

BUY

(Unchanged)

TP: Bt 50.00

(From: Bt 48.00)

9 SEPTEMBER 2021

Change in Numbers

Upside : 34.2%

PTT Public Co Ltd (PTT TB)

มีปัจจัยหนุนหลายประการ

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTT และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 50 บาท จาก 48 บาท เนื่องจากเรารวมสมมติฐานราคาน้ำมัน เคมีภัณฑ์ และถ่านหินที่สูงขึ้น เรามองว่า PTT มีมูลค่าที่น่าสนใจที่ 1.2 เท่า core P/BV เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 1.7 เท่า เราคาดว่ากำไรจะยังคงแข็งแกร่งในปี 2022-23F จากอัตรากำไรจากก๊าซที่สูงขึ้นและความต้องการน้ำมันในไทยที่ฟื้นตัว



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

เป็น Top Pick ใหม่ของเรา

PTT เป็น Top Pick ใหม่ของเราในกลุ่มหุ้นพลังงานขนาดใหญ่ของไทย เรายังคงมองว่า PTT มีมูลค่าที่น่าสนใจ ด้วยข้อขายที่ core P/BV รวมบมจ. ปตท. น้ำมันและการค้าปลีก PTTOR Pcl (OR) เพียง 1.2 เท่า – เกือบ 2 STD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 1.7 เท่า ตั้งแต่ปี 2016 อันที่จริงแล้ว ปัจจุบัน core P/BV ต่ำกว่าช่วงที่ตลาดตกต่ำอย่างรุนแรงในต้นปี 2020 และเทียบกับช่วงตกต่ำระหว่างปลายปี 2015 ถึงต้นปี 2016 นอกจากนี้ เรายังคาดว่ากำไรจะมีแนวโน้มที่แข็งแกร่งจากการดำเนินงานของธุรกิจก๊าซ และการฟื้นตัวของความต้องการของธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 8% ในปี 2022-23F หลังเติบโต 182% ในปี 2021F

ต้นทุนก๊าซค่อย ๆ ลดลง

เราเห็นแนวโน้มการดำเนินธุรกิจหลักของ PTT ที่แข็งแกร่งในอีก 2 ปีข้างหน้า เนื่องจาก 1) เราคาดว่าต้นทุนวัตถุดิบก๊าซจะลดลง เนื่องจาก บมจ. ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP) เริ่มสัญญาเอราวัณและบงกช PSC ใหม่ โดยราคาก๊าซ ณ ปากหลุม จะลดลงสะท้อนถึงสูตรใหม่ซึ่งจะช่วยลดต้นทุนก๊าซรวมของ PTT และช่วยเพิ่มอัตรากำไรจากการขายวัตถุดิบปิโตรเคมีและก๊าซอุตสาหกรรม บนประมาณการของเรา และสมมติราคาน้ำมันที่ US\$65/bbl ราคาก๊าซตามสัญญา PSC ใหม่จะอยู่ที่ US\$4.3/mmbtu เทียบกับ US\$6.1-8.8/mmbtu สำหรับสัญญาเอราวัณและบงกชที่มีอยู่ สัดส่วนของซัพพลายก๊าซภายใต้สัญญา PSC ใหม่จะเพิ่มขึ้นจาก 0% ในปี 2021F เป็น 15% ในปี 2022F และ 27% ในปี 2023F 2) เราคาดว่าค่าไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) จะลงนามในสัญญาเช่าสถานีรับ-จ่าย LNG กับ PTT ซึ่งสามารถเพิ่มกำลังการผลิตตามสัญญาได้ราว 1.5 ล้านตันต่อปี นอกเหนือจาก 10 ล้านตันต่อปีที่ PTT มีอยู่แล้ว และ 3) เราคาดว่าความต้องการก๊าซจะดีขึ้นเนื่องจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจกลับสู่ระดับก่อนเกิดโรคระบาด

ความต้องการน้ำมันฟื้นตัว

เราคาดว่ากลุ่มธุรกิจน้ำมันของ PTT จะได้ประโยชน์จากความต้องการน้ำมันที่ฟื้นตัว และรายได้ที่ไม่ใช่น้ำมัน (non-oil) (จากยอดขายกาแฟ และ c-store) เราเชื่อว่าความต้องการน้ำมันได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในต้น 3Q21 และด้วยมาตรการล็อกดาวน์ที่ผ่อนคลายลง เราคาดว่าความต้องการน้ำมันเบนซินและดีเซลจะค่อย ๆ ฟื้นตัว ในขณะที่เราคาดว่ายอดขายน้ำมันอากาศยานจะฟื้นตัวแข็งแกร่งตั้งแต่ 4Q21F เป็นต้นไป เนื่องจากประเทศไทยยังคงเปิดรับนักท่องเที่ยวอย่างต่อเนื่อง

