

Non-Oil Growth Weighs on Short-Term

- Short-term pressure from non-oil expansion and Max Card revision.
- 4Q25 should recover on seasonal sales and stable margins.
- Maintain BUY and a TP of THB9.8

Customer Choice Comes at a Cost

PTG's share price weakened following the announcement of the revised Max Card Red promotion, raising concerns over reduced perceived value and softer customer traffic, alongside worries about weaker marketing margins (MM). However, we expect 4Q25 to remain resilient, supported by 1) improving sales volume on seasonal demand; 2) a q-q stable MM in the THB1.6–1.7/litre range; and 3) lower q-q SG&A after the rollout of 243 Punthai branches in 3Q25.

Sales Rebound, Marketing Margin in Range

In the oil segment, we expect q-q sales volume to rebound seasonally, though y-y consumption remains soft. MM is likely to hold in the THB1.6–1.7/litre range, capped by recent diesel retail price cuts. Looking ahead, rising global diesel prices are likely to be contained by government price controls and a narrower Oil Fuel Fund deficit, keeping MM relatively stable with modest near to mid-term upside.

SG&A Surge Erodes Short-Term Profits

In 3Q25, Punthai accelerated its expansion from 1,642 to 1,885 branches. This rapid scale-up pushed PTG's SG&A expenses higher (+4% q-q, +23% y-y). At the same time, Punthai's gross profit margin softened to 52% from 55%, mainly due to a rising number of franchise branches, which typically carry lower margins. These cost and mix effects collectively contributed to PTG's net profit margin narrowing to 0.1% in 3Q25 (vs 0.6% in 2Q25), reflecting the near-term profitability pressure from the company's aggressive non-oil expansion.

Max Card Shake-Up

Following the rollout of the revised Max Card Red promotion, PTG shifted from a uniform, high-visibility discount to a more customizable, choice-based model. The previous offer—50% off 10 coffee cups per month—has been replaced with a fixed THB15-per-cup discount, with customers selecting monthly quotas of 20–50 cups. We view this as a move toward more targeted engagement, allowing PTG to align rewards with individual consumption patterns while increasing exposure to its broader brand ecosystem. The change also supports better cost control and operational efficiency, helping stabilize margins over time. However, while the new scheme benefits profitability, the reduced headline discount may reduce perceived value for some customers, and this could modestly weaken loyalty and temper sales momentum in the mid-term despite the longer-term strategic benefits.

Maintain BUY with a TP of THB9.8

We maintain BUY with a TP of THB9.8, but with a more cautious near-term view. While short-term volume and cost pressures may cap momentum, PTG's increasingly diversified portfolio and expected 4Q25 earnings recovery should support the rating outlook.

Analyst

Siriluck Pinthusoonthorn
Siriluck@globlex.co.th,
+662 672 5806

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

ESG Rating : n.a.

CG Rating : ▲▲▲▲▲

BUY

Target Price 12M (THB)	9.80
VS. BB Consensus TP (%)	+2.7%
Share Price (THB)	7.00
Upside/Downside	+40.0%

Share Data

Market Cap (THB m)	11,690.00
Par (THB)	1.00
Free Float (%)	58.34
Issued shares (m shares)	1,670

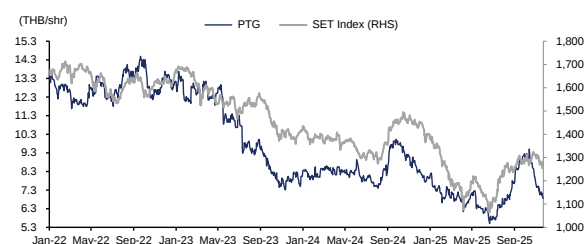
Financial forecast

YE Dec (THB m)	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	226,096	204,975	224,875	246,803
Net profit	1,021	1,253	1,563	1,448
Core net profit	1,022	1,253	1,563	1,448
vs Consensus (%)		20.4	22.1	6.7
Net profit growth (%)	8.2	22.7	24.7	(7.4)
Core net profit growth (%)	7.7	22.6	24.7	(7.4)
EPS (THB)	0.61	0.75	0.94	0.87
Core EPS (THB)	0.61	0.75	0.94	0.87
Chg from previous (%)		0.00	0.00	0.00
DPS (THB)	0.35	0.23	0.28	0.26
P/E (x)	13.41	9.33	7.48	8.08
P/BV (x)	1.51	1.18	1.06	0.97
ROE (%)	11.47	13.24	14.92	12.52
Dividend yield (%)	4.27	3.22	4.01	3.71

