

Thailand Energy Sector

การประเมินความมั่นคงด้านพลังงานของประเทศไทย

Sector Valuation		Current price	Target price	Market Cap	Norm EPS grw		Norm PE		P/BV		Div. yield		
Company	BBG Code				Rec.	(Bt)	(Bt)	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
Banpu Pcl	BANPU TB	BUY	12.40	20.00	1,860	na	21.5	7.8	6.4	1.1	1.0	4.8	6.2
PTT Pcl	PTT TB	BUY	39.00	50.00	32,928	182.0	5.2	10.4	9.9	1.2	1.1	4.8	5.1
Energy Absolute Pcl	EA TB	BUY	61.25	95.00	6,753	15.3	32.6	38.7	29.1	7.1	6.0	0.8	1.0
Stark Corporation Pcl	STARK TB	BUY	5.00	5.00	1,760	57.5	39.3	46.0	33.0	15.9	12.5	1.1	1.5

Source: Thanachart estimates, Based on 30 September 2021 closing prices

เราได้พิจารณาถึงความมั่นคงด้านพลังงานของประเทศไทย แม้ว่าความเสี่ยงในระยะสั้นจะมีจำกัด แต่เราเห็นความท้าทายในระยะยาวจากการจัดหาก๊าซธรรมชาติ เราแนะนำ BANPU และ PTT สำหรับการเติบโตในอิมพี สำหรับหุ้นสาธารณูปโภคและที่เกี่ยวข้อง เราแนะนำ EA และ STARK

การจัดหาก๊าซในระยะยาวเผชิญกับความท้าทายครั้งใหญ่

แม้ว่าประเทศไทยจะมีอุปทานพลังงานที่มั่นคงในระยะใกล้ แต่เราเห็นความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นจากการพึ่งพาก๊าซธรรมชาติอย่างมากและความจำเป็นในการนำเข้า LNG มากขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเพื่อทดแทนอุปทานภายในประเทศทั้งหมดลง ภายในปี 2037F การนำเข้า LNG จะมีสัดส่วนเกือบ 70% ของอุปทานก๊าซของประเทศไทย เทียบกับเพียง 17% ในปี 2021F เราเชื่อว่าการเปลี่ยนแปลงนี้จะเป็นประโยชน์ต่อ PTT และผู้ผลิตต้นน้ำ เช่น BANPU ในเวลาเดียวกัน การเติบโตของพอร์ตพลังงานทดแทนและแนวโน้มสู่สมาร์ตกริดอาจสร้างโอกาสสำหรับ EA และ STARK

เพิ่มประสิทธิภาพและพลังงานทดแทนมากขึ้น

สองวิธีที่ประเทศไทยจัดการกับการพึ่งพาก๊าซคือการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตและเพิ่มสัดส่วนของพลังงานทดแทน ประเทศไทยเป็นหนึ่งในประเทศที่มีการดำเนินการในเชิงรุกมากที่สุดในการทดแทนโรงไฟฟ้าเก่า ซึ่งช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน เนื่องจากเครื่องผลิตไฟฟ้ากังหันก๊าซรุ่นใหม่มีประสิทธิภาพมากกว่ารุ่นเก่ามาก นอกจากนี้ประเทศไทยยังมีแผนที่จะขยายพอร์ตพลังงานทดแทนอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจทำให้สัดส่วนพลังงานทดแทนเพิ่มขึ้นมากถึง 50% ในอีก 16 ปีข้างหน้า

The old-guard picks: BANPU และ PTT

ในบรรดาหุ้นพลังงานดั้งเดิม เราเชื่อว่า BANPU และ PTT อยู่ในสถานะที่ดีที่จะได้รับประโยชน์จากอุปทานพลังงานทั่วโลกที่ตึงตัวมากขึ้น BANPU ดำเนินธุรกิจทั้งถ่านหินและก๊าซ และมีแนวโน้มที่จะมีกำไรที่เติบโตอย่างมีนัยสำคัญในปี 2022-23F สำหรับ PTT เราเชื่อว่าบทบาทของ PTT ในการเป็นผู้จัดหาพลังงานของประเทศไทยจะแข็งแกร่งขึ้นไม่อ่อนแอตามความท้าทายที่เพิ่มขึ้น แม้ว่าจะไม่เป็นผู้ผลิตก๊าซรายเดียวอีกต่อไป แต่เราเชื่อว่าก๊าซธรรมชาติส่วนใหญ่ที่ประเทศไทยบริโภคจะถูกจัดหาโดย PTT นอกจากนี้เรายังเชื่อว่า PTT จะยังคงได้รับผลกำไรที่แข็งแกร่งจากโครงสร้างพื้นฐานด้านก๊าซ (สถานีรับ - จ่าย ก๊าซธรรมชาติเหลว, ท่อส่งก๊าซ)

หุ้นที่กำลังมาแรง: EA และ STARK

เรามองว่า EA เป็นผู้ได้ประโยชน์หลักจากแผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย PDP2022 ฉบับใหม่ที่กำลังจะมีขึ้น โดยมีทั้งพลังงานทดแทนและการจัดเก็บพลังงานซึ่งน่าจะเป็นสิ่งที่แผนให้ความสำคัญ นอกจากนี้เรายังชอบ STARK ซึ่งเป็นผู้ผลิตสายไฟและสายเคเบิลที่ใหญ่ที่สุดในอุตสาหกรรมไฟฟ้าในอาเซียน เนื่องจากน่าจะได้ประโยชน์จากการลงทุนของรัฐบาลไทยและเวียดนามในการขยายและยกระดับระบบส่งไฟฟ้า



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

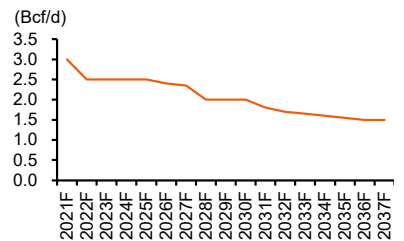
chak.reu@thanachartsec.co.th

NUTTAPOP PRASITSUKSANT

662-483-8296

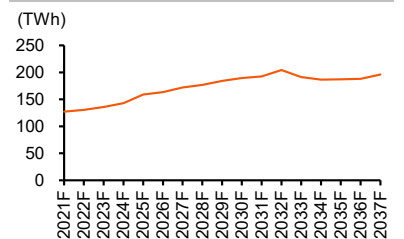
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Domestic Gas Production



Sources: PDP2018 rev.1; Thanachart estimates

Gas-fired Generation

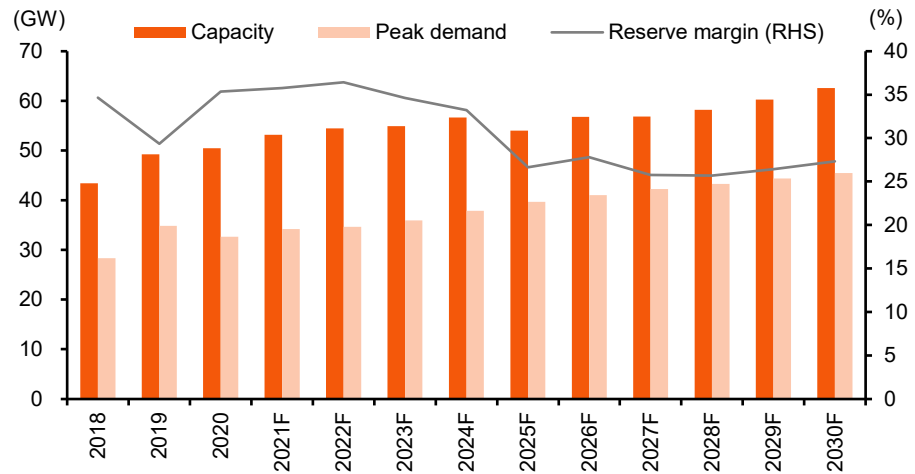


Sources: PDP2018 rev.1; Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

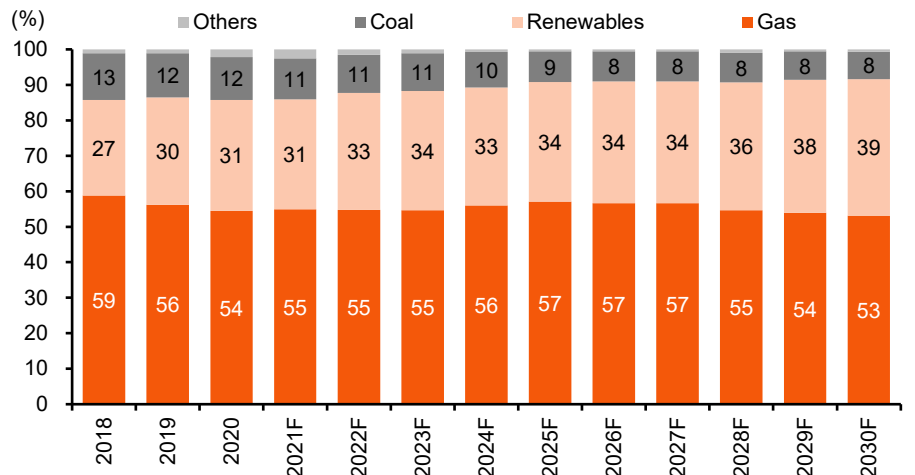


Ex 1: Thailand's Electricity Capacity Still Has Plenty Of Reserves



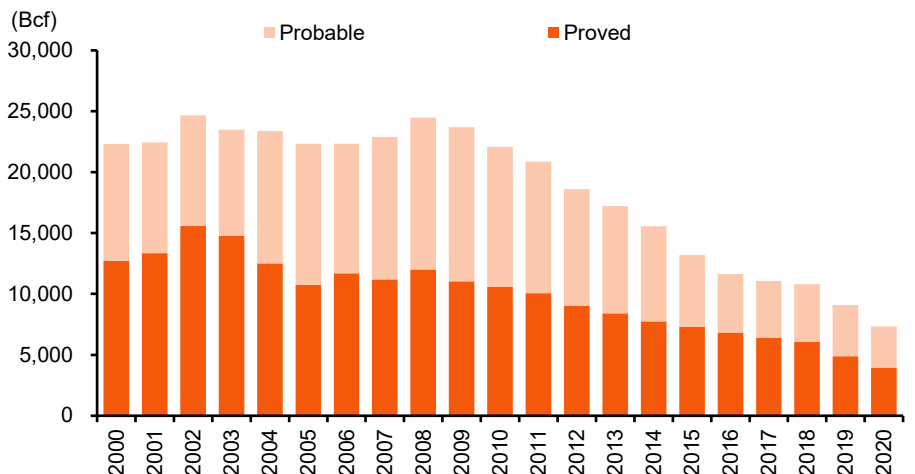
Sources: PDP2018 rev.1, Thanachart estimates

