

# Thailand Energy Sector

## ผลกระทบจากมาตรการกึ่งล็อกดาวน์

Sector Valuation			Current price	Target price	Market Cap	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div. yield —	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(US\$ m)	2021F (%)	2022F (%)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (%)	2022F (%)
Bangchak Corp.	BCP TB	SELL	24.00	21.00	1,003	na	na	na	22.0	0.7	0.7	0.0	2.5
Esso (Thailand)	ESSO TB	SELL	7.75	6.90	814	na	na	na	142.0	2.0	2.0	0.0	0.4
PTG Pcl	PTG TB	BUY	15.40	22.00	781	(3.6)	11.8	14.4	12.8	2.9	2.6	3.5	3.9
PTT Pcl	PTT TB	BUY	35.00	48.00	30,351	177.8	3.4	9.5	9.1	1.1	1.0	5.3	5.5
SUSCO Pcl	SUSCO TB	BUY	3.04	4.80	102	3.0	23.4	14.2	11.5	0.8	0.8	3.6	4.3

Source: Thanachart estimates, Based on 2 August 2021 closing prices

เรายังคงให้น้ำหนักลงทุนเป็น “NEUTRAL” กลุ่มพลังงานไทย แม้ว่าเราคิดว่าหุ้นหลายตัวปัจจุบันดูน่าสนใจมากขึ้นหลังปรับตัวลงล่าสุด โดยเฉพาะเราคิดว่าตลาดมีความกังวลมากไปต่อผลกระทบของการล็อกดาวน์ที่มีต่อผู้ค้าปลีกน้ำมัน และเรามองว่าเป็นโอกาสในการเข้า “ซื้อ” โดย PTG และ SUSCO เป็นตัวเลือกที่ดีที่สุดในกลุ่มค้าปลีกน้ำมัน

### เป็นโอกาสในการเข้าซื้อ

เราเชื่อว่าการปรับตัวลงล่าสุดของหุ้นพลังงานโดยทั่วไป และโดยเฉพาะหุ้นของผู้ค้าปลีกน้ำมันเปิดโอกาสในการเข้า “ซื้อ” แม้ว่าผู้ค้าปลีกน้ำมันมีแนวโน้มที่จะได้รับผลกระทบมากที่สุดจากการกึ่งล็อกดาวน์ในประเทศไทย แต่เราคิดว่าพวกเขาจะยังคงทำกำไรได้ เรามองว่า Valuation ปัจจุบันนั้นน่าสนใจ ซึ่งหุ้นที่เราเลือกจากกลุ่มธุรกิจค้าปลีก ได้แก่ PTG และ SUSCO โดย PTG ซื้อขายที่ 13 เท่า 2022F PE ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ในทำนองเดียวกัน SUSCO ยังคงมีมูลค่าที่น่าสนใจที่ 12 เท่า 2022F PE และมีปัจจัยหนุนจากความเป็นไปได้ที่จะมีการซื้อคืนหุ้นมากขึ้น

### ความต้องการน้ำมันน่าจะลดลงไม่รุนแรงเท่าในช่วง 2Q20

เราคาดว่า 3Q21F จะเห็นความต้องการน้ำมันลดลงจากมาตรการกึ่งล็อกดาวน์ในปัจจุบัน (และล่าสุดได้ขยายเวลาออกไป) ของรัฐบาล แต่อย่างไรก็ตาม เราไม่เชื่อว่าผลกระทบที่มีต่ออุปสงค์จะรุนแรงเท่ากับใน 2Q20 เนื่องจาก 1) การเคลื่อนไหวของผู้คนและสินค้า ซึ่งวัดโดยข้อมูล Google Mobility ยังคงสูงกว่าระดับที่เห็นในเดือนเม.ย.-พ.ค.ปีที่แล้วอย่างมาก นอกจากนี้ เมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ มาตรการของไทยมีความเข้มงวดน้อยกว่า ซึ่งส่งผลให้มีการเคลื่อนที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในระหว่างที่มีการล็อกดาวน์ 2) ความต้องการน้ำมันอากาศยานยังคงฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง เนื่องจากการกลับมาเปิดสถานที่ท่องเที่ยวบางส่วน (ภูเก็ต, เกาะสมุย) และ 3) ด้วยการฉีดวัคซีนที่เพิ่มขึ้น เราคาดว่าความต้องการจะฟื้นตัวใน 4Q21F

### ได้แรงหนุนจากค่าการตลาดที่สูง

ขณะที่ปริมาณลดลง แต่ค่าการตลาดที่สูงกำลังผลักดันความสามารถในการทำกำไรสำหรับผู้ค้าปลีกน้ำมัน จากประมาณการของเรา ค่าการตลาดเพิ่มขึ้นจาก 1.84 บาท/ลิตร ใน 1Q21 เป็นราว 1.9 บาท/ลิตร ใน 2Q21 จนถึงตอนนี้ใน 3Q21 ค่าการตลาดมีแนวโน้มสูงขึ้นเล็กน้อย q-q เนื่องจากเราไม่คาดว่าราคาน้ำมันที่ตกต่ำ (ซึ่งน่าจะสร้างแรงกดดันอย่างมากต่ออัตรากำไรขั้นต้นของผู้ค้าปลีกน้ำมัน) เราเชื่อว่าอุตสาหกรรมสามารถรักษาค่าการตลาดที่สูงในปัจจุบันได้ในช่วงที่เหลือของปี

### ส่งผลกระทบต่อกลุ่มอื่นจำกัด

เราเห็นผลกระทบที่จำกัดจากการล็อกดาวน์ของประเทศไทยที่มีต่อหุ้นพลังงานอื่นๆ เนื่องจากได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ทั่วโลกมากกว่าอุปสงค์ในประเทศ ตัวเลือกของเราในกลุ่มเหล่านี้คือ BANPU (BANPU, “ซื้อ”) และ PTTGC (PTTGC, “ซื้อ”)

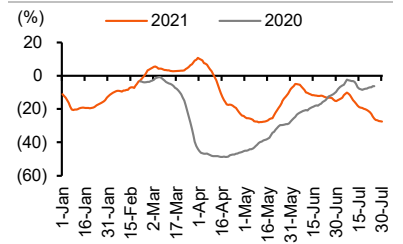


CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

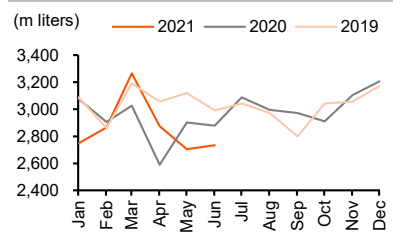
### Mobility To Retail & Recreation



Sources: Google Mobility data

Note: 7-day moving average, % vs baseline median value of mobility during 3 Jan – 6 Feb 2020)

### Thailand Gasoline & Diesel Sales

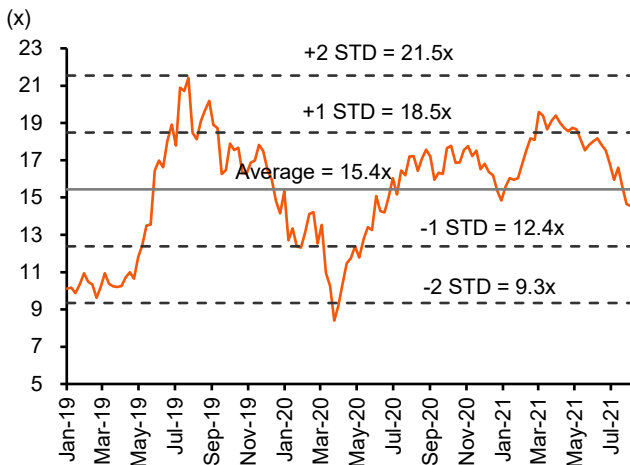


Sources: DOEB, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

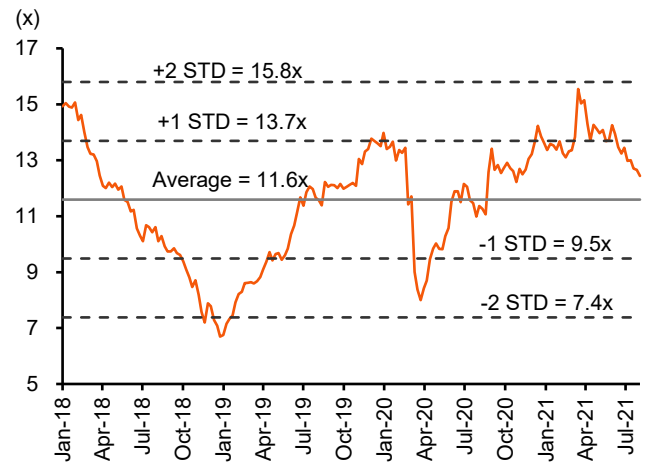


**Ex 1: PTG's PE**



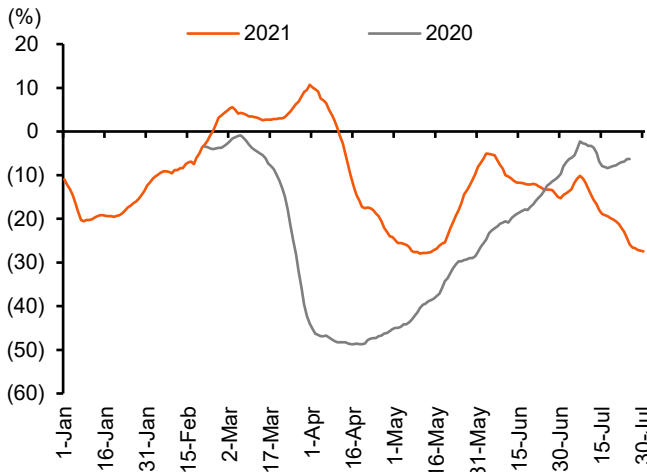
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 2: SUSCO's PE**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