Source: Financial Statement and Globlex securities

Share Price Performance (%)

	1M	3M	6M	YTD
Stock	(20.45)	-	8.53	(14.63)
Market	(18.15)	(0.77)	2.07	(4.71)
12M High/Low (THB)				9.50 / 5.45



Major Shareholders (%) as of 11 Mar 2025

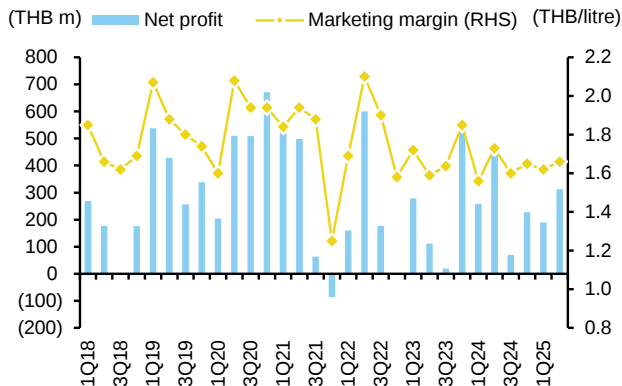
Ratchakit Holding Company Limited	25.12
Mr. Pongsak Vachirasakpanich	6.01

Company Profile

PTG Energy Public Company Limited consists of eight groups of businesses as follows: 1) Oil (the Company's core and original business) and Retail Business, 2) LPG Business, 3) Renewable Energy and Investment Business, 4) Logistics Business, 5) System and Equipment Management Business, 6) Food and Beverage Business, 7) Auto Care and Maintenance Business, and 8) Electronic Money Business (e-Money). In this regard, the Company is determined to operate the business with the aim of satisfying consumers' needs in a comprehensive manner.

