

Growth blast from galvanizing Atlas

- เดิมโตจากรายได้โฆษณา ยอดขายของ LPG รถยนต์และครัวเรือน
- เครือข่ายแท็กซี่ที่กว้างและครอบคลุมและสถานที่ตั้งที่ได้เปรียบส่งเสริมและสร้างการเติบโตของยอดขายได้มาก
- ราคาเป้าหมาย THB5.2 ด้วยวิธีคิดมูลค่าตามธุรกิจแต่ละส่วน

High-growth LPG leader under PTG's retail fuel umbrella

Atlas ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ PTG เป็นหนึ่งในผู้นำธุรกิจแก๊ส LPG ของไทย โดยให้บริการทั้งกลุ่มแก๊สหุงต้ม ยานยนต์ และลูกค้าอุตสาหกรรม จากความสำเร็จของโปรแกรม Max Card และโครงการ PT Taxis Program บริษัทสามารถดึงดูดลูกค้าแท็กซี่ใหม่กว่า 13,000 ราย ส่งผลให้ยอดขาย LPG ยานยนต์เติบโตเร็วกว่าอุตสาหกรรมโดยรวม เราคาดว่า Atlas จะมีกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 30.2% ต่อปี (CAGR) ในช่วงปี 2024-2027E โดยมีแรงหนุนจาก 1) รายได้จากโฆษณาที่เติบโตต่อเนื่อง 2) ยอดขายแก๊สหุงต้มที่ขยายตัวอย่างมีนัยสำคัญ และ 3) การเติบโตของยอดขายจากกลุ่มธุรกิจหลักอย่าง LPG ยานยนต์และภาคอุตสาหกรรม

Advertising earnings – a hidden crown jewel

ในปี 2025E เราคาดว่า Atlas จะสร้างรายได้จากธุรกิจโฆษณารวม THB351.6 ล้านบาท ก่อนดอกเบี้ยและภาษี (EBIT) THB305.1 ล้านบาท และกำไรสุทธิ THB244.1 ล้านบาท ซึ่งรายได้นี้จะถูกรายงานในงบการเงินในหมวด “รายได้อื่น” โดยมีอัตรากำไรสุทธิเฉลี่ยสูงถึง 69.4% สะท้อนถึงโมเดลธุรกิจที่ชาญฉลาดในการใช้เครือข่ายรถแท็กซี่อย่างเต็มประสิทธิภาพ ภายใต้โครงการ “Taxi Sticker Program” ที่สามารถจูงใจให้แท็กซี่กว่า 11,000 คันเข้าร่วมแคมเปญโฆษณา เพื่อรับรายได้ประจำรายเดือนจากการติดสติ๊กเกอร์โฆษณาของ Atlas

Household cooking gas LPG: next growth station

ด้วยอัตราการใช้ขั้นต้นของแก๊สหุงต้ม (Cooking Gas LPG) ที่อยู่ในระดับสูงกว่า THB3.0 ต่อลิตร เราคาดว่า Atlas จะสามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มนี้จาก 3.5% ในปี 2025E เป็น 10% ภายในปี 2027E โดยมีแรงสนับสนุนจากโครงสร้างธุรกิจ LPG แบบครบวงจรฝั่ง downstream ซึ่งครอบคลุมทั้งคลังแก๊ส, โรงบรรจุแก๊ส 11 แห่งทั่วประเทศ, และเครือข่ายสถานีบริการ LPG 261 แห่ง และร้านจำหน่ายแก๊สอีก 442 แห่ง (คาดการณ์ปี 2025E) ที่ช่วยให้ Atlas เข้าถึงผู้บริโภคได้อย่างทั่วถึงและมีต้นทุนต่อหน่วยที่แข่งขันได้ในระยะยาว

Prime LPG station locations underscore more growth

นอกเหนือจากรายได้โฆษณารถแท็กซี่แล้ว เราเชื่อว่า Atlas ยังสามารถต่อยอดรายได้โฆษณาเพิ่มเติมจาก จุดแข็งด้านเครือข่ายสถานีบริการ LPG/น้ำมันที่มีอยู่ถึง 243 แห่ง โดยส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในจังหวัดที่มีการจราจรหนาแน่นและประชากรหนาแน่น เช่น กรุงเทพฯ และปริมณฑล ซึ่งถือเป็นทำเลทองสำหรับการสื่อสารการตลาดโดยตรงถึงกลุ่มผู้บริโภค ทำให้เรามองว่า โอกาสในการเติบโตของรายได้โฆษณาของ Atlas ยังเปิดกว้างในระยะถัดไป

Target price of THB5.2 based on SoTP valuation

เราประเมินมูลค่าหุ้น Atlas ที่ราคาเป้าหมาย THB5.2 โดยใช้วิธีประเมินแบบ Sum-of-the-Parts (SoTP) เพื่อสะท้อนศักยภาพการเติบโต ความเสี่ยง และความสามารถในการทำกำไรของแต่ละธุรกิจ โดยใช้สมมติฐาน P/E ปี 2026E ที่แตกต่างกัน ได้แก่ 14x สำหรับแก๊สหุงต้ม ที่อยู่ในตลาดถึงผูกขาดและมีมาร์จิ้นสูง, 10x สำหรับ LPG ยานยนต์ ซึ่งเติบโตเร็วและ Atlas มีส่วนแบ่งตลาดสูง, 8x สำหรับ LPG ภาคอุตสาหกรรม ที่มีมาร์จิ้นต่ำและราคาผันผวน, 12x สำหรับการบริหารขายน้ำมัน ที่มีความเสี่ยงต่ำ และ 22x สำหรับธุรกิจโฆษณา เพื่อสะท้อนอัตรากำไรสุทธิสูงถึง 66.7% และแนวโน้มเติบโตที่แข็งแกร่งในตลาดที่มีการแข่งขันจำกัด

Analyst

Suwat Sinsadok, CFA, FRM, ERP
suwat.s@globlex.co.th,
+662 687 7026



Target Price 2026E (THB)

5.20

Share Price (THB)

na

Share Data

Market Cap (THB m)	-
Par (THB)	0.50
Free Float (%)	27.50
Issued shares (m shares)	1,418

IPO summary

Pre-IPO shares	1,000.00
IPO shares	418.42
Post-IPO shares	1,418.42
Begin of blackout period	17 July 2025
Financial Advisor	KGI Securities (Thailand)

Financial forecast

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	9,710	11,050	12,607	13,579
Net profit	265	358	464	585
Core net profit	265	358	464	585
vs Consensus (%)		na	na	na
Net profit growth (%)	16.3	35.0	29.5	26.0
Core net profit growth (%)	16.3	35.0	29.5	26.0
EPS (THB)	0.19	0.25	0.33	0.41
Core EPS (THB)	0.19	0.25	0.33	0.41
Chg from previous (%)		0.00	0.00	0.00
DPS (THB)	0.00	0.13	0.16	0.21
P/E (x)	0.00	0.00	0.00	0.00
P/BV (x)	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE (%)	20.41	13.37	11.41	13.30
Dividend yield (%)	na	na	na	na

Source: Financial Statement and Globlex securities

Major Shareholders – post IPO (%)

PTG Energy Public Company Limited	70.50
-----------------------------------	-------

Company Profile

The distribution of LPG gas to residential users, the transportation sector, and the industrial sector.

Source: SETSMART, SET

Note

GLOBLEX SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED WILL BE ENGAGED TO ACT, IS ACTING AS OR HAS BEEN ACTING AS ONE OF UNDERWRITERS AND IS EXPECTED TO BE ENGAGED AS A CO UNDERWRITER FOR THE INITIAL PUBLIC OFFERING OF UNITS OF ATLAS ENERGY.

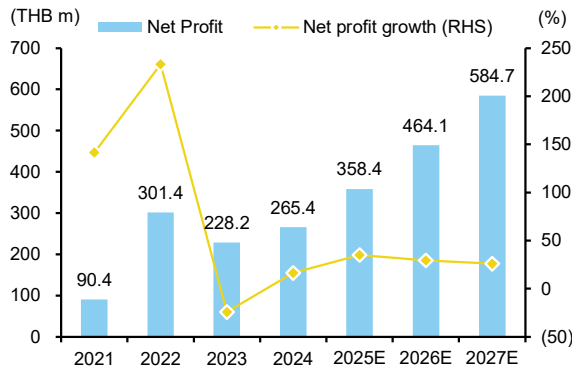
ALL RECIPIENTS HEREOF, TO THE EXTENT THAT THEY ARE CONSIDERING MAKING AN INVESTMENT IN UNITS OF ATLAS ENERGY, SHOULD READ THE PROSPECTUS.

ผู้นำธุรกิจแก๊ส LPG รายใหม่ที่น่าจับตา

ผู้นำรายใหม่ในตลาด LPG ของไทย

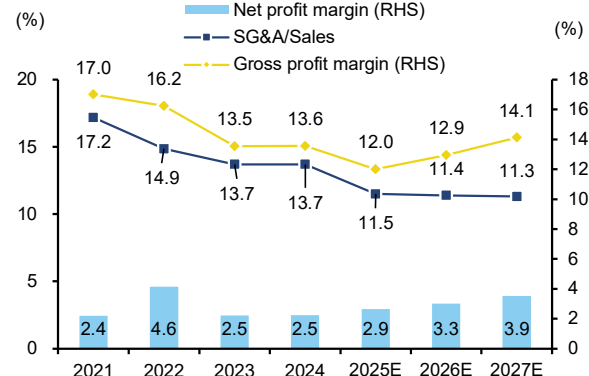
Atlas ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ PTG คือหนึ่งในผู้ประกอบการแก๊ส LPG รายใหญ่ของประเทศไทย ให้บริการทั้งในภาคครัวเรือน (แก๊สหุงต้ม) และภาคยานยนต์ (รถยนต์ส่วนบุคคลและรถพาณิชย์) นับตั้งแต่ก่อตั้งเมื่อเกือบสิบปีก่อน Atlas เติบโตอย่างต่อเนื่องทั้งรายได้และกำไรสุทธิ จนกลายเป็นผู้นำรายสำคัญในอุตสาหกรรม LPG สำหรับยานยนต์ในไทย เราคาดว่ากำไรสุทธิของ Atlas จะเติบโตเฉลี่ย 30.2% ต่อปี (CAGR) ระหว่างปี 2024–2027E โดยมีปัจจัยสนับสนุนหลัก 3 ประการ ได้แก่ 1) รายได้จากโฆษณาที่เติบโตต่อเนื่อง 2) ปริมาณขาย LPG ครัวเรือนที่เพิ่มขึ้น 3) การเติบโตของยอดขายแก๊ส LPG ในกลุ่มยานยนต์ ครัวเรือน และอุตสาหกรรม

Exhibit 1: Net profit vs net profit growth



Sources: Atlas; Globlex Research

Exhibit 2: Gross and net profit margins, SG&A to sales



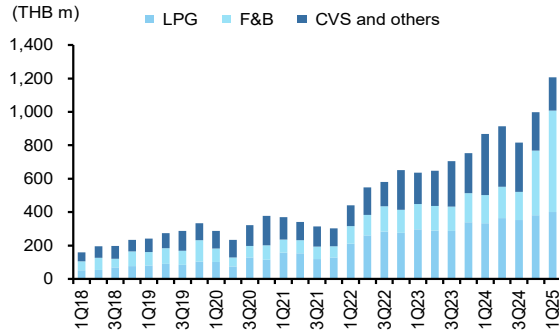
Sources: Atlas; Globlex Research

กลยุทธ์เร่งยอดขายแบบ PTG ดันกำไรโตแรง

เช่นเดียวกับบริษัทแม่ PTG, Atlas เลือกใช้กลยุทธ์ “โตด้วยปริมาณ” ที่ช่วยเร่งกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยกำไรสุทธิเพิ่มขึ้นจาก 90.4 ล้านบาทในปี 2021 เป็น 265 ล้านบาทในปี 2024 และคาดว่าจะเติบโตเป็น 358 ล้านบาทในปี 2025E, 464 ล้านบาทในปี 2026E และ 585 ล้านบาทในปี 2027E โดยมี 3 แรงขับเคลื่อนหลัก ดังนี้

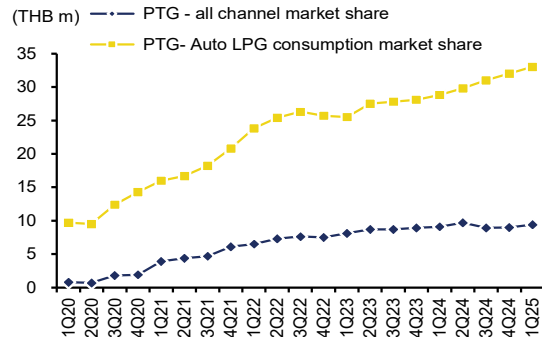
- รายได้จากโฆษณาเติบโตโดดเด่น:** รายได้จากโฆษณา (รายงานเป็น “รายได้อื่น” โดย Atlas) เพิ่มขึ้นจาก 28.8 ล้านบาทในปี 2021 เป็นประมาณ 166.8 ล้านบาทในปี 2024 และคาดว่าจะโตต่อเนื่องเป็น 244 ล้านบาทในปี 2025E, 251 ล้านบาทในปี 2026E และ 268 ล้านบาทในปี 2027E โดยเป็นผลจากการใช้เครือข่ายรถแท็กซี่อย่างชาญฉลาดในการสร้างรายได้
- ขยายตลาดจาก LPG รถยนต์สู่แก๊สหุงต้ม:** Atlas กำลังปรับโฟกัสไปที่กลุ่มแก๊สครัวเรือนโดยตั้งเป้าเพิ่มส่วนแบ่งตลาดจาก 3.5% ในไตรมาส 3/2024 เป็น 10% ภายในปี 2027E เพื่อสร้างฐานรายได้ที่มั่นคงมากขึ้น
- ยอดขาย LPG โตต่อเนื่อง:** ปริมาณขาย LPG ของ Atlas เพิ่มขึ้นจาก 4 ล้านลิตรในไตรมาส 1/2016 สู่ 175 ล้านลิตรในไตรมาส 3/2024 โดยมีแรงหนุนหลักจากตลาด LPG ยานยนต์ซึ่ง Atlas มีส่วนแบ่งตลาดอยู่ที่ 29.5% แล้วในปัจจุบัน

Exhibit 3: Gross profit breakdown by segment



Sources: PTG

Exhibit 4: Market shares of PTG's oil and Atlas's LPG



Sources: PTG

ปัจจัยขับเคลื่อน #1: รายได้โฆษณา – เพชรเม็ดงามที่ซ่อนอยู่

หนึ่งในแรงขับเคลื่อนสำคัญของ Atlas คือ “รายได้จากโฆษณา” ซึ่งแม้จะดูเป็นธุรกิจรองจากแก๊ส LPG แต่กลับสร้างกำไรสุทธิจากโฆษณา (รายได้หักต้นทุน) เพิ่มขึ้นจาก 28.8 ล้านบาทในปี 2021 เป็นถึง 244 ล้านบาทในปี 2025E ซึ่งถือเป็น “เพชรเม็ดงาม” ที่เติบโตจากโมเดลธุรกิจที่ชาญฉลาด โดยอาศัยเครือข่ายแท็กซี่จำนวนมากเป็นสื่อโฆษณาหลัก