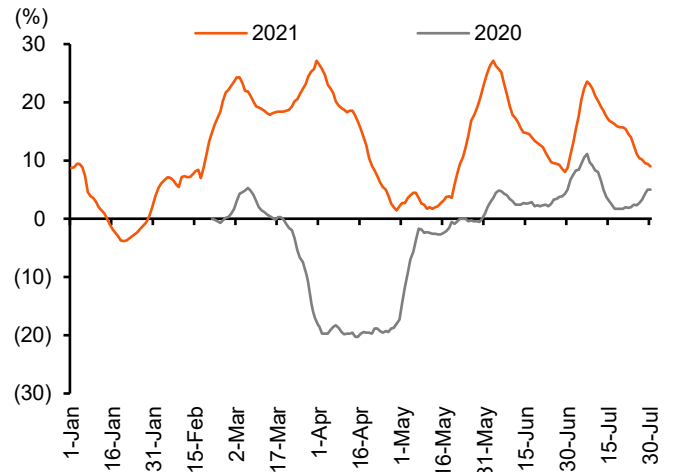
**Ex 3: Mobility To Retail & Recreational Places (7D MA)**



Source: Google Mobility data

Note: % vs baseline (median value of mobility during 3 Jan – 6 Feb 2020)

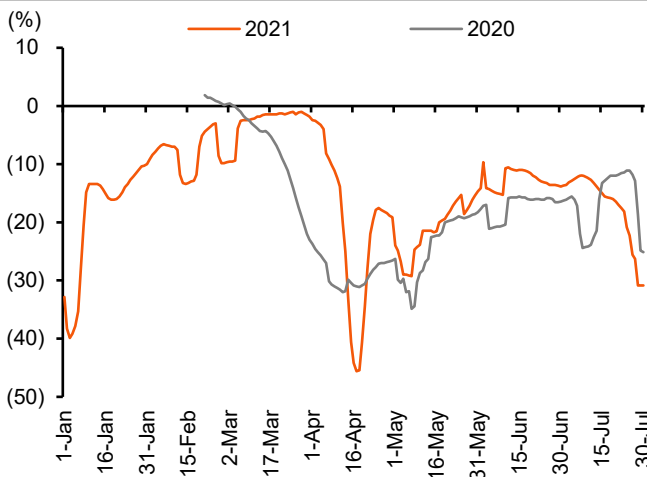
**Ex 4: Mobility To Groceries & Pharmacies (7-day MA)**



Source: Google Mobility data

Note: % vs baseline (median value of mobility during 3 Jan – 6 Feb 2020)

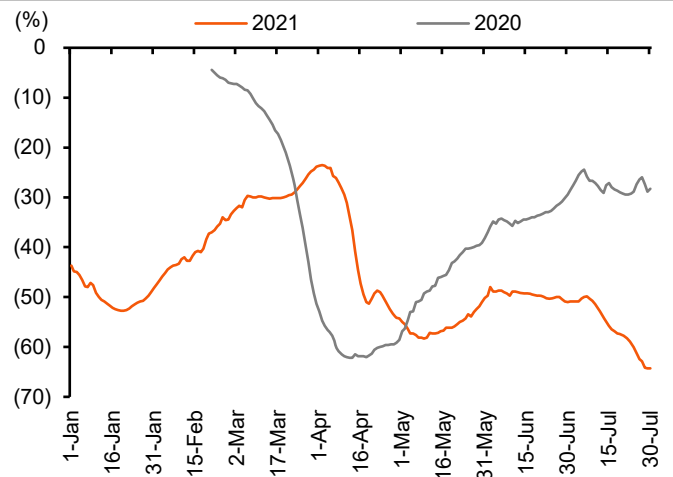
**Ex 5: Mobility To Workplaces (7D MA)**



Source: Google Mobility data

Note: % vs baseline (median value of mobility during 3 Jan – 6 Feb 2020)

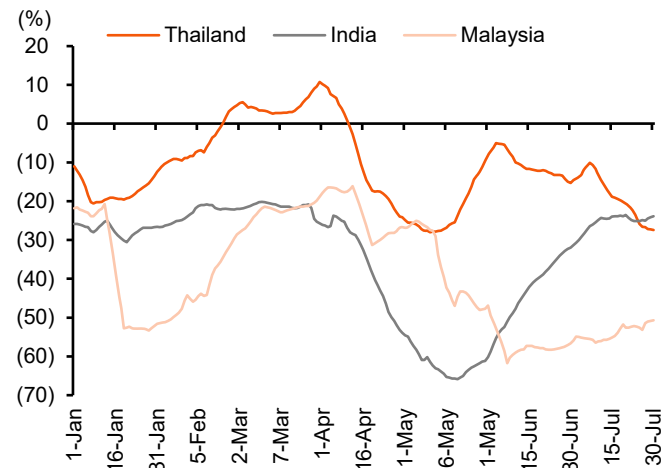
**Ex 6: Mobility To Transit Stations (7D MA)**



Source: Google Mobility data

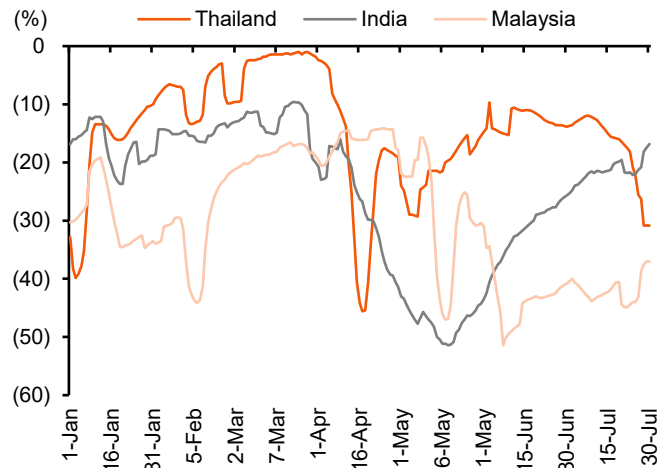
Note: % vs baseline (median value of mobility during 3 Jan – 6 Feb 2020)

**Ex 7: Mobility To Retail & Recreational Places (7D MA)**



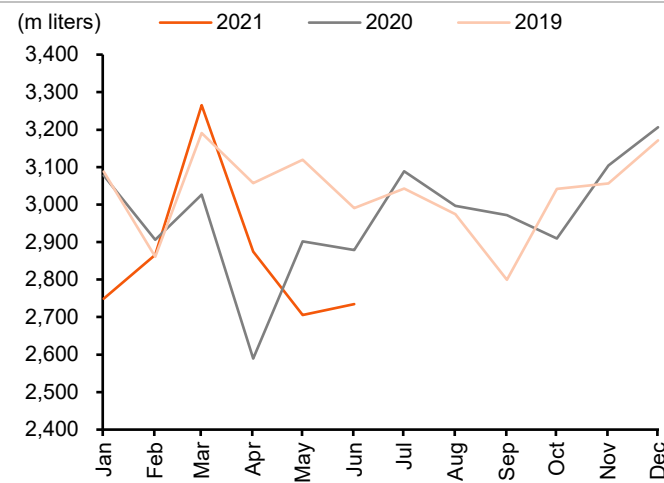
Source: Google Mobility data  
 Note: % vs baseline (median value of mobility during 3 Jan – 6 Feb 2020)

**Ex 8: Mobility To Workplaces (7D MA)**



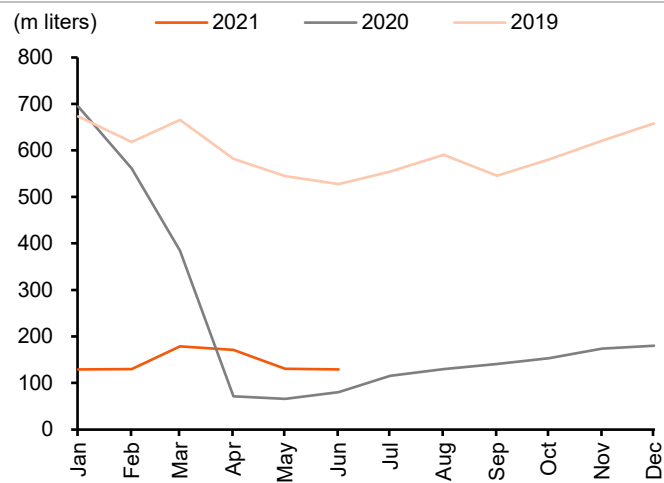
Source: Google Mobility data  
 Note: % vs baseline (median value of mobility during 3 Jan – 6 Feb 2020)