Ex 2: Heavy Reliance On Natural Gas Unlikely To Change Despite Growth In Renewables



Sources: PDP2018 rev.1, Thanachart estimates

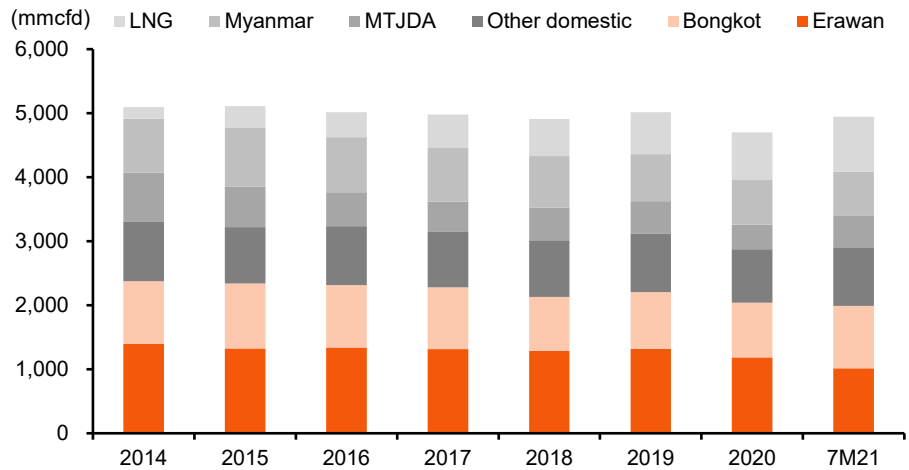
Ex 3: Thailand's Natural Gas Reserves Have Been Declining



Sources: DMF

Note: Probable reserve figure for 2020 is not yet available; in the chart above we assume it declined in proportion to proved reserves.

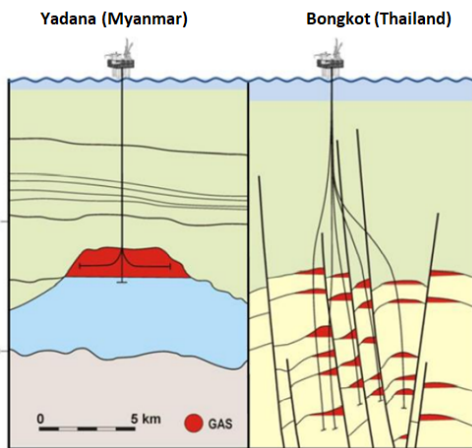
Ex 4: Thailand's Natural Gas Supply



Sources: EPPO

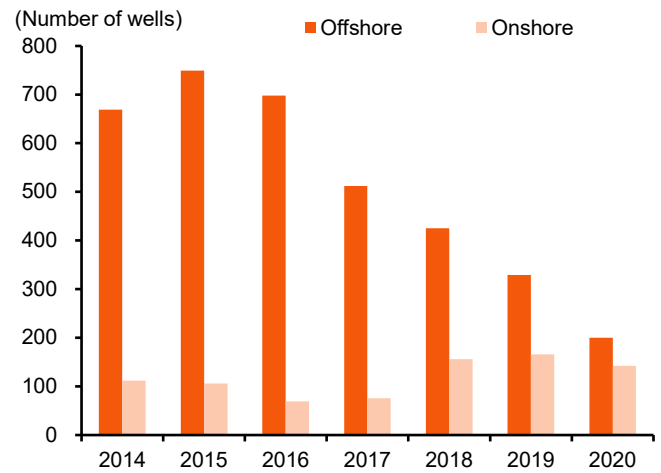
Note: Bongkot includes both Bongkot and Bongkot South fields

Ex 5: Reservoir Schematics



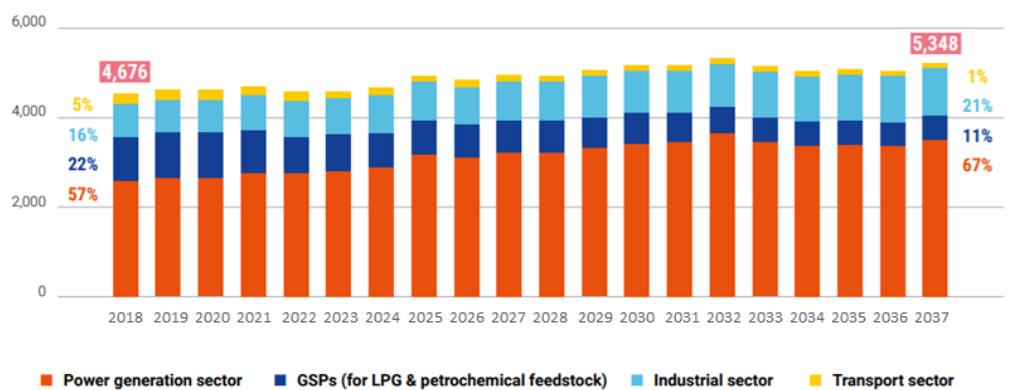
Sources: DMF

Ex 6: Number Of Production Wells Drilled In Thailand



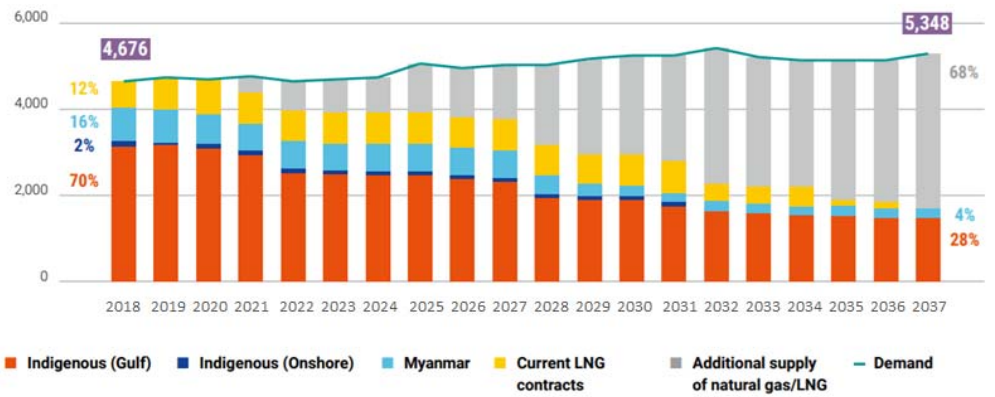
Sources: DMF

Ex 7: Thailand's Projected Gas Demand By Sector



Sources: Gas Plan 2018

Ex 8: Thailand Will Need To Import Significantly More LNG In The Next 15 Years



Sources: Gas Plan 2018

Ex 9: PTT's Existing Long-Term LNG Contracts

Supplier	Volume	Duration
Qatar	2.0	2015-2035
Shell	1.0	2017-2032
BP	1.0	2017-2032
Petronas	1.2	2017-2032
Total	5.2	

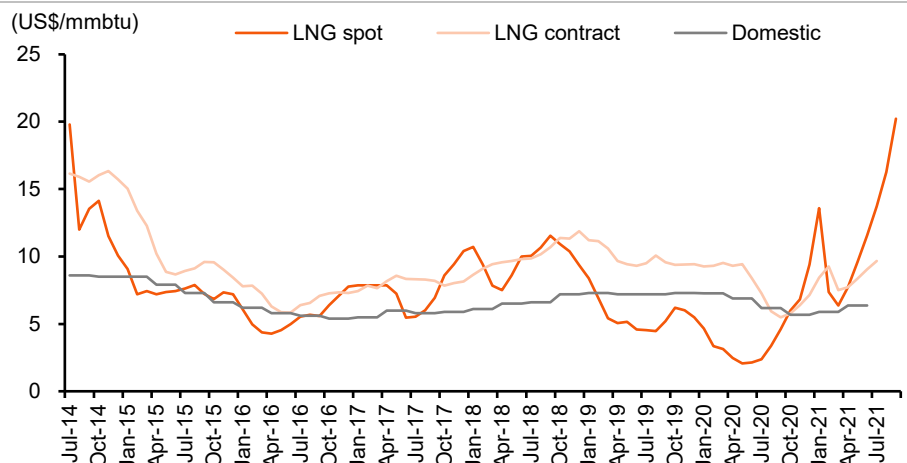
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Power Companies' LNG Import Quotas

	(m tpa)
EGAT	1.8
GULF	0.3
HKH	1.4
BGRIM	1.2
EGCO	0.2
Total	4.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

