสมือนการ “รีไซเคิล” (Recycle) การใช้งานของรถยนต์เดิมในเชิงพลังงาน ซึ่งไม่เพียงช่วยลดต้นทุนแก่ผู้บริโภค แต่ยังเป็นปัจจัยสนับสนุนการเติบโตอย่างต่อเนื่องของธุรกิจ สร้างความยั่งยืนให้กับบริษัทและระบบเศรษฐกิจไทยในภาพรวม

Figure 15 : ส่วนแบ่งการตลาดธุรกิจจำหน่าย LPG ภาคขนส่ง ปี 2567



Source: Company Data

Figure 16 : การขยายตัวของส่วนแบ่งการตลาดจำหน่าย LPG ภาคขนส่ง



Source: Company Data

Taxi EV ยังไม่อยู่ในจุดที่มา Disrupted ได้ในระยะกลาง แม้กระแสรถยนต์ไฟฟ้า (EV) จะร้อนแรงและได้รับการสนับสนุนเชิงนโยบาย แต่สำหรับกลุ่มรถแท็กซี่ซึ่งเป็นการใช้งานเชิงพาณิชย์ (Commercialized use) EV Taxi ยังไม่อยู่ในจุดที่จะเข้ามา Disrupt ได้ในระยะสั้นถึงกลาง เนื่องจากพฤติกรรมการใช้งานของแท็กซี่มีลักษณะการวิ่งตลอดวัน ไม่มีตารางเวลาพักที่แน่นอนเหมือนรถโดยสารสาธารณะ ทำให้ความต้องการ “Refueling efficiency” มีความสำคัญสูง ทั้งในแง่เวลา ระยะทาง และจำนวนจุดให้บริการ ปัจจุบัน EV Taxi จึงยังเผชิญข้อจำกัดหลัก 3 ประการ ได้แก่

1) โครงสร้างพื้นฐาน: สถานีชาร์จ EV มีจำนวนจำกัดและใช้เวลานานกว่าการเติมเชื้อเพลิง LPG อย่างมีนัยสำคัญ ขณะที่สถานี LPG มีการกระจายตัวครอบคลุมมากกว่าทั้ง NGV และ EV

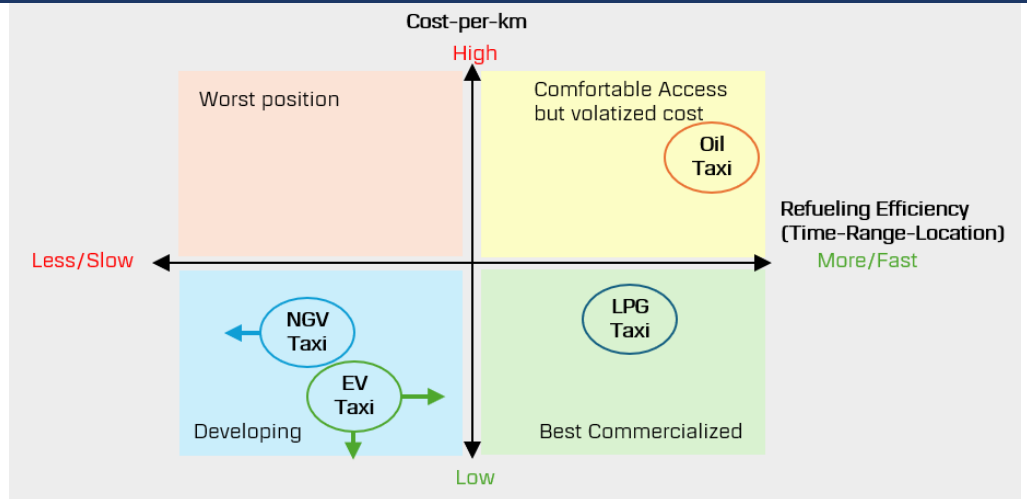
**2) เวลาในการให้บริการ:** การเติม LPG ใช้เวลาไม่มากนัก ต่างจาก EV ที่ต้องใช้เวลารอชาร์จนาน ส่งผลให้ EV Taxi สูญเสียโอกาสในการหารายได้มากกว่า

**3) ต้นทุนต่อหน่วยพลังงาน:** LPG มีต้นทุนเชื้อเพลิงต่อกิโลเมตรต่ำกว่าน้ำมัน

ดังนั้น โดยภาพรวม Taxi LPG จึงยังถูกมองว่าเป็นกลุ่มที่ “Best Commercialized” และจะเป็นกลุ่มสุดท้ายที่จะถูกแทนที่เมื่อเทียบกับแท็กซี่ใช้น้ำมันหรือ NGV ซึ่งอยู่ในตำแหน่งที่เสียเปรียบกว่าในเชิงต้นทุนและประสิทธิภาพ

ส่วนภาพระยะยาว การกินส่วนแบ่งการตลาดของ EV Taxi เราแนะนำให้ติดตามพัฒนาการ 3 เรื่องหลักคือ 1) จำนวนสถานีชาร์จสำหรับ EV ที่เป็นจุดเหมาะสมสำหรับแท็กซี่, 2) ระยะเวลาในการชาร์จไฟฟ้าที่ควรลดน้อยลงลงอย่างมีนัยสำคัญ (เทคโนโลยีนี้ยังใช้แค่ EV ระดับบน) และ 3) การเปลี่ยนแปลงเชิงนโยบายของภาครัฐ หากให้ความสำคัญกับการผลักดัน EV Taxi อย่างเห็นได้ชัดและจับต้องได้

**Figure 17 : แผนผังแสดงความได้เปรียบ-เสียเปรียบของแท็กซี่แต่ละแบบ (โดยสังเขป)**

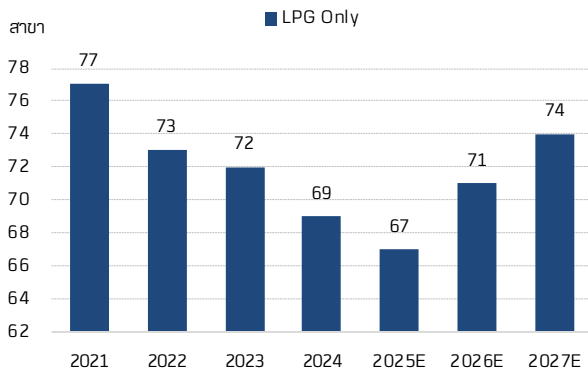


Source: Bualuang Research (+Industry Expert Interview)