**Ex 9: Thailand Gasoline And Diesel Demand**



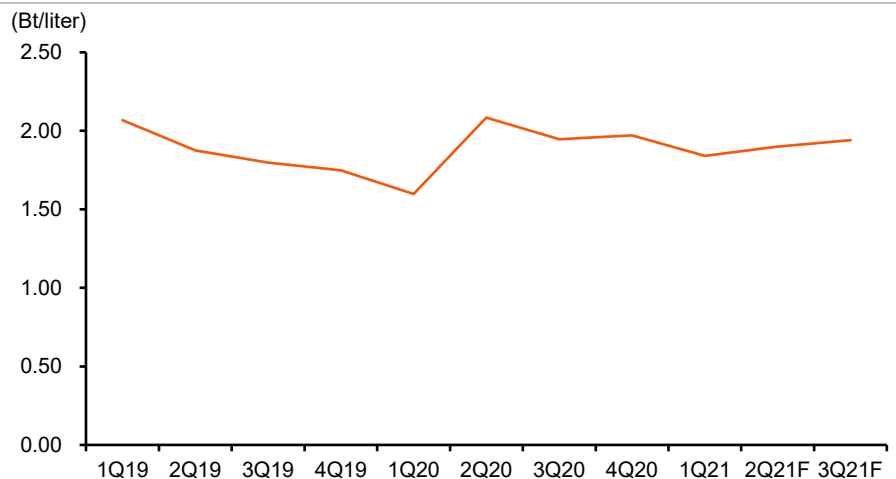
Sources: DOEB, Thanachart estimates

**Ex 10: Thailand Jet Fuel Demand**



Sources: DOEB, Thanachart estimates

**Ex 11: Marketing Margin Remains At Elevated Levels**



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 12: Sector Valuation Comparison

		BCP	ESSO	PTG	PTT	SUSCO	Industry
<b>Rating</b>		<b>SELL</b>	<b>SELL</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	<b>BUY</b>	
<b>Target price (Bt)</b>	<b>Thanachart</b>	<b>21.00</b>	<b>6.90</b>	<b>22.00</b>	<b>48.00</b>	<b>4.80</b>	
	Consensus	30.75	8.75	24.30	49.00	4.00	
<b>Consensus rec.</b>	BUY	10	3	11	25	3	
	HOLD	4	1	0	1	0	
	SELL	1	4	0	0	0	
<b>Sales (Bt m)</b>	2020	136,450	126,672	104,666	1,615,665	16,673	2,000,126
	2021F	180,768	193,882	140,273	2,339,258	21,270	2,875,451
	2022F	202,438	195,433	151,626	2,424,838	25,030	2,999,366
	2023F	206,659	198,200	159,903	2,471,396	27,830	3,063,988
<b>Norm profits (Bt m)</b>	2020	(4,450)	(7,911)	1,857	38,053	218	27,766
	2021F	(77)	(896)	1,790	105,716	219	106,752
	2022F	1,502	189	2,001	109,325	264	113,281
	2023F	2,037	2,264	2,069	122,517	302	129,189
<b>Sales growth (%)</b>	2020	(28.4)	(25.2)	(13.0)	(27.2)	(40.4)	(26.8)
	2021F	32.5	53.1	34.0	44.8	27.6	38.4
	2022F	12.0	0.8	8.1	3.7	17.7	8.4
	2023F	2.1	1.4	5.5	1.9	11.2	4.4
<b>Norm EPS growth (%)</b>	2020	na	na	19.0	(51.0)	(42.6)	(24.9)
	2021F	na	na	(3.6)	177.8	3.0	59.1
	2022F	na	na	11.8	3.4	23.4	12.9
	2023F	35.6	1,098.7	3.4	12.1	14.5	232.9
<b>Operating margin (%)</b>	2020	(2.1)	(7.9)	2.9	4.3	1.3	(0.3)
	2021F	0.9	(0.5)	2.7	7.4	1.2	2.3
	2022F	1.7	0.1	2.6	7.7	1.3	2.7
	2023F	1.9	1.4	2.5	8.4	1.3	3.1
<b>ROE (%)</b>	2020	(9.1)	(43.4)	25.6	4.3	5.8	(3.4)
	2021F	(0.2)	(6.4)	21.5	11.6	5.9	6.5
	2022F	3.2	1.4	21.4	11.2	7.1	8.9
	2023F	4.3	15.7	19.9	11.8	7.8	11.9
<b>Dividend yield (%)</b>	2020	1.7	0.0	3.2	2.9	3.6	2.3
	2021F	0.0	0.0	3.5	5.3	3.6	2.5
	2022F	2.5	0.4	3.9	5.5	4.3	3.3
	2023F	3.4	4.2	4.0	6.1	5.0	4.5
<b>P/BV (x)</b>	2020	0.7	1.9	3.3	1.1	0.9	1.6
	2021F	0.7	2.0	2.9	1.1	0.8	1.5
	2022F	0.7	2.0	2.6	1.0	0.8	1.4
	2023F	0.7	1.8	2.4	0.9	0.8	1.3
<b>Norm PE (x)</b>	2020	na	na	13.8	26.3	14.7	18.3
	2021F	na	na	14.4	9.5	14.2	12.7
	2022F	22.0	142.0	12.8	9.1	11.5	39.5
	2023F	16.2	11.8	12.4	8.2	10.1	11.7
<b>EV/EBITDA (x)</b>	2020	18.6	na	5.8	6.3	5.8	9.1
	2021F	8.4	36.8	7.0	4.5	6.1	12.5
	2022F	6.5	20.8	6.6	4.1	4.9	8.6
	2023F	5.8	10.2	6.4	3.6	4.3	6.1
<b>Net D/E (x)</b>	2020	0.7	1.9	1.1	0.3	0.0	0.8
	2021F	0.6	2.2	2.5	0.3	0.3	1.2
	2022F	0.6	1.9	2.4	0.3	0.2	1.1
	2023F	0.5	1.6	2.3	0.2	0.1	0.9