โปรแกรม “Taxi Sticker” – แรงจูงใจเพื่อขยายเครือข่ายแท็กซี่

ตั้งแต่ปี 2021 Atlas ได้เปิดตัว “Taxi Sticker Program” เพื่อดึงดูดสมาชิกบัตร PT Max Card ที่เป็นผู้ขับแท็กซี่ ให้เข้าร่วมเป็นสื่อโฆษณาของ Atlas โดยให้สิทธิประโยชน์รวมมูลค่าสูงสุดถึง 3,000 บาทต่อคนในระยะเวลา 6 เดือน ประกอบด้วย: 1) ส่วนลดราคาน้ำมันแก๊ส LPG มูลค่ารวม 1,800 บาท (ส่วนลด THB0.5 ต่อลิตร สูงสุดตามปริมาณที่กำหนด) 2) E-Voucher สำหรับซื้อสินค้าในร้านค้าของ PTG และ Atlas มูลค่า 1,200 บาท (THB200 ต่อเดือน) จากข้อมูลในเว็บไซต์ของ Atlas จุดประสงค์หลักของโปรแกรมนี้อคือการส่งเสริมให้แท็กซี่เข้าร่วมเป็นพหุโฆษณาให้บริษัท โดยมีกรมมอบ Voucher เพิ่มอีก 500 บาท/เดือน สำหรับผู้ที่ติดสติ๊กเกอร์โฆษณาของ Atlas บนรถ

เครือข่ายแท็กซี่ – พลังการกระจายแบรนด์ในเมืองใหญ่: ปัจจุบัน Atlas มีเครือข่ายแท็กซี่ที่เข้าร่วมโครงการมากกว่า 13,000 คัน คิดเป็น 16.7% ของจำนวนแท็กซี่ทั้งหมดในประเทศไทย (ข้อมูลจากกรมการขนส่งทางบก ณ ปี 2024) ซึ่งยังมีโอกาสขยายตัวอีกมากในอนาคต

Exhibit 5: Atlas' "Taxi Sticker Program"



Sources: Atlas

Exhibit 6: Atlas' LPG station



Sources: Atlas

สมมติฐานหลักในการประเมินกำไรสุทธิจากโฆษณาแท็กซี่ของ Atlas ปี 2025E, รวมทั้งเราประเมินรายได้และกำไรจากธุรกิจโฆษณาบนรถแท็กซี่ของ Atlas ในปี 2025E โดยใช้สมมติฐานหลักดังต่อไปนี้:

1. จำนวนแท็กซี่เข้าร่วมโครงการ โฆษณา 14,650 คัน
2. ให้สิทธิประโยชน์แก่แท็กซี่เป็น Voucher มูลค่า 500 บาท/เดือน/คัน สำหรับการติดสติ๊กเกอร์โฆษณาบนตัวรถ
3. ระยะเวลาโฆษณาเฉลี่ย 6 เดือน/ปี
4. รายได้ค่าโฆษณา THB1,000 ต่อด้านของรถต่อเดือน
5. เฉลี่ยมีโฆษณา 3 ด้านต่อรถ (ด้านซ้าย-ขวา-หลัง)
6. ค่าติดสติ๊กเกอร์โฆษณาด้านละ 1,000 บาท (ลูกค้าเป็นผู้รับภาระค่าใช้จ่าย)
7. อัตราภาษีเงินได้นิติบุคคล 20%

จากการวิเคราะห์ข้างต้น คาดว่าในปี 2025E:

- รายได้รวมจากโฆษณา อยู่ที่ 351.6 ล้านบาท
- EBIT อยู่ที่ 305.1 ล้านบาท
- กำไรสุทธิ อยู่ที่ 244.1 ล้านบาท (คิดเป็น อัตรากำไรสุทธิสูงถึง 69.4%) โดยรายได้นี้จะถูกรายงานในหมวด "รายได้อื่น" ของงบการเงิน

Upside จากการขยายโมเดลโฆษณาในอนาคต

Atlas ยังมีโอกาสเติบโตเพิ่มเติมจากโมเดลโฆษณาผ่านช่องทางต่อไปนี้:

1. เพิ่มจำนวนด้านโฆษณาบนแท็กซี่เป็น 3 ด้าน (ซ้าย ขวา และด้านหลัง)
2. ขยายจำนวนแท็กซี่ในโครงการจาก 14,650 คัน เป็น 20,000–30,000 คัน จากแท็กซี่ทั้งหมด ~80,000 คันทั่วประเทศ
3. เพิ่มจุดติดตั้งโฆษณาภายในตัวรถ เช่น ด้านหน้าภายในและพนักพิงเบาะหลัง
4. พัฒนาไปสู่โฆษณารูปแบบใหม่ เช่น จอ TV panel แทนแผ่นสติ๊กเกอร์หรือป้ายกระดาษ
5. ขยายพื้นที่โฆษณาไปยังบริเวณสถานีบริการแก๊สและน้ำมันของ Atlas/PTG stations

Exhibit 7: Taxi's autotransform under Atlas in 2024



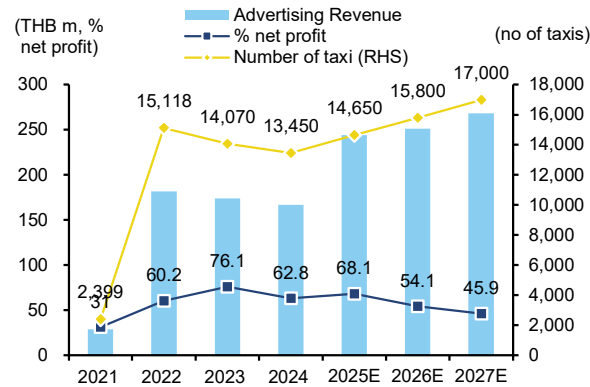
Sources: Atlas

Exhibit 8: Atlas' taxi advertising analysis

Registered taxis		
Corporate	50,900	taxis
Private	27,910	taxis
Not specified	550	taxis
Total number of taxis nationwide	79,360	taxis
Cost		
Monthly taxi fee	500	THB m/month
Number of taxis under program	14,650	taxis
Monthly total fee	7.3	THB m/month
Average advertising period	6	month
Annual taxi fee	46.5	THB m /year
Revenue		
Monthly advertising charge	1,000	THB/car side
Number of advertising side	3	car side
Monthly advertising charge	3,000	THB/month per taxi
Number of taxis under program	14,650	taxis
Monthly total advertising charge	44.0	THB m/month
Average advertising period	8	month
Annual advertising revenue	351.6	THB m/year
Profit analysis		
Annual revenue	351.6	THB m/year
Annual taxi fee	(46.5)	THB m/year
EBIT	305.1	THB m/year
Tax	20.0	%
Net profit (net ads income)	244.1	THB m/year
Net profit margin	69.4	%

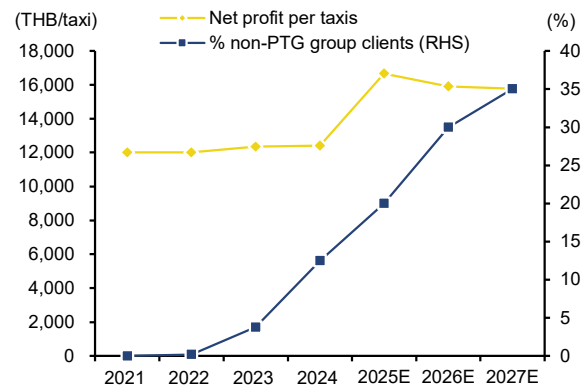
Sources: Atlas; Globlex Research; Department of Land Transportation

Exhibit 9: Ads revenue, % of total net profit, number of taxis with ads



Sources: Atlas; Globlex Research

Exhibit 10: Ads net profit per taxi vs % non-PTG clients



Sources: Globlex Research

แนวโน้มรายได้โฆษณาจากแท็กซี่ของ Atlas – เติบโตต่อเนื่อง พร้อมกระจายฐานลูกค้า

เราประเมินว่า จำนวนแท็กซี่ที่เข้าร่วมโครงการโฆษณาของ Atlas จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงปี 2024–2027E ดังนี้:

- ปี 2024: 13,450 คัน
- ปี 2025E: 14,650 คัน (+8.9% y-y)
- ปี 2026E: 15,800 คัน (+7.8% y-y)
- ปี 2027E: 17,000 คัน (+7.6% y-y).

นอกจากนี้ Atlas ยังมีแผน กระจายฐานลูกค้าผู้ลงโฆษณา จากเดิมที่พึ่งพากลุ่มลูกค้าในเครือ PTG สูงถึง 87.5% ในปี 2024 ลดลงเหลือ:

- 80% ในปี 2025E
- 70% ในปี 2026E
- 65% ในปี 2027E

กำไรสุทธิจากโฆษณาแท็กซี่ (รายงานเป็น “รายได้อื่น” ในงบ Atlas), คาดว่าจะเติบโตอย่างต่อเนื่องจาก:

- THB166.8 ล้านบาทในปี 2024
- THB244.0 ล้านบาทในปี 2025E
- THB251.2 ล้านบาทในปี 2026E
- THB268.1 ล้านบาทในปี 2027E

กำไรสุทธิต่อคัน (Net profit per taxi)

- ปี 2024: THB12,401
- ปี 2025E: THB16,661
- ปี 2026E: THB15,901
- ปี 2027E: THB15,771

สัดส่วนของกำไรจากโฆษณาแท็กซี่ต่อกำไรรวมของ Atlas

เราคำนวณกำไรจากธุรกิจโฆษณาจะคิดเป็น 46–76% ของกำไรสุทธิรวมของ Atlas ในช่วงปี 2024–2027E ซึ่งชี้ให้เห็นถึงบทบาทสำคัญของโมเดลรายได้นี้ต่อภาพรวมของบริษัท

Exhibit 11: Key assumptions of Atlas' taxis ads revenue and net profits

	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Net advertising income (THB m)	28.8	181.4	173.7	166.8	244.1	251.2	268.1
Number of taxis (car)**	2,399	15,118	14,070	13,450	14,650	15,800	17,000
% growth of number of ads taxis		530.1	(6.9)	(4.4)	8.9	7.8	7.6
% net profit	31	60.2	76.1	62.8	68.1	54.1	45.9
Net ads income per taxis (THB/taxi)**	12,000	12,000	12,343	12,401	16,661	15,901	15,771
% non-PTG group revenue	0.0	0.2	3.8	12.5	20.0	30.0	35.0
% PTG group revenue	100.0	99.8	96.2	87.5	80	70	65

Sources: Atlas; Globlex Research;

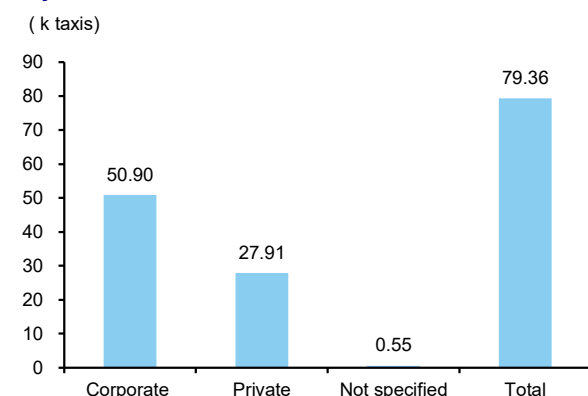
**Figures are based on Globlex Research's forecasts

สถานี LPG ท่าเลทอง – โอกาสเติบโตของรายได้โฆษณาที่ยังเปิดกว้าง

นอกจากรายได้จากโฆษณาบนรถแท็กซี่แล้ว Atlas ยังมีโอกาสต่อขยายธุรกิจโฆษณาผ่านเครือข่ายสถานี LPG/น้ำมันที่มีอยู่ 243 แห่งทั่วประเทศ ณ ปี 2024 โดยสถานีส่วนใหญ่อยู่ในท่าเลทอง เช่น กรุงเทพมหานคร และพื้นที่ชานเมืองที่มีการจราจรหนาแน่นและประชากรหนาแน่น ซึ่งเป็นจุดที่มีศักยภาพสูงในการสื่อสารกับผู้บริโภคจำนวนมาก

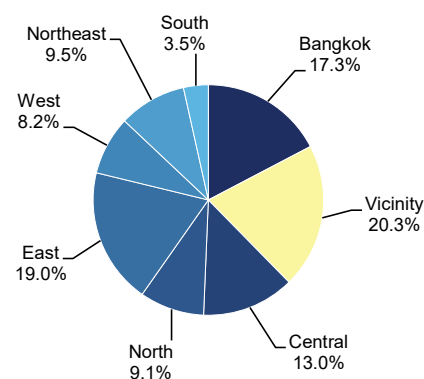
เรามองว่าเครือข่ายสถานีของ Atlas จะกลายเป็นอีกหนึ่งช่องทางสำคัญในการขยายรายได้จากโฆษณาในอนาคต ไม่ว่าจะผ่านป้ายโฆษณาภายในสถานี หรือสื่ออื่นที่สามารถนำเสนอแบรนด์ของลูกค้าได้อย่างตรงกลุ่มและมีประสิทธิภาพมากขึ้นในเชิงพื้นที่จริง

Exhibit 12: Thailand's number of registered taxis as of May 2024



Sources: Department of Transportation

Exhibit 13: Atlas' LPG station by region as of 1Q24 (243 stations)



Sources: Atlas; Globlex Research

Exhibit 14: Number of LPG stations by provinces as of 1Q24

Province	Number of stations	% of total stations
Bangkok	40	17
Nakorn Pathom	12	5
Nonthaburi	10	4
Pathumthani	9	4
Samutprakarn	6	3
Samutsongkram	3	1
Samutsakorn	7	3
Chachengsao	6	3
Cholburi	12	5
Rayong	10	4
Ayudhaya	6	3
Sraburi	4	2
Suphanburi	5	2
Nakornnayok	1	0
Phetchabul	3	1
Prachuabkikhun	6	3
Ratchaburi	8	3
Phetchaburi	4	2
Nakornratchasima	8	3
Other	71	31
High traffic provinces	160	69
Total	231	100