**บริษัทมีแผนเปิดสถานีบริการ LPG เพิ่ม** อีก 18 แห่งในปี 2568 และ 16 แห่งในปี 2569 (ส่วนใหญ่เป็นสาขาแบบ Mixed หรือ ก๊าซ + น้ำมัน) เพื่อขยายการครอบคลุมพื้นที่จำหน่ายก๊าซให้เข้าถึงผู้บริโภคได้มากขึ้น นอกจากการขยายสาขาใหม่แล้ว บริษัทมีแผน ปรับปรุงสถานีก๊าซเดิมกว่า 30 แห่งในปี 2568 และทยอยปรับปรุงต่อเนื่องในปีถัดไป เพื่อยกระดับมาตรฐานการให้บริการและภาพลักษณ์ของสถานี PT LPG ให้ทันสมัย ปลอดภัย และตอบสนองความต้องการของลูกค้าที่เปลี่ยนแปลงไป การปรับปรุงนี้ครอบคลุมทั้งด้านโครงสร้างอาคาร ระบบความปลอดภัย และการอำนวยความสะดวกในสถานี เช่น ระบบจ่ายก๊าซที่รวดเร็วและระบบตรวจสอบความปลอดภัยอัตโนมัติ ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการให้บริการและสร้างความเชื่อมั่นแก่ผู้บริโภคในระยะยาว

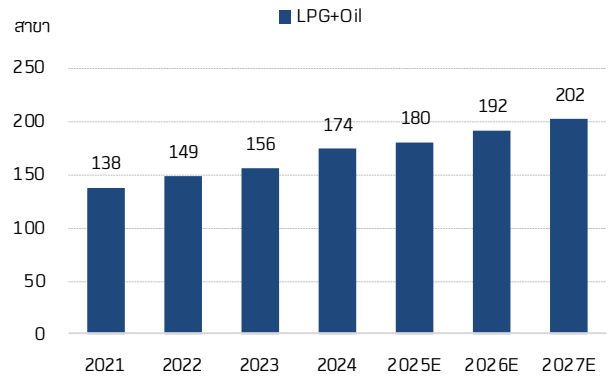
อีกหนึ่งจุดแข็งสำคัญคือการใช้ประโยชน์จากฐานสมาชิก PT Max Card ของ PTG ซึ่งปัจจุบันมีสมาชิกสะสมมากกว่า 20 ล้านรายทั่วประเทศ ทำให้ ATLAS สามารถเข้าถึงฐานลูกค้าที่มีความภักดี (loyalty) และมีพฤติกรรมการใช้บริการซ้ำอย่างต่อเนื่อง การเชื่อมโยงสิทธิประโยชน์ของ Max Card เข้ากับการใช้ก๊าซ LPG เช่น ส่วนลดสะสมแต้ม หรือสิทธิพิเศษจากพันธมิตรใน ecosystem ช่วยกระตุ้นการเติมก๊าซให้เกิดความถี่มากขึ้น ขณะเดียวกันยังเป็นเครื่องมือด้าน data analytics ที่สามารถนำมาวิเคราะห์พฤติกรรมการใช้เชื้อเพลิงของลูกค้า เพื่อนำไปสู่การทำการตลาดเชิงรุกและการพัฒนาบริการใหม่ ๆ ที่สอดคล้องกับความต้องการของผู้บริโภคได้อย่างแม่นยำ

**Figure 18 : แผนการขยายสถานีบริการ – LPG Only**



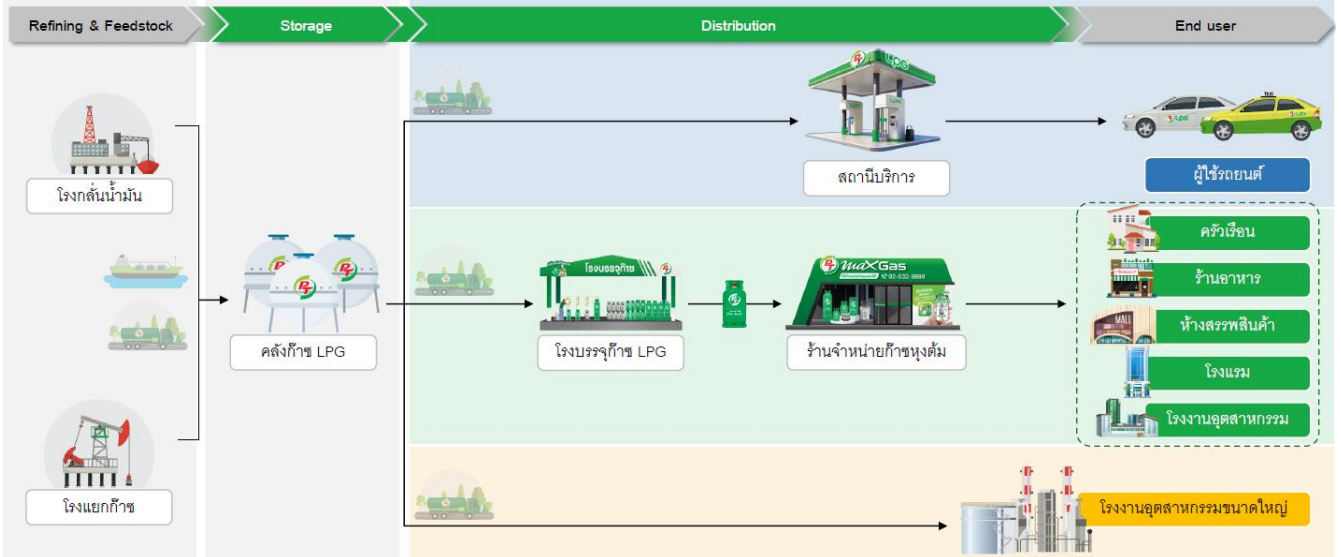
Source: Company Data

**Figure 19 : แผนการขยายสถานีบริการ – LPG + Oil**



Source: Company Data

**Figure 20 : Supply chain ของธุรกิจ ATLAS**



Source: Company Data

## Positive #2 – กลยุทธ์ป่าล้อมเมืองด้วยจุดจำหน่ายก๊าซหุงต้มครอบคลุมทั่วประเทศ

คาดว่า ATLAS จะส่วนแบ่งตลาดก๊าซหุงต้ม LPG ภาคครัวเรือนให้ถึง 10% ภายในปี 2570 จากปัจจุบันที่ระดับ 3.7% (ข้อมูลกรมธุรกิจพลังงาน) ซึ่งหมายถึงการเติบโตมากกว่าเท่าตัว โดยมีกลยุทธ์ที่ชัดเจนใน 3 ด้านหลักเพื่อรองรับการเติบโตนี้

**1) การลงทุนเพิ่มโรงบรรจุ LPG** บริษัทมีแผนสร้างโรงบรรจุใหม่อีก 2 โรงในปี 2568 (จากปัจจุบันที่มี 7 โรง) และเพิ่มเติมปีละ 2-3 แห่งในปี 2569-72 เพื่อขยายการครอบคลุมบริการในภูมิภาคต่างๆ และเพิ่มกำลังการบรรจุรองรับความต้องการที่เติบโต การมีโรงบรรจุในพื้นที่ต่างๆ ไม่เพียงลดขนส่ง แต่ยังสามารถสร้างความได้เปรียบในการเข้าถึงลูกค้าในหัวเมืองรองและชนบท ซึ่งเป็นพื้นที่หลักของการใช้ก๊าซหุงต้ม