Sources: Company data; Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 13: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)	21F (%)	22F (%)
<b>Refining &amp; Marketing</b>														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	87.6	16.0	na	na	na	na	na	na	na	na	12.6	15.0
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(11.2)	9.8	11.0	2.1	1.8	7.8	8.6	4.6	4.4	24.7	17.3
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(16.0)	5.1	6.1	1.1	1.0	5.4	6.8	6.8	5.7	24.1	17.1
IOCL	IOCL IN	India	129.5	6.5	6.5	6.1	0.9	0.8	6.1	5.8	7.8	7.5	14.6	13.7
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	22.9	29.9	24.3	2.3	1.8	19.0	14.1	0.4	0.4	8.5	7.8
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	72.9	34.9	20.2	1.5	1.4	10.4	9.5	0.6	1.1	4.8	7.0
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(11.8)	8.4	9.5	1.7	1.5	5.9	6.6	3.4	3.2	21.2	17.1
Petron	PCOR PM	Philippines	na	134.5	21.2	9.0	0.7	0.4	8.1	7.3	3.3	na	2.4	6.1
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(8.0)	20.0	21.7	2.7	2.6	11.8	13.1	3.5	3.2	14.1	12.3
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	na	na	22.0	0.7	0.7	8.4	6.5	0.0	2.5	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	142.0	2.0	2.0	36.8	20.8	0.0	0.4	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.6	12.6	11.5	0.9	0.9	8.4	7.7	4.7	5.2	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	(3.6)	11.8	14.4	12.8	2.9	2.6	7.0	6.6	3.5	3.9	21.5	21.4
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	10.7	10.9	0.9	0.9	6.6	6.4	5.6	5.5	8.5	8.0
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	116.2	1.3	1.2	21.1	15.5	0.0	0.3	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	3.0	23.4	14.2	11.5	0.8	0.8	6.1	4.9	3.6	4.3	5.9	7.1
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	6.1	22.7	21.4	0.8	0.8	16.3	17.2	2.0	2.1	3.4	3.6
<b>Average</b>			<b>89.6</b>	<b>18.3</b>	<b>16.2</b>	<b>28.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>11.6</b>	<b>9.8</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>12.8</b>	<b>11.8</b>
<b>Integrated oils</b>														
PetroChina	857 HK	China	na	(13.9)	7.8	9.1	0.5	0.5	3.6	3.7	6.4	6.0	5.9	5.1
Sinopec	386 HK	China	82.5	(1.5)	6.8	6.9	0.5	0.5	3.6	3.4	9.1	8.8	8.2	7.9
Total	FP	France	na	6.3	na	na	na	na	na	na	na	na	11.4	11.8
Eni	ENI IM	Italy	na	28.6	12.4	9.6	0.9	0.9	3.5	3.2	7.8	8.0	7.5	9.2
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	14.3	7.2	6.3	0.8	0.7	4.2	4.0	4.5	4.9	10.9	10.9
Repsol	REP SM	Spain	na	13.3	7.3	6.5	0.7	0.6	3.9	3.6	6.5	6.6	9.2	9.8
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	15.2	15.6	13.5	1.5	1.4	6.3	5.8	5.2	5.4	8.5	9.5
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	15.8	14.0	12.1	1.5	1.4	6.7	6.0	6.1	6.1	10.1	11.6
Conoco Phillips	COP US	USA	na	7.9	12.6	11.7	1.7	1.6	5.1	4.9	3.1	3.3	14.4	12.8
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	177.8	3.4	9.5	9.1	1.1	1.0	4.5	4.1	5.3	5.5	11.6	11.2
<b>Average</b>			<b>130.2</b>	<b>8.9</b>	<b>10.3</b>	<b>9.4</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>4.6</b>	<b>4.3</b>	<b>6.0</b>	<b>6.1</b>	<b>9.8</b>	<b>10.0</b>
<b>Exploration and Production</b>														
Santos	STO AU	Australia	189.9	20.6	16.1	13.4	1.7	1.6	5.1	4.7	1.7	1.8	11.0	11.5
Woodside	WPL AU	Australia	157.9	4.6	16.4	15.7	1.6	1.6	5.2	5.0	4.3	4.3	9.7	10.0
Suncor Energy	SU US	Canada	na	18.0	6.6	5.6	0.8	0.7	4.4	4.0	4.4	4.9	10.0	9.4
CNOOC	883 HK	Hong Kong	148.6	6.0	5.7	5.3	0.7	0.7	2.1	2.0	7.6	8.2	13.0	13.0
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	110.5	11.9	5.6	0.7	0.6	5.3	3.9	2.7	5.8	6.1	11.2
RIL	RIL IN	India	(0.6)	22.9	29.9	24.3	2.3	1.8	19.0	14.1	0.4	0.4	8.5	7.8
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	(9.9)	5.9	6.5	na	44.3	4.0	4.2	0.5	0.6	(72.2)	3.9
Devon Energy	DVN US	USA	na	40.1	9.9	7.1	2.1	1.2	4.9	4.0	3.7	5.5	28.8	26.9
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	68.1	15.8	11.6	10.1	1.1	1.1	3.7	3.3	5.2	6.0	9.9	11.0
<b>Average</b>			<b>86.3</b>	<b>25.4</b>	<b>12.7</b>	<b>10.4</b>	<b>1.4</b>	<b>5.9</b>	<b>6.0</b>	<b>5.0</b>	<b>3.4</b>	<b>4.2</b>	<b>2.8</b>	<b>11.6</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates  
Based on 2 August 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
<b>SET INDEX</b>	<b>(3.4)</b>	<b>(3.7)</b>	<b>15.4</b>	<b>5.2</b>	—	—	—	—
<b>Energy</b>	<b>(8.3)</b>	<b>(13.6)</b>	<b>18.2</b>	<b>0.5</b>	<b>(4.9)</b>	<b>(9.9)</b>	<b>2.8</b>	<b>(4.7)</b>
BCP TB	(2.8)	(6.8)	24.4	16.5	0.5	(3.1)	8.9	11.3
ESSO TB	(5.5)	(9.4)	2.6	4.7	(2.1)	(5.7)	(12.8)	(0.5)
IRPC TB	(8.3)	(14.5)	41.6	(4.8)	(4.9)	(10.8)	26.2	(10.1)
IVL TB	(9.6)	(21.4)	51.6	2.0	(6.2)	(17.7)	36.2	(3.2)
PTG TB	(14.4)	(23.4)	(21.0)	(3.1)	(11.1)	(19.7)	(36.5)	(8.4)
PTT TB	(9.7)	(12.5)	(9.1)	(17.6)	(6.3)	(8.8)	(24.5)	(22.9)
PTTEP TB	(10.6)	(11.3)	18.5	7.4	(7.2)	(7.7)	3.1	2.2
PTTGC TB	(3.3)	(14.4)	24.1	(0.9)	0.0	(10.7)	8.6	(6.1)
SPRC TB	(4.3)	(4.8)	30.7	11.2	(0.9)	(1.1)	15.2	6.0
SUSCO TB	(5.6)	(6.7)	28.8	4.1	(2.2)	(3.1)	13.4	(1.1)
TOP TB	(17.1)	(24.5)	7.8	(13.9)	(13.7)	(20.8)	(7.6)	(19.2)

Source: Bloomberg

## SECTOR - SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- การมี synergies ร่วมกันภายใต้กลุ่ม PTT ช่วยพัฒนาผลิตภัณฑ์ การตลาด และใช้สิ่งอำนวยความสะดวก และต้นทุนขนส่งร่วมกัน
- สถานะการเงินที่แข็งแกร่งน่าจะทำให้บริษัทพลังงานไทยรับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ต่ำทำ M&A

## O — Opportunity

- โรงกลั่นไทย อาทิเช่น TOP, PTTGC, IPRC มีโอกาสที่จะอัพเกรดผลิตภัณฑ์ downstream ให้เป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้อีก
- โอกาสในการเข้าซื้อกิจการต่างประเทศซึ่งช่วยผลักดันการเติบโต และมูลค่า

## W — Weakness

- มีต้นทุนที่สูงในการสำรวจ และผลิตน้ำมันในไทย
- กำไร และกระแสเงินสดมีความผันผวนสูง ตามการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมัน

## T — Threat

- การนำเข้า LNG ที่มีราคาถูกเป็นภัยคุกคามต่อผู้ผลิตแก๊สในประเทศรวมทั้ง PTTEP
- มีความเสี่ยงในเรื่องกฎระเบียบข้อบังคับ อาทิเช่น การกำหนดราคา

## REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Australia	145.1	13.7	16.3	14.5	1.7	1.6	5.2	4.9	3.0	3.1
China	82.5	(7.7)	7.3	8.0	0.5	0.5	3.6	3.6	7.7	7.4
India	60.7	22.6	15.5	12.9	1.6	1.3	10.4	8.9	3.7	4.0
S.Korea	na	30.5	21.6	14.8	1.6	1.4	8.2	8.0	2.0	2.2
USA	na	13.8	11.6	10.2	1.7	10.0	5.4	5.0	3.7	4.2
Thailand	105.0	7.4	13.5	34.7	1.3	1.2	11.5	9.2	3.0	3.5
<b>Average</b>	<b>98.3</b>	<b>13.4</b>	<b>14.3</b>	<b>15.8</b>	<b>1.4</b>	<b>2.7</b>	<b>7.4</b>	<b>6.6</b>	<b>3.9</b>	<b>4.1</b>

Sources: Bloomberg Consensus

Note: \* Thanachart estimate – using normalized EPS

## Bangchak Petroleum

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	190,489	136,450	180,768	202,438	206,659
Cost of sales	180,257	132,122	172,899	192,589	196,201
<b>Gross profit</b>	<b>10,232</b>	<b>4,328</b>	<b>7,869</b>	<b>9,849</b>	<b>10,458</b>
% gross margin	5.4%	3.2%	4.4%	4.9%	5.1%
Selling & administration expenses	7,614	7,141	6,221	6,411	6,596
<b>Operating profit</b>	<b>2,618</b>	<b>(2,813)</b>	<b>1,649</b>	<b>3,438</b>	<b>3,862</b>
% operating margin	1.4%	-2.1%	0.9%	1.7%	1.9%
Depreciation & amortization	5,032	6,821	6,604	6,964	7,087
<b>EBITDA</b>	<b>7,650</b>	<b>4,008</b>	<b>8,253</b>	<b>10,402</b>	<b>10,949</b>
% EBITDA margin	4.0%	2.9%	4.6%	5.1%	5.3%
Non-operating income	495	533	876	903	919
Non-operating expenses	147	0	0	0	0
Interest expense	(1,701)	(1,969)	(2,010)	(1,920)	(1,771)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,558</b>	<b>(4,250)</b>	<b>515</b>	<b>2,421</b>	<b>3,010</b>
Income tax	68	(1,589)	72	339	421
<b>After-tax profit</b>	<b>1,491</b>	<b>(2,661)</b>	<b>443</b>	<b>2,082</b>	<b>2,589</b>
% net margin	0.8%	-2.0%	0.2%	1.0%	1.3%
Shares in affiliates' Earnings	404	(592)	33	33	33
Minority interests	(757)	(1,197)	(553)	(613)	(586)
Extraordinary items	593	(2,517)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,732</b>	<b>(6,967)</b>	<b>(77)</b>	<b>1,502</b>	<b>2,037</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,138</b>	<b>(4,450)</b>	<b>(77)</b>	<b>1,502</b>	<b>2,037</b>
EPS (Bt)	1.3	(5.1)	(0.1)	1.1	1.5
Normalized EPS (Bt)	0.8	(3.2)	(0.1)	1.1	1.5