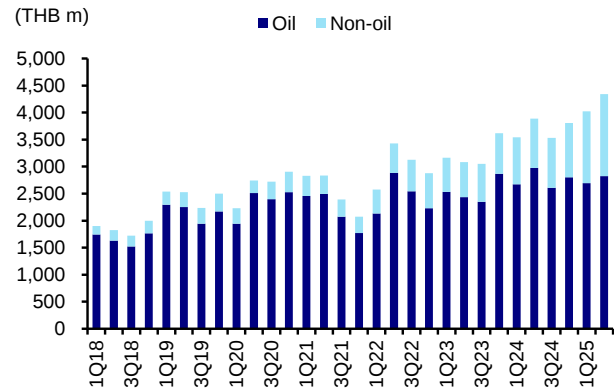
Source: SETSMART, SET

Exhibit 1: Net profit vs Marketing margin



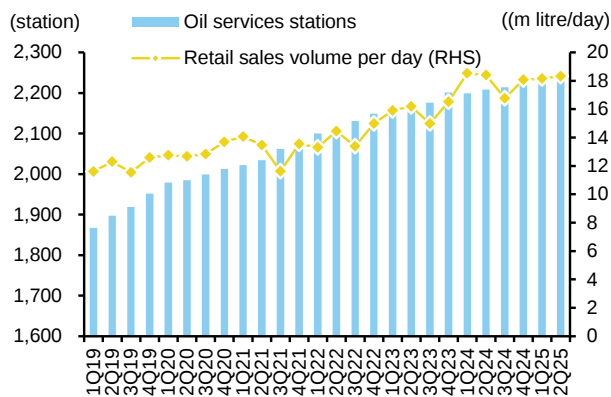
Sources: PTG; Globlex Research

Exhibit 2: Gross profit breakdown by business



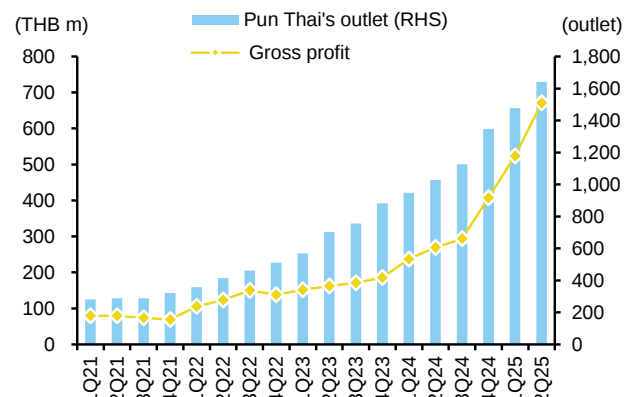
Sources: PTG; Globlex Research

Exhibit 3: Number of PTG's oil station vs Retail sales volume per day



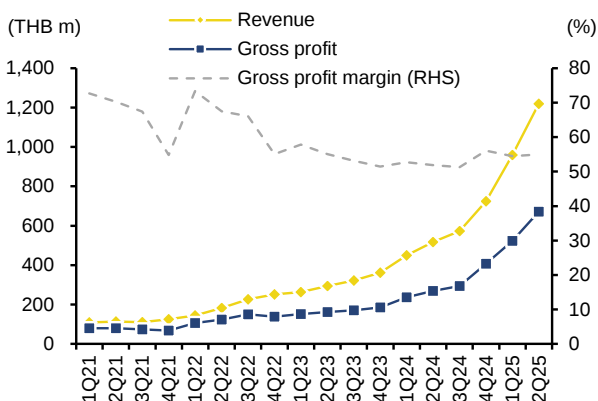
Sources: PTG; Globlex Research

Exhibit 4: Number of Punthai's outlet vs Punthai's gross profit



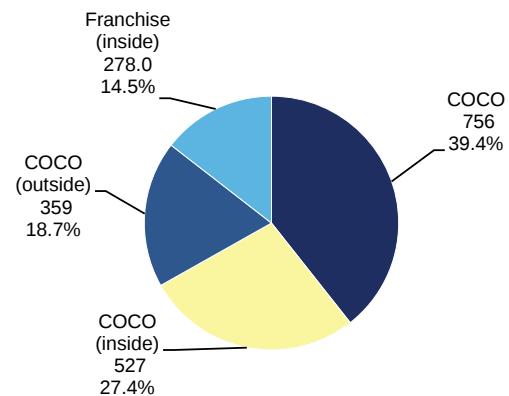
Sources: PTG; Globlex Research

Exhibit 5: Punthai's Revenue, Gross profit, Gross profit margin



Sources: PTG; Globlex Research

Exhibit 6: Number of Punthai's outlet breakdown



Sources: PTG; Globlex Research

Exhibit 7: Max card benefit

3 ทางเลือก

การเป็นเจ้าของบัตรจ่าย
ใช้เติมเงินเพื่อซื้อของตามบัตร **Max Card Plus**

หมายเหตุ: กรณีการเติมเงิน 3 ทางเลือกนี้ใช้ 3 ธนาคารเพื่อเติมเงินได้ดังนี้คือ บัตรเติมเงิน PT ที่ธนาคาร