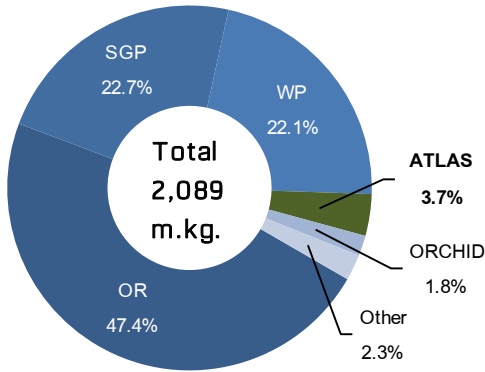
**2) การขยายเครือข่ายร้านจำหน่ายก๊าซหุงต้ม** บริษัทวางแผนเพิ่มร้านจำหน่ายมากกว่า 100 แห่งต่อปี โดยสามารถอาศัยเครือข่ายสถานีบริการของ PTG มากกว่า 2,200 สถานี ทั่วประเทศ (รวมทั้งปั้มน้ำมันและปั้มน้ำ) เป็น platform เสริมสำหรับการกระจายสินค้าและบริการ ทำให้ต้นทุนการขยายสาขาต่ำกว่าเมื่อเทียบกับผู้เล่นอิสระที่ไม่มีเครือข่ายในตัวเอง และช่วยให้ penetration rate เข้าสู่ครัวเรือนได้เร็วกว่า

**3) การใช้ประโยชน์จาก Loyalty Platform** ATLAS สามารถ leverage ฐานสมาชิก PT Max Card มากกว่า 20 ล้านราย ของ PTG เพื่อสร้างการ cross-selling ระหว่างธุรกิจน้ำมัน, transport และ

cooking gas ผ่านการให้สิทธิพิเศษและโปรแกรมสะสมแต้ม สิ่งนี้ทำให้การเปลี่ยนพฤติกรรมผู้บริโภคมาใช้แบรนด์ ATLAS ง่ายขึ้น และเพิ่มความถี่การซื้อซ้ำ (repeat purchase)

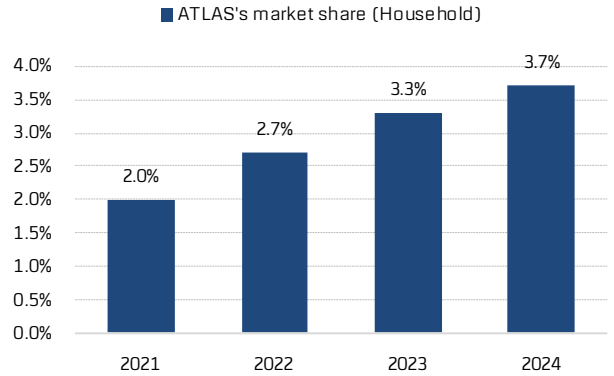
ทั้งนี้ ความต้องการก๊าซหุงต้มในครัวเรือนมีลักษณะ **Defensive** และมีเสถียรภาพสูง เนื่องจากเป็นส่วนหนึ่งของการใช้ชีวิตประจำวันของผู้บริโภค และมีความยืดหยุ่นต่อภาวะเศรษฐกิจมากกว่าการใช้น้ำมันเชื้อเพลิง ขณะเดียวกัน อัตรากำไรต่อหน่วย (margin) ของธุรกิจ cooking gas สูงกว่าธุรกิจน้ำมันจึงถูกมองว่าเป็น “Growth Driver” ระยะกลางถึงยาว ของ ATLAS