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	37,621	47,296	39,457	42,505	43,075
Cash & cash equivalent	7,564	21,651	10,000	10,000	10,000
Account receivables	9,038	6,402	7,429	8,319	8,493
Inventories	15,835	16,162	18,948	21,106	21,502
Others	5,184	3,080	3,080	3,080	3,080
Investments & loans	21,142	15,586	15,586	15,586	15,586
Net fixed assets	52,584	54,567	47,769	44,893	41,962
Other assets	16,441	30,874	30,443	32,370	32,371
<b>Total assets</b>	<b>127,788</b>	<b>148,323</b>	<b>133,255</b>	<b>135,354</b>	<b>132,994</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	27,083	25,502	17,779	19,366	19,242
Account payables	13,447	12,277	11,842	13,191	13,438
Bank overdraft & ST loans	5,051	3,975	0	0	0
Current LT debt	5,198	5,174	2,302	2,008	1,630
Others current liabilities	3,387	4,076	3,634	4,167	4,173
<b>Total LT debt</b>	<b>37,792</b>	<b>54,095</b>	<b>43,737</b>	<b>42,625</b>	<b>39,127</b>
Others LT liabilities	4,098	10,409	13,193	13,086	12,699
<b>Total liabilities</b>	<b>68,973</b>	<b>90,006</b>	<b>74,709</b>	<b>75,077</b>	<b>71,067</b>
Minority interest	7,211	11,950	12,504	13,117	13,703
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Share premium	11,157	11,157	11,157	11,157	11,157
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	11,338	10,732	10,732	10,732	10,732
<b>Retained earnings</b>	<b>27,732</b>	<b>23,100</b>	<b>22,776</b>	<b>23,894</b>	<b>24,958</b>
Shareholders' equity	51,604	46,366	46,043	47,160	48,224
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>127,788</b>	<b>148,323</b>	<b>133,255</b>	<b>135,354</b>	<b>132,994</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Bangchak Petroleum

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,558	(4,250)	515	2,421	3,010
Tax paid	(68)	1,589	(72)	(339)	(421)
Depreciation & amortization	5,032	6,821	6,604	6,964	7,087
Chg In working capital	3,997	1,139	(4,247)	(1,700)	(322)
Chg In other CA & CL / minorities	(5,684)	5,873	(408)	566	40
<b>Cash flow from operations</b>	<b>4,836</b>	<b>11,173</b>	<b>2,392</b>	<b>7,912</b>	<b>9,394</b>
Capex	(8,186)	(8,804)	925	(3,343)	(3,395)
Right of use	0	(11,087)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,080)	5,556	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	(190)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,168)	(414)	2,784	(2,479)	(849)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(14,433)</b>	<b>(14,939)</b>	<b>3,409</b>	<b>(6,122)</b>	<b>(4,545)</b>
Debt financing	(1,809)	15,935	(17,205)	(1,406)	(3,876)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,760)	(743)	(247)	(384)	(973)
Warrants & other surplus	8,917	2,661	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>5,349</b>	<b>17,854</b>	<b>(17,452)</b>	<b>(1,790)</b>	<b>(4,849)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(3,350)</b>	<b>2,368</b>	<b>3,317</b>	<b>4,569</b>	<b>5,999</b>

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	29.0	na	na	22.0	16.2
Normalized PE - at target price (x)	25.4	na	na	19.3	14.2
PE (x)	19.1	na	na	22.0	16.2
PE - at target price (x)	16.7	na	na	19.3	14.2
EV/EBITDA (x)	9.6	18.6	8.4	6.5	5.8
EV/EBITDA - at target price (x)	9.1	17.6	7.9	6.1	5.4
P/BV (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
P/CFO (x)	6.8	3.0	13.8	4.2	3.5
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	3.3	1.7	0.0	2.5	3.4
FCF Yield (%)	(10.1)	7.2	10.0	13.8	18.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.8	(3.2)	(0.1)	1.1	1.5
EPS	1.3	(5.1)	(0.1)	1.1	1.5
DPS	0.8	0.4	0.0	0.6	0.8
BV/share	37.5	33.7	33.4	34.3	35.0
CFO/share	3.5	8.1	1.7	5.7	6.8
FCF/share	(2.4)	1.7	2.4	3.3	4.4

Sources: Company data, Thanachart estimates



**Bangchak Petroleum****FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(0.8)	(28.4)	32.5	12.0	2.1
Net profit (%)	(29.7)	na	na	na	35.6
EPS (%)	(29.7)	na	na	na	35.6
Normalized profit (%)	(52.0)	na	na	na	35.6
Normalized EPS (%)	(52.0)	na	na	na	35.6
Dividend payout ratio (%)	63.6	(7.9)	75.0	55.0	55.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	5.4	3.2	4.4	4.9	5.1
Operating margin (%)	1.4	(2.1)	0.9	1.7	1.9
EBITDA margin (%)	4.0	2.9	4.6	5.1	5.3
Net margin (%)	0.8	(2.0)	0.2	1.0	1.3
D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.1	0.8	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	na	0.8	1.8	2.2
Interest coverage - EBITDA (x)	4.5	2.0	4.1	5.4	6.2
ROA - using norm profit (%)	0.9	na	na	1.1	1.5
ROE - using norm profit (%)	2.4	na	na	3.2	4.3
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	3.2	na	1.0	4.5	5.4
- asset turnover (x)	1.6	1.0	1.3	1.5	1.5
- operating margin (%)	1.7	na	1.4	2.1	2.3
- leverage (x)	2.6	2.8	3.0	2.9	2.8
- interest burden (%)	47.8	186.4	20.4	55.8	63.0
- tax burden (%)	95.7	na	86.0	86.0	86.0
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.5	8.5
ROIC (%)	3.1	(3.1)	1.6	3.6	4.1
NOPAT (Bt m)	2,504	(2,813)	1,418	2,957	3,321
invested capital (Bt m)	92,081	87,959	82,081	81,793	78,981

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Esso (Thailand)

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	169,348	126,672	193,882	195,433	198,200
Cost of sales	167,344	131,408	189,607	190,016	190,255
<b>Gross profit</b>	<b>2,004</b>	<b>(4,736)</b>	<b>4,275</b>	<b>5,418</b>	<b>7,945</b>
% gross margin	1.2%	-3.7%	2.2%	2.8%	4.0%
Selling & administration expenses	6,110	5,217	5,235	5,277	5,252
<b>Operating profit</b>	<b>(4,106)</b>	<b>(9,953)</b>	<b>(960)</b>	<b>141</b>	<b>2,693</b>
% operating margin	-2.4%	-7.9%	-0.5%	0.1%	1.4%
Depreciation & amortization	2,019	2,568	2,497	2,378	2,268
<b>EBITDA</b>	<b>(2,087)</b>	<b>(7,385)</b>	<b>1,538</b>	<b>2,519</b>	<b>4,960</b>
% EBITDA margin	-1.2%	-5.8%	0.8%	1.3%	2.5%
Non-operating income	90	70	122	124	125
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(322)	(360)	(357)	(389)	(387)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(4,337)</b>	<b>(10,243)</b>	<b>(1,194)</b>	<b>(124)</b>	<b>2,430</b>
Income tax	(893)	(2,048)	0	0	486
<b>After-tax profit</b>	<b>(3,445)</b>	<b>(8,195)</b>	<b>(1,194)</b>	<b>(124)</b>	<b>1,944</b>
% net margin	-2.0%	-6.5%	-0.6%	-0.1%	1.0%
Shares in affiliates' Earnings	380	285	299	314	321
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(3,066)</b>	<b>(7,911)</b>	<b>(896)</b>	<b>189</b>	<b>2,264</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(3,066)</b>	<b>(7,911)</b>	<b>(896)</b>	<b>189</b>	<b>2,264</b>
EPS (Bt)	(0.9)	(2.3)	(0.3)	0.1	0.7
Normalized EPS (Bt)	(0.9)	(2.3)	(0.3)	0.1	0.7

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	31,978	22,921	30,777	30,916	31,118
Cash & cash equivalent	277	262	401	404	409
Account receivables	6,464	5,083	5,312	5,354	5,430
Inventories	19,085	13,144	18,182	18,221	18,244
Others	6,152	4,432	6,883	6,938	7,034
Investments & loans	3,708	5,649	5,649	5,649	5,649
Net fixed assets	25,600	24,750	23,000	21,385	19,894
Other assets	4,957	8,058	8,111	8,178	8,255
<b>Total assets</b>	<b>66,243</b>	<b>61,378</b>	<b>67,537</b>	<b>66,128</b>	<b>64,916</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	36,676	35,446	34,966	34,839	32,541
Account payables	5,020	4,452	6,753	6,768	6,776
Bank overdraft & ST loans	6,488	16,703	19,627	16,937	15,730
Current LT debt	16,289	5,167	0	0	0
Others current liabilities	8,878	9,125	8,587	11,135	10,034
<b>Total LT debt</b>	<b>4,167</b>	<b>6,333</b>	<b>10,568</b>	<b>9,120</b>	<b>8,470</b>
Others LT liabilities	3,282	5,239	8,538	8,609	8,693
<b>Total liabilities</b>	<b>44,125</b>	<b>47,019</b>	<b>54,073</b>	<b>52,568</b>	<b>49,704</b>
Minority interest	7	7	9	10	11
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
Share premium	4,032	4,032	4,032	4,032	4,032
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	173	325	325	325	325
<b>Retained earnings</b>	<b>831</b>	<b>(7,080)</b>	<b>(7,976)</b>	<b>(7,882)</b>	<b>(6,231)</b>
Shareholders' equity	22,110	14,352	13,456	13,550	15,201
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>66,243</b>	<b>61,378</b>	<b>67,537</b>	<b>66,128</b>	<b>64,916</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Esso (Thailand)