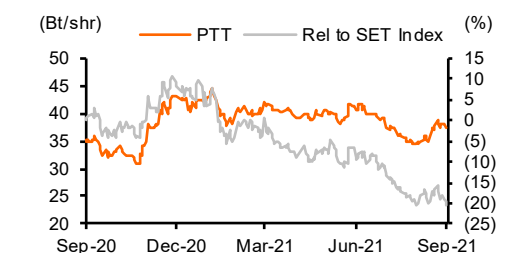
รายได้บริษัทในเครือแข็งแกร่ง

เราเชื่อว่า PTTEP และบมจ.พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC “ซื้อ”) จะทำให้รายได้จากบริษัทรวมของ PTT แข็งแกร่งในปี 2022F เราคาดสองบริษัทนี้จะมีกำไรรวมกันเติบโต 10% สำหรับการลงทุน แม้ว่าตลาดจะยังคงอ่อนแอ แต่เราคิดว่าปัจจัยเลวร้ายที่สุดอาจจะจบลงแล้ว เราคาดว่าบริษัทในเครือที่ดำเนินธุรกิจการกลั่นจะมี EPS เติบโต 43% ในปี 2022F จากฐานที่ต่ำในปี 2021F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,615,665	2,406,979	2,517,573	2,554,872
Net profit	37,766	107,325	112,935	125,265
Consensus NP	—	103,484	110,832	111,473
Diff frm cons (%)	—	3.7	1.9	12.4
Norm profit	38,053	107,325	112,935	125,265
Prev. Norm profit	—	105,716	109,325	122,517
Chg frm prev (%)	—	1.5	3.3	2.2
Norm EPS (Bt)	1.3	3.8	4.0	4.4
Norm EPS grw (%)	(51.0)	182.0	5.2	10.9
Norm PE (x)	28.0	9.9	9.4	8.5
EV/EBITDA (x)	6.6	4.5	4.1	3.5
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
Div yield (%)	2.7	5.0	5.3	5.9
ROE (%)	4.3	11.7	11.6	12.1
Net D/E (%)	25.3	31.7	27.6	18.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 9-Sep-21 (Bt)	37.25
Market Cap (US\$ m)	32,527.4
Listed Shares (m shares)	28,563.0
Free Float (%)	48.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	70.9
12M Price H/L (Bt)	44.50/31.00
Sector	Energy
Major Shareholder	Ministry of Finance 51.11%

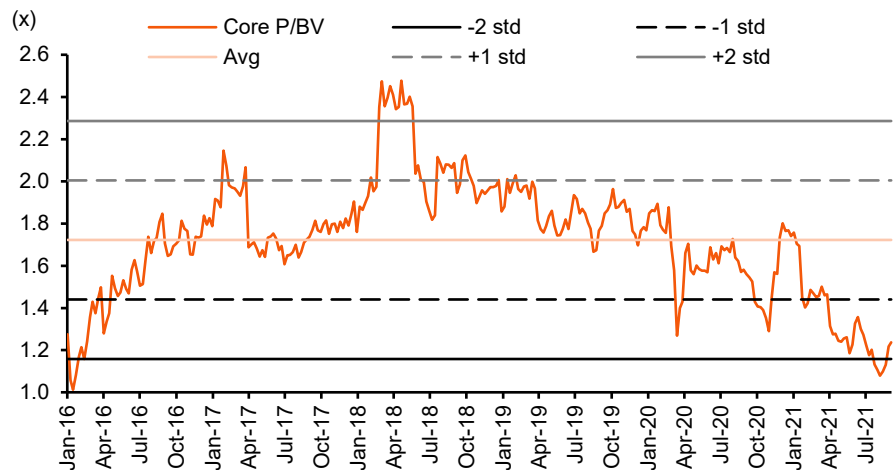
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

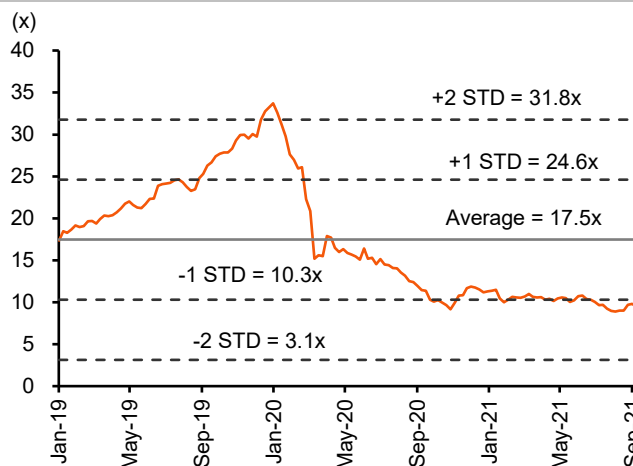


Ex 1: PTT Trading At Lowest Core P/BV In Almost Four Years



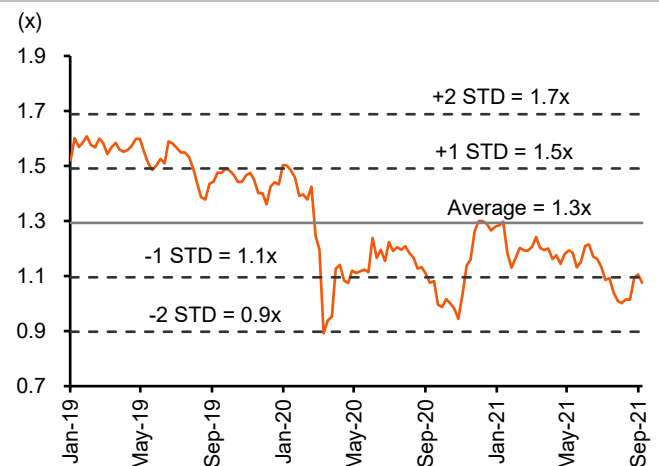
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: PTT PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: PTT P/BV