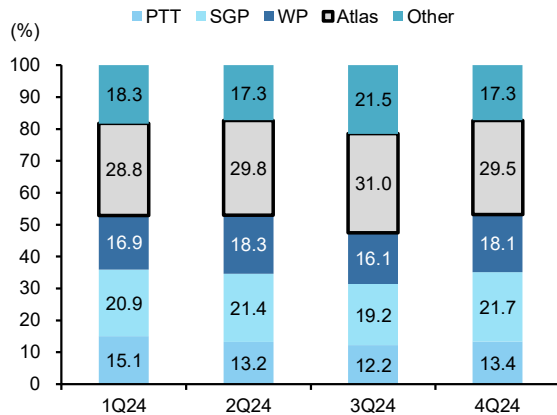
Sources: Atlas; Globlex Research

ปัจจัยขับเคลื่อน #2: รุกตลาดแก๊สหุงต้ม – จุดเติบโตถัดไป

อีกหนึ่งปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันการเติบโตของ Atlas คือการรุกเข้าสู่ตลาด แก๊สหุงต้มภาคครัวเรือน (LPG) ซึ่งบริษัทกำลังปรับกลยุทธ์จากที่เคยเน้นตลาดยานยนต์ มาสู่การขยายส่วนแบ่งในกลุ่มครัวเรือน โดยตั้งเป้าเพิ่มส่วนแบ่งตลาดจาก 3.7% ในปี 2024 เป็น 10% ภายในปี 2027E

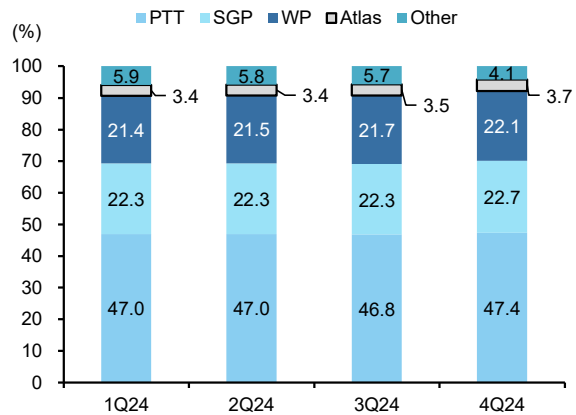
เมื่อเทียบกับคู่แข่งรายใหญ่ Atlas ยังมีส่วนแบ่งตลาดค่อนข้างต่ำ โดยในไตรมาส 4/2024 ส่วนแบ่งของ Atlas อยู่ที่ 3.7% เทียบกับ PTT ที่ครองตลาด 47.4%, Siam Gas (SGP) ที่ 22.7%, และ World Gas (WP) ที่ 22.1% อย่างไรก็ตาม ด้วยโมเดลการเติบโตที่เน้นขยายเครือข่ายและเข้าถึงผู้บริโภคโดยตรง Atlas จึงยังมีพื้นที่ให้เติบโตอีกมากในตลาดที่มีมูลค่าสูงนี้.

Exhibit 15: Atlas' auto LPG market share



Sources: EPPO

Exhibit 16: Atlas' household LPG market share

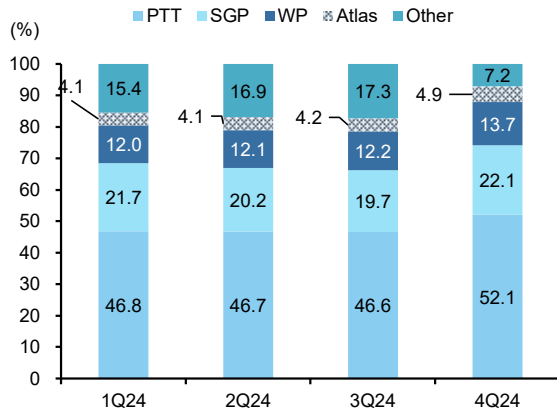


Sources: EPPO

เรามิมองเชิงบวกต่อศักยภาพของ Atlas ในการสร้างรายได้และกำไรสุทธิจากธุรกิจแก๊สหุงต้ม (LPG ภาคครัวเรือน) โดยคาดว่าส่วนแบ่งตลาดจะเพิ่มขึ้นจาก 3.7% ในไตรมาส 4/2024 เป็น 5-10% ภายในปี 2027E

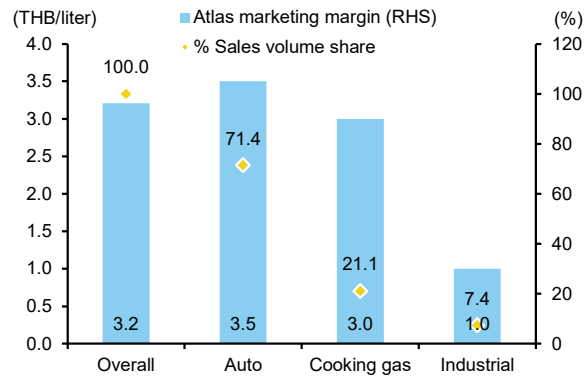
ทั้งนี้ ธุรกิจแก๊สหุงต้มมี อัตรากำไรขั้นต้น (marketing margin) อยู่ที่ประมาณ THB3.0 ต่อลิตร ซึ่งอยู่ในระดับที่น่าสนใจเมื่อเทียบกับ THB3.5 ต่อลิตรสำหรับ LPG ยานยนต์ และ THB2.0 ต่อลิตรสำหรับ LPG ภาคอุตสาหกรรม สะท้อนโอกาสในการสร้างมาร์จิ้นที่ดี หาก Atlas สามารถขยายฐานลูกค้าครัวเรือนได้อย่างต่อเนื่อง

Exhibit 17: Atlas' industrial LPG market share



Sources: Globlex Research

Exhibit 18: Atlas' LPG marketing margin (gross profit) by segment) vs % LPG sales volume (%) breakdown by segment

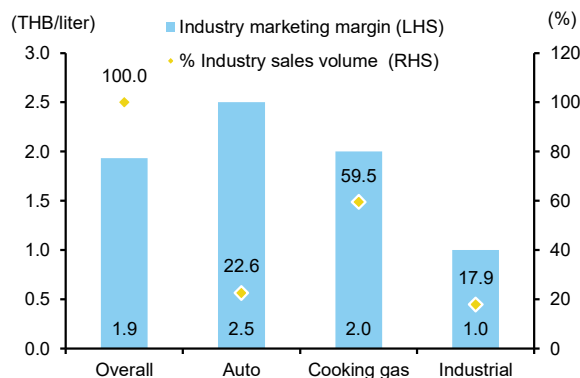


Sources: Globlex Research

แม้ Atlas จะมีส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มแก๊สหุงต้มเพียง 3.7% ณ สิ้นปี 2024 แต่เรามองว่ายังมี โอกาสขยาย ส่วนแบ่งจากคู่แข่งได้อีกมาก ด้วยความได้เปรียบด้านโครงสร้างธุรกิจที่ครบวงจร โดย Atlas มีทั้ง คลัง แก๊ส (LPG storages), โรงบรรจุแก๊ส 6 แห่งทั่วประเทศ, สถานีบริการ LPG จำนวน 243 แห่ง และ ร้านจำหน่ายแก๊สหุงต้มอีก 331 แห่ง ซึ่งช่วยให้ลูกค้าสามารถ แลกถังแก๊สได้อย่างสะดวกและครอบคลุม พื้นที่ ต่าง ๆ ของประเทศ

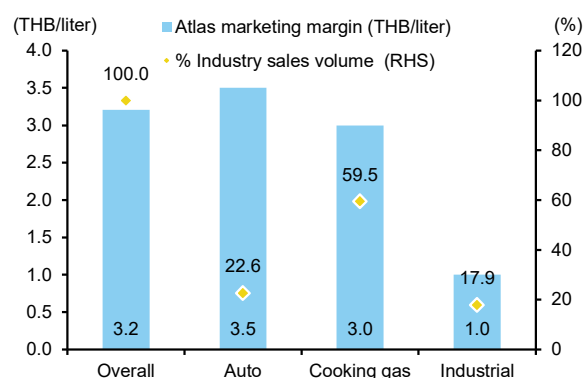
ด้วยโครงสร้างที่แข็งแกร่งนี้ Atlas จึงมีศักยภาพในการขยายฐานลูกค้าและเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มแก๊ส หุงต้มได้อย่างต่อเนื่อง พร้อมสร้างอัตรากำไรที่ดีขึ้นในระยะยาว

Exhibit 19: Thailand LPG industry's marketing margin (THB/litre) vs % LPG sales volume (%) breakdown by segment



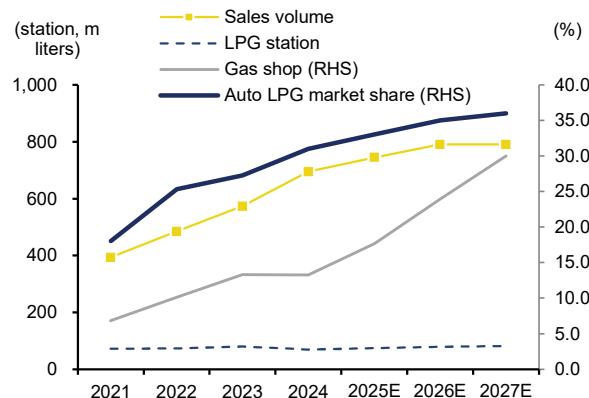
Sources: EPPO

Exhibit 20: Atlas' marketing margin (THB/liter) vs % LPG sales volume (%) breakdown by segment



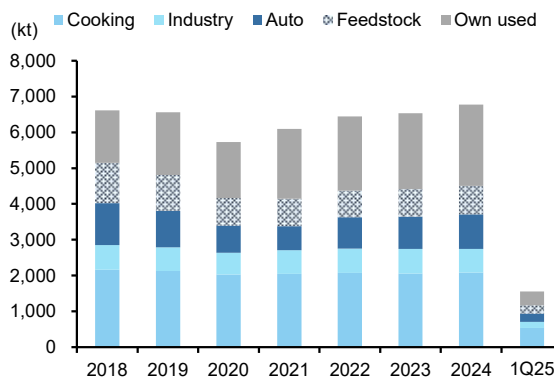
Sources: Globlex Research

Exhibit 21: Atlas' LPG sales volume, number of stations, gas shops, and auto LPG market share



Sources: Globlex Research

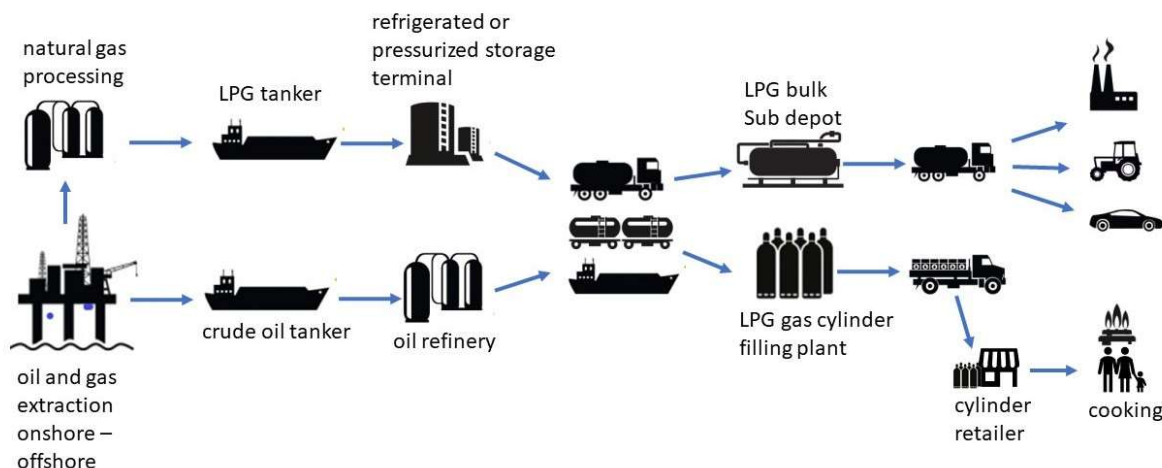
Exhibit 22: Thailand's LPG consumption breakdown by sector (including feedstock and own used by refinery and petrochemical plants)



Sources: EPPO

Atlas ถือเป็นหนึ่งในผู้นำธุรกิจ LPG ฝั่ง downstream ของไทย โดยมีการดำเนินธุรกิจแบบครบวงจรทั้งในกลุ่ม LPG ขนขนต์ และ LPG สำหรับครัวเรือน โดยในฝั่งขนขนต์ Atlas มีทั้ง คลังเก็บแก๊ส (depots) และ สถานีบริการ LPG ขณะทีในฝั่งครัวเรือน บริษัทมีทั้ง โรงบรรจุแก๊ส (filling plants) และ ร้านจำหน่ายแก๊ส (Gas Shops) ซึ่งช่วยให้ Atlas ควบคุมต้นทุนและคุณภาพบริการได้ตลอดทั้งห่วงโซ่ พร้อมรองรับการขยายตัวในทุกช่องทาง

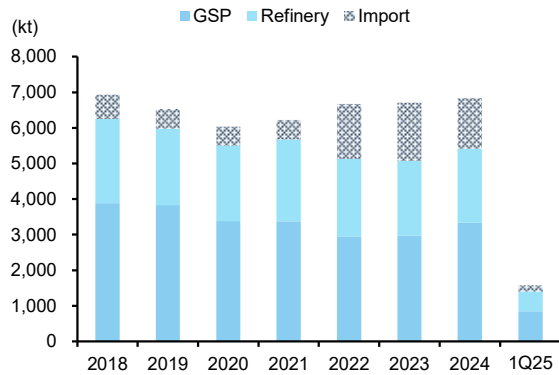
Exhibit 23: Value chain of LPG



Sources: Energypedia.info

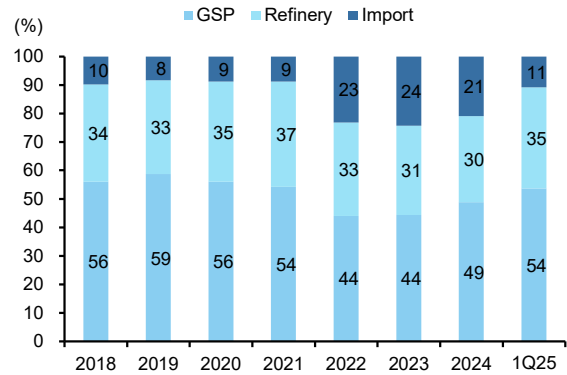
Atlas จัดหาแก๊ส LPG จากแหล่งในประเทศและต่างประเทศ โดยในไตรมาส 1/2568 สัดส่วนการจัดหามาจากโรงกลั่นในประเทศ 6 แห่ง (35%), โรงแยกก๊าซของ PTT 6 แห่ง (54%) และการนำเข้า (11%) โดยราคาขาย LPG ทั้งในกลุ่มขนขนต์และแก๊สหุงต้มใช้โมเดล “ต้นทุนบวก” (cost-plus) ซึ่งสะท้อนต้นทุนจริงบวกกำไรขั้นต้น ส่งผลให้ Atlas สามารถรักษาราคาไว้แข่งขันได้ดีที่ THB3.0–THB3.5 ต่อลิตรได้ตลอดห่วงโซ่ธุรกิจ downstream ตั้งแต่โรงบรรจุ รอขนส่ง ไปจนถึงร้านจำหน่ายแก๊ส (Gas Shop)