**Figure 21 : ส่วนแบ่งการตลาดธุรกิจจำหน่าย LPG ภาคครัวเรือน ปี 2567**



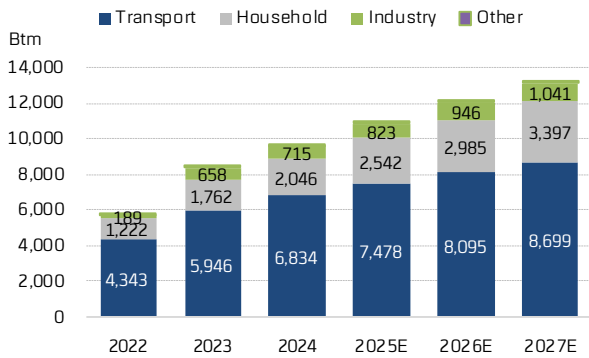
Source: Company Data

**Figure 22 : การขยายตัวของส่วนแบ่งการตลาดจำหน่าย LPG ภาคครัวเรือน**



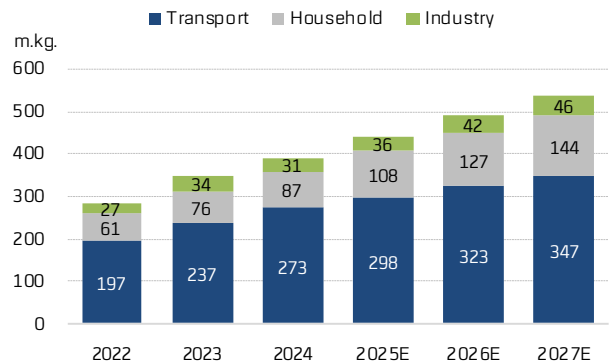
Source: Company Data

**Figure 23 : โครงสร้างรายได้การจำหน่าย LPG ของ ATLAS**



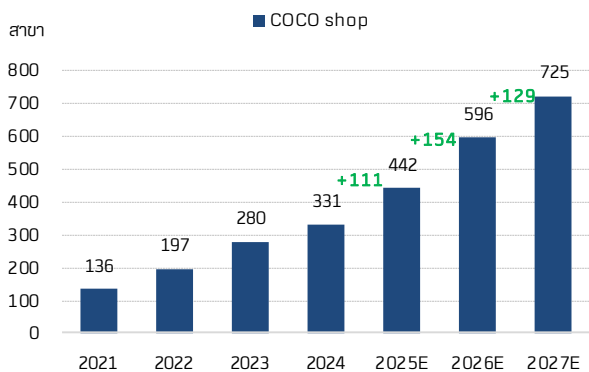
Source: Company Data, BLS Research

**Figure 24 : โครงสร้างปริมาณการจำหน่าย LPG ของ ATLAS**



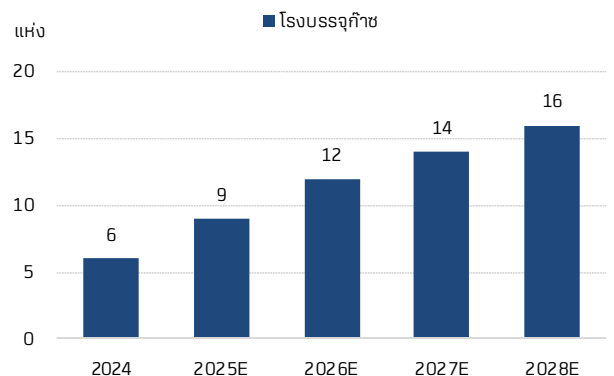
Source: Company Data, BLS Research

**Figure 25 : แผนการขยายร้านจำหน่าย LPG ภาคครัวเรือนของบริษัท**



Source: Company Data, BLS Research

**Figure 26 : แผนการขยายโรงบรรจุก๊าซของบริษัท**



Source: Company Data, BLS Research

## Positive #3 – ธุรกิจสื่อโฆษณาบนรถแท็กซี่ที่ดูเรียบง่าย แต่เข้าถึงผู้บริโภค และเป็น Earnings Engine ให้บริษัท

ธุรกิจ Max Taxi Ads ถือเป็นหนึ่งใบแห่งรายได้ที่สร้างกำไรสูงสุดให้ ATLAS และแตกต่างจากผู้เล่นรายอื่นในอุตสาหกรรมพลังงานอย่างชัดเจน โดย ATLAS ใช้วิธีการให้คู่ครองส่วนลดค่าก๊าซ, e-Voucher หรือสิทธิพิเศษต่างๆ กับ Taxi ที่เข้าร่วมโครงการ “Taxi Sticker Program” โดยในปี 2567 บริษัทมีรายได้จากโฆษณา 166 ล้านบาท เทียบเคียงเป็นสัดส่วนกว่า 60% ของกำไรรวม ด้วยอัตรากำไรขั้นต้น (GM) สูง ซึ่งสูงกว่าธุรกิจพลังงานที่ปกติจะมี margin ต่ำ นี่สะท้อนให้เห็นถึงคุณค่าของธุรกิจที่แม้จะไม่ใหญ่ในแง่รายได้ แต่เป็น “Profit contributor” ที่สำคัญ

ปัจจุบัน ATLAS มีแท็กซี่เข้าร่วมโครงการ กว่า 13,000 คัน คิดเป็นสัดส่วนเพียงราว 15% ของจำนวนแท็กซี่ทั้งหมดในประเทศ (~91,534 คัน) (ข้อมูลกรมการขนส่งทางบก ณ 31 ส.ค. 2568) ทำให้ยังมีพื้นที่การขยายตัวอีกมาก การเพิ่ม penetration เพียงทุก 5% ของจำนวนแท็กซี่รวม ก็สามารถเพิ่มฐานรถที่ติดสื่อโฆษณาได้เกือบ 4,600 คัน (+35%) ซึ่งจะต่อยอดรายได้และกำไรได้อย่างมีนัยสำคัญโดยไม่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมาก (capital-light business)

Figure 27 : รูปภาพตัวอย่างแท็กซี่ที่เข้าโครงการ Taxi Sticker Program



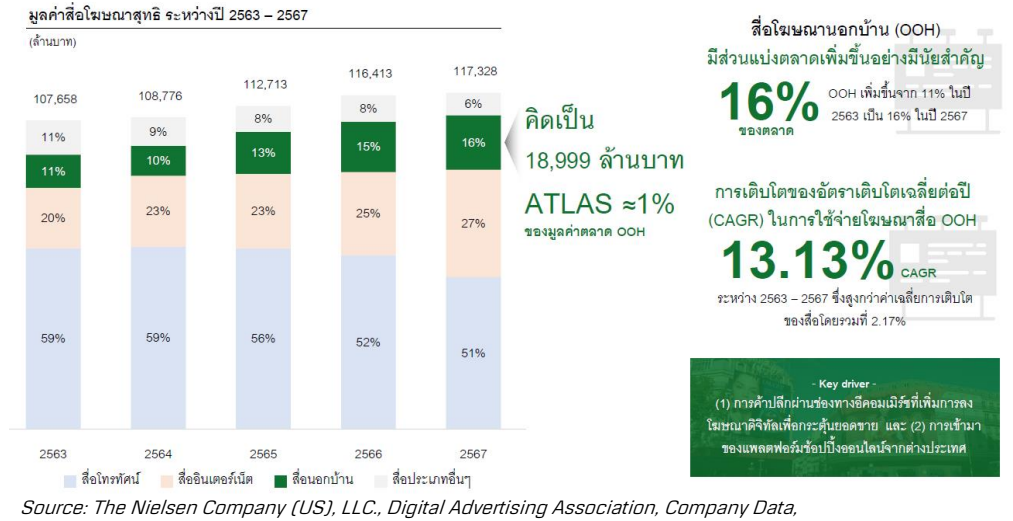
Source: Company Data

นอกจากศักยภาพการเติบโตเชิงปริมาณแล้ว ธุรกิจนี้ยังได้รับแรงหนุนจากอุตสาหกรรม **Out-of-Home (OOH) Media** ของไทยที่มีอัตราการเติบโตเฉลี่ย 13% ต่อปี ในช่วงที่ผ่านมา ตามข้อมูลจากสมาคมโฆษณานอกบ้าน โดย OOH ถือเป็นหนึ่งในเครื่องมือที่นักการตลาดเลือกใช้มากขึ้นในยุคที่พฤติกรรมผู้บริโภคใช้เวลาอยู่นอกบ้านและเดินทางภายในเมืองมากขึ้น การที่ Max Taxi Ads ตอบโจทย์การเข้าถึงกลุ่มผู้โดยสารและผู้ใช้นบนในเมืองใหญ่ โดยเฉพาะกรุงเทพฯ ซึ่งมีผู้คนสัญจรรวมกันหลายล้านคนต่อวัน ยิ่งตอกย้ำความได้เปรียบเชิงกลยุทธ์

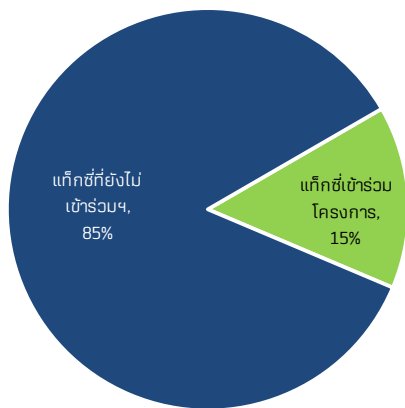
อีกประเด็นสำคัญคือ โครงสร้างต้นทุนคงที่ (fixed cost) ต่ำ เนื่องจากโมเดลธุรกิจไม่จำเป็นต้องลงทุน **โครงสร้างพื้นฐานใหม่ (Asset-light model)** เพียงใช้เครือข่ายแท็กซี่ที่มีอยู่แล้วและขยายสัญญากับผู้ขับขี่ นอกจากนี้การเชื่อมโยงกับฐาน PT Max Card ของ PTG ยังเปิดโอกาสทำโปรโมชันร่วม เช่น คู่มือเติมก๊าซหรือสิทธิประโยชน์อื่นๆ ที่ช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับผู้ลงโฆษณาและผู้ใช้บริการ

ด้วยศักยภาพการเติบโตทั้งด้าน penetration และการขยายมูลค่าโฆษณาต่อคัน **ธุรกิจ Max Taxi Ads จึงถูกมองว่าเป็น “Earnings Engine” ของ ATLAS** ที่สร้างกำไรได้สูงและช่วยให้บริษัทมีโครงสร้างรายได้ที่แตกต่างจากผู้เล่นพลังงานรายอื่น สร้างความน่าสนใจทั้งในมิติการเติบโตและความสามารถทำกำไร (profitability profile) ในระยะยาว