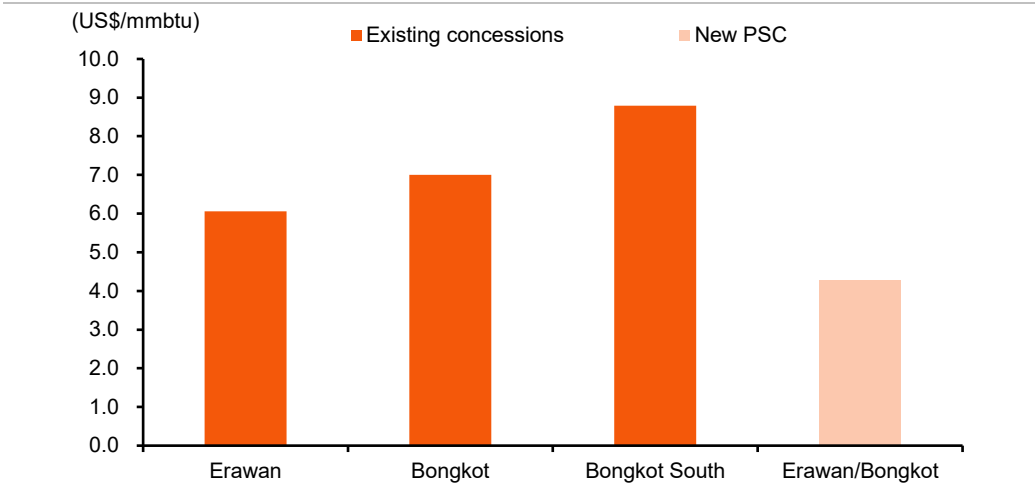
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: EPS And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS						TP
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	
New/Actual	2.72	1.33	3.76	3.95	4.39	4.77	50.00
Old			3.70	3.83	4.29	4.61	48.00
Change (%)			1.5	3.3	2.2	3.6	4.2

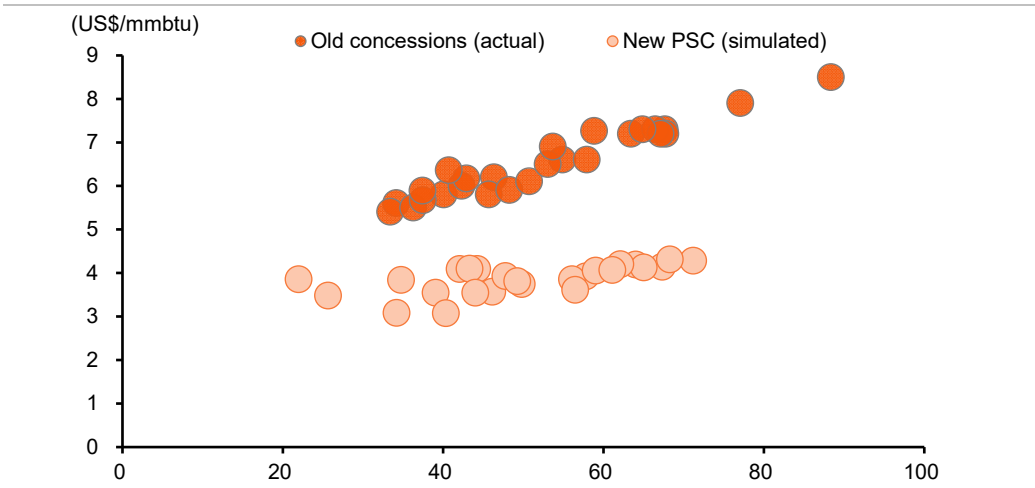
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: New PSC Contracts To Help Lower PTT’s Gas Feed Cost From April 2022 Onward

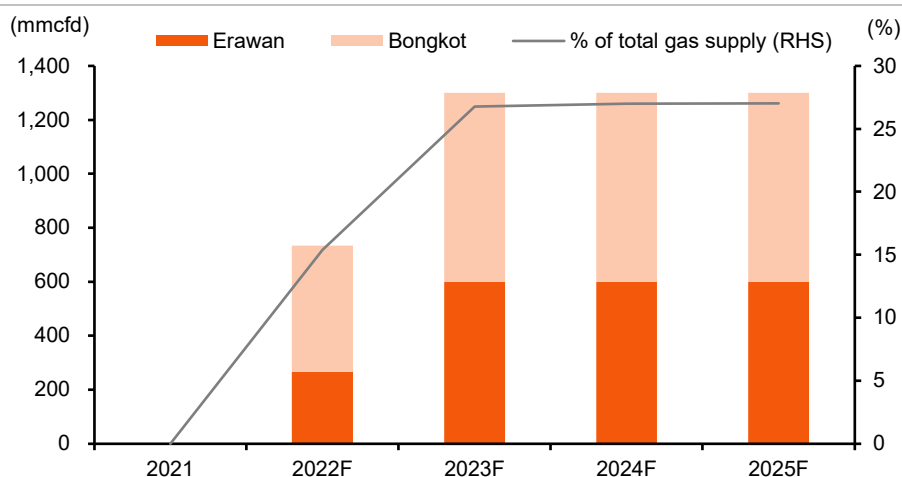


Sources: DMF, Thanachart
Note: Estimated well-head gas prices at \$65/bbl oil price