Exhibit 24: Thailand's LPG supply breakdown by sources



Sources: EPPO

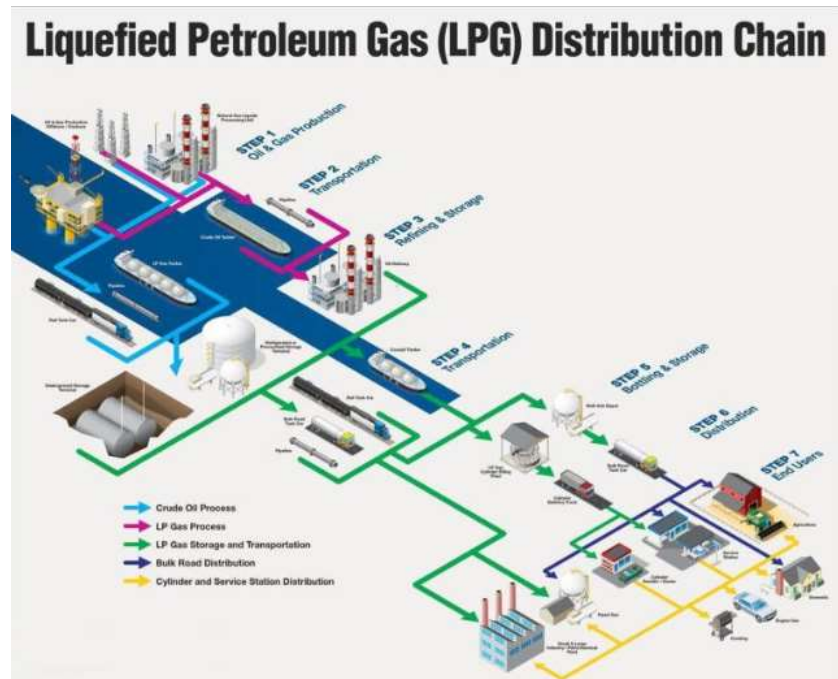
Exhibit 25: Thailand's LPG supply breakdown by sources (%)



Sources: EPPO

เพื่อให้สามารถรับรู้ มาตรการเพิ่มจำนวนที่ THB3.0 ต่อลิตร สำหรับธุรกิจแก๊สหุงต้มในช่วงสิ้นปี 2025 Atlas มีแผนดำเนินงานผ่านสถานีบริการ LPG จำนวน 261 แห่ง, ร้านจำหน่ายแก๊ส (Gas Shop) 442 แห่ง และโรงบรรจุแก๊ส 11 แห่ง ซึ่งช่วยให้สามารถควบคุมห่วงโซ่อุปทานได้ครบถ้วน ขณะเดียวกัน แม้ไทยจะมีการนำเข้า LPG อยู่ที่ 11% ของปริมาณรวมในไตรมาส 1/2568 (ลดลงจาก 21% ในปี 2024) Atlas ไม่ต้องรับความเสี่ยงด้านราคานำเข้า LPG ที่ผันผวนในตลาดโลก เนื่องจากราคาขาย LPG ทั้งภาคขนส่งและครัวเรือนของบริษัทอยู่ภายใต้ สูตร “cost-plus” ซึ่งถูกกำกับดูแลโดยภาครัฐอย่างเข้มงวด

Exhibit 26: A full value chain of LPG



Sources: EIA

Atlas ใช้ประโยชน์จากเครือข่ายสถานีบริการ LPG, โรงบรรจุ และร้านจำหน่ายแก๊สที่ครอบคลุมทั่วประเทศได้อย่างมีประสิทธิภาพ เพื่อเข้าถึงลูกค้าได้รวดเร็วและประหยัดต้นทุนมากกว่าคู่แข่ง เราเชื่อว่า Atlas มีโอกาสที่จะ ทำซ้ำความสำเร็จแบบเดียวกับที่เคยเจาะตลาด LPG ขนยนต์ได้สำเร็จ โดยใช้กลยุทธ์เดียวกัน คือการสร้างเครือข่ายที่ครอบคลุมตั้งแต่สถานีบริการไปจนถึงคลังเก็บแก๊ส เพื่อขยายส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มแก๊สหุงต้มในระยะถัดไป

Exhibit 27: Atlas' cooking gas LPG Gas Shop



Sources: Atlas

Exhibit 28: LPG filling plant



Sources: Atlas

เราคาดว่า Atlas จะสามารถขยายส่วนแบ่งตลาดในกลุ่มแก๊สหุงต้มจาก 3.7% ในไตรมาส 4/2567 เป็น 10% ภายในปี 2027E โดยได้รับแรงหนุนจากโครงสร้างธุรกิจ LPG แบบครบวงจรฝั่ง downstream และกลยุทธ์ในการจัดจำหน่ายถึงแก๊สหุงต้มรุ่นใหม่ เพื่อส่งมอบถึงแก๊สที่สะอาด ปลอดภัย และน่าเชื่อถือมากขึ้นให้แก่ลูกค้าทั้งในบ้านเรือนและร้านค้า ช่วยสร้างความมั่นใจและความแตกต่างจากผู้ให้บริการรายเดิมในตลาด.

Exhibit 29: Atlas' cooking gas LPG tanks – small sizes



Sources: Atlas

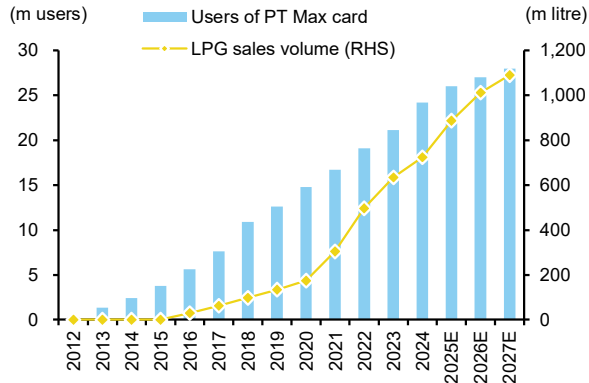
Exhibit 30: Atlas' cooking gas LPG tanks – large sizes



Sources: Atlas

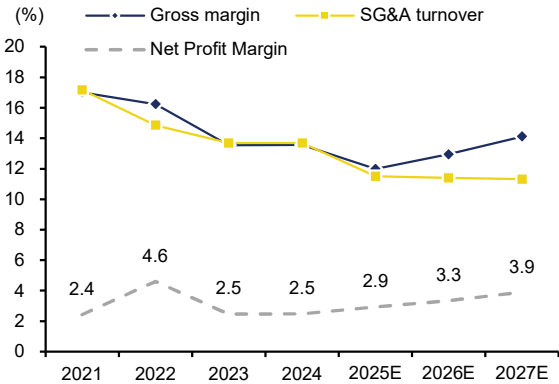
โปรแกรม Max Card ยังเป็นอีกหนึ่งแรงหนุนสำคัญที่ช่วยเสริมกลยุทธ์การเติบโตของ Atlas ในการดึงดูดลูกค้าใหม่ได้รวดเร็วกว่าคู่แข่ง โดยสิทธิประโยชน์จาก Max Card Plus ซึ่งให้ส่วนลดราคาที่จูงใจ ช่วยเพิ่มความภักดีของลูกค้าและกระตุ้นให้ลูกค้าเลือกใช้บริการแก๊สหุงต้มของ Atlas อย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้เราคาดว่า อัตรากำไรสุทธิของ Atlas จะปรับตัวขึ้นจาก 2.5% ในปี 2024 เป็น 2.9%–3.9% ในช่วงปี 2025E–2027E ตามการบริหารต้นทุน SG&A ต่อยอดขายที่ลดลง และการขยายอัตรากำไรขั้นต้นจากโมเดลธุรกิจที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น

Exhibit 31: Number of PT Max Card users vs LPG sales volume



Sources: Globlex Research

Exhibit 32: Atlas' net profit margin, SG&A to sales, and gross profit margin

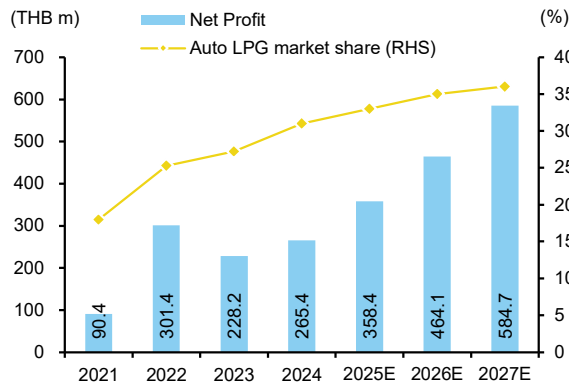


Sources: Atlas; Globlex Research

ปัจจัยขับเคลื่อน#3: แรงเครื่องยอดขายในตลาดแข่งเดือด

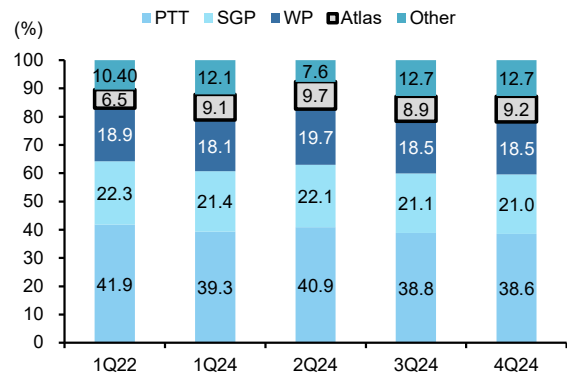
Atlas แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการแข่งขันและศักยภาพในการขยายยอดขายอย่างต่อเนื่องในอุตสาหกรรม LPG ที่มีการแข่งขันสูงและโอกาสเติบโตจำกัด ขณะที่ผู้เล่นรายใหญ่หลายรายเริ่มชะลอหรือถอนตัวจากธุรกิจค้าปลีก LPG เนื่องจากข้อจำกัดด้านการเติบโต แต่ Atlas กลับสามารถเจาะตลาดที่มีผู้เล่นครองอยู่เดิมได้สำเร็จ และยังคงขยายส่วนแบ่งตลาดขึ้นอย่างต่อเนื่องจนแตะระดับ 9.2% ในไตรมาส 4/2567 สะท้อนถึงกลยุทธ์เชิงรุกและโครงสร้างธุรกิจที่แข็งแกร่งซึ่งแตกต่างจากผู้เล่นรายอื่นในตลาด

Exhibit 33: Net profit vs auto LPG market share



Sources: Globlex Research

Exhibit 34: Thailand's LPG market share

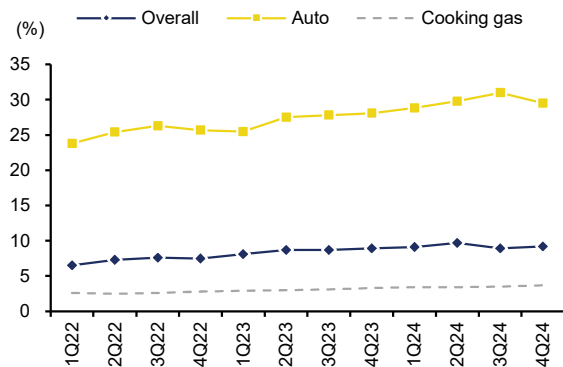


Sources: EPPO

จากข้อมูลของสำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (สนพ.) Atlas สามารถขยายส่วนแบ่งตลาด LPG รวมขึ้นมาระดับประมาณ 9.2% ในปี 2024 โดยในบรรดา 3 กลุ่มย่อยของตลาด LPG นั้น Atlas ให้ความสำคัญกับกลุ่ม LPG ยานยนต์มากที่สุด ซึ่งสามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดจาก 3.5% ในไตรมาส 1/2561 เป็น 29.5% ในไตรมาส 4/2567 จนกลายเป็นผู้นำอันดับหนึ่งในตลาด LPG ยานยนต์ของไทยได้สำเร็จ

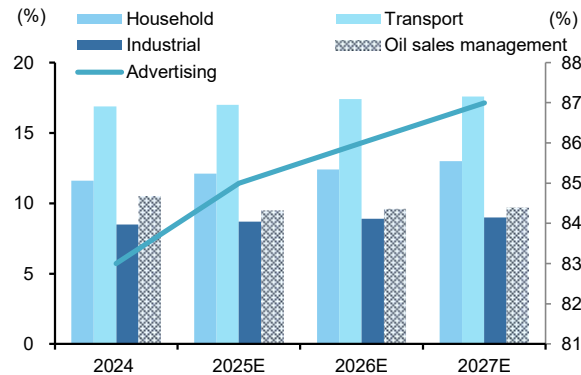
ในเชิงกลยุทธ์ LPG ยานยนต์ถือเป็น "low-hanging fruit" สำหรับ Atlas เนื่องจากมีเครือข่ายสถานี LPG และสถานีน้ำมันของ Atlas อยู่ทั่วประเทศ ซึ่งตอบโจทย์ความสะดวกของกลุ่มลูกค้าที่ซื้อโดยตรง เมื่อพิจารณา 5 กลุ่มธุรกิจหลักของ Atlas เราประเมินว่า โฆษณาที่กึ่งมีอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) สูงที่สุดกว่า 80% จากโครงสร้างต้นทุนที่ต่ำมาก ตามด้วยกลุ่มธุรกิจ ขนส่ง LPG, LPG หุงต้ม, การบริหารจัดการขายน้ำมัน, และ LPG ภาคอุตสาหกรรม ตามลำดับ

Exhibit 35: Atlas's LPG market shares – overall vs auto



Sources: PTG; SGP

Exhibit 36: Atlas' gross profit margins by business



Sources: PTG; SGP; Globlex Research

โครงการ PT Taxis – แรงขับเคลื่อนสำคัญดึงลูกค้าใหม่สู่ระบบ LPG

เพื่อเร่งขยายฐานลูกค้าใหม่โดยเฉพาะกลุ่มแท็กซี่ที่ใช้เชื้อเพลิง NGV และน้ำมัน Atlas ร่วมมือกับ Olympus Oil เดินหน้าโครงการ PT Taxi Transform ต่อเนื่องเป็นปีที่ 3 ในปี 2025 โดยเปิดแคมเปญสนับสนุนการแปลงระบบเชื้อเพลิงมาใช้ LPG ด้วยค่าใช้จ่ายเริ่มต้นเพียง THB1,999 ต่อคัน สำหรับการติดตั้งอุปกรณ์ใหม่มูลค่าราว THB20,000 พร้อมรับสิทธิพิเศษจาก Max Card Plus มอบส่วนลดรวมสูงสุดถึง THB7,920