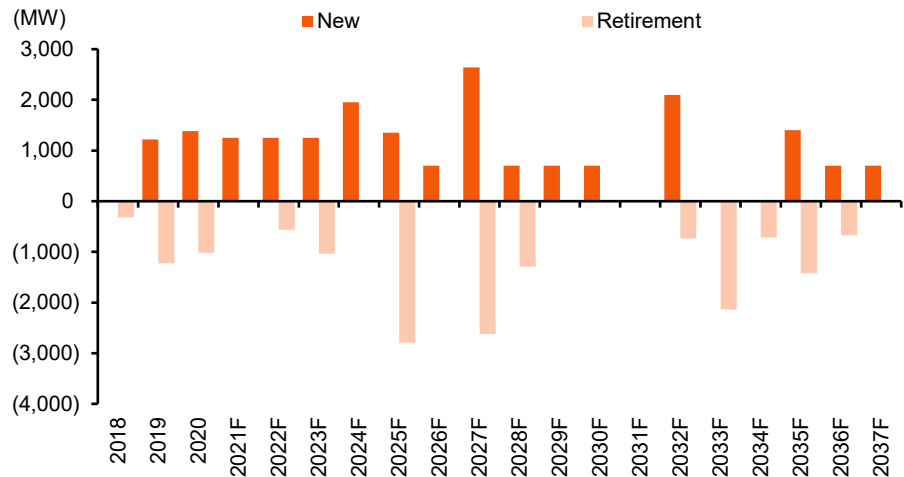
Ex 11: Thailand Domestic Gas Prices Have Always Been More Stable Than LNG Prices



Sources: Bloomberg, PTT, Thanachart estimates

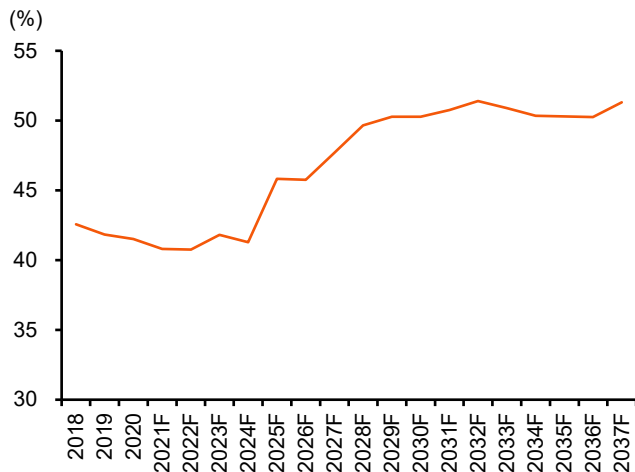
Note: LNG spot based on Japan-Korea Marker; LNG contract price based on Japan crude cocktail linked.

Ex 12: Thailand Is Aggressive In Replacing Old Gas-Fired Power Plants With New Ones



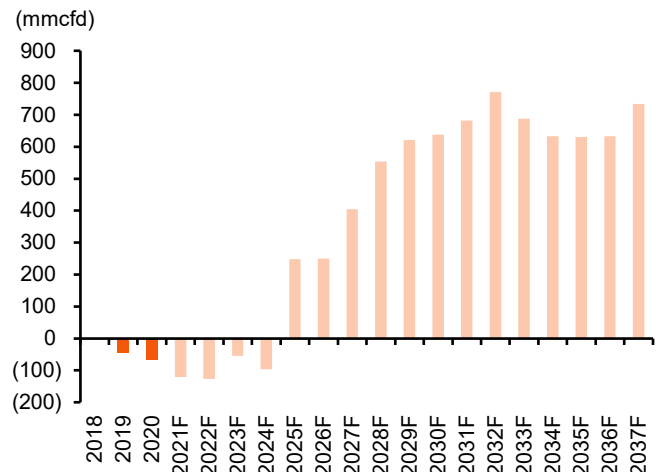
Sources: PDP2018 rev.1, Thanachart estimates

Ex 13: Thailand's Gas-Fired Fleet Efficiency



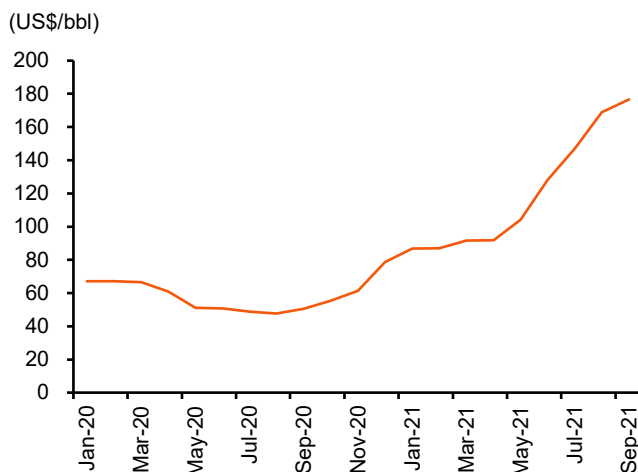
Sources: PDP2018 rev.1, Thanachart estimates

Ex 14: Amount Of Gas Saved Due To Higher Efficiency



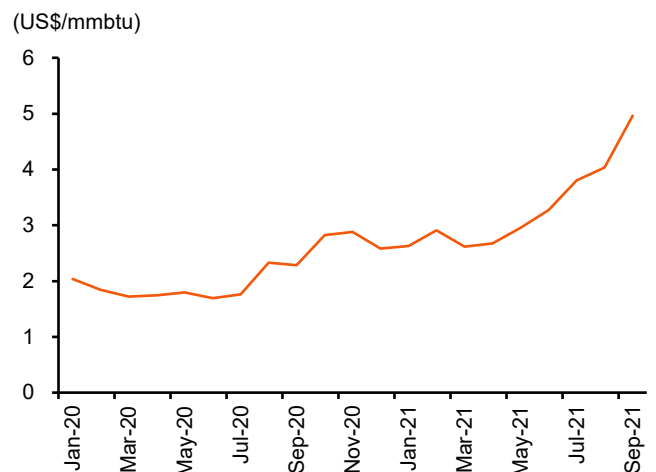
Sources: PDP2018 rev.1, Thanachart estimates

Ex 15: NEX Coal Price



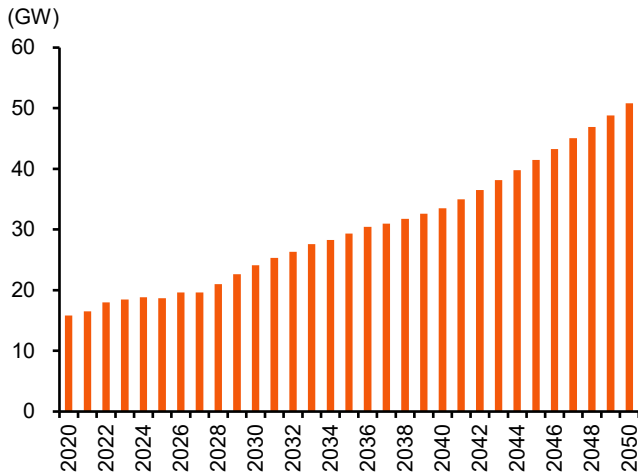
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: Natural Gas Price At Henry Hub



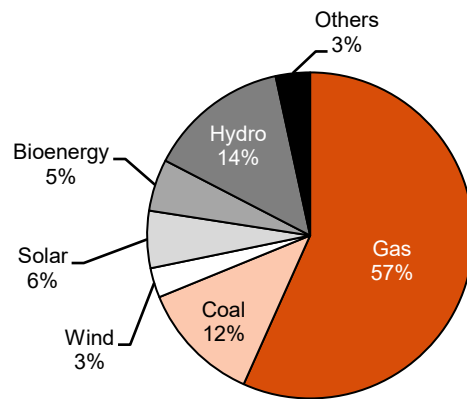
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 17: Renewable Capacity To Meet RE50@50 Target



Sources: ERC, Thanachart estimates

Ex 18: Sources Of Thai Electricity Generation (2021)



Sources: ERC, EGAT

Ex 19: Our Energy Sector Coverage

	Rating	Current	Target	Up/down	Market	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITD		P/BV		Yield		ROE		Net D/E	
		price	price	side		cap	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F
		(Bt)	(Bt)	(%)	(US\$ m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)
BANPU	BUY	12.40	20.00	61.3	1,860	na	21.5	7.8	6.4	5.5	5.0	1.1	1.0	4.8	6.2	14.4	15.8	1.2	1.1
BCP	SELL	27.50	21.00	(23.6)	1,119	na	na	na	25.2	9.0	7.0	0.8	0.8	0.0	2.2	na	3.2	0.6	0.6
ESSO	SELL	8.20	6.90	(15.9)	839	na	na	na	150.3	37.8	21.5	2.1	2.1	0.0	0.3	na	1.4	2.2	1.9
IRPC	BUY	4.16	5.10	22.6	2,513	na	9.6	14.9	13.6	9.2	8.4	1.1	1.0	4.0	4.4	7.4	7.8	0.8	0.7
IVL	BUY	44.50	52.00	16.9	7,385	169.1	(0.9)	14.4	14.6	8.5	9.2	1.8	1.7	2.4	2.4	13.0	11.9	1.2	1.4
PTG	BUY	16.20	22.00	35.8	800	(3.6)	11.8	15.1	13.5	7.2	6.8	3.1	2.7	3.3	3.7	21.5	21.4	2.5	2.4
PTT	BUY	39.00	50.00	28.2	32,928	182.0	5.2	10.4	9.9	4.6	4.2	1.2	1.1	4.8	5.1	11.7	11.6	0.3	0.3
PTTEP	BUY	117.50	140.00	19.1	13,789	68.1	15.8	13.0	11.2	4.1	3.7	1.3	1.2	4.6	5.4	9.9	11.0	0.2	0.2
PTTGC	BUY	63.25	86.00	36.0	8,430	219.4	(1.2)	11.7	11.8	7.0	6.9	1.0	0.9	5.1	5.1	8.5	8.0	0.2	0.1
SPRC	SELL	9.85	7.20	(26.9)	1,262	na	na	na	127.9	23.0	17.0	1.4	1.4	0.0	0.3	na	1.1	0.1	0.0
SUSCO	BUY	3.18	4.80	50.9	103	3.0	23.4	14.9	12.1	6.3	5.1	0.9	0.8	3.4	4.1	5.9	7.1	0.3	0.2
TOP	SELL	52.25	48.00	(8.1)	3,151	na	6.1	26.5	25.0	17.5	18.2	0.9	0.9	1.7	1.8	3.4	3.6	1.0	1.2