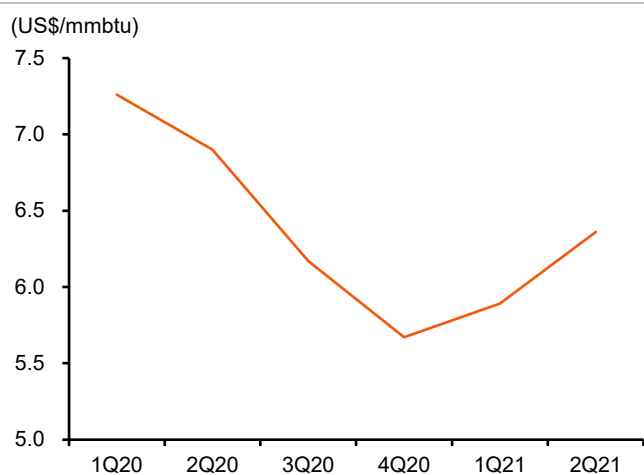
Ex 6: Gas Feed Cost To Be Much Lower Under New PSC Contracts Vs. Existing Prices



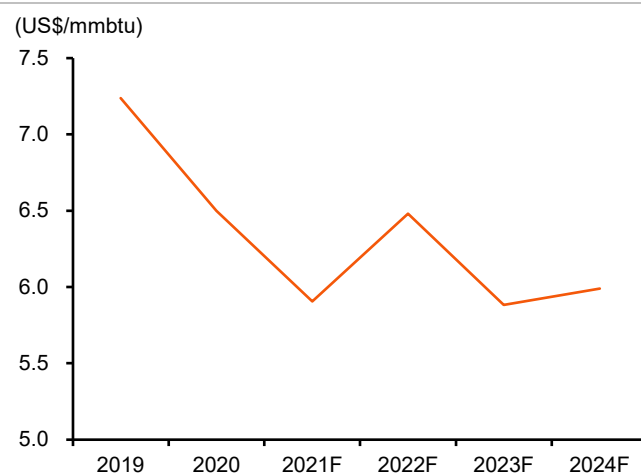
Sources: Company data, Thanachart
Note: Actual prices for old concessions represent a blend of all gas sources for PTT and not just the Erawan and Bongkot fields

Ex 7: New PSC Contracts To Make Up Over A Quarter Of PTT's Gas Supply By 2023F

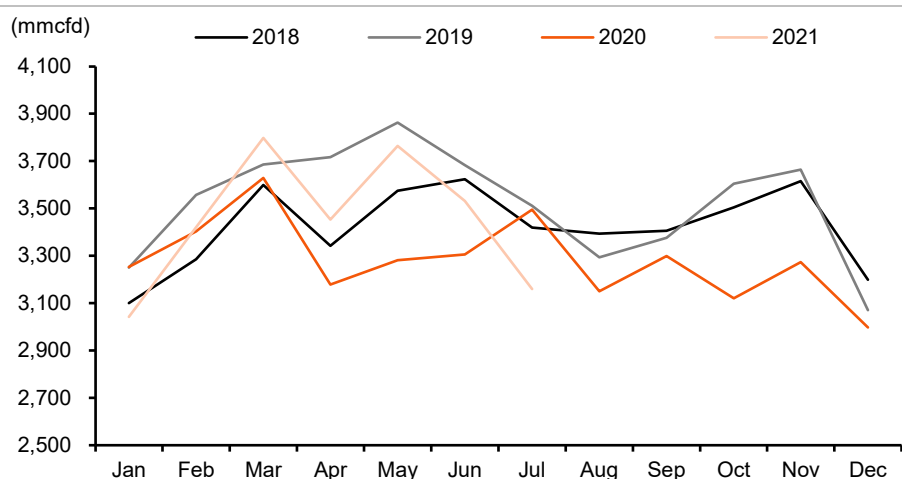
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: PTT's Pooled Gas Costs (Quarterly)

Sources: Company data, Thanachart

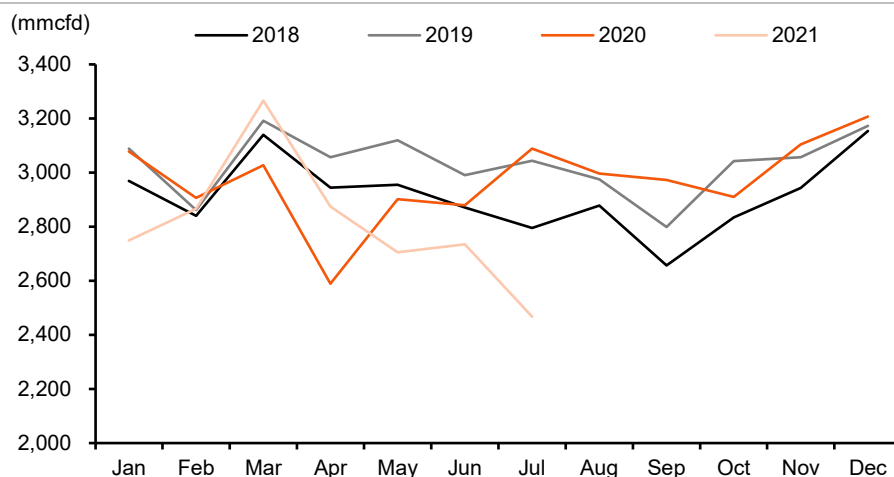
Ex 9: PTT's Pooled Gas Costs (Annually)