โครงการนี้เริ่มต้นในปี 2020 ช่วงวิกฤตโควิด-19 เพื่อช่วยเหลือผู้ขับแท็กซี่ และประสบความสำเร็จอย่างมาก โดยสามารถดึงลูกค้าใหม่เข้าร่วมได้มากกว่า 10,000 คัน ซึ่งรถเหล่านี้กลายเป็นส่วนหนึ่งของเครือข่ายแท็กซี่ขนาดใหญ่ของ Atlas ในปัจจุบัน และเรามองว่าเครือข่ายนี้ยังมีศักยภาพในการขยายตัวต่อเนื่องได้อีกมาก เนื่องจากประเทศไทยมีจำนวนแท็กซี่รวมกว่า 70,000 คัน ณ ปี 2024

Exhibit 37: Example of PT Taxis Transform campaign



Sources: Atlas

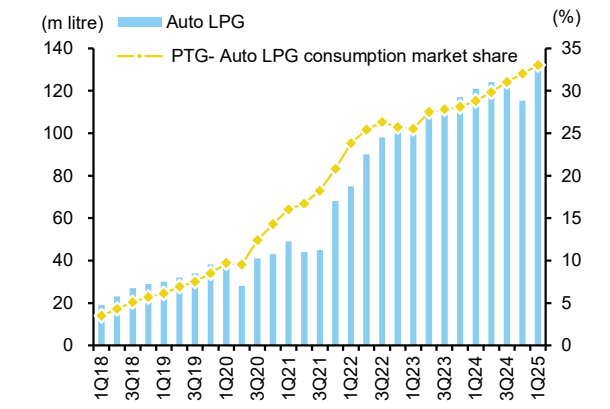
Exhibit 38: Converted taxi to LPG under PT Taxi Transform campaign



Sources: Atlas

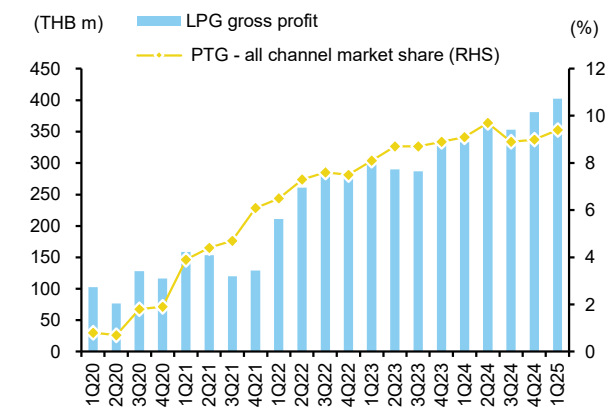
ผลจากความสำเร็จของแคมเปญ PT Taxi Transform ที่มีประสิทธิภาพสูง Atlas สามารถเพิ่มส่วนแบ่งตลาดในกลุ่ม LPG ขนขนค้จาก 9.7% ในไตรมาส 1/2563 เป็น 29.5% ในไตรมาส 4/2567 ส่งผลให้บริษัทก้าวขึ้นเป็นผู้ให้บริการ LPG ขนขนค้รายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย พร้อมกันนี้ ถ้าไรขึ้นต้นก็เติบโตอย่างโดดเด่น จาก THB103 ล้านบาทในไตรมาส 1/2563 เป็นกว่า THB1.1 พันล้านบาทในปี 2024 ตามการขยายตัวของส่วนแบ่งตลาดที่ต่อเนื่องและแข็งแกร่ง

Exhibit 39: Atlas' market shares for LPG and auto LPG sales volume



Sources: EPPO, PTG

Exhibit 40: LPG gross profit vs overall LPG market share

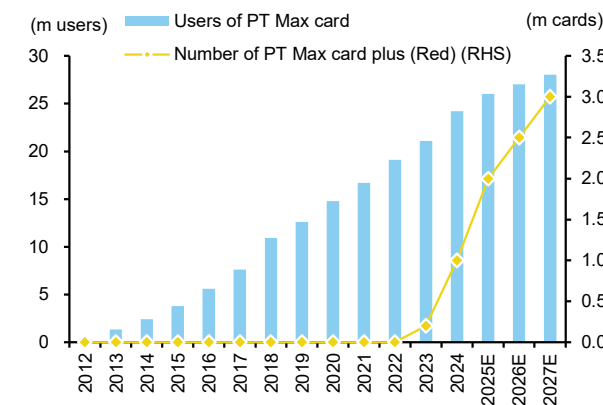


Sources: EPPO, PTG

Max Card – อารูปลับเบื้องหลังความสำเร็จของ Atlas และ PTG

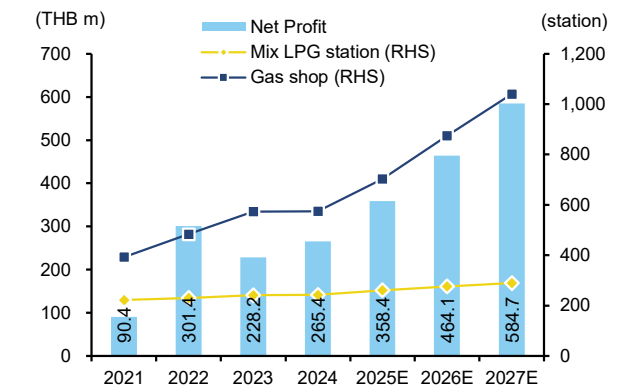
หนึ่งในปัจจัยสำคัญที่อยู่เบื้องหลังความสำเร็จของ Atlas ในการขยายยอดขาย LPG คือ โปรแกรม Max Card ซึ่งช่วยสร้างความภักดีของลูกค้าและกระตุ้นการใช้บริการอย่างต่อเนื่อง โปรแกรมนี้เริ่มต้นในปี 2012 ด้วยฐานสมาชิกเพียง 300,000 ราย แต่สามารถเติบโตได้อย่างรวดเร็ว จนมีสมาชิกเพิ่มขึ้นเป็น 24 ล้านรายในปี 2024 และเรคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 26 ล้านรายในปี 2025E และ 29 ล้านรายในปี 2026E สะท้อนถึงบทบาทของ Max Card ในการเป็นแพลตฟอร์มเชื่อมโยงระหว่างธุรกิจเครื่อง PTG และผู้บริโภคได้อย่างมีประสิทธิภาพ

Exhibit 41: No. of PT Max Card users vs no. of Max Card Plus



Sources: PTG; Globlex Research

Exhibit 42: Atlas' net profit, number of mix LPG stations, number of gas shops



Sources: PTG; Globlex Research

ในปี 2022 หลังจากที่ PTG เปิดตัว Max Card เวอร์ชันฟรี (สีเขียว) ไปก่อนหน้านี้ บริษัทได้เปิดตัว Max Card Plus ซึ่งเป็นเวอร์ชันเสียค่าธรรมเนียมรายปี โดยจำนวนสมาชิก Max Card Plus เติบโตอย่างรวดเร็วจาก 200,000 รายในปี 2022 เป็น 2.0 ล้านรายในปี 2024

- สมาชิก Max Card Plus ที่ชำระค่าธรรมเนียมรายปี THB599 จะได้รับสิทธิประโยชน์ที่คุ้มค่า อาทิ
- ส่วนลด THB0.5 ต่อลิตร สำหรับการเติมน้ำมันหรือแก๊ส LPG ที่สถานีของ PTG หรือ Atlas ในปริมาณ 200 ลิตรแรกต่อเดือน และส่วนลด THB0.2 ต่อลิตร สำหรับ 600 ลิตรถัดไป
- ส่วนลด THB100 สำหรับการซื้อแก๊สหุงต้ม
- ส่วนลด 50% สำหรับเครื่องต้ม ที่ร้านกาแฟพันธุ์ไทย สูงสุด 10 แก้วต่อเดือน

Exhibit 43: Benefits of Max Card Plus

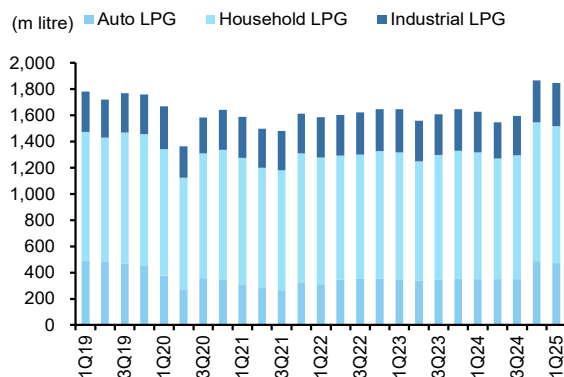
ร้านค้า	สิทธิประโยชน์	จำนวนสิทธิ	เงื่อนไข
	ส่วนลด 50 สตางค์/ลิตร สำหรับน้ำมันโซลาร์ LPG	200 ลิตร ต่อเดือน	• แสดงบัตร Max Card Plus ที่สถานีบริการน้ำมันโซลาร์ LPG ... 
	ส่วนลด 20 สตางค์/ลิตร สำหรับ LPG ถังเล็กต่อจากส่วนลด 50 สตางค์ แต่ไม่เกินลิตรที่ 800	600 ลิตร ต่อเดือน	
	ส่วนลด 50% เครื่องดื่ม ร้อยมา/เย็น/เย็น	10 แก้ว ต่อเดือน	• แสดงบัตร Max Card Plus ที่ร้านกาแฟ/ร้านเครื่องดื่มหรือฟ... 
	ส่วนลด 100 บาท สำหรับการซื้อสินค้าใหม่ หรือส่งถึงทางรถยนต์	1 สิทธิ์ ต่อรอบอายุบัตร	• แสดงบัตร Max Card Plus ที่ร้านค้าปลีก/ห้าง PT ที่ร่วม... 
	ส่วนลด 50 บาท สำหรับการซื้อสินค้าปลีก	1 สิทธิ์ ต่อเดือน	
	ซื้อสินค้า 1 แขน 1	5 สิทธิ์ ต่อเดือน	• แสดงบัตร Max Card Plus ที่ร้านแม่ข่ายห้างที่ร่วมรายการ 
	น้ำดื่ม Maxmart ขนาด 1,500 มล. (ถังเล็ก 6 ขวด)		
	หรือ โถก ขนาด 1 ลิตร (1 ขวด)		
	หรือ เป๊ปซี่ ขนาด 1 ลิตร (1 ขวด)	1 สิทธิ์ ต่อรอบอายุบัตร	• กระเป๋าเดินทาง/กระเป๋า 1614 ก.ก. 2 
	ฟรี! ค่าบริการจัดส่งน้ำมันดูไบ 100 บาท		
	ส่วนลด 60% น้ำมันเครื่องเกรดสังเคราะห์ (เฉพาะรุ่นที่กำหนด) PT Maxniltron Synthetic 20000 5W-30 PT Maxniltron Ultra Synthetic Diesel 5W-30	2 สิทธิ์ ต่อรอบอายุบัตร	• แสดงบัตร Max Card Plus ที่สถานีบริการน้ำมัน หรือ LPG... 
	ส่วนลด 50% น้ำมันเครื่อง PT Maxniltron Ultra Diesel Pro 15W-40 6+1L	2 สิทธิ์ ต่อเดือน	
	ส่วนลด 80% หัวฉีด PT Maxniltron Booster (ชนิดไดคัลได้)		
	ซื้อยางรถยนต์ 3 แขน 1 (เฉพาะรุ่นที่กำหนด)	1 สิทธิ์ ต่อรอบอายุบัตร	• แสดงบัตร Max Card Plus ที่ศูนย์ซ่อมบำรุงรถยนต์/ต่อเติม... 
	ส่วนลด 15% ค่าอะไหล่ซ่อมบำรุง	ไม่จำกัด	
	ส่วนลด 20% อุปกรณ์เสริมในรถยนต์		
	ฟรี! เปลี่ยน/เติมน้ำมัน ปลอดภัย และ Safety Check 25 รายการ	ไม่จำกัด	• ทำรายการใน www.maxcardplus.com/maxplus/Login ... 
	ซื้อ พ.ร.บ. ราคากำแพง		
	รถเช่า ราคา 555.21 บาท (ปกติ 645.21บาท)		
	รถกระบะ ราคา 832.28 บาท (ปกติ 967.28บาท)	500 บาท ต่อเดือน	• ทำรายการที่ www.patioia.com 
	ส่วนลด 8% ค่าส่งของ	ไม่จำกัด	
	เมื่อซื้อแพ็คเกจกับ Patioia ขึ้นค่า 500 บาท		
	รับ Max Point 3 เท่า	1 สิทธิ์ ต่อรอบอายุบัตร	• เมื่อใช้บัตร Max Card Plus สำหรับความคุ้มครองและการเรียก... 
	เมื่อซื้อแพ็คเกจกับ Patioia (50 บาท = 3 สิทธิ์)		
	รับฟรี ประกันภัยรถยนต์จาก เจเอช เป็นจำนวนเงินอาประกันภัย 50,000 บาท		
	เมื่อซื้อประกันภัยรถยนต์ (เฉพาะรุ่นที่กำหนด)	5 สิทธิ์ ต่อเดือน	• เมื่อใช้บัตร Max Card Plus 
	ส่วนลด 50% ที่ร้าน Subway สาขาที่ร่วมรายการ	ไม่จำกัด	
	(เฉพาะ 9 สาขาที่กำหนด)		

Sources: PTG

จากความสำเร็จของ โปรแกรม Max Card และ PT Taxis Program Atlas สามารถดึงดูดลูกค้าแท็กซี่รายใหม่เข้าร่วมโครงการได้มากกว่า 13,000 ราย ส่งผลให้ปริมาณยอดขาย LPG ขานยนต์ของบริษัทเติบโตโดดเด่นเหนือกว่าคู่แข่งอย่างชัดเจน โดยยอดขาย LPG ขานยนต์เพิ่มขึ้นจาก 162 ล้านลิตรในปี 2020 เป็น 439 ล้านลิตรในปี 2024 สะท้อนว่า Atlas ยังคงเติบโตได้ดีในอุตสาหกรรมที่คู่แข่งหลายรายเผชิญกับความท้าทาย และแม้อุปสงค์ในภาพรวมจะหดตัวลงในอดีต แต่ยังไม่ถึงขั้น “ตายสนิท”