**Figure 28 : การเติบโตของอุตสาหกรรมสื่อโฆษณาในไทย**

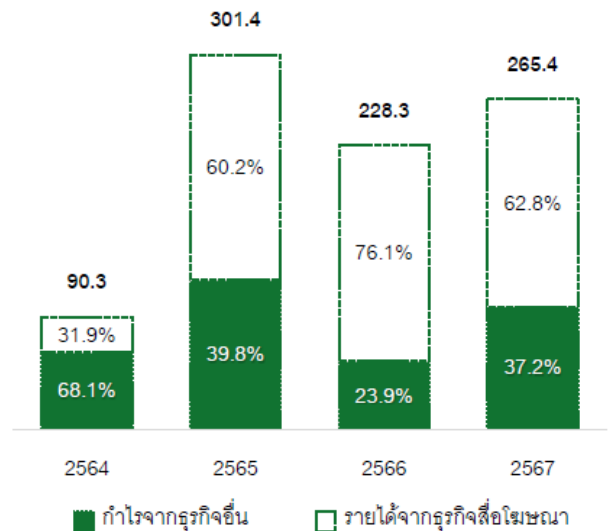


**Figure 29 : สัดส่วนแท็กซี่ที่เข้าร่วมโครงการฯ ต่อแท็กซี่ทั้งหมด**



Source: Company Data, Bualuang Research

**Figure 30 : สัดส่วนรายได้จากธุรกิจโฆษณา เมื่อเทียบกับกำไรของบริษัท (ยังไม่ได้รวมค่าใช้จ่ายในการขาย-บริหาร-ดอกเบี้ย-ภาษี)**



Source: Company Data

## Positive#4–Synergy กับ PTG และการปรับโครงสร้างธุรกิจเพิ่มความสามารถทำกำไร

การเป็นบริษัทย่อยของ PTG ทำให้ ATLAS ได้รับประโยชน์จากเครือข่ายสถานีบริการ PT กว่า 2,000 แห่งทั่วประเทศ และฐานสมาชิก PT Max Card มากกว่า 20 ล้านราย ซึ่งถือเป็น ecosystem ที่แข็งแกร่งและมีความแตกต่าง สามารถใช้เป็น platform สำหรับ cross-sell ผลิตภัณฑ์พลังงาน LPG และบริการเสริมอื่นๆ ได้อย่างมีประสิทธิภาพ การมีเครือข่าย retail ที่กว้างยังช่วยให้ ATLAS สามารถขยายฐานจำหน่ายก๊าซหุงต้ม (COCO Gas Shop) ได้เร็วขึ้นโดยอาศัย **location synergy** กับ PT

อีกปัจจัยสำคัญคือการปรับโครงสร้างธุรกิจ โดยตั้งแต่กลางปี 2567 บริษัทได้ยกเลิกการขายน้ำมันเอง (ซึ่งมี margin ต่ำและแข่งขันสูง) และเปลี่ยนมาเป็นรูปแบบ**รับจ้างบริหารสถานี PT** แทน ส่งผลให้รายได้จากธุรกิจที่มี margin ต่ำถูกลดบทบาทลง และเพิ่มสัดส่วนรายได้จาก LPG คริวเรือน, LPG ภาคขนส่ง และธุรกิจโฆษณาที่มี margin สูงกว่าเข้ามาแทน ทำให้โครงสร้างรายได้โดยรวมคุณภาพดีขึ้น

ผลลัพธ์เริ่มชัดเจนตั้งแต่ปี 2567 ที่บริษัท GM รวม 10.9% (อิงจากงบจริง ที่ยังไม่ได้ปรับปรุงรายการขายน้ำมันออก) และคาดว่าจะปรับเพิ่มขึ้นสู่ 14.8% ในปี 2568 สะท้อนว่าการปรับโครงสร้างครั้งนี้ไม่เพียงลดความผันผวนของรายได้ แต่ยังยกระดับ profitability profile ของ ATLAS ในระยะยาว

Figure 31 : สมาชิก PT Max Card ของ PTG



Source: PTG (ข้อมูล 2Q68)

Figure 32 : สิทธิประโยชน์ของสมาชิก PT Max Card Plus ของ PTG ที่สร้าง Ecosystem ในกลุ่มฯ



Source: PTG (ข้อมูล 2Q68)



## Background

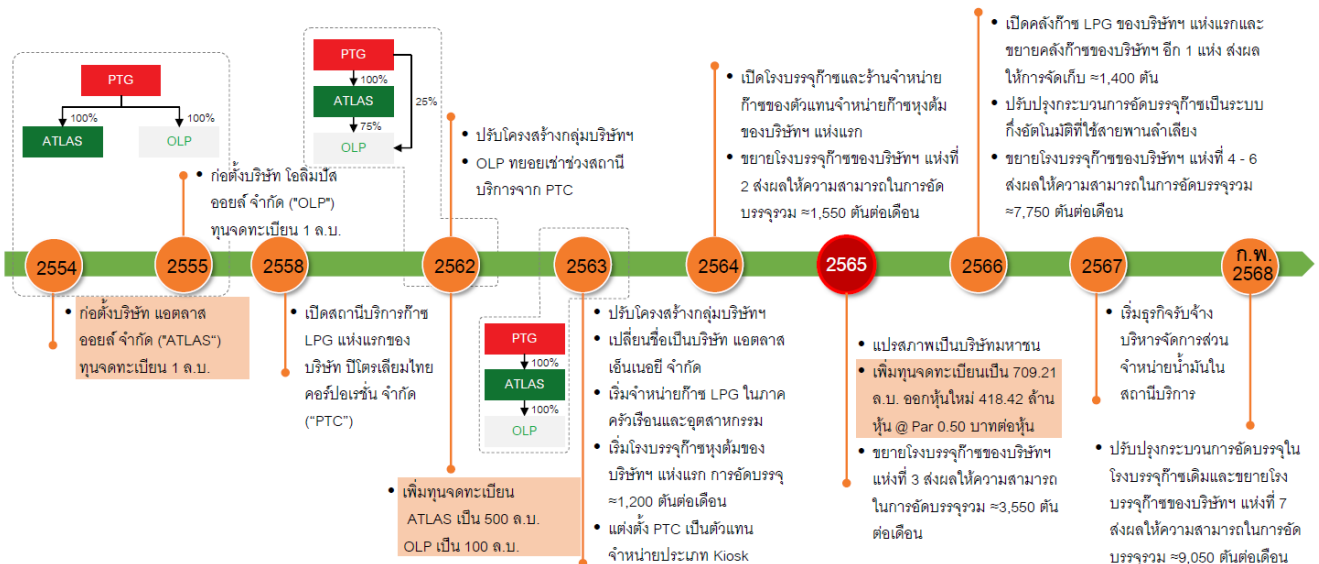
บริษัท แอทลาส เอ็นเนอจี จำกัด (มหาชน) หรือ ATLAS เป็นบริษัทย่อยของ PTG ที่ดำเนินธุรกิจค้าก๊าซปิโตรเลียมเหลว (LPG) ครอบคลุมทั้งภาคครัวเรือน ภาคขนส่ง และภาคอุตสาหกรรม โดยมุ่งเน้นการให้บริการแบบค้าปลีกภายใต้เครื่องหมายการค้า “PT” ซึ่งเป็นเครือข่ายสถานีบริการน้ำมันและก๊าซอันดับสองของประเทศ จุดแข็งของ ATLAS อยู่ที่การผนึกกำลังกับ PTG ทำให้บริษัทสามารถใช้ประโยชน์จากฐานลูกค้าที่ครอบคลุมทั้งภาคครัวเรือน ภาคขนส่ง และภาคอุตสาหกรรม โดยมุ่งเน้นการให้บริการแบบค้าปลีกภายใต้เครื่องหมายการค้า “PT” ซึ่งเป็นเครือข่ายสถานีบริการน้ำมันและก๊าซอันดับสองของประเทศ จุดแข็งของ ATLAS อยู่ที่การผนึกกำลังกับ PTG ทำให้บริษัทสามารถใช้ประโยชน์จากฐานลูกค้าที่แข็งแกร่ง เครือข่ายสถานีบริการน้ำมันมากกว่า 2,000 แห่งทั่วประเทศ และระบบสมาชิก PT Max Card ในการสร้าง ecosystem ที่เหนียวแน่นและขยายส่วนแบ่งการตลาดได้อย่างต่อเนื่อง