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(4,337)	(10,243)	(1,194)	(124)	2,430
Tax paid	893	2,048	0	0	(486)
Depreciation & amortization	2,019	2,568	2,497	2,378	2,268
Chg In working capital	(2,818)	6,754	(2,965)	(67)	(90)
Chg In other CA & CL / minorities	(4,043)	1,909	(2,590)	2,808	(876)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(8,287)</b>	<b>3,034</b>	<b>(4,252)</b>	<b>4,995</b>	<b>3,245</b>
Capex	(1,619)	(1,718)	(500)	(500)	(500)
Right of use	0	(4,287)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	(100)	0	0
LT loans & investments	(976)	(1,941)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(274)	3,486	3,299	41	30
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(2,869)</b>	<b>(4,461)</b>	<b>2,399</b>	<b>(759)</b>	<b>(770)</b>
Debt financing	11,599	1,259	1,992	(4,138)	(1,856)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(346)	0	0	(94)	(613)
Warrants & other surplus	(302)	153	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>10,950</b>	<b>1,411</b>	<b>1,992</b>	<b>(4,232)</b>	<b>(2,469)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(9,906)</b>	<b>1,316</b>	<b>(4,752)</b>	<b>4,495</b>	<b>2,745</b>

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	na	142.0	11.8
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	126.5	10.5
PE (x)	na	na	na	142.0	11.8
PE - at target price (x)	na	na	na	126.5	10.5
EV/EBITDA (x)	na	na	36.8	20.8	10.2
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	34.9	19.7	9.6
P/BV (x)	1.2	1.9	2.0	2.0	1.8
P/BV - at target price (x)	1.1	1.7	1.8	1.8	1.6
P/CFO (x)	(3.2)	8.8	(6.3)	5.4	8.3
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.4	4.2
FCF Yield (%)	(36.9)	4.9	(17.7)	16.8	10.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.9)	(2.3)	(0.3)	0.1	0.7
EPS	(0.9)	(2.3)	(0.3)	0.1	0.7
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3
BV/share	6.4	4.1	3.9	3.9	4.4
CFO/share	(2.4)	0.9	(1.2)	1.4	0.9
FCF/share	(2.9)	0.4	(1.4)	1.3	0.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Esso (Thailand)****FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(15.7)	(25.2)	53.1	0.8	1.4
Net profit (%)	na	na	na	na	1,098.7
EPS (%)	na	na	na	na	1,098.7
Normalized profit (%)	na	na	na	na	1,098.7
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	1,098.7
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	1.2	(3.7)	2.2	2.8	4.0
Operating margin (%)	(2.4)	(7.9)	(0.5)	0.1	1.4
EBITDA margin (%)	(1.2)	(5.8)	0.8	1.3	2.5
Net margin (%)	(2.0)	(6.5)	(0.6)	(0.1)	1.0
D/E (incl. minor) (x)	1.2	2.0	2.2	1.9	1.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.9	2.2	1.9	1.6
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	0.4	6.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	4.3	6.5	12.8
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	0.3	3.5
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	1.4	15.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	na	13.5
- asset turnover (x)	2.6	2.0	3.0	2.9	3.0
- operating margin (%)	na	na	na	na	1.4
- leverage (x)	2.7	3.5	4.6	4.9	4.6
- interest burden (%)	108.0	103.6	142.6	(47.0)	86.2
- tax burden (%)	na	na	na	na	80.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	(10.1)	(20.4)	(1.8)	0.3	5.5
NOPAT (Bt m)	(4,106)	(9,953)	(768)	113	2,154
invested capital (Bt m)	48,778	42,293	43,250	39,203	38,992

Sources: Company data, Thanachart estimates

## PTG Energy Pcl

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	120,252	104,666	140,273	151,626	159,903
Cost of sales	110,127	93,824	128,386	138,889	146,575
<b>Gross profit</b>	<b>10,125</b>	<b>10,842</b>	<b>11,887</b>	<b>12,737</b>	<b>13,329</b>
% gross margin	8.4%	10.4%	8.5%	8.4%	8.3%
Selling & administration expenses	7,907	7,820	8,147	8,765	9,362
<b>Operating profit</b>	<b>2,218</b>	<b>3,023</b>	<b>3,740</b>	<b>3,971</b>	<b>3,966</b>
% operating margin	1.8%	2.9%	2.7%	2.6%	2.5%
Depreciation & amortization	3,011	2,880	3,104	3,517	3,906
<b>EBITDA</b>	<b>5,229</b>	<b>5,903</b>	<b>6,844</b>	<b>7,488</b>	<b>7,873</b>
% EBITDA margin	4.3%	5.6%	4.9%	4.9%	4.9%
Non-operating income	0	0	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(335)	(1,104)	(1,856)	(1,823)	(1,732)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>1,883</b>	<b>1,919</b>	<b>1,883</b>	<b>2,149</b>	<b>2,235</b>
Income tax	359	425	377	430	447
<b>After-tax profit</b>	<b>1,524</b>	<b>1,494</b>	<b>1,507</b>	<b>1,719</b>	<b>1,788</b>
% net margin	1.3%	1.4%	1.1%	1.1%	1.1%
Shares in affiliates' Earnings	40	376	300	300	300
Minority interests	(3)	(12)	(16)	(18)	(19)
Extraordinary items	0	37	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>1,561</b>	<b>1,894</b>	<b>1,790</b>	<b>2,001</b>	<b>2,069</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>1,561</b>	<b>1,857</b>	<b>1,790</b>	<b>2,001</b>	<b>2,069</b>
EPS (Bt)	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	4,850	3,859	5,105	5,525	5,853
Cash & cash equivalent	1,038	942	753	818	887
Account receivables	1,222	503	1,537	1,662	1,752
Inventories	2,217	2,088	2,814	3,044	3,213
Others	373	326	1	1	1
Investments & loans	2,207	1,810	2,310	2,810	3,310
Net fixed assets	11,458	10,853	12,957	14,116	14,988
Other assets	4,136	25,515	42,645	43,701	44,310
<b>Total assets</b>	<b>22,652</b>	<b>42,037</b>	<b>63,018</b>	<b>66,152</b>	<b>68,461</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	11,614	8,486	19,141	19,841	19,848
Account payables	5,779	3,920	7,387	7,991	8,433
Bank overdraft & ST loans	3,050	1,850	6,799	6,108	5,161
Current LT debt	2,490	1,464	3,966	4,581	5,161
Others current liabilities	296	1,252	990	1,160	1,092
<b>Total LT debt</b>	<b>3,857</b>	<b>6,282</b>	<b>11,898</b>	<b>13,744</b>	<b>15,484</b>
Others LT liabilities	474	19,289	23,057	22,575	22,066
<b>Total liabilities</b>	<b>15,944</b>	<b>34,057</b>	<b>54,096</b>	<b>56,160</b>	<b>57,399</b>
Minority interest	60	96	113	130	149
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
Share premium	1,185	1,185	1,185	1,185	1,185
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(63)	(55)	(55)	(55)	(55)
<b>Retained earnings</b>	<b>3,855</b>	<b>5,083</b>	<b>6,008</b>	<b>7,062</b>	<b>8,113</b>
Shareholders' equity	6,648	7,884	8,809	9,862	10,914
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>22,652</b>	<b>42,037</b>	<b>63,018</b>	<b>66,152</b>	<b>68,461</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## PTG Energy Pcl

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,883	1,919	1,883	2,149	2,235
Tax paid	(274)	(314)	(377)	(430)	(447)
Depreciation & amortization	3,011	2,880	3,104	3,517	3,906
Chg In working capital	(1,079)	(1,011)	1,707	250	183
Chg In other CA & CL / minorities	136	1,950	38	470	232
<b>Cash flow from operations</b>	<b>3,677</b>	<b>5,425</b>	<b>6,355</b>	<b>5,956</b>	<b>6,109</b>
Capex	(3,444)	(2,275)	(4,207)	(3,655)	(3,737)
Right of use	0	(23,662)	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	(358)	45	325	0	0
LT loans & investments	0	397	(500)	(500)	(500)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	5	20,432	(13,863)	(2,058)	(1,659)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(3,796)</b>	<b>(5,064)</b>	<b>(18,745)</b>	<b>(6,713)</b>	<b>(6,396)</b>
Debt financing	505	201	13,066	1,770	1,374
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(334)	(668)	(865)	(948)	(1,018)
Warrants & other surplus	(23)	10	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>147</b>	<b>(457)</b>	<b>12,201</b>	<b>822</b>	<b>356</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>234</b>	<b>3,149</b>	<b>2,148</b>	<b>2,301</b>	<b>2,372</b>

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	16.5	13.8	14.4	12.8	12.4
Normalized PE - at target price (x)	23.5	19.8	20.5	18.4	17.8
PE (x)	16.5	13.6	14.4	12.8	12.4
PE - at target price (x)	23.5	19.4	20.5	18.4	17.8
EV/EBITDA (x)	6.5	5.8	7.0	6.6	6.4
EV/EBITDA - at target price (x)	8.6	7.7	8.6	8.1	7.8
P/BV (x)	3.9	3.3	2.9	2.6	2.4
P/BV - at target price (x)	5.5	4.7	4.2	3.7	3.4
P/CFO (x)	7.0	4.7	4.0	4.3	4.2
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	3.2	3.2	3.5	3.9	4.0
FCF Yield (%)	0.9	12.2	8.4	8.9	9.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2
EPS	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2
DPS	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
BV/share	4.0	4.7	5.3	5.9	6.5
CFO/share	2.2	3.2	3.8	3.6	3.7
FCF/share	0.1	1.9	1.3	1.4	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