Sources: Company data, Thanachart estimates

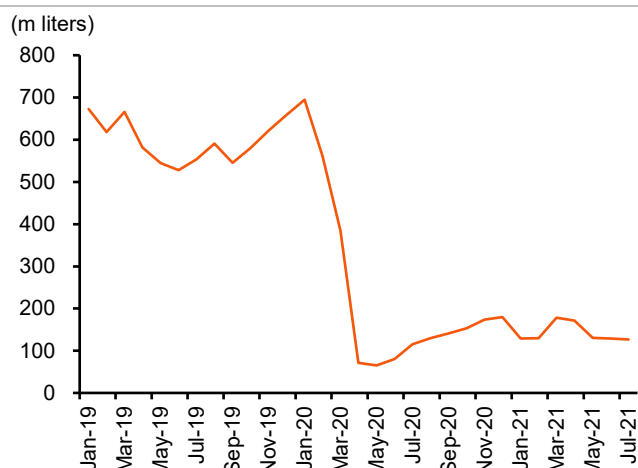
Ex 10: Natural Gas Consumption Hit By Lockdown In June And July (Latest Data)

Sources: DOEB, Thanachart

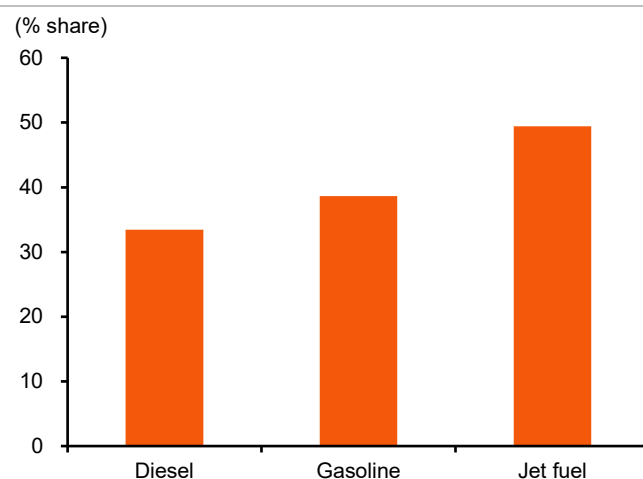
Note: Consumption excluding gas separation plants

Ex 11: Gasoline And Diesel Demand Took A Big Hit In July And Likely August As Well

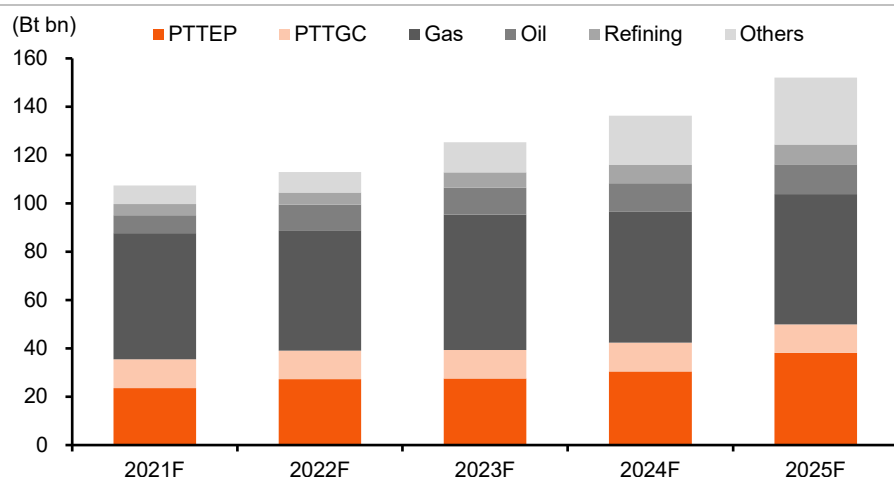
Sources: DOEB, Thanachart

Ex 12: Thailand Jet Fuel Sales Down 70% From Normal

Sources: DOEB, Thanachart

Ex 13: PTT Has Almost a 50% Share Of Jet Fuel Market

Sources: DOEB, Thanachart

Ex 14: PTT Net Profit Breakdown

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	101,111	110,092	109,204	109,931	107,205	108,007	107,979	105,150	105,003	105,279	105,074	-
Free cash flow	37,979	63,648	60,941	62,696	64,060	65,140	64,495	62,907	60,737	60,966	59,849	790,239
PV of free cash flow	36,369	55,929	49,129	46,381	42,819	39,818	36,044	32,150	28,387	26,058	24,761	326,941
Risk-free rate (%)	2.5%											
Market risk premium (%)	8.0%											
Beta	1.00											
WACC (%)	9.0%											
Terminal growth (%)	2.0%											
Enterprise value - add investments	744,786											
Net debt	129,972											
Minority interest	-											
Equity value	614,813											
# of shares (m)	28,563											
Equity value/sh (Bt)	22											

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Gas and other core operation	614,813	21.52	43%	DCF
Oil & retail	188,065	6.58	13%	EV/EBITDA
Upstream	326,592	11.43	23%	DCF
Refining & chemical	258,958	9.07	18%	DCF
Power	22,827	0.80	2%	DCF
Other investments	26,602	0.93	2%	Earnings multiples
Total equity value	1,437,860	50.34	100%	SOTP