1

ชำระเงิน
599.-

2

ใช้
5,990
แต้ม

3

ใช้
3,000แต้ม
+ ค่าธรรมเนียม 299.-

สิทธิประโยชน์ที่คุณเลือกได้

ร้านค้า	สิทธิประโยชน์	Max Card Plus สายครบ	Max Card Plus สายเต็ม
	ส่วนลด 50 สตางค์/ลิตร สำหรับน้ำมันเชลล์หรือเชลล์ LPG	200 ลิตร/เดือน	300 ลิตร/เดือน
	ส่วนลด 50 สตางค์/ลิตร สำหรับแก๊ส LPG บิ๊กบิลส์ ต่อค่าส่วนลด 50 สตางค์ ไม่เกินลิตรที่ 800 *ส่วนลดจะคำนวณจากค่าการปรับขึ้นน้ำมันเชื้อเพลิง LPG ขึ้นจำนวนลิตรส่วนเกิน	600 ลิตร/เดือน	500 ลิตร/เดือน
	ส่วนลด 50% เครื่องดื่มร้อน/เย็น/เย็น	10 แก้ว/เดือน	7 แก้ว/เดือน
	ส่วนลด 100 บาท สำหรับสินค้าที่ซื้อใหม่ สินค้าแฟชั่นแบรนด์ หรือสินค้าแฟชั่น ส่วนลด 50 บาท สำหรับสินค้าที่ซื้อใหม่ สินค้าแฟชั่นแบรนด์ หรือสินค้าแฟชั่น *ส่วนลดเฉพาะ 11 มิ.ย. - 31 มิ.ย. และ 30 มิ.ย. - 31 มิ.ย.	1 สิทธิ์ ต่อวัน 12 สิทธิ์ ต่อเดือน	1 สิทธิ์ ต่อวัน 12 สิทธิ์ ต่อเดือน
	ส่วนลด 1 ชม. 1 ชั่วโมง Maxmart มูลค่า 1,500 บาท (หลัก 6 วง) หรือ 1 ชั่วโมง 1 ชั่วโมง (1 วง) หรือ 1 ชั่วโมง 1 ชั่วโมง (1 ชั่วโมง)	5 สิทธิ์ ต่อเดือน	5 สิทธิ์ ต่อเดือน
	ฟรี! ค่าบริการจัดส่งน้ำมันมูลค่า เกือบ 100 บาท	1 สิทธิ์ ต่อวัน	1 สิทธิ์ ต่อวัน
	ส่วนลด 60% น้ำมันเครื่อง PT Maxtron ตามใบลดราคา 100% (แบบสินค้า)	2 สิทธิ์ ต่อเดือน	2 สิทธิ์ ต่อเดือน
	ส่วนลด 50% น้ำมันเครื่อง PT Maxtron Ultra Diesel Pro 15W-40 6+1L	2 สิทธิ์ ต่อเดือน	2 สิทธิ์ ต่อเดือน
	ส่วนลด 60% หัวฉีด PT Maxtron Booster (ชนิดฉีดได้)	2 สิทธิ์ ต่อเดือน	2 สิทธิ์ ต่อเดือน
	ส่วนลดตามเงื่อนไข 3 ชม. 1 ชั่วโมง	2 สิทธิ์ ต่อเดือน	2 สิทธิ์ ต่อเดือน
	ส่วนลด 15% ค่าซ่อมรถส่วนบุคคล	ไม่จำกัด	ไม่จำกัด
	ส่วนลด 20% (มูลค่าตามใบรับประกัน) ค่าซ่อม รถยนต์ส่วนบุคคล	ไม่จำกัด	ไม่จำกัด
	ฟรี! เปลี่ยนแบตเตอรี่ตามเงื่อนไข	ไม่จำกัด	ไม่จำกัด
	ข้อ หมายเหตุ: รายการสิทธิประโยชน์ตามเงื่อนไขการใช้งานบัตร	ไม่จำกัด	ไม่จำกัด
	- ส่วนลดจาก 599 บาท (มูลค่า 645 บาท)	ไม่จำกัด	ไม่จำกัด
	- ส่วนลดจาก 599 บาท (มูลค่า 645 บาท)	ไม่จำกัด	ไม่จำกัด
	- ส่วนลดจาก 1,072 บาท (มูลค่า 1,162 บาท)	ไม่จำกัด	ไม่จำกัด

เว็บไซต์ www.maxcardplus.com/maxplus
 ติดต่อฝ่าย "ช่วยเหลือ" โทร. 02-666-1111

Sources: PTG

Exhibit 8: New Max card benefit



Sources: PTG

Balance sheet (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Current assets					
Cash & ST investment	3,381	2,212	4,269	8,063	12,100
Account receivable	1,108	1,426	1,714	2,029	2,376
Inventories	3,330	4,295	3,899	4,278	4,710
Others	20	35	32	35	38
Non-current assets					
Net fixed assets	13,202	15,810	14,156	12,123	9,710
Others	25,891	27,975	27,975	27,975	27,975
Total Assets	46,932	51,752	52,044	54,503	56,910

Current liabilities					
Account payable	10,340	12,285	11,152	12,237	13,474
ST borrowing	5,588	8,326	8,493	8,663	8,836
Others	282	185	168	184	202
Long-term liabilities					
Long-term debts	3,604	3,059	3,500	3,500	3,500
Others	18,192	18,615	18,615	18,615	18,615
Total liabilities	38,006	42,470	41,927	43,199	44,627
Pai-up capital	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
Retained earnings	6,076	6,346	7,181	8,368	9,347
Others	1,035	1,033	1,033	1,033	1,033
Minority interest	145	233	233	233	233
Shareholders' equity	8,926	9,282	10,117	11,304	12,283