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 20: Our Utilities Sector Coverage

	Rating	Current	Target	Up/down	Market	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITD		P/BV		Yield		ROE		Net D/E	
		price	price	side		cap	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F
		(Bt)	(Bt)	(%)	(US\$ m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)
ACE	SELL	3.64	3.40	(6.6)	1,095	9.8	26.4	25.4	20.1	18.8	16.4	2.9	2.6	1.6	2.0	11.7	13.7	0.3	0.8
BCPG	SELL	13.70	13.50	(1.5)	1,098	(13.2)	3.3	19.8	19.2	17.1	17.5	1.7	1.6	2.3	2.3	9.2	8.5	0.7	1.0
BGRIM	BUY	41.00	54.00	31.7	3,159	8.0	25.3	37.1	29.6	13.6	13.0	3.7	3.4	1.3	1.7	10.2	12.0	1.9	2.2
BPP	BUY	17.70	22.50	27.1	1,595	10.2	12.4	14.7	13.1	211.0	158.8	1.3	1.2	4.1	4.6	8.8	9.5	0.2	0.2
CKP	BUY	5.40	7.50	38.9	1,298	418.6	8.2	21.5	19.9	19.2	18.6	1.7	1.7	1.9	2.5	8.3	8.5	0.5	0.5
EA	BUY	61.25	95.00	55.1	6,753	15.3	32.6	38.7	29.1	23.0	17.7	7.1	6.0	0.8	1.0	19.7	22.3	1.2	0.9
EGCO	BUY	174.00	320.00	83.9	2,708	17.9	11.1	8.6	7.7	17.9	15.9	0.8	0.8	4.0	4.3	10.1	10.5	0.7	0.5
GPSC	BUY	75.50	92.00	21.9	6,293	20.3	16.7	23.6	20.2	15.1	14.0	2.0	1.9	2.5	3.0	8.6	9.6	0.9	0.9
GULF	HOLD	41.50	40.00	(3.6)	14,393	88.0	37.4	55.4	40.3	40.8	32.2	7.2	6.7	1.1	1.5	13.4	17.3	2.6	2.7
GUNKUL	BUY	4.86	5.75	18.3	1,276	66.7	26.8	18.5	14.6	19.0	15.9	3.3	2.9	3.0	4.1	18.2	21.2	1.3	1.2
RATCH	BUY	45.25	76.00	68.0	1,939	25.2	2.8	9.6	9.3	17.5	16.1	1.0	1.0	5.7	6.4	11.0	10.8	0.5	0.5
TPCH	BUY	10.90	16.00	46.8	129	52.4	23.3	11.4	9.3	8.8	7.5	1.3	1.2	2.6	3.2	12.3	13.8	1.2	1.0
WHAUP	BUY	4.22	5.00	18.5	477	47.9	24.5	13.6	10.9	30.6	26.2	1.3	1.2	4.4	5.5	9.6	11.5	0.9	0.9
STARK	BUY	5.00	5.00	0.0	1,760	57.5	39.3	46.0	33.0	25.8	20.1	15.9	12.5	1.1	1.5	39.6	42.3	1.8	1.3

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

Ex 21: Energy Sector Valuation Comparison

		BANPU	BCP	ESSO	IRPC	IVL	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	SPRC	SUSCO	TOP	Industry
Rating		BUY	SELL	SELL	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	SELL	BUY	SELL	
Target price (Bt)	Thanachart	20.00	21.00	6.90	5.10	52.00	22.00	50.00	140.00	86.00	7.20	4.80	48.00	
	Consensus	13.30	31.50	7.70	4.20	55.00	22.00	48.00	139.00	74.00	10.40	3.90	55.00	
Consensus rec.	BUY	6	10	3	12	18	11	24	22	20	12	3	13	
	HOLD	4	4	1	10	4	1	3	6	7	4	0	6	
	SELL	4	1	4	3	0	0	0	1	1	3	0	8	
Sales (Bt m)	2020	71,332	136,450	126,672	174,463	331,513	104,666	1,615,665	160,401	329,291	130,163	16,673	247,913	3,445,201
	2021F	103,657	180,768	193,882	216,968	462,566	140,273	2,406,979	194,953	405,575	134,892	21,270	334,234	4,796,016
	2022F	111,621	202,438	195,433	217,647	479,115	151,626	2,517,573	221,410	412,951	144,439	25,030	347,136	5,026,420
	2023F	108,009	206,659	198,200	221,898	493,825	159,903	2,554,872	220,047	416,521	148,569	27,830	357,943	5,114,277
Norm profits (Bt m)	2020	(4,122)	(4,450)	(7,911)	(6,506)	6,433	1,857	38,053	21,397	7,634	(1,421)	218	(10,708)	40,472
	2021F	10,111	(77)	(896)	5,721	17,307	1,790	107,325	35,968	24,384	(269)	219	4,020	205,603
	2022F	13,044	1,502	189	6,271	17,156	2,001	112,935	41,656	24,098	334	264	4,267	223,715
	2023F	11,744	2,037	2,264	6,344	16,672	2,069	125,265	42,151	24,120	1,277	302	6,540	240,783
Sales growth (%)	2020	(16.8)	(28.4)	(25.2)	(27.1)	(6.0)	(13.0)	(27.2)	(16.0)	(20.2)	(22.9)	(40.4)	(31.9)	(22.9)
	2021F	45.3	32.5	53.1	24.4	39.5	34.0	49.0	21.5	23.2	3.6	27.6	34.8	32.4
	2022F	7.7	12.0	0.8	0.3	3.6	8.1	4.6	13.6	1.8	7.1	17.7	3.9	6.8
	2023F	(3.2)	2.1	1.4	2.0	3.1	5.5	1.5	(0.6)	0.9	2.9	11.2	3.1	2.5
Norm EPS growth (%)	2020	na	na	na	na	(46.4)	19.0	(51.0)	(56.2)	(6.5)	na	(42.6)	na	(30.6)
	2021F	na	na	na	na	169.1	(3.6)	182.0	68.1	219.4	na	3.0	na	106.3
	2022F	21.5	na	na	9.6	(0.9)	11.8	5.2	15.8	(1.2)	na	23.4	6.1	10.2
	2023F	(10.0)	35.6	1,098.7	1.2	(2.8)	3.4	10.9	1.2	0.1	282.3	14.5	53.3	124.0
Operating margin (%)	2020	(5.0)	(2.1)	(7.9)	(4.1)	3.0	2.9	4.3	27.7	1.8	(2.2)	1.3	(4.0)	1.3
	2021F	20.1	0.9	(0.5)	3.1	6.3	2.7	7.8	30.8	6.6	(0.6)	1.2	1.2	6.6
	2022F	22.9	1.7	0.1	3.5	6.0	2.6	8.1	32.9	6.1	(0.2)	1.3	1.5	7.2
	2023F	20.1	1.9	1.4	3.4	5.9	2.5	8.6	33.2	5.9	0.6	1.3	2.4	7.3
ROE (%)	2020	(6.7)	(9.1)	(43.4)	(8.2)	5.0	25.6	4.3	6.0	2.7	(4.8)	5.8	(9.1)	(2.7)
	2021F	14.4	(0.2)	(6.4)	7.4	13.0	21.5	11.7	9.9	8.5	(0.9)	5.9	3.4	7.3
	2022F	15.8	3.2	1.4	7.8	11.9	21.4	11.6	11.0	8.0	1.1	7.1	3.6	8.7
	2023F	13.1	4.3	15.7	7.7	10.7	19.9	12.1	10.6	7.8	4.0	7.8	5.3	9.9
Dividend yield (%)	2020	2.0	1.5	0.0	1.4	1.6	3.1	2.6	3.6	1.6	0.0	3.5	1.3	1.8
	2021F	4.8	0.0	0.0	4.0	2.4	3.3	4.8	4.6	5.1	0.0	3.4	1.7	2.9
	2022F	6.2	2.2	0.3	4.4	2.4	3.7	5.1	5.4	5.1	0.3	4.1	1.8	3.4
	2023F	5.6	3.0	4.0	5.2	2.3	3.8	5.6	5.4	5.1	1.2	4.7	2.8	4.1
P/BV (x)	2020	1.2	0.8	2.0	1.1	2.0	3.4	1.3	1.3	1.0	1.6	0.9	0.9	1.5
	2021F	1.1	0.8	2.1	1.1	1.8	3.1	1.2	1.3	1.0	1.4	0.9	0.9	1.4
	2022F	1.0	0.8	2.1	1.0	1.7	2.7	1.1	1.2	0.9	1.4	0.8	0.9	1.3
	2023F	0.9	0.8	1.9	1.0	1.6	2.5	1.0	1.1	0.9	1.3	0.8	0.9	1.2
Norm PE (x)	2020	na	na	na	na	38.8	14.6	29.3	21.8	37.4	na	15.3	na	26.2
	2021F	7.8	na	na	14.9	14.4	15.1	10.4	13.0	11.7	na	14.9	26.5	14.3
	2022F	6.4	25.2	150.3	13.6	14.6	13.5	9.9	11.2	11.8	127.9	12.1	25.0	35.1
	2023F	7.1	18.6	12.5	13.4	15.0	13.1	8.9	11.1	11.8	33.5	10.5	16.3	14.3
EV/EBITDA (x)	2020	21.5	19.8	na	75.4	14.2	6.0	6.9	4.2	14.2	na	6.0	na	18.7
	2021F	5.5	9.0	37.8	9.2	8.5	7.2	4.6	4.1	7.0	23.0	6.3	17.5	11.6
	2022F	5.0	7.0	21.5	8.4	9.2	6.8	4.2	3.7	6.9	17.0	5.1	18.2	9.4
	2023F	4.9	6.3	10.5	8.2	8.8	6.6	3.7	3.6	6.7	11.0	4.5	14.8	7.5
Net D/E (x)	2020	1.6	0.7	1.9	0.7	1.3	1.1	0.3	(0.0)	0.3	0.3	0.0	0.6	0.7
	2021F	1.2	0.6	2.2	0.8	1.2	2.5	0.3	0.2	0.2	0.1	0.3	1.0	0.9
	2022F	1.1	0.6	1.9	0.7	1.4	2.4	0.3	0.2	0.1	0.0	0.2	1.2	0.8
	2023F	0.9	0.5	1.6	0.6	1.2	2.3	0.2	0.2	0.1	(0.1)	0.1	1.2	0.7