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 16: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	77.4	20.9	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	14.1
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(10.0)	10.5	11.7	2.3	1.9	8.3	9.5	4.3	4.0	24.7	16.3
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(14.0)	5.1	5.9	1.1	1.0	5.5	7.0	6.9	6.2	24.1	16.9
IOCL	IOCL IN	India	129.5	8.3	7.0	6.4	1.0	0.9	6.6	6.1	7.3	7.4	14.6	13.9
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	22.8	35.0	28.5	2.6	2.1	21.8	16.3	0.3	0.3	8.6	7.8
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	92.9	36.1	18.7	1.4	1.3	9.8	8.9	0.7	1.2	4.4	7.6
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(12.2)	8.2	9.3	1.6	1.4	5.8	6.5	3.5	3.3	21.2	17.2
Petron	PCOR PM	Philippines	na	104.5	14.3	7.0	0.7	0.5	8.3	6.7	3.2	na	5.9	9.3
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(12.0)	17.5	19.8	2.5	2.4	10.7	11.5	4.4	3.9	15.9	15.1
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	na	na	24.5	0.8	0.8	8.8	6.9	0.0	2.2	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	150.3	2.1	2.1	37.8	21.5	0.0	0.3	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.6	14.0	12.8	1.0	1.0	8.9	8.1	4.3	4.7	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	(3.6)	11.8	16.5	14.8	3.4	3.0	7.5	7.1	3.0	3.4	21.5	21.4
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	11.1	11.3	0.9	0.9	6.8	6.6	5.4	5.3	8.5	8.0
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	118.2	1.3	1.3	21.4	15.8	0.0	0.3	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	3.0	23.4	15.3	12.4	0.9	0.9	6.4	5.2	3.4	4.0	5.9	7.1
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	6.1	25.1	23.7	0.9	0.8	17.1	17.8	1.8	1.9	3.4	3.6
Average			88.4	17.9	16.6	29.7	1.5	1.4	12.0	10.1	3.0	3.2	13.1	12.2
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(16.3)	7.4	8.8	0.5	0.5	3.5	3.6	6.3	5.5	6.4	5.4
Sinopec	386 HK	China	95.2	(4.7)	6.7	7.0	0.6	0.5	3.7	3.6	8.8	8.3	8.9	8.1
Total	FP	France	na	4.9	na	na	na	na	na	na	na	na	12.6	12.7
Eni	ENI IM	Italy	na	24.1	12.4	10.0	1.0	1.0	3.6	3.3	7.9	7.9	8.0	9.5
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	10.8	6.1	5.5	0.8	0.7	4.0	3.9	5.3	5.8	11.6	11.6
Repsol	REP SM	Spain	na	9.4	7.0	6.4	0.7	0.6	3.8	3.7	6.5	6.5	9.7	10.0
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	14.5	14.5	12.7	1.4	1.4	5.9	5.4	5.5	5.7	8.9	9.9
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	12.8	12.5	11.1	1.4	1.3	6.2	5.6	6.5	6.5	10.8	11.9
Conoco Phillips	COP US	USA	na	3.6	11.5	11.1	1.6	1.5	4.6	4.5	3.2	3.3	18.0	16.4
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	182.0	5.2	9.9	9.4	1.1	1.1	4.5	4.1	5.0	5.3	11.7	11.6
Average			138.6	6.4	9.8	9.1	1.0	1.0	4.4	4.2	6.1	6.1	10.7	10.7
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	189.9	15.6	15.0	12.9	1.6	1.5	4.8	4.3	1.8	2.0	11.2	11.9
Woodside	WPL AU	Australia	129.1	21.1	16.0	13.2	1.4	1.4	5.0	4.6	4.8	5.2	9.1	9.7
Suncor Energy	SU US	Canada	na	30.6	7.2	5.5	0.7	0.7	4.2	3.8	4.6	5.2	9.9	10.9
CNOOC	883 HK	Hong Kong	173.6	4.6	5.2	5.0	0.7	0.7	1.8	1.7	8.5	8.8	14.5	14.2
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	112.7	12.4	5.8	0.7	0.6	5.5	4.0	2.5	5.6	6.1	11.3
RIL	RIL IN	India	(0.6)	22.8	35.0	28.5	2.6	2.1	21.8	16.3	0.3	0.3	8.6	7.8
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	(10.5)	5.9	6.6	na	9.7	3.9	4.0	0.5	0.6	(108.1)	301.8
Devon Energy	DVN US	USA	na	38.2	10.1	7.3	3.1	1.9	4.9	4.0	3.7	6.0	32.6	29.9
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	68.1	15.8	11.7	10.1	1.1	1.1	3.7	3.4	5.1	5.9	9.9	11.0
Average			85.7	27.9	13.1	10.5	1.5	2.2	6.2	5.1	3.6	4.4	(0.7)	45.4

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 9 September 2021 closing prices

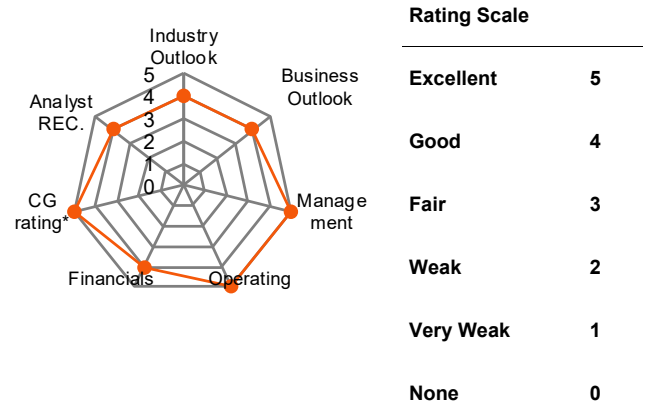
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทน้ำมันครบวงจร และมีหุ้นขนาดใหญ่ที่สุดในตลาดไทย ภาครัฐถือหุ้นใน PTT ทั้งโดยตรง และโดยอ้อม 66% ธุรกิจของ PTT สามารถแบ่งออกได้เป็น 7 กลุ่ม ได้แก่ 1) E&P ซึ่งดำเนินธุรกิจโดยบริษัทย่อย PTTEP ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65% 2) ปิโตรเคมี ซึ่งดำเนินธุรกิจโดย PTTGC 3) โรงกลั่น ซึ่งมีบริษัทในเครือทั้งหมด 5 แห่ง ซึ่ง 4 ใน 5 จัดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ TOP PTTAR IRPC และ BCP ขณะที่บริษัท ที่ไม่ได้อยู่ใน SET คือ SPRC 4) ถ่านหิน และไฟฟ้า 5) ท่อส่งก๊าซ และโรงแยกก๊าซ ซึ่งดำเนินธุรกิจโดย PTT เอง 6) ธุรกิจเทรดดิ้งน้ำมัน และ 7) International Trading