ปัจจุบัน บริษัทประกอบธุรกิจหลัก 4 ด้าน ดังนี้

- 1) **ธุรกิจจำหน่ายก๊าซ LPG:** ครอบคลุมทั้งการจำหน่าย LPG ภาคครัวเรือน ภาคขนส่ง และภาคอุตสาหกรรม โดยมีเครือข่ายคลังเก็บ โรงบรรจุ และจุดจำหน่ายกระจายทั่วประเทศ
- 2) **ธุรกิจสถานีบริการ:** เดิมบริษัทดำเนินธุรกิจจำหน่ายน้ำมัน แต่ตั้งแต่กลางปี 2567 ได้ปรับโครงสร้างมาเป็นการรับจ้างบริหารจัดการส่วนจำหน่ายน้ำมันในสถานีบริการของ PTG ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากธุรกิจ margin ต่ำ และเน้นเพิ่มมูลค่าจากบริการเสริม
- 3) **ธุรกิจสื่อโฆษณา Max Taxi Ads:** การให้บริการสื่อโฆษณาบนรถแท็กซี่ โดยใช้โมเดล “Taxi Sticker Program” ซึ่งกลายเป็นแหล่งรายได้ที่มีอัตราค่าโฆษณาสูง เทียบเคียงเป็นสัดส่วนกว่า 60% ของกำไรรวม ของบริษัทในปี 2567 และยังมีศักยภาพเติบโตจากการเพิ่ม penetration ในตลาดแท็กซี่รวมกว่า 9 หมื่นคัน
- 4) **ธุรกิจที่เกี่ยวข้องและสนับสนุน:** ได้แก่ การลงทุนขยายโรงบรรจุก๊าซ และร้านค้าก๊าซหุงต้มเพิ่มเติม รวมถึงการใช้ synergy จาก PTG ในการทำ cross-sell ผลิตภัณฑ์และสิทธิพิเศษผ่านเครือข่าย PT Max Card

ด้วยโครงสร้างการดำเนินงานที่ครบวงจรตั้งแต่คลังเก็บ โรงบรรจุ ไปจนถึงเครือข่ายจำหน่าย ประกอบกับการผสานธุรกิจพลังงานและสื่อโฆษณาที่สร้างกำไรสูง ATLAS จึงมีความแตกต่างจากผู้เล่นรายอื่น และมีศักยภาพเติบโตอย่างต่อเนื่องในอนาคต

Figure 33 : ประวัติความเป็นมาที่สำคัญของ ATLAS



Source: Company Data

Figure 34 : โครงสร้างธุรกิจของ ATLAS (ก่อน IPO)



Source: Company Data

Figure 35 : ลักษณะการประกอบธุรกิจของ ATLAS

ประเภทบริการ	รายละเอียดบริการ	ดำเนินการโดย
1 ธุรกิจจำหน่ายก๊าซ LPG	• การจำหน่ายก๊าซ LPG ในภาคขนส่ง	ATLAS & OLP
	• การจำหน่ายก๊าซ LPG ในภาคครัวเรือน	ATLAS
	• การจำหน่ายก๊าซ LPG ในภาคอุตสาหกรรม	ATLAS
	• การจำหน่ายสินค้าอื่น (i.e. Gas Can)	ATLAS & OLP
2 ธุรกิจรับจ้างบริหารจัดการ ส่วนจำหน่ายน้ำมัน	• การรับจ้างบริหารส่วนจำหน่ายน้ำมันภายในสถานีบริการของบริษัทฯ	OLP
3 ธุรกิจสื่อโฆษณาและอื่น ๆ	• การให้บริการสื่อโฆษณาบนรถแท็กซี่	ATLAS
	• การให้เช่าสินทรัพย์และบริการอื่น-อื่นๆ (Commercial area)	OLP
4 รายได้อื่น	• การจำหน่ายบัตรสมาชิก PT Max Plus	ATLAS & OLP
	• รายได้จากส่วนขาดเกินน้ำมันในสถานีบริการที่รับจ้างบริหารส่วนจำหน่ายน้ำมัน	OLP

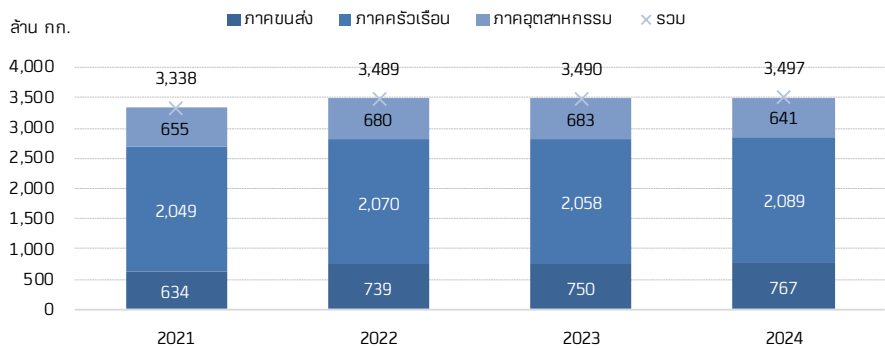
Source: Company Data

## Industry Outlook

อุตสาหกรรมก๊าซปิโตรเลียมเหลว (LPG) ของไทยมีมูลค่าตลาดรวมประมาณ 2 แสนล้านบาทในปี 2567 โดยความต้องการใช้ LPG แบ่งเป็นภาคครัวเรือนราว 35-40%, ภาคขนส่ง 25-30%, และภาคอุตสาหกรรม 30-35% ของการใช้ทั้งหมด การใช้ LPG ภาคครัวเรือนเติบโตเฉลี่ยเพียง 2-3% ต่อปี เนื่องจากฐานค่อนข้างอิ่มตัว แต่ยังคงมีเสถียรภาพสูงจากความจำเป็นต่อครัวเรือน (Defensive) ขณะที่ภาคขนส่งมีศักยภาพการเติบโตสูงกว่า โดยเฉพาะจากความต่างราคากับน้ำมันเบนซิน/ดีเซล ซึ่งถูกกว่าประมาณ 30-40% ต่อหน่วย