## PTG Energy Pcl

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	11.2	(13.0)	34.0	8.1	5.5
Net profit (%)	149.8	21.4	(5.5)	11.8	3.4
EPS (%)	149.8	21.4	(5.5)	11.8	3.4
Normalized profit (%)	149.8	19.0	(3.6)	11.8	3.4
Normalized EPS (%)	149.8	19.0	(3.6)	11.8	3.4
Dividend payout ratio (%)	53.5	44.1	50.0	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	8.4	10.4	8.5	8.4	8.3
Operating margin (%)	1.8	2.9	2.7	2.6	2.5
EBITDA margin (%)	4.3	5.6	4.9	4.9	4.9
Net margin (%)	1.3	1.4	1.1	1.1	1.1
D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.2	2.5	2.4	2.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	2.5	2.4	2.3
Interest coverage - EBIT (x)	6.6	2.7	2.0	2.2	2.3
Interest coverage - EBITDA (x)	15.6	5.3	3.7	4.1	4.5
ROA - using norm profit (%)	7.2	5.7	3.4	3.1	3.1
ROE - using norm profit (%)	25.8	25.6	21.5	21.4	19.9
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	25.2	20.6	18.1	18.4	17.2
- asset turnover (x)	5.5	3.2	2.7	2.3	2.4
- operating margin (%)	1.8	2.9	2.7	2.6	2.5
- leverage (x)	3.6	4.5	6.3	6.9	6.5
- interest burden (%)	84.9	63.5	50.4	54.1	56.3
- tax burden (%)	80.9	77.9	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
ROIC (%)	13.5	15.7	18.1	10.3	9.5
NOPAT (Bt m)	1,795	2,353	2,992	3,177	3,173
invested capital (Bt m)	15,005	16,539	30,719	33,478	35,834

Sources: Company data, Thanachart estimates

## PTT Public Co Ltd

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,219,739	1,615,665	2,339,258	2,424,838	2,471,396
Cost of sales	1,967,529	1,437,093	2,060,780	2,127,051	2,158,744
<b>Gross profit</b>	<b>252,210</b>	<b>178,572</b>	<b>278,478</b>	<b>297,788</b>	<b>312,652</b>
% gross margin	11.4%	11.1%	11.9%	12.3%	12.7%
Selling & administration expenses	110,458	109,389	105,083	110,209	106,136
<b>Operating profit</b>	<b>141,751</b>	<b>69,183</b>	<b>173,395</b>	<b>187,579</b>	<b>206,516</b>
% operating margin	6.4%	4.3%	7.4%	7.7%	8.4%
Depreciation & amortization	133,204	139,880	150,094	160,103	166,386
<b>EBITDA</b>	<b>274,955</b>	<b>209,063</b>	<b>323,489</b>	<b>347,681</b>	<b>372,902</b>
% EBITDA margin	12.4%	12.9%	13.8%	14.3%	15.1%
Non-operating income	19,980	20,579	29,796	30,886	31,479
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(27,971)	(28,536)	(37,703)	(44,385)	(45,075)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>133,760</b>	<b>61,225</b>	<b>165,488</b>	<b>174,079</b>	<b>192,919</b>
Income tax	32,989	25,166	33,098	34,816	38,584
<b>After-tax profit</b>	<b>100,771</b>	<b>36,059</b>	<b>132,390</b>	<b>139,264</b>	<b>154,336</b>
% net margin	4.5%	2.2%	5.7%	5.7%	6.2%
Shares in affiliates' Earnings	6,008	4,178	2,541	2,547	2,554
Minority interests	(29,141)	(2,184)	(29,215)	(32,486)	(34,372)
Extraordinary items	15,313	(287)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>92,951</b>	<b>37,766</b>	<b>105,716</b>	<b>109,325</b>	<b>122,517</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>77,638</b>	<b>38,053</b>	<b>105,716</b>	<b>109,325</b>	<b>122,517</b>
EPS (Bt)	3.3	1.3	3.7	3.8	4.3
Normalized EPS (Bt)	2.7	1.3	3.7	3.8	4.3

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	717,099	720,930	853,197	868,319	876,152
Cash & cash equivalent	330,806	416,921	416,921	416,921	416,921
Account receivables	167,641	110,528	160,029	165,883	169,068
Inventories	152,126	129,779	186,102	192,087	194,949
Others	66,526	63,703	90,145	93,428	95,214
Investments & loans	87,657	85,312	73,312	73,312	73,312
Net fixed assets	1,294,979	1,292,717	1,430,318	1,493,842	1,486,236
Other assets	387,230	445,224	608,220	623,357	629,436
<b>Total assets</b>	<b>2,486,965</b>	<b>2,544,183</b>	<b>2,965,047</b>	<b>3,058,830</b>	<b>3,065,137</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	379,785	298,026	462,361	474,354	457,938
Account payables	160,669	108,189	155,142	160,131	162,517
Bank overdraft & ST loans	44,441	4,223	43,044	42,120	37,240
Current LT debt	50,440	73,778	122,675	120,041	106,134
Others current liabilities	124,236	111,837	141,500	152,063	152,047
<b>Total LT debt</b>	<b>562,746</b>	<b>664,732</b>	<b>695,158</b>	<b>680,231</b>	<b>601,423</b>
Others LT liabilities	243,394	295,579	427,463	436,129	438,731
<b>Total liabilities</b>	<b>1,185,925</b>	<b>1,258,338</b>	<b>1,584,982</b>	<b>1,590,714</b>	<b>1,498,092</b>
Minority interest	422,436	403,805	433,020	465,506	499,878
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(52,287)	(49,116)	(49,116)	(49,116)	(49,116)
<b>Retained earnings</b>	<b>873,117</b>	<b>873,383</b>	<b>938,388</b>	<b>993,952</b>	<b>1,058,509</b>
Shareholders' equity	878,604	882,040	947,046	1,002,610	1,067,167
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>2,486,965</b>	<b>2,544,183</b>	<b>2,965,047</b>	<b>3,058,830</b>	<b>3,065,137</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates



## PTT Public Co Ltd

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	133,760	61,225	165,488	174,079	192,919
Tax paid	(49,340)	(36,073)	(22,527)	(34,741)	(37,493)
Depreciation & amortization	133,204	139,880	150,094	160,103	166,386
Chg In working capital	9,335	26,980	(58,871)	(6,850)	(3,661)
Chg In other CA & CL / minorities	(32,924)	(16,034)	(6,127)	9,752	(339)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>194,035</b>	<b>175,977</b>	<b>228,057</b>	<b>302,343</b>	<b>317,813</b>
Capex	(314,009)	(137,617)	(282,716)	(218,632)	(153,771)
Right of use	0	(70,831)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	(886)	951	1,318	0	0
LT loans & investments	(8,109)	2,345	12,000	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(14,705)	55,243	(35,792)	(11,165)	(8,187)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(337,709)</b>	<b>(149,909)</b>	<b>(305,490)</b>	<b>(230,097)</b>	<b>(162,257)</b>
Debt financing	129,304	94,377	118,144	(18,485)	(97,595)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(81,351)	(51,624)	(40,710)	(53,760)	(57,961)
Warrants & other surplus	(8,079)	17,295	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>39,874</b>	<b>60,047</b>	<b>77,433</b>	<b>(72,246)</b>	<b>(155,555)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(119,973)</b>	<b>38,360</b>	<b>(54,659)</b>	<b>83,711</b>	<b>164,042</b>

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	12.9	26.3	9.5	9.1	8.2
Normalized PE - at target price (x)	17.7	36.0	13.0	12.5	11.2
PE (x)	10.8	26.5	9.5	9.1	8.2
PE - at target price (x)	14.8	36.3	13.0	12.5	11.2
EV/EBITDA (x)	4.8	6.3	4.5	4.1	3.6
EV/EBITDA - at target price (x)	6.2	8.1	5.6	5.2	4.6
P/BV (x)	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.6	1.6	1.4	1.4	1.3
P/CFO (x)	5.2	5.7	4.4	3.3	3.1
Price/sales (x)	0.5	0.6	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	5.7	2.9	5.3	5.5	6.1
FCF Yield (%)	(12.0)	3.8	(5.5)	8.4	16.4
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	2.7	1.3	3.7	3.8	4.3
EPS	3.3	1.3	3.7	3.8	4.3
DPS	2.0	1.0	1.9	1.9	2.1
BV/share	30.8	30.9	33.2	35.1	37.4
CFO/share	6.8	6.2	8.0	10.6	11.1
FCF/share	(4.2)	1.3	(1.9)	2.9	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