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 22: Utilities Sector Valuation Comparison

		ACE	BCPG	BGRIM	BPP	CKP	EA	EGCO	GPSC	GULF	GUNKUL	RATCH	STARK	Industry
Rating		SELL	SELL	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	
Target price (Bt)	Thanachart	3.40	13.50	54.00	22.50	7.50	95.00	320.00	92.00	40.00	5.75	76.00	5.00	
	Consensus	4.46	15.90	55.00	22.15	6.55	70.00	233.00	91.00	42.13	5.40	50.50	5.40	
Consensus rec.	BUY	3	5	17	5	5	6	9	14	11	3	5	3	
	HOLD	1	3	2	3	1	2	4	4	4	2	4	0	
	SELL	1	0	0	2	0	1	0	1	1	0	3	0	
Sales (Bt m)	2020	5,858	4,231	44,087	5,506	6,695	17,080	33,578	69,578	32,827	6,539	34,206	16,858	277,042
	2021F	5,736	4,818	45,635	6,091	8,642	25,342	33,846	74,192	52,892	8,048	38,906	20,194	324,341
	2022F	6,980	5,285	52,003	6,196	8,821	41,384	33,921	72,564	81,004	9,088	38,795	23,281	379,321
	2023F	8,937	4,618	57,188	6,190	8,923	51,815	33,516	80,104	110,009	10,832	38,152	26,584	436,869
Norm profits (Bt m)	2020	1,327	1,900	2,670	3,329	394	5,127	9,080	7,509	4,416	1,399	5,451	1,095	43,697
	2021F	1,457	2,280	2,882	3,668	2,043	5,911	10,707	9,033	8,788	2,332	6,827	1,726	57,653
	2022F	1,843	2,355	3,613	4,123	2,210	7,839	11,894	10,545	12,078	2,958	7,021	2,404	68,883
	2023F	2,405	1,830	4,384	4,389	2,207	10,941	10,422	12,772	16,123	3,968	7,071	3,079	79,591
Sales growth (%)	2020	15.9	23.5	(0.1)	(3.2)	(20.1)	14.7	(10.5)	4.5	9.3	18.4	(10.8)	46.2	7.3
	2021F	(2.1)	13.9	3.5	10.6	29.1	48.4	0.8	6.6	61.1	23.1	13.7	19.8	19.0
	2022F	21.7	9.7	14.0	1.7	2.1	63.3	0.2	(2.2)	53.1	12.9	(0.3)	15.3	16.0
	2023F	28.0	(12.6)	10.0	(0.1)	1.2	25.2	(1.2)	10.4	35.8	19.2	(1.7)	14.2	10.7
Norm EPS growth (%)	2020	44.4	4.1	29.7	(13.2)	53.0	(13.4)	(11.2)	50.3	23.4	(41.1)	(9.7)	629.2	62.1
	2021F	9.8	(13.2)	8.0	10.2	418.6	15.3	17.9	20.3	88.0	66.7	25.2	57.5	60.4
	2022F	26.4	3.3	25.3	12.4	8.2	32.6	11.1	16.7	37.4	26.8	2.8	39.3	20.2
	2023F	30.5	(22.3)	21.4	6.5	(0.1)	39.6	(12.4)	21.1	33.5	34.1	0.7	28.1	15.1
Operating margin (%)	2020	25.1	53.5	16.4	3.1	4.1	38.2	17.0	16.1	21.5	27.9	7.4	17.7	20.7
	2021F	28.9	57.0	18.4	(2.0)	19.8	30.2	17.9	16.0	20.8	31.5	8.6	20.0	22.3
	2022F	31.1	55.5	19.1	(0.4)	19.5	25.1	18.8	18.4	18.4	35.6	9.2	21.5	22.7
	2023F	32.8	47.5	19.8	1.8	20.1	26.6	18.5	19.5	18.3	44.6	8.7	22.5	23.4
ROE (%)	2020	11.6	10.0	9.6	8.3	1.7	20.0	8.8	7.4	8.6	12.1	9.1	36.7	12.0
	2021F	11.7	9.2	10.2	8.8	8.3	19.7	10.1	8.6	13.4	18.2	11.0	39.6	14.1
	2022F	13.7	8.5	12.0	9.5	8.5	22.3	10.5	9.6	17.3	21.2	10.8	42.3	15.5
	2023F	16.2	6.4	13.6	9.7	8.2	26.1	8.6	11.1	21.3	25.4	10.4	42.6	16.6
Dividend yield (%)	2020	1.4	2.4	1.1	3.7	0.6	0.5	3.7	2.0	0.9	3.7	5.3	0.0	2.1
	2021F	1.6	2.3	1.3	4.1	1.9	0.8	4.0	2.5	1.1	3.0	5.7	1.1	2.5
	2022F	2.0	2.3	1.7	4.6	2.5	1.0	4.3	3.0	1.5	4.1	6.4	1.5	2.9
	2023F	2.6	2.3	2.1	4.9	3.0	1.9	4.3	3.6	2.0	5.5	7.0	1.9	3.4
P/BV (x)	2020	3.1	2.0	3.9	1.3	1.8	8.2	0.9	2.1	7.6	3.5	1.1	21.4	4.7
	2021F	2.9	1.7	3.7	1.3	1.7	7.1	0.8	2.0	7.2	3.3	1.0	15.9	4.0
	2022F	2.6	1.6	3.4	1.2	1.7	6.0	0.8	1.9	6.7	2.9	1.0	12.5	3.5
	2023F	2.4	1.6	3.2	1.2	1.6	5.0	0.7	1.8	6.2	2.6	0.9	9.8	3.1
Norm PE (x)	2020	27.9	17.2	40.0	16.2	111.4	44.6	10.1	28.4	104.2	30.8	12.0	72.5	42.9
	2021F	25.4	19.8	37.1	14.7	21.5	38.7	8.6	23.6	55.4	18.5	9.6	46.0	26.6
	2022F	20.1	19.2	29.6	13.1	19.9	29.1	7.7	20.2	40.3	14.6	9.3	33.0	21.3
	2023F	15.4	24.7	24.4	12.3	19.9	20.9	8.8	16.7	30.2	10.9	9.3	25.8	18.3
EV/EBITDA (x)	2020	20.1	14.4	12.9	100.6	35.6	28.7	18.9	15.4	56.6	28.7	22.6	36.4	32.6
	2021F	18.8	17.1	13.6	211.0	19.2	23.0	17.9	15.1	40.8	19.0	17.5	25.8	36.6
	2022F	16.4	17.5	13.0	158.8	18.6	17.7	15.9	14.0	32.2	15.9	16.1	20.1	29.7
	2023F	13.2	24.1	11.0	114.0	18.5	13.9	14.9	13.7	25.2	11.1	15.8	16.5	24.3
Net D/E (x)	2020	0.3	0.7	1.5	0.1	0.6	1.4	0.7	0.8	1.8	1.6	0.5	2.9	1.1
	2021F	0.3	0.7	1.9	0.2	0.5	1.2	0.7	0.9	2.6	1.3	0.5	1.8	1.0
	2022F	0.8	1.0	2.2	0.2	0.5	0.9	0.5	0.9	2.7	1.2	0.5	1.3	1.0
	2023F	1.0	1.3	1.9	0.2	0.5	0.6	0.4	1.0	2.7	1.0	0.4	1.0	1.0

Sources: Company data; Thanachart estimates.

Valuation Comparison

Ex 23: PTT - Comparison With Regional Peers

Company	BBG 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 (%)
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(11.7)	8.1	9.2	0.5	0.5	4.0	4.1	5.7	5.2	6.5	5.5
Sinopec	386 HK	China	96.2	(4.2)	6.7	7.0	0.6	0.6	3.7	3.6	8.7	8.3	9.0	7.9
Total	FP	France	na	7.0	na	na	na	na	na	na	na	na	13.1	13.0
Eni	ENI IM	Italy	na	27.4	13.5	10.6	1.1	1.0	3.8	3.4	7.2	7.2	8.0	9.6
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	18.0	7.8	6.6	0.9	0.8	4.4	4.2	4.5	5.0	11.8	11.7
Repsol	REP SM	Spain	na	9.9	8.1	7.4	0.8	0.8	4.2	4.0	5.3	5.4	10.6	10.4
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	14.2	15.1	13.2	1.4	1.4	6.1	5.8	5.3	5.4	8.9	10.0
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	12.8	13.2	11.7	1.5	1.4	6.4	5.9	5.9	6.0	11.1	12.0
Conoco Phillips	COP US	USA	na	13.6	14.0	12.3	2.0	1.9	5.5	5.0	2.6	2.7	17.3	17.4
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	182.0	5.2	10.4	9.9	1.2	1.1	4.6	4.2	4.8	5.1	11.7	11.6
Average			139.1	9.2	10.8	9.8	1.1	1.1	4.7	4.5	5.6	5.6	10.8	10.9

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 30 September 2021 closing prices