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นผู้จัดจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวในไทย
- ธุรกิจครบวงจร : upstream E&P ผลิตก๊าซ ปิโตรเคมี โรงกลั่น และค้าปลีก

O — Opportunity

- กระแสเงินสดอิสระที่แข็งแกร่งทำให้สามารถขยายตัวไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่ และต่างประเทศ
- ทำ M&As ภายในกลุ่ม เพื่อทำให้โครงสร้างธุรกิจแข็งแกร่ง
- ทำ M&As ในต่างประเทศ

W — Weakness

- PTT พึ่งพิงตลาดในประเทศเป็นส่วนใหญ่
- PTT ด้วยเป็นองค์กรของรัฐ จึงถูกควบคุมอย่างมาก และบริษัทฯ อาจต้องให้ดำเนินการเพื่อชาติ เช่น ให้การอุดหนุนราคาพลังงาน

T — Threat

- รัฐบาลจะอนุญาตให้บุคคลที่สามนำเข้า LPG และอาจส่งผลกระทบต่อความเป็นตัวแทนจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวของ PTT
- ประเทศไทยกำลังกระจายความเสี่ยงไปใช้พลังงานอื่นจากที่ใช้ก๊าซธรรมชาติสำหรับผลิตไฟฟ้า ซึ่งน่าจะส่งผลกระทบต่อการใช้ถ่านหิน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	48.70	50.00	3%
Net profit 21F (Bt m)	103,484	107,325	4%
Net profit 22F (Bt m)	110,832	112,935	2%
Consensus REC	BUY: 24	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการผลกำไรของเราในปี 2021-22F สอดคล้องกับตลาด
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาดเช่นกัน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าสมมติฐานของเราจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความต้องการก๊าซที่อ่อนแอกว่าที่คาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเราเช่นกัน
- มีความเสี่ยงจากการถดถอยและเคมีคอลสปอตที่ต่ำกว่าคาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,219,739	1,615,665	2,406,979	2,517,573	2,554,872
Cost of sales	1,967,529	1,437,093	2,114,656	2,204,143	2,228,129
Gross profit	252,210	178,572	292,322	313,430	326,743
% gross margin	11.4%	11.1%	12.1%	12.4%	12.8%
Selling & administration expenses	110,458	109,389	105,578	110,603	106,313
Operating profit	141,751	69,183	186,744	202,828	220,430
% operating margin	6.4%	4.3%	7.8%	8.1%	8.6%
Depreciation & amortization	133,204	139,880	150,052	159,981	166,214
EBITDA	274,955	209,063	336,796	362,809	386,644
% EBITDA margin	12.4%	12.9%	14.0%	14.4%	15.1%
Non-operating income	19,980	20,579	30,658	32,067	32,542
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(27,971)	(28,536)	(37,703)	(44,223)	(44,399)
Pre-tax profit	133,760	61,225	179,699	190,671	208,573
Income tax	32,989	25,166	35,940	38,134	41,715
After-tax profit	100,771	36,059	143,759	152,537	166,859
% net margin	4.5%	2.2%	6.0%	6.1%	6.5%
Shares in affiliates' Earnings	6,008	4,178	2,541	2,547	2,554
Minority interests	(29,141)	(2,184)	(38,974)	(42,149)	(44,148)
Extraordinary items	15,313	(287)	0	0	0
NET PROFIT	92,951	37,766	107,325	112,935	125,265
Normalized profit	77,638	38,053	107,325	112,935	125,265
EPS (Bt)	3.3	1.3	3.8	4.0	4.4
Normalized EPS (Bt)	2.7	1.3	3.8	4.0	4.4

We expect 8% EPS CAGR
in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	717,099	720,930	865,293	885,183	891,332
Cash & cash equivalent	330,806	416,921	416,921	416,921	416,921
Account receivables	167,641	110,528	164,662	172,227	174,779
Inventories	152,126	129,779	190,968	199,049	201,215
Others	66,526	63,703	92,743	96,986	98,417
Investments & loans	87,657	85,312	73,312	73,312	73,312
Net fixed assets	1,294,979	1,292,717	1,428,748	1,490,854	1,482,826
Other assets	387,230	445,224	623,913	644,846	648,780
Total assets	2,486,965	2,544,183	2,991,266	3,094,194	3,096,249
LIABILITIES:					
Current liabilities:	379,785	298,026	469,828	483,324	463,250
Account payables	160,669	108,189	159,198	165,935	167,741
Bank overdraft & ST loans	44,441	4,223	42,876	41,444	35,939
Current LT debt	50,440	73,778	122,196	118,114	102,426
Others current liabilities	124,236	111,837	145,558	157,831	157,145
Total LT debt	562,746	664,732	692,445	669,315	580,414
Others LT liabilities	243,394	295,579	437,961	450,505	451,671
Total liabilities	1,185,925	1,258,338	1,600,234	1,603,143	1,495,336
Minority interest	422,436	403,805	442,779	484,928	529,076
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)
Retained earnings	873,117	873,383	939,595	997,465	1,063,180
Shareholders' equity	878,604	882,040	948,253	1,006,123	1,071,838
Liabilities & equity	2,486,965	2,544,183	2,991,266	3,094,194	3,096,249