## PTT Public Co Ltd

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(5.0)	(27.2)	44.8	3.7	1.9
Net profit (%)	(22.3)	(59.4)	179.9	3.4	12.1
EPS (%)	(22.3)	(59.4)	179.9	3.4	12.1
Normalized profit (%)	(31.5)	(51.0)	177.8	3.4	12.1
Normalized EPS (%)	(31.5)	(51.0)	177.8	3.4	12.1
Dividend payout ratio (%)	61.5	75.6	50.0	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	11.4	11.1	11.9	12.3	12.7
Operating margin (%)	6.4	4.3	7.4	7.7	8.4
EBITDA margin (%)	12.4	12.9	13.8	14.3	15.1
Net margin (%)	4.5	2.2	5.7	5.7	6.2
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	5.1	2.4	4.6	4.2	4.6
Interest coverage - EBITDA (x)	9.8	7.3	8.6	7.8	8.3
ROA - using norm profit (%)	3.2	1.5	3.8	3.6	4.0
ROE - using norm profit (%)	8.9	4.3	11.6	11.2	11.8
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	11.5	4.1	14.5	14.3	14.9
- asset turnover (x)	0.9	0.6	0.8	0.8	0.8
- operating margin (%)	7.3	5.6	8.7	9.0	9.6
- leverage (x)	2.8	2.9	3.0	3.1	3.0
- interest burden (%)	82.7	68.2	81.4	79.7	81.1
- tax burden (%)	75.3	58.9	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	10.9	3.4	11.5	10.8	11.6
NOPAT (Bt m)	106,791	40,745	138,716	150,063	165,212
invested capital (Bt m)	1,205,425	1,207,853	1,391,002	1,428,081	1,395,043

Sources: Company data, Thanachart estimates

## SUSCO Pcl

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	27,952	16,673	21,270	25,030	27,830
Cost of sales	26,318	15,220	19,718	23,365	26,089
<b>Gross profit</b>	<b>1,634</b>	<b>1,452</b>	<b>1,552</b>	<b>1,665</b>	<b>1,741</b>
% gross margin	5.8%	8.7%	7.3%	6.7%	6.3%
Selling & administration expenses	1,318	1,228	1,291	1,330	1,366
<b>Operating profit</b>	<b>316</b>	<b>225</b>	<b>261</b>	<b>335</b>	<b>375</b>
% operating margin	1.1%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%
Depreciation & amortization	240	352	398	424	439
<b>EBITDA</b>	<b>556</b>	<b>577</b>	<b>659</b>	<b>759</b>	<b>814</b>
% EBITDA margin	2.0%	3.5%	3.1%	3.0%	2.9%
Non-operating income	193	105	89	93	95
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(15)	(52)	(77)	(98)	(92)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>494</b>	<b>278</b>	<b>274</b>	<b>330</b>	<b>377</b>
Income tax	101	55	55	66	75
<b>After-tax profit</b>	<b>393</b>	<b>222</b>	<b>219</b>	<b>264</b>	<b>302</b>
% net margin	1.4%	1.3%	1.0%	1.1%	1.1%
Shares in affiliates' Earnings	(4)	(5)	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>388</b>	<b>218</b>	<b>219</b>	<b>264</b>	<b>302</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>388</b>	<b>218</b>	<b>219</b>	<b>264</b>	<b>302</b>
EPS (Bt)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	2,072	1,365	1,510	1,761	1,964
Cash & cash equivalent	284	302	339	379	425
Account receivables	801	594	699	823	915
Inventories	639	416	405	480	536
Others	348	53	67	79	88
Investments & loans	1,251	1,150	1,150	1,150	1,150
Net fixed assets	1,605	1,675	1,812	1,772	1,725
Other assets	746	1,811	3,059	3,073	3,088
<b>Total assets</b>	<b>5,674</b>	<b>6,001</b>	<b>7,532</b>	<b>7,757</b>	<b>7,927</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	1,675	1,176	2,308	2,346	2,322
Account payables	1,334	770	972	1,152	1,287
Bank overdraft & ST loans	172	100	1,236	1,083	923
Current LT debt	99	114	0	0	0
Others current liabilities	70	192	100	111	113
<b>Total LT debt</b>	<b>149</b>	<b>234</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Others LT liabilities	237	1,137	1,853	1,896	1,929
<b>Total liabilities</b>	<b>2,061</b>	<b>2,547</b>	<b>4,161</b>	<b>4,242</b>	<b>4,252</b>
Minority interest	(151)	(281)	(281)	(281)	(281)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,100	1,100	1,000	1,000	1,000
Share premium	289	249	160	160	160
Warrants	27	27	27	27	27
Surplus	125	102	102	102	102
<b>Retained earnings</b>	<b>2,222</b>	<b>2,256</b>	<b>2,362</b>	<b>2,505</b>	<b>2,666</b>
Shareholders' equity	3,764	3,735	3,653	3,796	3,956
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>5,674</b>	<b>6,001</b>	<b>7,532</b>	<b>7,757</b>	<b>7,927</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## SUSCO Pcl

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	494	278	274	330	377
Tax paid	(84)	(55)	(55)	(66)	(75)
Depreciation & amortization	240	352	398	424	439
Chg In working capital	142	(134)	108	(19)	(14)
Chg In other CA & CL / minorities	(534)	315	(106)	(1)	(6)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>258</b>	<b>757</b>	<b>618</b>	<b>668</b>	<b>721</b>
Capex	(193)	(412)	(520)	(369)	(377)
Right of use	0	(1,637)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	57	101	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	21	1,428	(548)	15	3
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(115)</b>	<b>(520)</b>	<b>(1,068)</b>	<b>(354)</b>	<b>(374)</b>
Debt financing	(112)	28	788	(153)	(160)
Capital increase	0	(40)	(189)	0	0
Dividends paid	(172)	(136)	(112)	(121)	(141)
Warrants & other surplus	(28)	(70)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(312)</b>	<b>(218)</b>	<b>486</b>	<b>(273)</b>	<b>(302)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>66</b>	<b>345</b>	<b>98</b>	<b>299</b>	<b>344</b>

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	8.4	14.7	14.2	11.5	10.1
Normalized PE - at target price (x)	13.3	23.2	22.5	18.2	15.9
PE (x)	8.4	14.7	14.2	11.5	10.1
PE - at target price (x)	13.3	23.2	22.5	18.2	15.9
EV/EBITDA (x)	6.1	5.8	6.1	4.9	4.3
EV/EBITDA - at target price (x)	9.5	9.0	8.8	7.3	6.5
P/BV (x)	0.8	0.9	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2
P/CFO (x)	12.7	4.2	5.0	4.6	4.2
Price/sales (x)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
Dividend yield (%)	6.3	3.6	3.6	4.3	5.0
FCF Yield (%)	2.0	10.8	3.1	9.8	11.3
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
EPS	0.4	0.2	0.2	0.3	0.3
DPS	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2
BV/share	3.6	3.6	3.7	3.8	4.0
CFO/share	0.2	0.7	0.6	0.7	0.7
FCF/share	0.1	0.3	0.1	0.3	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

**SUSCO Pcl****FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021F</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(0.5)	(40.4)	27.6	17.7	11.2
Net profit (%)	36.8	(43.9)	0.6	20.5	14.5
EPS (%)	40.0	(42.6)	3.0	23.4	14.5
Normalized profit (%)	36.8	(43.9)	0.6	20.5	14.5
Normalized EPS (%)	40.0	(42.6)	3.0	23.4	14.5
Dividend payout ratio (%)	51.4	53.1	50.0	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	5.8	8.7	7.3	6.7	6.3
Operating margin (%)	1.1	1.3	1.2	1.3	1.3
EBITDA margin (%)	2.0	3.5	3.1	3.0	2.9
Net margin (%)	1.4	1.3	1.0	1.1	1.1
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.4	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.3	0.2	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	21.7	4.4	3.4	3.4	4.1
Interest coverage - EBITDA (x)	38.2	11.2	8.6	7.8	8.8
ROA - using norm profit (%)	6.7	3.7	3.2	3.4	3.8
ROE - using norm profit (%)	10.6	5.8	5.9	7.1	7.8
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	10.7	5.9	5.9	7.1	7.8
- asset turnover (x)	4.8	2.9	3.1	3.3	3.5
- operating margin (%)	1.8	2.0	1.6	1.7	1.7
- leverage (x)	1.6	1.6	1.8	2.1	2.0
- interest burden (%)	97.1	84.3	78.1	77.1	80.3
- tax burden (%)	79.5	80.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.9	9.9	9.9	9.9	9.9
ROIC (%)	6.9	4.6	5.4	5.9	6.7
NOPAT (Bt m)	251	180	209	268	300
invested capital (Bt m)	3,900	3,881	4,550	4,500	4,454

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2110A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111B, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2110A, CPAL16C2111A, CPAL16C2109A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2111B, KBAN16C2111A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2111A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2112A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SCGP16C2109A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2111A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, EPG, GPSC, GUNKUL, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SCGP, STEC, STGT, TASC, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์เห็นได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลจระ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์เห็นได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีอกวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีอกวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภัญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธาณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชชดา สรทรง

Tel: 662-779-9106

sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

Tel: 662-779-9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย

Tel: 662-779-9113

siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรานี

Tel: 662-779-9116

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร

Tel: 662-779-9198

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Pcl.

Research Team

19 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

---