Ex 24: BANPU - Comparison With Regional Peers

Company	BBG code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
New Hope Corp	NHC AU	Australia	15.6	194.6	13.1	4.4	1.1	1.0	6.0	2.6	5.7	11.2
Whitehaven Coal Ltd	WHC AU	Australia	na	na	na	5.1	1.1	1.0	20.8	3.8	0.0	3.5
China Shenhua Energy	601088 CH	China	27.8	(0.4)	9.0	9.0	1.2	1.2	4.1	4.3	7.7	7.2
Datong Coal Industry	601001 CH	China	na	1.9	8.3	8.2	2.1	1.7	3.9	4.0	na	na
Guizhou Panjiang Ref. Coal	600395 CH	China	37.2	22.3	11.9	9.7	2.1	2.0	6.9	6.6	4.6	5.0
Kailuan Energy	600997 CH	China	na	na	na	na	1.2	1.1	4.5	5.2	7.3	7.7
Pingdingshan Tianan Coal	601666 CH	China	67.6	10.2	13.3	12.1	1.9	1.7	8.6	8.1	4.5	4.9
Yang Quan Coal Industry	600348 CH	China	82.2	3.6	12.2	11.8	1.3	1.2	7.4	7.3	2.3	2.3
Yanzhou Coal Mining	600188 CH	China	94.4	3.7	10.8	10.4	2.3	2.0	7.2	7.2	5.7	5.8
China Coal Energy	1898 HK	Hong Kong	na	(12.2)	5.7	6.5	0.7	0.6	4.5	4.8	4.9	4.3
Indo Tambangraya Megah	ITMG IJ	Indonesia	na	(15.0)	6.4	7.5	1.6	1.6	2.9	3.4	6.5	10.7
Bukit Asam Tbk PT	PTBA IJ	Indonesia	64.7	2.1	7.9	7.7	1.6	1.4	5.1	5.0	5.2	7.7
Semirara Mining Corp.	SCC PM	Philippines	na	(8.4)	8.1	8.9	1.9	1.8	5.5	5.4	5.6	5.8
Banpu Pcl *	BANPU TB	Thailand	na	21.5	7.8	6.4	1.1	1.0	5.5	5.0	4.8	6.2
Average			55.7	18.7	9.6	8.3	1.5	1.4	6.6	5.2	5.0	6.3

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 30 September 2021 closing prices

Ex 25: EA - Comparison With Regional Peers

Company	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Datang International Power	991 HK	China	(4.0)	16.7	12.5	10.7	0.6	0.6	9.2	8.7	7.3	8.7
Huadian Power	1071 HK	China	8.4	2.4	7.8	7.6	0.5	0.5	8.5	7.8	6.7	7.0
Huaneng Power	600011 CH	China	(31.3)	28.7	25.0	19.4	1.2	1.2	8.8	7.8	1.9	2.4
Cheung Kong Infrastructure	1038 HK	Hong Kong	2.0	11.9	13.0	11.6	0.9	0.9	41.0	39.7	5.8	5.9
China Power Int'l	2380 HK	Hong Kong	4.5	19.8	20.0	16.7	1.2	1.2	11.0	9.4	2.8	3.3
China Resources Power	836 HK	Hong Kong	9.6	19.1	12.0	10.0	1.2	1.1	7.9	7.0	3.3	4.0
CLP Holdings	2 HK	Hong Kong	0.1	7.5	16.7	15.5	1.6	1.6	10.6	10.1	4.2	4.3
Hongkong Electric Holdings	6 HK	Hong Kong	2.9	7.1	15.3	14.3	1.2	1.1	74.0	71.8	6.2	6.2
Huaneng Power	902 HK	Hong Kong	(28.6)	23.8	13.1	10.6	0.6	0.5	8.7	7.8	4.1	5.1
Tata Power	TPWR IN	India	17.6	20.7	32.9	27.3	2.3	2.3	12.0	11.4	1.0	1.1
Tenaga Nasional	TNB MK	Malaysia	8.1	3.3	11.7	11.3	1.0	1.0	6.7	6.5	5.4	5.5
YTL Corp	YTL MK	Malaysia	(68.4)	183.3	101.7	35.9	0.5	0.5	12.1	11.1	4.3	4.4
YTL Power	YTLP MK	Malaysia	47.4	(8.9)	12.0	13.1	0.4	0.4	10.4	10.5	5.7	6.6
Manila Electric	MER PM	Philippines	10.9	1.3	14.6	14.4	3.9	3.5	10.3	9.8	5.0	5.4
EA Pcl*	EA TB	Thailand	15.3	32.6	38.7	29.1	7.1	6.0	23.0	17.7	0.8	1.0
Average			(0.4)	24.6	23.1	16.5	1.6	1.5	17.0	15.8	4.3	4.7

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 30 September 2021 closing prices

Ex 26: STARK - Comparison With Regional Peers

Company	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		—EV/EBITDA—		— Div yield —	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Nexans SA	NEX FP	France	87.7	27.0	21.2	16.7	2.5	2.3	8.1	7.0	1.0	1.2
nVent Electric PLC	NVT US	Britain	26.2	8.7	17.1	15.7	2.1	2.0	13.7	13.0	2.2	2.3
TE Connectivity Ltd	TEL US	Switzerland	63.5	9.2	21.2	19.4	4.5	4.0	13.8	12.9	1.4	1.4
Huber + Suhner AG	HUBN SW	Switzerland	64.6	8.7	20.2	18.6	2.2	2.1	10.6	9.7	2.4	2.6
Topsec Technologies Group	002212 CH	China	57.2	39.2	27.7	19.9	1.8	1.7	23.5	16.9	0.2	0.3
Yangtze Optical Fibre & Cabl	601869 CH	China	24.3	6.9	27.7	25.9	2.2	2.0	15.7	13.6	1.1	1.1
Arrow Syndicate PCL	ARROW TB	Thailand	na	8.8	12.4	11.4	6.0	6.4	9.6	9.3	5.6	6.0
Interlink Communication PCL	ILINK TB	Thailand	20.9	25.0	16.9	13.5	na	na	na	na	na	na
Interlink Telecom PCL	ITEL TB	Thailand	na	26.7	30.8	24.3	2.1	1.9	14.0	12.8	1.7	2.2
Stark Corporation *	STARK TB	Thailand	57.5	39.3	46.0	33.0	15.9	12.5	25.8	20.1	1.1	1.5
Average			50.3	19.9	24.1	19.9	4.4	3.9	15.0	12.8	1.8	2.1

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 30 September 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	(1.8)	0.7	28.7	10.8	—	—	—	—
BANPU	13.8	10.7	129.9	33.8	15.5	9.9	101.2	23.0
PTT	4.0	0.0	18.2	(8.2)	5.8	(0.7)	(10.5)	(19.0)
EA	(5.8)	0.8	55.1	24.4	(4.0)	0.1	26.4	13.6
STARK	16.3	24.4	20.2	17.4	18.0	23.6	(8.5)	6.6

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ประเทศไทยมีความพอเพียงเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในแง่ของความต้องการพลังงาน
- บริษัทพลังงานไทยมีงบดุลที่แข็งแกร่ง

O — Opportunity

- มีโอกาสในการเติบโตในผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น
- การเข้าซื้อกิจการในต่างประเทศที่สามารถขับเคลื่อนการเติบโตและมูลค่า

W — Weakness

- น้ำมันและก๊าซสำรองในประเทศมีจำกัด
- มีเทคโนโลยีจำกัด

T — Threat

- การเติบโตของพลังงานทดแทนและการจัดเก็บพลังงานสามารถลดการพึ่งพาน้ำมันและก๊าซได้
- มีความเสี่ยงในเรื่องกฎระเบียบข้อบังคับ อาทิเช่น การกำหนดราคา

Sources: Bloomberg Consensus

Banpu Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	85,718	71,332	103,657	111,621	108,009
Cost of sales	63,737	57,768	61,558	63,456	64,027
Gross profit	21,981	13,564	42,099	48,165	43,982
% gross margin	25.6%	19.0%	40.6%	43.2%	40.7%
Selling & administration expenses	21,059	17,128	21,304	22,608	22,316
Operating profit	922	(3,564)	20,794	25,557	21,666
% operating margin	1.1%	-5.0%	20.1%	22.9%	20.1%
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,764	19,312
EBITDA	11,457	9,979	36,417	43,322	40,978
% EBITDA margin	13.4%	14.0%	35.1%	38.8%	37.9%
Non-operating income	5,367	2,309	1,268	1,175	1,146
Non-operating expenses	(168)	(199)	(320)	(320)	(300)
Interest expense	(5,657)	(5,420)	(7,356)	(6,357)	(6,826)
Pre-tax profit	463	(6,874)	14,386	20,055	15,686
Income tax	2,436	269	5,755	8,022	6,275
After-tax profit	(1,973)	(7,143)	8,632	12,033	9,412
% net margin	-2.3%	-10.0%	8.3%	10.8%	8.7%
Shares in affiliates' Earnings	6,444	4,239	5,409	6,227	6,797
Minority interests	(1,905)	(1,217)	(3,930)	(5,216)	(4,465)
Extraordinary items	(2,962)	2,336	0	0	0
NET PROFIT	(395)	(1,786)	10,111	13,044	11,744
Normalized profit	2,567	(4,122)	10,111	13,044	11,744
EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	1.6	1.9	1.7
Normalized EPS (Bt)	0.4	(0.7)	1.6	1.9	1.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	41,095	47,301	49,429	51,700	50,788
Cash & cash equivalent	16,388	23,777	16,836	16,836	16,836
Account receivables	7,415	7,482	9,940	10,703	10,357
Inventories	4,782	3,935	5,060	5,216	5,262
Others	12,510	12,107	17,593	18,945	18,332
Investments & loans	49,711	51,389	54,501	58,225	58,841
Net fixed assets	58,796	77,523	82,015	95,981	95,814
Other assets	93,710	105,435	105,620	113,727	110,282
Total assets	243,312	281,648	291,565	319,633	315,725
LIABILITIES:					
Current liabilities:	47,026	66,405	44,386	48,208	44,952
Account payables	1,798	2,025	1,096	1,130	1,140
Bank overdraft & ST loans	13,716	24,856	13,894	14,918	13,570
Current LT debt	16,417	24,520	10,003	10,741	9,771
Others current liabilities	15,095	15,003	19,393	21,418	20,471
Total LT debt	103,749	112,559	115,040	123,525	112,361
Others LT liabilities	13,084	18,129	27,868	30,001	29,261
Total liabilities	163,859	197,092	187,294	201,733	186,574
Minority interest	18,286	22,211	26,142	31,358	35,823
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,162	5,075	6,766	6,766	6,766
Share premium	15,372	15,372	22,139	22,139	22,139
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(25,675)	(19,348)	(19,348)	(19,348)	(19,348)
Retained earnings	66,308	61,245	68,573	76,985	83,772
Shareholders' equity	61,167	62,344	78,129	86,542	93,328
Liabilities & equity	243,312	281,648	291,565	319,633	315,725