การใช้ LPG ภาคขนส่งเพิ่มขึ้นต่อเนื่องเฉลี่ย (CAGR) 7-8% ต่อปี ในช่วงปี 2565-2567 สวนทางกับอุตสาหกรรม NGV ที่หดตัวลง โดยในปี 2567 ATLAS มีส่วนแบ่งตลาด LPG ภาคขนส่งราว 29.5% และคาด ATLAS จะสามารถขยายส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นเป็น 35% ภายในปี 2570 ผ่านโครงการ PT Taxi Transform และ PT Auto Transform ที่สนับสนุนให้ผู้ใช้รถเปลี่ยนจาก NGV และน้ำมันไปใช้ LPG แทน ส่วนในภาคครัวเรือน ATLAS มีส่วนแบ่งตลาด 3.7% ณ สิ้นปี 2567 และคาด ATLAS จะสามารถขยายส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้นเป็น 10% ภายในปี 2570 ผ่านการลงทุนโรงบรรจุและขยายร้านจำหน่ายก๊าซหุงต้ม โดยเฉพาะในภาคเหนือและอีสานซึ่งมีอัตราการใช้ LPG สูงต่อครัวเรือน

Figure 36 : ภาพรวมขนาดของธุรกิจก๊าซ LPG ในไทย แยกตามรูปแบบต่างๆ



Source: กรมธุรกิจพลังงาน กระทรวงพลังงาน

สำหรับ อุตสาหกรรมโฆษณาออกบ้าน (OOH) ของไทย มีขนาดตลาดประมาณ ราว 1.9 หมื่นล้านบาท ในปี 2567 เติบโตเฉลี่ย 13% CAGR ปี 2563-67 มากกว่าอุตสาหกรรมสื่อโดยรวมที่เพียง 2% CAGR โดยแนวโน้มการใช้สื่อ OOH ยังได้รับแรงหนุนจากพฤติกรรมผู้บริโภคที่ใช้เวลาเดินทางและอยู่นอกบ้านมากขึ้น ทั้งนี้ ธุรกิจ Max Taxi Ads ของ ATLAS มีสัดส่วนเพียง ~15% ของจำนวนแท็กซี่ทั้งหมดในประเทศ ทำให้ยังมีพื้นที่การเติบโตอีกมาก และเป็นช่องทางที่ช่วยให้บริษัทสามารถต่อยอดเข้าสู่ตลาด OOH ได้ในเชิงโครงสร้าง

โดยสรุป อุตสาหกรรม LPG ของไทยยังคงมีศักยภาพเติบโตในภาคขนส่งและครัวเรือน ขณะที่อุตสาหกรรม OOH อยู่ในช่วงขยายตัวต่อเนื่อง และการแข่งขันขึ้นอยู่กับ “ขนาดเครือข่าย” ซึ่ง ATLAS มีความได้เปรียบจากการเป็นส่วนหนึ่งของกลุ่ม PTG ทั้งในแง่การเข้าถึงลูกค้าและการสร้าง ecosystem ที่เชื่อมโยงพลังงานกับสื่อโฆษณาได้อย่างแตกต่าง

## ความเสี่ยงที่สำคัญ

### 1) ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบและนโยบายภาครัฐ

ธุรกิจ LPG อยู่ภายใต้การกำกับดูแลของรัฐ ทั้งในด้านการกำหนดราคา การอุดหนุน และการจัดสรรโควตา หากมีการปรับเปลี่ยนนโยบาย เช่น การยกเลิกการอุดหนุนหรือปรับโครงสร้างราคาพลังงาน อาจส่งผลโดยตรงต่ออัตรากำไร ความสามารถในการแข่งขัน และความต้องการใช้ LPG

### 2) ความเสี่ยงจากการแข่งขันในอุตสาหกรรม

ตลาด LPG มีผู้ประกอบการรายใหญ่หลายรายที่เร่งขยายเครือข่ายสถานีและร้านจำหน่ายเพื่อรักษาฐานลูกค้า ATLAS มีส่วนแบ่งตลาดเพียง 3.7% ในภาคครัวเรือน และ 29.5% ในภาคขนส่ง หากการขยายเครือข่ายไม่เป็นไปตามแผน หรือคู่แข่งเร่งลงทุนมากขึ้น อาจกระทบต่อเป้าหมายการเติบโตของบริษัทได้

### 3) ความเสี่ยงจากการพึ่งพารายได้ธุรกิจโฆษณา

รายได้จาก Max Taxi Ads ซึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้นสูงกว่า 65% มีบทบาทสำคัญต่อกำไรสุทธิของบริษัท หากความนิยมของสื่อออนไลน์ลดลง การแข่งขันในตลาดเดียวกันที่สูงมากขึ้น โดยเฉพาะจากรายใหญ่หรือผู้โฆษณา (และเจ้าของแบรนด์ต่างๆ) ย้ายงบประมาณไปยังสื่ออื่น เช่น ดิจิทัล อาจทำให้รายได้และกำไรของบริษัทผันผวนได้

### 4) ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานและความปลอดภัย

การจัดเก็บและจำหน่ายก๊าซ LPG มีความเสี่ยงจากอุบัติเหตุ การรั่วไหล หรือการไม่ปฏิบัติตามมาตรฐานความปลอดภัย ซึ่งอาจก่อให้เกิดความเสียหายต่อชีวิต ทรัพย์สิน และชื่อเสียงของบริษัท รวมถึงกระทบต่อความต่อเนื่องในการดำเนินงาน

### 5) ความเสี่ยงด้านโครงสร้างเงินทุน

แม้การระดมทุน IPO จะช่วยลดภาระหนี้ลง แต่หากมีการลงทุนเพิ่มเติมในโรงบรรจุและสถานีบริการจำนวนมาก บริษัทอาจต้องก่อหนี้เพิ่มขึ้น ซึ่งจะกดดันต่อผลตอบแทนผู้ถือหุ้นในอนาคต

### 6) ความเสี่ยงด้านสิทธิการใช้เครื่องหมายการค้า

การดำเนินธุรกิจของ ATLAS อยู่ภายใต้การใช้สิทธิ์เครื่องหมายการค้า “PT” จาก PTG ภายใต้สัญญาอนุญาตที่มีระยะเวลาและต้องต่ออายุ หากมีการเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขหรือไม่ต่อสัญญา อาจกระทบต่อการสร้างการรับรู้แบรนด์และความเชื่อมั่นของผู้บริโภค