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	133,760	61,225	179,699	190,671	208,573
Tax paid	(49,340)	(36,073)	(24,506)	(37,779)	(40,720)
Depreciation & amortization	133,204	139,880	150,052	159,981	166,214
Chg In working capital	9,335	26,980	(64,313)	(8,910)	(2,912)
Chg In other CA & CL / minorities	(32,924)	(16,034)	(5,530)	10,222	(558)
Cash flow from operations	194,035	175,977	235,401	314,185	330,597
Capex	(314,009)	(137,617)	(281,104)	(217,092)	(153,177)
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	(40,987)	(13,084)	(7,476)
Cash flow from investments	(337,709)	(149,909)	(309,073)	(230,476)	(160,953)
Debt financing	129,304	94,377	114,784	(28,644)	(110,094)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(81,351)	(51,624)	(41,113)	(55,065)	(59,550)
Warrants & other surplus	(8,079)	17,295	0	0	0
Cash flow from financing	39,874	60,047	73,671	(83,709)	(169,643)
Free cash flow	(119,973)	38,360	(45,703)	97,093	177,420

Free cash flows to improve in 2022-23F on lower capex

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	13.7	28.0	9.9	9.4	8.5
Normalized PE - at target price (x)	18.4	37.5	13.3	12.6	11.4
PE (x)	11.4	28.2	9.9	9.4	8.5
PE - at target price (x)	15.4	37.8	13.3	12.6	11.4
EV/EBITDA (x)	5.1	6.6	4.5	4.1	3.5
EV/EBITDA - at target price (x)	6.4	8.4	5.5	5.1	4.5
P/BV (x)	1.2	1.2	1.1	1.1	1.0
P/BV - at target price (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
P/CFO (x)	5.5	6.0	4.5	3.4	3.2
Price/sales (x)	0.5	0.7	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	5.4	2.7	5.0	5.3	5.9
FCF Yield (%)	(11.3)	3.6	(4.3)	9.1	16.7
(Bt)					
Normalized EPS	2.7	1.3	3.8	4.0	4.4
EPS	3.3	1.3	3.8	4.0	4.4
DPS	2.0	1.0	1.9	2.0	2.2
BV/share	30.8	30.9	33.2	35.2	37.5
CFO/share	6.8	6.2	8.2	11.0	11.6
FCF/share	(4.2)	1.3	(1.6)	3.4	6.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks highly attractive to us

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.0)	(27.2)	49.0	4.6	1.5
Net profit (%)	(22.3)	(59.4)	184.2	5.2	10.9
EPS (%)	(22.3)	(59.4)	184.2	5.2	10.9
Normalized profit (%)	(31.5)	(51.0)	182.0	5.2	10.9
Normalized EPS (%)	(31.5)	(51.0)	182.0	5.2	10.9
Dividend payout ratio (%)	61.5	75.6	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	11.4	11.1	12.1	12.4	12.8
Operating margin (%)	6.4	4.3	7.8	8.1	8.6
EBITDA margin (%)	12.4	12.9	14.0	14.4	15.1
Net margin (%)	4.5	2.2	6.0	6.1	6.5
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	5.1	2.4	5.0	4.6	5.0
Interest coverage - EBITDA (x)	9.8	7.3	8.9	8.2	8.7
ROA - using norm profit (%)	3.2	1.5	3.9	3.7	4.0
ROE - using norm profit (%)	8.9	4.3	11.7	11.6	12.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.5	4.1	15.7	15.6	16.1
- asset turnover (x)	0.9	0.6	0.9	0.8	0.8
- operating margin (%)	7.3	5.6	9.0	9.3	9.9
- leverage (x)	2.8	2.9	3.0	3.1	3.0
- interest burden (%)	82.7	68.2	82.7	81.2	82.4
- 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	12.4	11.7	12.4
NOPAT (Bt m)	106,791	40,745	149,395	162,262	176,344
invested capital (Bt m)	1,205,425	1,207,853	1,388,849	1,418,075	1,373,696

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 101 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2110A, AMAT16C2112A, AOT16C2109A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BCH16C2109A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCPG16C2111A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, BH16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CBG16C2201A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2109A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2112A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GULF16C2112A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JMART16C2111A, JMT16C2110A, JMT16C2112A, KBAN16C2109A, KBAN16C2111A, KBAN16C2112A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, MEGA16C2112A, MINT16C2109A, MINT16C2112A, MTC16C2109A, MTC16C2112A, OR16C2109A, OR16C2112A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2112A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RS16C2109A, RS16C2112A, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016C2109C, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2109A, S5016P2109B, S5016P2112A, S5016P2112B, SAWA16C2112A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCC16C2112A, SCGP16C2109A, STA16C2112A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2109A, TOP16C2112A, TU16C2110A, TU16C2111A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRI, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทย่อยสิทธิ 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 นิजारุน, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 วิชนันท์ 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 ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี 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