Sources: Company data, Thanachart estimates

Banpu Pcl**CASH FLOW STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	463	(6,874)	14,386	20,055	15,686
Tax paid	(2,587)	(543)	(5,548)	(8,077)	(6,244)
Depreciation & amortization	10,535	13,543	15,623	17,764	19,312
Chg In working capital	3,509	1,006	(4,511)	(886)	310
Chg In other CA & CL / minorities	(7,019)	7,560	4,106	6,956	6,433
Cash flow from operations	4,901	14,692	24,057	35,811	35,496
Capex	(8,995)	(32,269)	(20,000)	(31,600)	(19,000)
Right of use	0	(2,149)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	251	(1,678)	(3,113)	(3,724)	(616)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	21,336	(4,767)	9,740	(5,804)	2,860
Cash flow from investments	12,592	(40,863)	(13,673)	(41,428)	(17,056)
Debt financing	428	30,596	(22,999)	10,248	(13,483)
Capital increase	0	(87)	8,458	0	0
Dividends paid	(3,613)	(2,030)	(2,783)	(4,631)	(4,957)
Warrants & other surplus	(17,885)	5,080	0	0	0
Cash flow from financing	(21,070)	33,559	(17,324)	5,617	(18,440)
Free cash flow	(4,093)	(17,578)	4,057	4,211	16,496

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	30.2	na	7.8	6.4	7.1
Normalized PE - at target price (x)	48.7	na	12.6	10.4	11.5
PE (x)	na	na	7.8	6.4	7.1
PE - at target price (x)	na	na	12.6	10.4	11.5
EV/EBITDA (x)	17.0	21.5	5.5	5.0	4.9
EV/EBITDA - at target price (x)	21.2	26.3	6.9	6.2	6.2
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	2.0	2.0	1.7	1.6	1.4
P/CFO (x)	15.8	5.2	3.3	2.3	2.4
Price/sales (x)	0.7	0.9	0.6	0.6	0.6
Dividend yield (%)	4.0	2.0	4.8	6.2	5.6
FCF Yield (%)	(5.3)	(22.9)	5.1	5.0	19.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	(0.7)	1.6	1.9	1.7
EPS	(0.1)	(0.3)	1.6	1.9	1.7
DPS	0.5	0.2	0.6	0.8	0.7
BV/share	9.8	10.2	11.5	12.8	13.8
CFO/share	0.8	2.4	3.8	5.3	5.2
FCF/share	(0.7)	(2.8)	0.6	0.6	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Banpu Pcl**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(24.0)	(16.8)	45.3	7.7	(3.2)
Net profit (%)	na	na	na	29.0	(10.0)
EPS (%)	na	na	na	21.5	(10.0)
Normalized profit (%)	(74.4)	na	na	29.0	(10.0)
Normalized EPS (%)	(74.4)	na	na	21.5	(10.0)
Dividend payout ratio (%)	(783.6)	(85.2)	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	25.6	19.0	40.6	43.2	40.7
Operating margin (%)	1.1	(5.0)	20.1	22.9	20.1
EBITDA margin (%)	13.4	14.0	35.1	38.8	37.9
Net margin (%)	(2.3)	(10.0)	8.3	10.8	8.7
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.9	1.3	1.3	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	1.6	1.2	1.1	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	0.2	na	2.8	4.0	3.2
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	1.8	5.0	6.8	6.0
ROA - using norm profit (%)	1.0	na	3.5	4.3	3.7
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	14.4	15.8	13.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	12.3	14.6	10.5
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.3
- operating margin (%)	7.1	na	21.0	23.7	20.8
- leverage (x)	3.6	4.3	4.1	3.7	3.5
- interest burden (%)	7.6	472.7	66.2	75.9	69.7
- tax burden (%)	na	na	60.0	60.0	60.0
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9
ROIC (%)	(2.0)	(2.0)	6.2	7.7	5.9
NOPAT (Bt m)	(3,927)	(3,564)	12,477	15,334	13,000
invested capital (Bt m)	178,661	200,502	200,229	218,890	212,193

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	2,406,979	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

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

PTT Public Co Ltd

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

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	14.3	29.3	10.4	9.9	8.9
Normalized PE - at target price (x)	18.4	37.5	13.3	12.6	11.4
PE (x)	12.0	29.5	10.4	9.9	8.9
PE - at target price (x)	15.4	37.8	13.3	12.6	11.4
EV/EBITDA (x)	5.2	6.9	4.6	4.2	3.7
EV/EBITDA - at target price (x)	6.4	8.4	5.5	5.1	4.5
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
P/BV - at target price (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3
P/CFO (x)	5.7	6.3	4.7	3.5	3.4
Price/sales (x)	0.5	0.7	0.5	0.4	0.4
Dividend yield (%)	5.1	2.6	4.8	5.1	5.6
FCF Yield (%)	(10.8)	3.4	(4.1)	8.7	15.9
(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

PTT Public Co Ltd

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

Energy Absolute Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	14,887	17,080	25,342	41,384	51,815
Cost of sales	6,752	9,271	16,264	28,575	35,265
Gross profit	8,134	7,808	9,078	12,808	16,550
% gross margin	54.6%	45.7%	35.8%	31.0%	31.9%
Selling & administration expenses	946	1,278	1,435	2,406	2,764
Operating profit	7,189	6,530	7,643	10,402	13,786
% operating margin	48.3%	38.2%	30.2%	25.1%	26.6%
Depreciation & amortization	2,517	2,844	4,058	4,541	4,780
EBITDA	9,706	9,373	11,701	14,943	18,566
% EBITDA margin	65.2%	54.9%	46.2%	36.1%	35.8%
Non-operating income	68	120	51	83	104
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,386)	(1,637)	(1,608)	(1,483)	(1,251)
Pre-tax profit	5,870	5,013	6,086	9,001	12,638
Income tax	(11)	(18)	61	90	126
After-tax profit	5,881	5,031	6,025	8,911	12,512
% net margin	39.5%	29.5%	23.8%	21.5%	24.1%
Shares in affiliates' Earnings	(14)	(61)	(50)	(50)	(50)
Minority interests	55	157	(64)	(1,023)	(1,521)
Extraordinary items	160	78	0	0	0
NET PROFIT	6,082	5,205	5,911	7,839	10,941
Normalized profit	5,922	5,127	5,911	7,839	10,941
EPS (Bt)	1.6	1.4	1.6	2.1	2.9
Normalized EPS (Bt)	1.6	1.4	1.6	2.1	2.9

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	14,033	7,389	10,208	14,979	17,938
Cash & cash equivalent	10,040	2,962	3,012	3,012	3,012
Account receivables	2,666	2,750	4,166	6,803	8,518
Inventories	758	833	1,782	3,132	3,865
Others	569	843	1,248	2,033	2,544
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	51,371	55,857	58,938	58,474	58,279
Other assets	4,816	15,238	16,986	18,708	20,405
Total assets	70,220	78,484	86,131	92,162	96,622
LIABILITIES:					
Current liabilities:	6,070	13,564	12,761	13,298	12,601
Account payables	285	373	668	1,174	1,449
Bank overdraft & ST loans	660	2,674	2,160	1,935	1,595
Current LT debt	4,307	9,342	8,210	7,354	6,062
Others current liabilities	818	1,176	1,723	2,834	3,494
Total LT debt	36,977	31,090	32,839	29,417	24,250
Others LT liabilities	2,306	4,203	6,376	8,492	9,719
Total liabilities	45,353	48,857	51,976	51,208	46,570
Minority interest	1,502	1,815	1,879	2,902	4,423
Preferred shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	373	373	373	373	373
Share premium	3,681	3,681	3,681	3,681	3,681
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(874)	(428)	(428)	(428)	(428)
Retained earnings	20,185	24,186	28,651	34,427	42,004
Shareholders' equity	23,365	27,812	32,276	38,053	45,629
Liabilities & equity	70,220	78,484	86,131	92,162	96,622

Sources: Company data, Thanachart estimates

Energy Absolute Pcl

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	5,870	5,013	6,086	9,001	12,638
Tax paid	11	18	(61)	(90)	(126)
Depreciation & amortization	2,517	2,844	4,058	4,541	4,780
Chg In working capital	(1,308)	(73)	(2,069)	(3,480)	(2,173)
Chg In other CA & CL / minorities	(8,236)	501	92	276	99
Cash flow from operations	(1,145)	8,302	8,106	10,249	15,218
Capex	(6,301)	(7,216)	(7,014)	(3,894)	(4,340)
Right of use	0	(1,892)	(1,200)	(1,200)	(1,200)
ST loans & investments	(1)	(4)	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(64)	(6,683)	1,500	1,410	485
Cash flow from investments	(6,366)	(15,794)	(6,714)	(3,684)	(5,055)
Debt financing	12,884	1,171	103	(4,502)	(6,799)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(932)	(1,119)	(1,446)	(2,062)	(3,364)
Warrants & other surplus	77	361	0	0	0
Cash flow from financing	12,029	414	(1,343)	(6,565)	(10,163)
Free cash flow	(7,446)	1,086	1,092	6,355	10,878