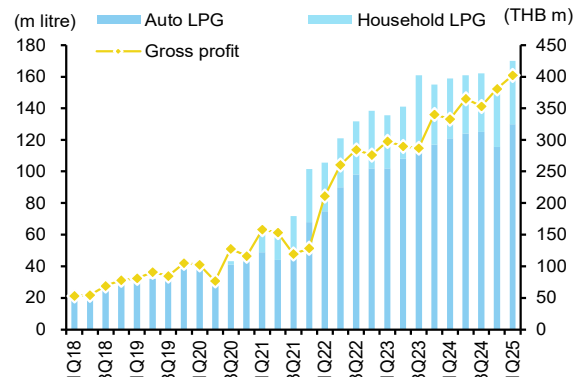
นอกจากนี้ ยังพบสัญญาณฟื้นตัวของความต้องการ LPG ในระดับประเทศ โดยในช่วงไตรมาส 4/2567-ไตรมาส 1/2568 ความต้องการใช้ LPG ขานยนต์เพิ่มขึ้น 37% y-y เป็น 488 ล้านลิตรในไตรมาส 4/2567 และเพิ่มขึ้นอีก 35% y-y เป็น 474 ล้านลิตรในไตรมาส 1/2568 ส่วนความต้องการในกลุ่มครัวเรือนก็ปรับเพิ่มขึ้น 9% y-y เป็น 1,060 ล้านลิตร และ 8% y-y เป็น 1,045 ล้านลิตร ตามลำดับ ขณะที่กลุ่มอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 1% y-y (318 ล้านลิตร) และ 6% y-y (327 ล้านลิตร) ในช่วงเวลาเดียวกัน แสดงให้เห็นถึงแนวโน้มการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของตลาด LPG ทั้งระบบ

Exhibit 44: Thailand's LPG sales volume by segment



Sources: EPPO

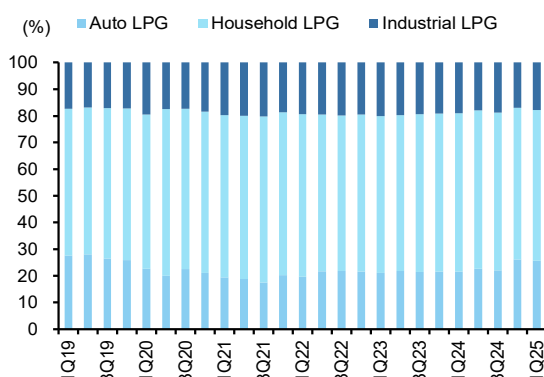
Exhibit 45: Atlas' LPG sales volume by segment vs GP



Sources: PTG, Globlex Research

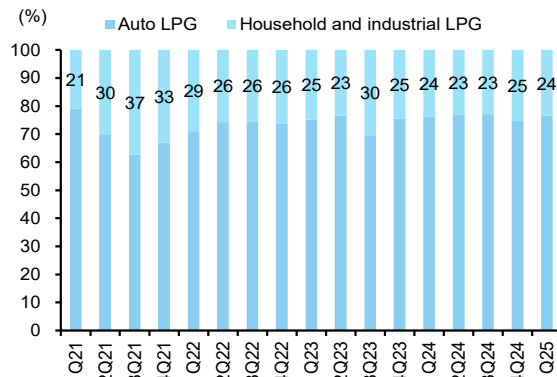
ด้วยส่วนแบ่งตลาด 29.5% ในไตรมาส 4/2567 เราคาดว่า ยอดขาย LPG ขานยนต์ของ Atlas จะเติบโตเฉลี่ยปีละ 3-5% ในช่วงปี 2025E-2026E โดยมีแรงหนุนหลักจาก ความสามารถในการแย่งส่วนแบ่งตลาดจากคู่แข่งอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นผลมาจากจุดแข็งด้านต้นทุนที่แข่งขันได้และโครงสร้างธุรกิจ LPG แบบครบวงจรของ Atlas ที่ช่วยให้บริหารต้นทุนและบริการได้อย่างมีประสิทธิภาพเหนือกว่าในตลาด

Exhibit 46: Thailand's LPG sales volume by segment (%)



Sources: EPPO

Exhibit 47: Atlas' LPG sales volume by segment (%)



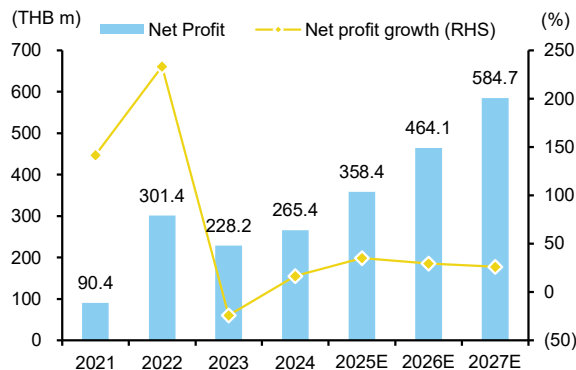
Sources: PTG

การเงินแข็งแกร่งต่อเนื่อง - จากกำไรสุทธิโอกาสเติบโต

Atlas ถือเป็นหนึ่งในบริษัทที่มีฐานะการเงินแข็งแกร่งที่สุดเมื่อเทียบกับผู้เล่นรายอื่นในประเทศ เช่น SGP, WP และ OR โดยมีจุดแข็งจากการเติบโตของกำไรสุทธิที่มั่นคงและกลยุทธ์แบบ asset-light เช่น การเช่าที่ดินสำหรับสถานีบริการ และการดำเนินธุรกิจโฆษณาที่ไม่ใช้เงินลงทุนสูง

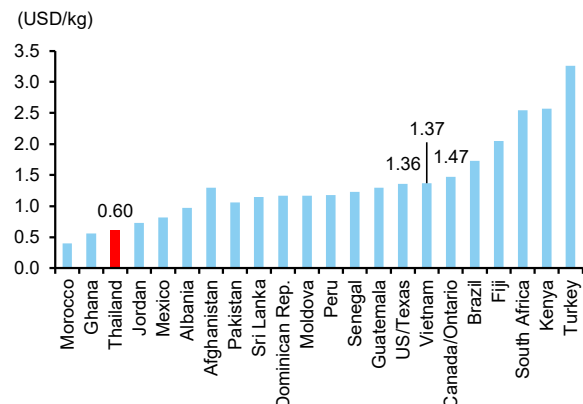
เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มการเติบโตที่สดใส ทั้งจากความต้องการ LPG ที่เพิ่มขึ้น, การขยายส่วนแบ่งตลาด, และรายได้จากธุรกิจโฆษณาที่เติบโตต่อเนื่อง ประกอบกับราคาขาย LPG ในประเทศที่ยังต่ำกว่าระดับโลก เราเชื่อว่า Atlas จะมีความสามารถในการก่อหนี้ที่สูง เพื่อรองรับการลงทุนโครงการใหม่ในอนาคต พร้อมทั้งได้รับแรงหนุนจากเงินทุนที่ได้จากการเสนอขายหุ้น IPO ซึ่งจะช่วยเสริมความแข็งแกร่งด้านเงินทุนในการขยายธุรกิจต่อไป

Exhibit 48: Net profit vs net profit margin



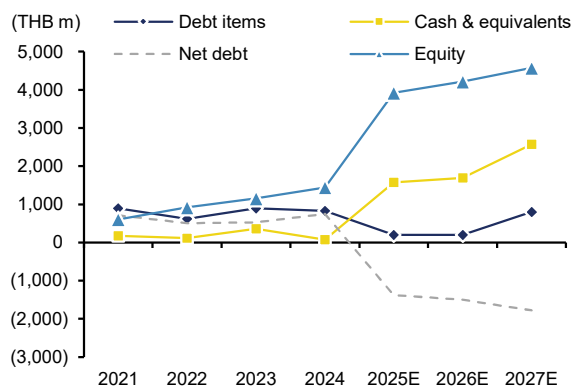
Sources: Atlas; Globlex Research

Exhibit 49: LPG price comparison



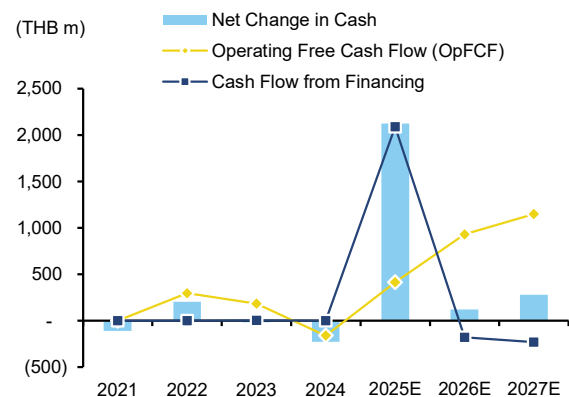
Sources: Energypedia.info

Exhibit 50: Debt, cash, net debt



Sources: Atlas; Globlex Research

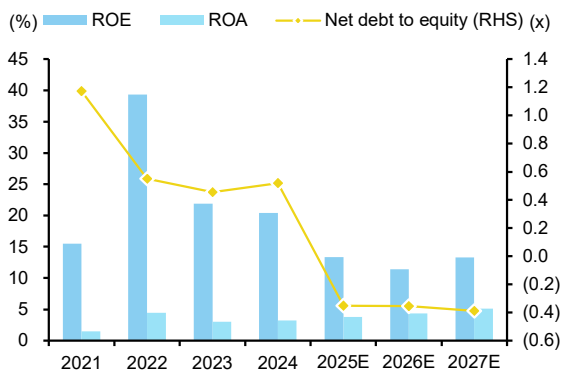
Exhibit 51: Net change in cash, operating cash flow, and cash flow from financing



Sources: Atlas; Globlex Research

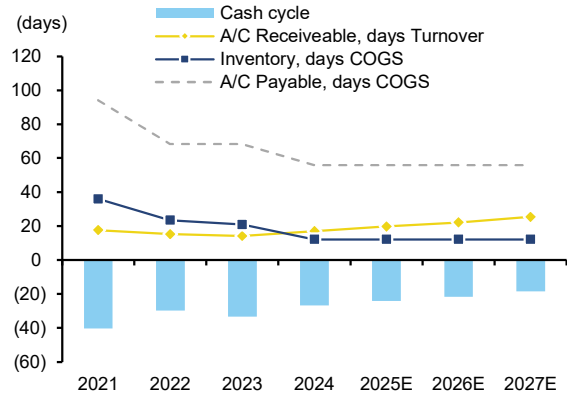
Atlas ดำเนินธุรกิจด้วยโครงสร้างกระแสเงินสดที่เป็นลบ (Negative Cash Cycle) อยู่ที่ประมาณ 18-27 วัน ซึ่งสะท้อนถึงความแข็งแกร่งด้านสภาพคล่อง โดยมีระยะเวลาเจ้าหนี้การค้ายาวถึง 56 วัน ขณะที่ระยะเวลาถือครองสินค้าสั้นเพียง 12 วัน และระยะเวลารับชำระหนี้จากลูกค้าอยู่ที่ประมาณ 3 สัปดาห์ โมเดลนี้ช่วยให้ Atlas มีเงินหมุนเวียนในธุรกิจอยู่ตลอดเวลา ลดความจำเป็นในการใช้เงินทุนหมุนเวียน และทำให้บริษัทมีความเสี่ยงด้านสภาพคล่องต่ำแม้ในช่วงที่เร่งขยายกิจการหรือเผชิญกับสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจที่ไม่แน่นอน.

Exhibit 52: ROE, ROA, net debt to equity



Sources: Atlas; Globlex Research

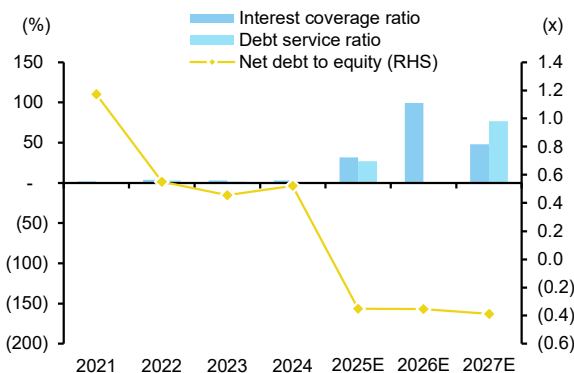
Exhibit 53: Cash cycle



Sources: Atlas; Globlex Research

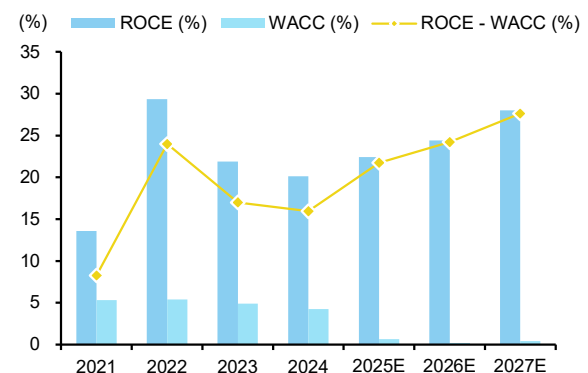
ในแง่ของสภาพคล่อง เราไม่เห็นความกังวลต่อ Atlas เนื่องจากคาดว่า อัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนจะเปลี่ยนเป็นสถานะเงินสดสุทธิในช่วงปี 2024-2027E พร้อมกับอัตราการครอบคลุมดอกเบี้ย (Interest Coverage Ratio) และอัตราชำระหนี้ (Debt Service Coverage Ratio) ที่ดีขึ้นตามกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ทั้งนี้ ในด้านผลตอบแทนต่อผู้ถือหุ้น เราคาดว่า Atlas จะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับผู้ถือหุ้นอย่างชัดเจน โดยพิจารณาจากช่องว่างที่เพิ่มขึ้นระหว่าง ROCE (ผลตอบแทนต่อเงินลงทุน) กับ WACC (ต้นทุนของเงินทุน) ซึ่งไม่เพียงแต่เป็นประโยชน์ต่อผู้ถือหุ้นเท่านั้น แต่ยังส่งผลต่อเจ้าหนี้และผู้มีส่วนได้ส่วนเสียอื่น ๆ ด้วย

Exhibit 54: Interest coverage ratio, debt service coverage ratio, and net debt to equity ratio



Sources: Atlas; Globlex Research

Exhibit 55: ROCE, WACC, ROCE-WACC



Sources: Atlas; Globlex Research

การวิเคราะห์ Dupont: โครงสร้าง ROE หลัง IPO. หลังการเข้าจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (IPO) ในปี 2025E เราคาดว่า Atlas จะสร้างผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (ROE) อยู่ในช่วง 12.4%–14.4% ระหว่างปี 2025E–2027E โดยมีแรงหนุนหลักจากอัตรากำไรสุทธิที่ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งช่วยชดเชยผลกระทบจากระดับเลเวอเรจที่ลดลงและอัตราหมุนเวียนสินทรัพย์ (Asset Turnover) ที่ค่อนข้างคงที่ ภายใต้สมมติฐานที่ว่า Atlas ไม่มีการลงทุนขนาดใหญ่ (Capex) เพิ่มเติมในโครงการใหม่ในช่วงเวลาดังกล่าว