Key ratios					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Growth (y-y%)					
Sales	10.8	13.6	(9.3)	9.7	9.8
Operating profit	(2.2)	5.4	11.2	8.9	(0.6)
EBITDA	(2.2)	5.4	11.2	8.9	(0.6)
Net profit	1.1	8.2	22.7	24.7	(7.4)
Core net profit	2.4	7.7	22.6	24.7	(7.4)
EPS	1.1	8.2	22.7	24.7	(7.4)
Core EPS	2.4	7.7	22.6	24.7	(7.4)
Profitability (%)					
Gross margin	8.3	8.3	8.1	8.1	7.8
Operation margin	2.8	2.6	3.1	3.1	2.8
EBITDA margin	2.8	2.6	3.1	3.1	2.8
Net margin	0.5	0.5	0.6	0.7	0.6
ROE	11.2	11.5	13.2	14.9	12.5
ROA	1.4	3.7	4.0	4.6	4.2
Stability					
Interest bearing debt/equity (x)	1.0	1.2	1.2	1.1	1.0
Net debt/equity (x)	0.7	1.0	0.8	0.4	0.0
Interest coverage (x)	1.9	2.0	2.3	2.6	2.4
Interest & ST debt coverage (x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Cash flow interest coverage (x)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Current ratio (x)	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9
Quick ratio (x)	0.3	0.2	0.3	0.5	0.6
Net debt (THB m)	5,811	9,173	7,724	4,100	236
Activity					
Asset turnover (X)	4.3	4.6	3.9	4.2	4.4
Days receivables	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Days inventory	5.5	6.7	7.9	7.2	7.2
Days payable	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash cycle days	5.5	6.7	7.9	7.2	7.2

Profit & loss (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue	199,048	226,096	204,975	224,875	246,803
Cost of goods sold	(182,536)	(207,412)	(188,276)	(206,604)	(227,481)
Gross profit	16,512	18,683	16,700	18,270	19,322
Operating expenses	(11,009)	(12,884)	(10,249)	(11,244)	(12,340)
Operating profit	5,503	5,799	6,451	7,027	6,982
EBIT	2,150	2,168	2,762	3,264	3,144
Depreciation	(3,353)	(3,631)	(3,689)	(3,763)	(3,838)
EBITDA	5,503	5,799	6,451	7,027	6,982
Non-operating income	176	288	293	299	305
Other incomes	176	288	293	299	305
Other non-op income	0	0	0	0	0
Non-operating expense	(1,128)	(1,091)	(1,190)	(1,237)	(1,295)
Interest expense	(1,128)	(1,091)	(1,190)	(1,237)	(1,295)
Other non-op expense	0	0	0	0	0
Equity income/(loss)	33	125	0	0	0
Pre-tax Profit	1,232	1,490	1,865	2,326	2,154
Extraordinary items	(6)	(1)	0	0	0
Current taxation	(261)	(448)	(612)	(763)	(707)
Minorities	(22)	(20)	0	0	0
Net Profit	944	1,021	1,253	1,563	1,448
Core net profit	950	1,022	1,253	1,563	1,448
EPS (THB)	0.57	0.61	0.75	0.94	0.87
Core EPS (THB)	0.57	0.61	0.75	0.94	0.87

Cash flow (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating cash flow	6,518	5,490	4,196	6,028	6,063
Net profit	944	1,021	1,253	1,563	1,448
Depre. & amortization	3,353	3,631	3,689	3,763	3,838
Change in working capital	2,045	550	(1,039)	403	472
Others	176	288	293	299	305
Investment cash flow	(4,152)	(7,676)	(1,824)	(1,517)	(1,250)
Net CAPEX	(1,446)	(1,784)	(2,040)	(2,227)	(2,413)
Change in LT investment	(2,706)	(5,892)	216	709	1,163
Change in other assets	0	0	0	0	0
Free cash flow	2,366	(2,186)	2,373	4,511	4,813
Financing cash flow	(1,057)	1,018	(316)	(718)	(776)
Change in share capital	0	0	0	0	0
Net change in debt	(300)	2,194	607	170	173
Dividend paid	(334)	(752)	(418)	(376)	(469)
Others	(422)	(424)	(506)	(512)	(480)
Net cash flow	1,310	(1,168)	2,057	3,793	4,037

Per share (THB)					
EPS	0.57	0.61	0.75	0.94	0.87
Core EPS	0.57	0.61	0.75	0.94	0.87
CFPS	2.59	2.80	2.96	3.19	3.17
BVPS	5.26	5.42	5.92	6.63	7.22
Sales/share	119.19	135.39	122.74	134.66	147.79
EBITDA/share	3.30	3.47	3.86	4.21	4.18
DPS	0.35	0.35	0.23	0.28	0.26
Valuation					
P/E (x)	15.48	13.41	9.33	7.48	8.08
P/BV (x)	1.66	1.51	1.18	1.06	0.97
Dividend yield (%)	4.00	4.27	3.22	4.01	3.71
Dividend payout ratio (%)	61.91	57.23	30.00	30.00	30.00

GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Siriluck Pinthusoonthorn, Register No. 119539, 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 $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

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.