### 7) ความเสี่ยงด้านซัพพลายและต้นทุนก๊าซ

บริษัทพึ่งพาการจัดหาก๊าซ LPG จากผู้ผลิตและผู้นำเข้ารายใหญ่ หากเกิดปัญหาใน supply chain เช่น ความล่าช้าในการจัดส่ง ความผันผวนของราคานำเข้า หรือข้อจำกัดด้านการขนส่ง อาจทำให้ต้นทุนเพิ่มขึ้นหรือเกิดการขาดแคลนก๊าซ ส่งผลกระทบต่อรายได้และการให้บริการแก่ลูกค้า นอกจากนี้ ความผันผวนของราคาพลังงาน โดยเฉพาะราคาก๊าซ ส่งผลกระทบต่อความผันผวนต่อรายได้-กำไรด้วย

## ESG Summary

### Environmental (E)

ATLAS ให้ความสำคัญกับการใช้ทรัพยากรอย่างคุ้มค่าและการจัดการสิ่งแวดล้อม โดยกำหนดเป้าหมายร่วมกับ PTG ในการก้าวสู่ Carbon Neutral ภายในปี 2573 บริษัทได้จัดทำบัญชีก๊าซเรือนกระจก (Carbon Footprint of Organization: CFO) เริ่มตั้งแต่ปี 2568 ซึ่งถือเป็นก้าวแรกสู่การติดตามและลดการปล่อยอย่างเป็นระบบ พร้อมทั้งเตรียมเข้าสู่โครงการ T-VER เพื่อรองรับการชดเชยคาร์บอนเครดิตในอนาคต นอกจากนี้ยังมีการดำเนินโครงการ Waste Separation Model ในสถานบริการเพื่อลดปริมาณขยะและการจัดการอย่างถูกวิธี รวมถึงการตรวจวัดคุณภาพน้ำและอากาศตามเกณฑ์กฎหมาย อย่างไรก็ตาม เนื่องจากธุรกิจหลักยังอยู่ในอุตสาหกรรมพลังงานฟอสซิล (LPG) บริษัทจึงเผชิญข้อจำกัดเชิงโครงสร้างต่อความยั่งยืนระยะยาว แม้จะมีการดำเนินมาตรการลดผลกระทบอย่างจริงจังก็ตาม

### Social (S)

ด้านสังคม ATLAS มีการดำเนินกิจกรรม CSR อย่างต่อเนื่อง เช่น โครงการ “เพื่อน้อง พี่จัดให้” และ “ATLAS Energy GIVE A GIFT” ที่มุ่งเน้นการสนับสนุนด้านการศึกษาและอาหารกลางวันแก่เยาวชน ขณะเดียวกัน โครงการ PT Taxi Transform และ PT Auto Transform ยังช่วยลดต้นทุนเชื้อเพลิงให้กับผู้ขับรถแท็กซี่และประชาชนทั่วไป สร้างผลเชิงบวกต่อเศรษฐกิจฐานราก ด้านแรงงาน บริษัทมีนโยบายยึดหลักสิทธิมนุษยชน การไม่เลือกปฏิบัติ การจัดสวัสดิการที่เหมาะสม และการพัฒนาศักยภาพพนักงานต่อเนื่อง ในด้านความปลอดภัย บริษัทมีมาตรการ Safety Management ครอบคลุมทั้งสถานบริการและโรงบรรจุ รวมถึงการซ้อมแผนฉุกเฉินร่วมกับชุมชนโดยรอบ ถือเป็นผลงานความสัมพันธระหว่างธุรกิจและสังคมได้อย่างสมดุล

### Governance (G)

ATLAS ประกาศยึดหลักธรรมาภิบาล ความโปร่งใส และการกำกับดูแลกิจการที่ดี โดยมีการแยกบทบาทหน้าที่ของคณะกรรมการอย่างชัดเจน รวมถึงมีการกำหนดนโยบายต่อต้านคอร์รัปชันและช่องทาง Whistleblowing ให้พนักงานและผู้มีส่วนได้เสียสามารถรายงานได้อย่างปลอดภัย อย่างไรก็ตาม เนื่องจากบริษัทเพิ่ง IPO จึงยังไม่มีประวัติการจัดอันดับ ESG rating จากสถาบันอิสระ เช่น THSI หรือ CG Scorecard

**DISCLAIMER**

**Bualuang Securities Public Company Limited**

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

ADVANC	AMATA	AOT	AWC	BA	BANPU	BCP	BDMS	BGRIM	BH	BLA	BTS	CBG	CENTEL	COM7
CPALL	CPF	CPN	CRC	DELTA	DOHOME	ERW	GLOBAL	GPSC	GULF	HANA	HMPRO	ITC	IVL	KBANK
KTB	KTC	MINT	MTC	OR	OSP	PTT	PTTEP	PTTGC	RCL	SAWAD	SCB	SCC	SCGP	STA
TOP	TRUE	TU	VGI	WHA	BCPG	KKP	LH	M	STGT	ICHI	TIDLOR	TLI	AAV	IRPC
BCH	BJC	EGCO	JMART	BEM	BAM	JMT								

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

<b>Financial Advisor</b>	<b>Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter</b>

**CG Rating**

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

**Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors**

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

## CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

### Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

## BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

### STOCK RECOMMENDATIONS

**BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

**HOLD:** Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

**SELL:** Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

**TRADING BUY:** Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

### SECTOR RECOMMENDATIONS

**OVERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

**NEUTRAL:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

**UNDERWEIGHT:** The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

## IMPORTANT DISCLOSURES FOR U.S. PERSONS

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited (“BLS”). BLS is not a registered broker-dealer in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to “major U.S. institutional investors” in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended (the “Exchange Act”).

Under no circumstances should any recipient of this research report effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments through BLS. Rosenblatt Securities Inc. accepts responsibility for the contents of this research report, subject to the terms set out below, to the extent that it is delivered to a U.S. person other than a major U.S. institutional investor.

The analyst whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with the Financial Industry Regulatory Authority (“FINRA”) and may not be an associated person of Rosenblatt Securities Inc. and, therefore, may not be subject to applicable restrictions under FINRA Rules on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account.

## Additional Disclosures

This research report is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. This research report has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any specific recipient, even if sent only to a single recipient. This research report is not guaranteed to be a complete statement or summary of any securities, markets, reports or developments referred to in this research report. Neither BLS nor any of its directors, officers, employees or agents shall have any liability, however arising, for any error, inaccuracy or incompleteness of fact or opinion in this research report or lack of care in this research report’s preparation or publication, or any losses or damages which may arise from the use of this research report.

BLS may rely on information barriers, such as “Chinese Walls” to control the flow of information within the areas, units, divisions, groups, or affiliates of BLS.

Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to the regulations of, the U.S. Securities and Exchange Commission. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the United States.

The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments.

Past performance is not necessarily a guide to future performance and no representation or warranty, express or implied, is made by BLS with respect to future performance. Income from investments may fluctuate. The price or value of the investments to which this research report relates, either directly or indirectly, may fall or rise against the interest of investors. Any recommendation or opinion contained in this research report may become outdated as a consequence of changes in the environment in which the issuer of the securities under analysis operates, in addition to changes in the estimates and forecasts, assumptions and valuation methodology used herein.

No part of the content of this research report may be copied, forwarded or duplicated in any form or by any means without the prior consent of BLS and BLS accepts no liability whatsoever for the actions of third parties in this respect.