Exhibit 56: Dupont analysis

	2021 (THB m)	2022 (THB m)	2023 (THB m)	2024 (THB m)	2025E (THB m)	2026E (THB m)	2027E (THB m)
Sales	3,077	5,825	8,441	9,710	11,050	12,607	13,579
Total assets	6,507	7,002	8,151	8,366	10,115	10,632	11,716
Asset Turnover (x)	0.47	0.83	1.04	1.16	1.09	1.19	1.16
Operating profit	117	196	101	112	183	291	404
OPM (%)	3.8	3.4	1.2	1.1	1.7	2.3	3.0
Net profit	90	301	228	265	358	464	585
NPM (%)	2.9	5.2	2.7	2.7	3.2	3.7	4.3
Shareholders' equity	584	766	1,040	1,300	2,520	3,742	4,063
Leverage	11.1	9.1	7.8	6.4	4.0	2.8	2.9
ROE (%)	15.5	39.3	21.9	20.4	14.2	12.4	14.4

Sources: Atlas; Globlex Research

เราคาดว่า Atlas จะใช้เงินที่ได้จากการเสนอขายหุ้น IPO เป็นหลักในการ ขยายธุรกิจ LPG ครอบคลุมทั้งในกลุ่มยานยนต์ คริวเรือน และอุตสาหกรรม โดยแผนการใช้จ่ายประกอบด้วย

- Auto LPG (THB2.1 พันล้านบาท): ขยายจำนวนสถานีบริการ LPG และสถานีรวม LPG + น้ำมัน
- Auto Transform (THB558 ล้านบาท): สนับสนุนการแปลงระบบเชื้อเพลิงรถแท็กซี่จาก NGV เป็น LPG
- Household Gas Shop (THB120 ล้านบาท): เพิ่มจำนวนร้านจำหน่ายแก๊สหุงต้ม
- LPG Filling Plants (THB490 ล้านบาท): ลงทุนในโรงบรรจุแก๊สใหม่สำหรับตลาดคริวเรือน
- LPG Tank (THB2.6 พันล้านบาท): เป็นงบ Capex ก้อนใหญ่ที่สุด สำหรับการจัดซื้อถังแก๊สหุงต้มขนาดเล็ก
- Industrial LPG (THB46.5 ล้านบาท): ใช้สำหรับการวางระบบท่อส่งแก๊สให้ลูกค้าอุตสาหกรรม

Exhibit 57: Capex plan

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Total (25E-29E)
Expansion capex	832.0	1,143.3	1,119.6	1,097.7	1,093.5	891.7	5,346
New LPG station		593.0	475.2	424.4	350.6	258.6	2,102
New gas shops (household)		22.3	30.9	25.7	25.7	15.1	120
New LPG filling plant		178.0	133.5	89.0	89.0	0.0	490
Industrial LPG		9.3	9.3	9.3	9.3	9.3	47
LPG tank		340.7	470.7	549.3	618.9	608.7	2,588
Auto transform		111.5	111.5	111.5	111.5	111.5	558

Sources: Atlas; Globlex Research

Exhibit 58: Number of LPG and LPG+ oil stations assumption

Number of stations/plants	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	Total
Total stations	243	261	277	290	299	304	1,431
LPG	69	74	78	81	83	85	401
LPG + oil	174	187	199	209	216	219	1,030
Gas shop	331	442	596	725	854	929	3,290
LPG filling plants	6	11	14	16	18	18	70
Renovate		27	18	18	18	18	99
New stations/plants							
LPG		5	4	3	2	2	16
LPG + oil		13	12	10	7	3	45
Gas shop		111	154	129	129	75	419
LPG filling plants		5	3	2	2	0	9

Sources: Globlex Research

เปรียบเทียบคู่แข่ง: Atlas เหนือชั้นกว่าในโครงสร้างธุรกิจและความแข็งแกร่งของตลาด

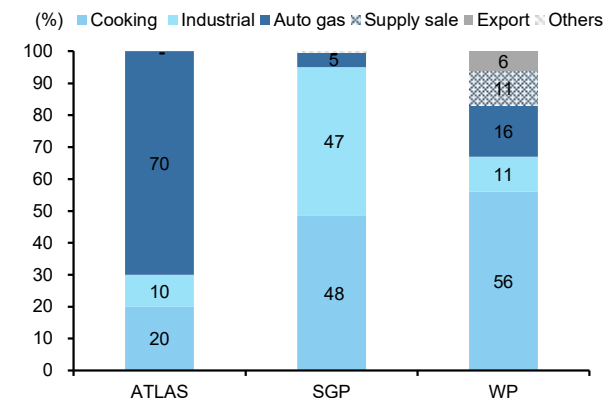
จากการวิเคราะห์เปรียบเทียบกับผู้เล่นหลักในตลาด LPG ของไทย ได้แก่ SGP, WP และ Atlas พบว่า Atlas มีโครงสร้างรายได้และโมเดลธุรกิจที่แข็งแกร่งกว่าคู่แข่งอย่างชัดเจน โดยเฉพาะในกลุ่ม LPG ค้าปลีก (Retail LPG) ซึ่งมีมาร์จิ้นสูงและเสถียรกว่าการค้าส่ง (Wholesale LPG)

สัดส่วนรายได้ค้าปลีกสูงสุด. จากข้อมูลปี 2024 Atlas มีสัดส่วนรายได้จาก LPG ค้าปลีกสูงถึง 92% เทียบกับ SGP ที่ 55% และ WP ที่เพียง 3% เท่านั้น ทำให้อัตรากำไรสุทธิของ Atlas สูงกว่าและมีความเสถียรมากกว่าอย่างต่อเนื่อง เมื่อเทียบกับ SGP และ WP ที่พึ่งพารายได้จากธุรกิจการค้าส่งที่มีมาร์จิ้นต่ำและผันผวน

ผู้นำในกลุ่ม LPG ยานยนต์. Atlas มีส่วนแบ่งตลาดในกลุ่ม LPG ยานยนต์สูงถึง 29.5% ณ ไตรมาส 4/2567 และกำลังขยายตลาดในกลุ่ม LPG หุงต้ม ซึ่งเมื่อรวมกันแล้วจะช่วยหนุนสัดส่วนรายได้จาก LPG ค้าปลีกให้ Atlas แข็งแกร่งยิ่งขึ้น ในขณะที่ SGP และ WP ยังคงมีรายได้ส่วนใหญ่จากกลุ่มที่มีความผันผวนสูง

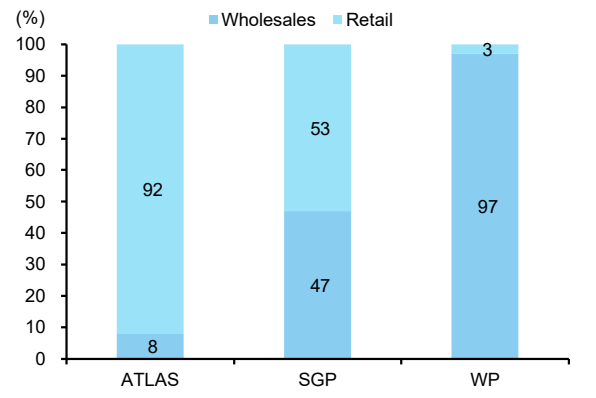
โครงสร้างมาร์จิ้นที่มั่นคงและคาดการณ์ได้ ต่างจาก SGP และ WP ที่มาร์จิ้นผันผวนตามราคการค้าส่ง Atlas มีรายได้หลักจาก โฆษณา (มาร์จิ้น >80%) และจาก LPG ยานยนต์/หุงต้ม ที่มีมาร์จิ้นคงที่สูง ทำให้สามารถบริหารกำไรได้อย่างมีประสิทธิภาพและต่อเนื่องในระยะยาว

Exhibit 59: LPG revenue breakdown by segment



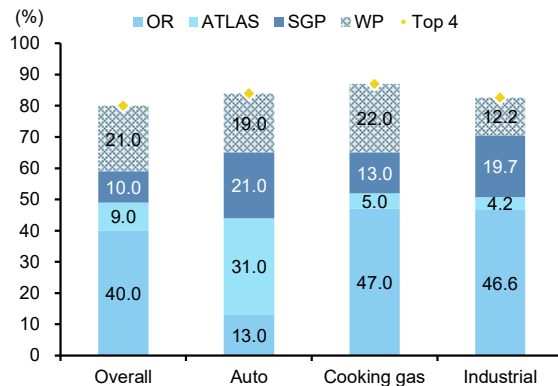
Sources: Companies, Globlex Research

Exhibit 60: LPG revenue breakdown by distribution



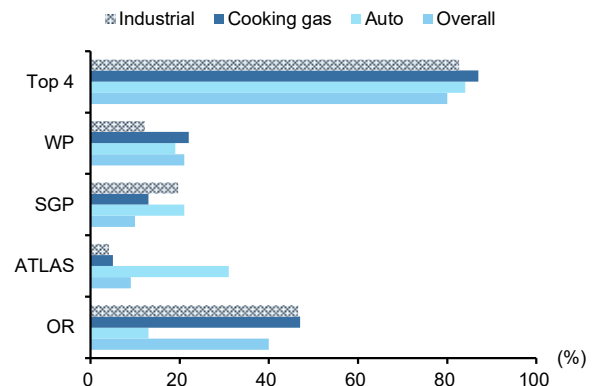
Sources: Companies, Globlex Research

Exhibit 61: Thailand's LPG market shares by firm (%)



Sources: EPPO

Exhibit 62: Thailand's LPG market shares by company



Sources: EPPO

มาร์จินเหนือกว่าคู่แข่ง. Atlas เป็นหนึ่งในผู้เล่นรายใหญ่ในตลาด LPG ของไทย โดยแม้ปัจจุบันยังเน้นการดำเนินธุรกิจภายในประเทศ แต่มีแผนขยายสู่ตลาดต่างประเทศในอนาคต ต่างจากคู่แข่งบางรายที่มีรายได้จากต่างประเทศแล้ว แต่ต้องเผชิญกับโครงสร้างตลาดที่แข่งขันรุนแรงกว่าและมีกฎระเบียบน้อยกว่าไทย ส่งผลให้มาร์จินผันผวนและคาดการณ์ได้ยากกว่า

ในทางกลับกัน ตลาด LPG ของไทยอยู่ภายใต้การควบคุมราคาจากภาครัฐอย่างเข้มงวด โดยเฉพาะในกลุ่ม LPG ขนขนและแก๊สหุงต้ม ซึ่งช่วยให้อัตรากำไรขั้นต้น (Gross Margin) ของ Atlas มีความเสถียรและสามารถคาดการณ์ได้สูง ขณะที่กลุ่มเดียวที่ยังมีความผันผวนของมาร์จินคือตลาด LPG ภาคอุตสาหกรรม เนื่องจากราคาขายอิงตามราคาตลาดโลกของ LPG นั้นเอง

Exhibit 63: Comparison of LPG sales volume breakdown by segment and country (Atlas vs local peers)

Market share (9M24)	OR	ATLAS	SGP	WP	Top 4	Unit
Overall	40.0	9.0	10.0	21.0	80.0	%
Auto	13.0	31.0	21.0	19.0	84.0	%
Cooking gas	47.0	5.0	13.0	22.0	87.0	%
Industrial	46.6	4.2	19.7	12.2	82.7	%
Market presence	OR	ATLAS	SGP	WP	Top 4	
Thailand	Y	Y	Y	Y	Y	
China	Y	N	Y	N	Y	
Malaysia	Y	N	Y	N	Y	
Vietnam	Y	N	Y	Y	Y	
Singapore	Y	N	Y	N	Y	
Laos	Y	N	Y	N	Y	

*Y = Yes; N = No

Sources: Name of source

เมื่อเปรียบเทียบตัวชี้วัดทางการเงินระหว่าง Atlas กับคู่แข่งหลักอย่าง SGP และ WP พบว่า Atlas มีความแข็งแกร่งทางการเงินเหนือกว่าในทุกด้าน ดังนี้

การเติบโตของกำไรสุทธิที่สูงและมีเสถียรภาพ. Atlas มีโครงสร้างมาร์จินที่แน่นอนในกลุ่ม LPG ขนยนต์และแก๊สหุงต้ม ซึ่งคิดเป็น 92% ของรายได้รวมใน 1H24 โดยไม่มีธุรกิจการค้าส่งหรือเทรดดิ้งในสัดส่วนมาก ทำให้กำไรของบริษัทมีความต่อเนื่องและสามารถคาดการณ์ได้

ความสามารถทำกำไรสูงกว่า. ในปี 2024 Atlas มีอัตรากำไรขั้นต้น (GPM) ที่ 2.5% สูงกว่า SGP ที่ 1.24% และ WP ที่ 0.77% เนื่องจากมีสัดส่วนยอดขาย LPG ค้าปลีกที่มำรจิ้นสูงกว่า มีการบริหารสถานะในรูปแบบ COCO (Company Owned, Company Operated) และมีรายได้จากธุรกิจโฆษณาที่ให้กำไรสุทธิอย่างมีนัยสำคัญ

หนี้ต่ำและงบดุลแข็งแกร่ง. Atlas มีอัตราส่วนหนี้สินที่มีดอกเบี้ยต่อทุน (IBD/E) เพียง 0.5 เท่าในปี 2024 เทียบกับ SGP ที่ 1.33 เท่า และ WP ที่ 0.32 เท่า สะท้อนความสามารถในการบริหารหนี้และความมั่นคงทางการเงินที่เหนือกว่าในระยะยาว

Exhibit 64: Financial comparisons Atlas vs local peers as of 2024

	ATLAS	SGP	WP	Unit
Net profit	265	1,046	144	THB m
Gross profit	1,316	3,873	674	THB m
SG&A	1,463	1,633	722	THB m
	ATLAS	SGP	WP	
Gross profit margin	13.56	4.60	3.59	%
Net profit margin	2.73	1.24	0.77	%
SG&A to sales	15.06	1.94	3.85	%
	ATLAS	SGP	WP	
Debt	828	13,132	103	THB m
Equity	1,443	17,122	1,319	THB m
IBD/E (x)	0.57	0.77	0.08	x

Sources: Atlas; SGP; WP; Globlex Research

ราคาเป้าหมายที่ THB5.2 – สะท้อนโอกาสเติบโตและมาร์จิ้นที่สูง

เราประเมินมูลค่าหุ้นของ Atlas ที่ราคาเป้าหมาย THB5.2 โดยใช้วิธีการประเมินแบบ Sum-of-the-Parts (SoTP) เพื่อสะท้อนศักยภาพการเติบโต ความเสี่ยง และระดับความสามารถในการทำกำไรที่แตกต่างกันในแต่ละธุรกิจ

หากดูในเชิง P/E เราใช้ P/E ปี 2026E ที่ 16 เท่า สำหรับภาพรวมทั้งบริษัท ซึ่งสะท้อนถึงโครงสร้างมาร์จิ้นรวมที่สูงของ Atlas และ โมเดลธุรกิจที่มีเสถียรภาพ โดยในแต่ละกลุ่มธุรกิจ เราประเมินด้วย P/E ที่แตกต่างกันดังนี้

ธุรกิจแก๊สหุงต้ม (Cooking gas): ใช้ P/E ที่ 14x สำหรับปี 2026E จากโครงสร้างตลาดกึ่งผูกขาด (oligopoly) มาร์จิ้นที่คาดการณ์ได้ และโอกาสเติบโตที่ยังเปิดกว้าง

LPG ยานยนต์ (Auto LPG): ใช้ P/E ที่ 10x สะท้อนความเสี่ยงต่ำของมาร์จิ้นและสถานะผู้นำตลาดของ Atlas ที่มีส่วนแบ่งถึง 31%

LPG ภาคอุตสาหกรรม: ใช้ P/E ต่ำที่ 8x เนื่องจากมีมาร์จิ้นต่ำและราคาขายผันผวนตามตลาดโลก

การบริหารการขายน้ำมัน (Oil sales management): ให้ P/E ที่ 12x ตามลักษณะธุรกิจที่มีความเสี่ยงต่ำแต่มีมาร์จิ้นจำกัด

ธุรกิจโฆษณา: ใช้ P/E สูงที่ 22x เพื่อสะท้อนอัตรากำไรสุทธิกว่า 67% และโอกาสเติบโตสูงในตลาดที่มีการแข่งขันต่ำ

Exhibit 65: Valuation SoTP

SoTP valuation	Margin (THB/liter)	2026E profit weight (%)	Net profit (THB m)		EPS (THB/share)		Value (THB/share)		Valuation
			2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E	
LPG cooking gas	3.0	10.4	37	71	0.031	0.050	0.43	0.70	2026E P/E of 14.0x
LPG auto	3.5	33.2	119	182	0.098	0.128	0.98	1.28	2026E P/E of 10.0x
LPG industrial	1.0	1.6	6	9	0.005	0.006	0.04	0.05	2026E P/E of 8.0x
LPG - total	3.2	45.3	162	262	0.134	0.185	1.46	2.04	Implied 2026E P/E of 11x
Oil management	1.7	0.2	0.8	1.1	0.001	0.001	0.01	0.01	2026E P/E of 12.0x
Advertising	67%	54.5	195	201	0.162	0.142	3.55	3.12	2026E P/E of 22.0x
Net profit		100.0	358	464	0.296	0.326	5.01	5.20	Implied 2026E P/E of 16x
No. of weighted average shares (m shares)			1,209	1,418					

Sources: Atlas; Globlex Research

Exhibit 66: Valuation P/E

P/E (x)	EPS (THB/share)		
	2025E	2026E	2027E
	0.30	0.33	0.41
12	3.6	3.9	4.9
13	3.9	4.3	5.4
14	4.1	4.6	5.8
15	4.4	4.9	6.2
16	4.7	5.2	6.6
17	5.0	5.6	7.0
18	5.3	5.9	7.4
19	5.6	6.2	7.8

Sources: : Atlas; Globlex Research

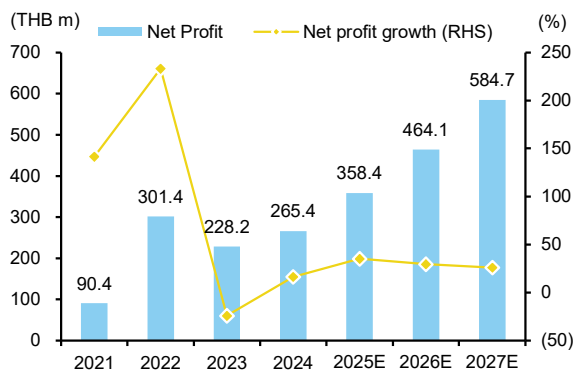
ข้อมูลพื้นฐาน: Atlas – จากผู้เล่นเล็กสู่ผู้นำตลาด LPG ไทย

Atlas ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของ PTG ได้เติบโตจากธุรกิจขนาดเล็กจนกลายเป็นหนึ่งในผู้นำตลาด LPG ของไทยภายในเวลาไม่ถึงสิบปี โดยสามารถครองส่วนแบ่งตลาด LPG ขนขนต์ได้ถึง 31% และเป็นอันดับ 4 ในตลาด LPG รวมของประเทศ ณ ปี 2024

Atlas ดำเนินธุรกิจ LPG ภายใต้แบรนด์ “PT” แบ่งเป็น 3 กลุ่มหลัก ได้แก่ LPG ขนขนต์ (25% ของปริมาณตลาดรวม), LPG หุงต้ม (50%) และ LPG อุตสาหกรรม (25%) โดยในช่วงทศวรรษที่ผ่านมา Atlas มุ่งเน้นการขยายตลาดในกลุ่ม LPG ขนขนต์เป็นหลัก โดยอาศัยจุดแข็งจากเครือข่ายสถานีบริการ 243 แห่งของ Atlas ร่วมกับสถานีน้ำมัน 2,201 แห่งของ PTG ที่กระจายอยู่ทั่วประเทศ ณ ไตรมาส 3/2567 ปัจจัยสำคัญที่ช่วยให้ Atlas เติบโตอย่างโดดเด่น ได้แก่ เครือข่ายสถานีที่อยู่ใกล้ลูกค้า, แคมเปญ “Taxi Transform” ที่สนับสนุนการเปลี่ยนรถยนต์มาใช้เชื้อเพลิง LPG และ การควบคุมสถานีแบบ COCO (Company Owned, Company Operated) ที่ช่วยให้สามารถบริหารยอดขายและต้นทุนได้อย่างมีประสิทธิภาพ

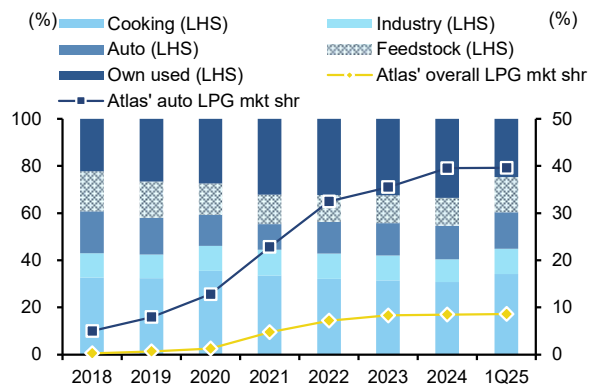
ณ ปี 2024 Atlas มีส่วนแบ่งตลาด LPG ขนขนต์ที่ 30% และ LPG หุงต้มที่ 4% ซึ่งยังเปิดโอกาสการเติบโตในกลุ่ม LPG หุงต้มต่อเนื่องในปี 2025E–2026E โดยเฉพาะเมื่อบริษัทได้ลงทุนในโรงบรรจุ รันจำหน่าย และถึงแก่ออกแบบเพื่อรองรับการขยายฐานลูกค้าในกลุ่มครัวเรือน

Exhibit 67: Net profit, net profit growth



Sources: Atlas; Globlex Research

Exhibit 68: Thailand's LPG demand by segment vs Atlas' market shares for auto and overall LPG



Sources: Atlas; Globlex Research

Atlas เตรียมออกหุ้น IPO จำนวน 418.42 ล้านหุ้น คิดเป็น 29.5% ของจำนวนหุ้นทั้งหมดหลัง IPO ที่ 1,418.4 ล้านหุ้น โดยมีวัตถุประสงค์ในการระดมทุนเพื่อนำไปใช้ในการขยายธุรกิจอย่างรอบด้าน ดังนี้

- 1) ก่อสร้างโรงบรรจุแก๊สใหม่ 8 แห่งและเปิดร้านจำหน่ายแก๊ส (Gas Shops) เพิ่มอีก 265 แห่งภายในปี 2026
- 2) ลงทุนจัดหาถังแก๊ส LPG ขนาดเล็ก เพื่อรองรับการเติบโตในกลุ่มครัวเรือน
- 3) ก่อสร้างสถานีบริการ LPG ใหม่ 9 แห่ง, สถานีรวม LPG+น้ำมัน 25 แห่ง และปรับปรุงสถานีเดิมอีก 45 แห่งในช่วงปี 2025–2026
- 4) ลงทุนในโครงการ PT Auto Transform เพื่อมุ่งใจให้รถแท็กซี่และยานยนต์ทั่วไปเปลี่ยนมาใช้ระบบเชื้อเพลิง LPG
- 5) ขยายฐานลูกค้าในกลุ่มอุตสาหกรรม ให้ครอบคลุมมากขึ้น
- 6) ลงทุนในคลังเก็บแก๊ส, ระบบท่อส่งแก๊ส และสิ่งอำนวยความสะดวกต่าง ๆ เพื่อรองรับการเติบโตของกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรม
- 7) ใช้เป็นเงินทุนหมุนเวียน (Working Capital) เพื่อสนับสนุนการเติบโตของธุรกิจในระยะยาว

Balance sheet (THB m)						Profit & loss (THB m)									
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E				
Current assets						Revenue									
Cash & ST investment	367	78	1,575	1,696	2,577	Cost of goods sold	(7,298)	(8,394)	(9,725)	(10,975)	(11,662)				
Account receivable	356	498	659	842	1,040	Gross profit	1,143	1,316	1,325	1,632	1,918				
Inventories	416	278	322	363	386	Operating expenses	(1,270)	(1,463)	(1,403)	(1,582)	(1,692)				
Others	0	0	0	0	0	Operating profit	(128)	(146)	(78)	50	225				
Non-current assets						EBIT									
Net fixed assets	1,892	2,326	2,683	2,855	2,838	Depreciation	(614)	(720)	(892)	(1,028)	(1,217)				
Others	5,121	5,187	5,187	5,187	5,187	EBITDA	715	831	1,076	1,320	1,622				
Total Assets	8,151	8,366	10,426	10,943	12,027	Non-operating income									
Current liabilities						Other incomes									
Account payable	1,365	1,285	1,489	1,680	1,785	Other non-op income	0	0	0	0	0				
ST borrowing	727	828	200	200	800	Non-operating expense	(110)	(115)	(162)	(165)	(168)				
Others	260	258	268	294	316	Interest expense	(110)	(115)	(162)	(165)	(168)				
Long-term liabilities						Other non-op expense									
Long-term debts	166	0	0	0	0	Equity income/(loss)	0	0	0	0	0				
Others	4,477	4,552	4,552	4,552	4,552	Pre-tax Profit	285	332	448	580	731				
Total liabilities	6,994	6,923	6,509	6,726	7,453	Extraordinary items	0	0	0	0	0				
Paid-up capital	500	500	709	709	709	Current taxation	(57)	(66)	(90)	(116)	(146)				
Retained earnings	637	923	1,308	1,607	1,964	Minorities	0	0	0	0	0				
Others	20	20	1,901	1,901	1,901	Net Profit	228	265	358	464	585				
Minority interest	0	0	0	0	0	Core net profit	228	265	358	464	585				
Shareholders' equity	1,157	1,443	3,918	4,217	4,574	EPS (THB)	0.23	0.19	0.25	0.33	0.41				
						Core EPS (THB)									
						0.23						0.19	0.25	0.33	0.41
Key ratios						Cash flow (THB m)									
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E	Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E				
Growth (%YoY)						Operating cash flow									
Sales	44.9	15.0	13.8	14.1	7.7	Net profit	228	265	358	464	585				
Operating profit	(392.4)	(14.7)	46.5	164.1	348.2	Depre. & amortization	614	720	892	1,028	1,217				
EBITDA	3.3	16.4	29.4	22.7	22.9	Change in working capital	281	(84)	35	7	(89)				
Net profit	(24.3)	16.3	35.0	29.5	26.0	Others	(157)	(179)	(244)	(298)	(358)				
Core net profit	(24.3)	16.3	35.0	29.5	26.0	Investment cash flow	(1,046)	(1,379)	(964)	(401)	(187)				
EPS	(24.3)	(18.0)	35.0	29.5	26.0	Net CAPEX	(1,027)	(1,154)	(1,000)	(700)	(700)				
Core EPS	(24.3)	(18.0)	35.0	29.5	26.0	Change in LT investment	(19)	(224)	36	299	513				
Profitability (%)						Change in other assets	0	0	0	0	0				
Gross margin	13.5	13.6	12.0	12.9	14.1	Free cash flow	(80)	(656)	78	801	1,168				
Operation margin	(1.5)	(1.5)	(0.7)	0.4	1.7	Financing cash flow	331	367	1,420	(681)	287				
EBITDA margin	8.5	8.6	9.7	10.5	11.9	Change in share capital	0	0	2,090	0	0				
Net margin	2.7	2.7	3.2	3.7	4.3	Net change in debt	0	0	0	0	0				
ROE	21.9	20.4	13.4	11.4	13.3	Dividend paid	0	0	0	(179)	(232)				
ROA	3.0	3.2	3.8	4.3	5.1	Others	331	367	(670)	(501)	(55)				
Stability						Net cash flow									
Interest bearing debt/equity (x)	0.8	0.6	0.1	0.0	0.2	251	(289)	1,498	120	881					
Net debt/equity (x)	0.5	0.5	n.a.	n.a.	n.a.	Per share (THB)									
Interest coverage (x)	0.9	1.0	1.1	1.8	2.4	EPS	0.23	0.19	0.25	0.33	0.41				
Interest & ST debt coverage (x)	0.1	0.1	0.5	0.8	0.4	Core EPS	0.23	0.19	0.25	0.33	0.41				
Cash flow interest coverage (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	CFPS	0.59	0.69	0.88	1.05	1.27				
Current ratio (x)	0.5	0.4	1.3	1.3	1.4	BVPS	0.82	1.02	2.76	2.97	3.22				
Quick ratio (x)	0.3	0.2	1.1	1.2	1.2	Sales/share	5.95	6.85	7.79	8.89	9.57				
Net debt (THB m)	526	751	(1,375)	(1,496)	(1,777)	EBITDA/share	0.50	0.59	0.76	0.93	1.14				
Activity						DPS	0.00	0.00	0.13	0.16	0.21				
Asset turnover (X)	1.0	1.0	1.0	1.1	0.0	Valuation									
Days receivables	14.0	17.0	19.7	22.1	25.3	P/E (x)	na	0.00	0.00	0.00	0.00				
Days inventory	20.8	12.1	12.1	12.1	12.1	P/BV (x)	na	0.00	0.00	0.00	0.00				
Days payable	68	56	56	56	56	Dividend yield (%)	na	na	na	na	na				
Cash cycle days	(33)	(27)	(24)	(22)	(18)	Dividend payout ratio (%)	-	-	50.0	50.0	50.0				

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Suwat Sinsadok, Register No. 020799, Globlex Securities Public Company Limited

The opinions and information presented in this report are those of the Globlex Securities Co. Ltd. Research Department. No representation or warranty in any form regarding the accuracy, completeness, correctness or fairness of opinions and information of this report is offered by Globlex Securities Co. Ltd. Globlex Securities Co. Ltd. Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of Globlex Securities Co. Ltd.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as (target price* - current price) / current price.

BUY: Expected return of 10% or more over the next 12 months.
HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.
REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Sector Recommendations

Overweight: The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.
Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.
Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight: Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.