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	38.6	44.6	38.7	29.1	20.9
Normalized PE - at target price (x)	59.8	69.1	59.9	45.2	32.4
PE (x)	37.6	43.9	38.7	29.1	20.9
PE - at target price (x)	58.3	68.1	59.9	45.2	32.4
EV/EBITDA (x)	26.8	28.7	23.0	17.7	13.9
EV/EBITDA - at target price (x)	39.8	42.1	33.7	26.1	20.6
P/BV (x)	9.8	8.2	7.1	6.0	5.0
P/BV - at target price (x)	15.2	12.7	11.0	9.3	7.8
P/CFO (x)	(199.5)	27.5	28.2	22.3	15.0
Price/sales (x)	15.3	13.4	9.0	5.5	4.4
Dividend yield (%)	0.5	0.5	0.8	1.0	1.9
FCF Yield (%)	(3.3)	0.5	0.5	2.8	4.8
(Bt)					
Normalized EPS	1.6	1.4	1.6	2.1	2.9
EPS	1.6	1.4	1.6	2.1	2.9
DPS	0.3	0.3	0.5	0.6	1.2
BV/share	6.3	7.5	8.7	10.2	12.2
CFO/share	(0.3)	2.2	2.2	2.7	4.1
FCF/share	(2.0)	0.3	0.3	1.7	2.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Energy Absolute Pcl

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	28.9	14.7	48.4	63.3	25.2
Net profit (%)	18.1	(14.4)	13.6	32.6	39.6
EPS (%)	18.1	(14.4)	13.6	32.6	39.6
Normalized profit (%)	45.0	(13.4)	15.3	32.6	39.6
Normalized EPS (%)	45.0	(13.4)	15.3	32.6	39.6
Dividend payout ratio (%)	18.4	21.5	30.0	30.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	54.6	45.7	35.8	31.0	31.9
Operating margin (%)	48.3	38.2	30.2	25.1	26.6
EBITDA margin (%)	65.2	54.9	46.2	36.1	35.8
Net margin (%)	39.5	29.5	23.8	21.5	24.1
D/E (incl. minor) (x)	1.7	1.5	1.3	0.9	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.4	1.2	0.9	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	9.2	6.9	7.2	8.8	11.6
ROE - using norm profit (%)	28.5	20.0	19.7	22.3	26.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	28.3	19.7	20.1	25.3	29.9
- asset turnover (x)	0.2	0.2	0.3	0.5	0.5
- operating margin (%)	48.7	38.9	30.4	25.3	26.8
- leverage (x)	3.1	2.9	2.7	2.5	2.3
- interest burden (%)	80.9	75.4	79.1	85.9	91.0
- tax burden (%)	100.2	100.4	99.0	99.0	99.0
WACC (%)	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
ROIC (%)	17.2	11.9	11.1	14.2	18.5
NOPAT (Bt m)	7,202	6,553	7,567	10,298	13,648
invested capital (Bt m)	55,268	67,955	72,474	73,748	74,525

Sources: Company data, Thanachart estimates

Stark Corporation Pcl

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	11,529	16,858	20,194	23,281	26,584
Cost of sales	10,103	13,869	16,146	18,280	20,612
Gross profit	1,426	2,989	4,048	5,001	5,973
% gross margin	12.4%	17.7%	20.0%	21.5%	22.5%
Selling & administration expenses	607	866	1,121	1,219	1,307
Operating profit	819	2,123	2,927	3,782	4,665
% operating margin	7.1%	12.6%	14.5%	16.2%	17.5%
Depreciation & amortization	193	357	515	588	634
EBITDA	1,012	2,480	3,442	4,370	5,299
% EBITDA margin	8.8%	14.7%	17.0%	18.8%	19.9%
Non-operating income	79	60	53	59	71
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(487)	(660)	(663)	(617)	(610)
Pre-tax profit	410	1,523	2,317	3,224	4,127
Income tax	145	419	579	806	1,032
After-tax profit	265	1,104	1,738	2,418	3,095
% net margin	2.3%	6.5%	8.6%	10.4%	11.6%
Shares in affiliates' Earnings	3	1	0	0	0
Minority interests	(118)	(10)	(12)	(14)	(17)
Extraordinary items	(26)	513	0	0	0
NET PROFIT	124	1,609	1,726	2,404	3,079
Normalized profit	150	1,095	1,726	2,404	3,079
EPS (Bt)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	8,707	16,331	17,572	19,593	22,517
Cash & cash equivalent	1,431	1,156	1,000	1,500	2,000
Account receivables	3,465	6,042	6,916	7,654	8,740
Inventories	3,671	8,618	9,289	10,016	11,294
Others	140	515	367	423	483
Investments & loans	300	344	344	344	344
Net fixed assets	2,604	4,213	4,325	4,418	5,470
Other assets	1,044	6,429	5,818	5,355	4,787
Total assets	12,655	27,316	28,059	29,710	33,119
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,138	19,649	16,945	16,995	18,547
Account payables	4,788	10,248	11,059	11,519	12,988
Bank overdraft & ST loans	2,528	7,761	3,096	2,464	2,512
Current LT debt	666	1,057	2,167	2,218	2,261
Others current liabilities	155	583	623	795	786
Total LT debt	1,754	3,310	5,057	5,174	5,276
Others LT liabilities	450	594	988	1,085	1,115
Total liabilities	10,341	23,553	22,989	23,254	24,938
Minority interest	46	55	68	82	98
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	12,338	11,906	11,906	11,906	11,906
Share premium	(10,542)	(10,542)	(10,542)	(10,542)	(10,542)
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(493)	(591)	(591)	(591)	(591)
Retained earnings	965	2,935	4,229	5,601	7,309
Shareholders' equity	2,268	3,709	5,003	6,374	8,082
Liabilities & equity	12,655	27,316	28,059	29,710	33,119

Sources: Company data, Thanachart estimates

Stark Corporation Pcl

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	410	1,523	2,317	3,224	4,127
Tax paid	(129)	(205)	(634)	(709)	(1,022)
Depreciation & amortization	193	357	515	588	634
Chg In working capital	(547)	(2,064)	(734)	(1,005)	(895)
Chg In other CA & CL / minorities	(820)	15	33	19	(79)
Cash flow from operations	(892)	(374)	1,497	2,117	2,765
Capex	(405)	(1,924)	(500)	(500)	(1,500)
Right of use	0	(308)	(500)	(200)	(100)
ST loans & investments	(30)	(179)	209	0	0
LT loans & investments	1,078	(44)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(640)	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(331)	(5,103)	1,377	580	512
Cash flow from investments	(328)	(7,558)	586	(120)	(1,088)
Debt financing	197	7,825	(1,808)	(464)	193
Capital increase	1,795	(432)	(0)	0	0
Dividends paid	0	0	(431)	(1,032)	(1,371)
Warrants & other surplus	4	264	0	0	0
Cash flow from financing	1,996	7,657	(2,239)	(1,497)	(1,177)
Free cash flow	(1,297)	(2,297)	997	1,617	1,265

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	528.5	72.5	46.0	33.0	25.8
Normalized PE - at target price (x)	528.5	72.5	46.0	33.0	25.8
PE (x)	640.5	49.3	46.0	33.0	25.8
PE - at target price (x)	640.5	49.3	46.0	33.0	25.8
EV/EBITDA (x)	81.9	36.4	25.8	20.1	16.5
EV/EBITDA - at target price (x)	81.9	36.4	25.8	20.1	16.5
P/BV (x)	35.0	21.4	15.9	12.5	9.8
P/BV - at target price (x)	35.0	21.4	15.9	12.5	9.8
P/CFO (x)	(89.0)	(212.4)	53.0	37.5	28.7
Price/sales (x)	5.2	3.5	2.9	2.6	2.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	1.1	1.5	1.9
FCF Yield (%)	(1.6)	(2.9)	1.3	2.0	1.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
EPS	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
DPS	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
BV/share	0.1	0.2	0.3	0.4	0.5
CFO/share	(0.1)	(0.0)	0.1	0.1	0.2
FCF/share	(0.1)	(0.1)	0.1	0.1	0.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Stark Corporation Pcl

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(2.7)	46.2	19.8	15.3	14.2
Net profit (%)	(76.4)	1,198.1	7.3	39.3	28.1
EPS (%)	(76.4)	1,198.1	7.3	39.3	28.1
Normalized profit (%)	(66.9)	629.2	57.5	39.3	28.1
Normalized EPS (%)	(66.9)	629.2	57.5	39.3	28.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.4	17.7	20.0	21.5	22.5
Operating margin (%)	7.1	12.6	14.5	16.2	17.5
EBITDA margin (%)	8.8	14.7	17.0	18.8	19.9
Net margin (%)	2.3	6.5	8.6	10.4	11.6
D/E (incl. minor) (x)	2.1	3.2	2.0	1.5	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	2.9	1.8	1.3	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	1.7	3.2	4.4	6.1	7.7
Interest coverage - EBITDA (x)	2.1	3.8	5.2	7.1	8.7
ROA - using norm profit (%)	1.1	5.5	6.2	8.3	9.8
ROE - using norm profit (%)	9.2	36.7	39.6	42.3	42.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.3	36.9	39.9	42.5	42.8
- asset turnover (x)	0.9	0.8	0.7	0.8	0.8
- operating margin (%)	7.8	12.9	14.8	16.5	17.8
- leverage (x)	8.1	6.7	6.4	5.1	4.3
- interest burden (%)	45.7	69.8	77.8	83.9	87.1
- tax burden (%)	64.6	72.5	75.0	75.0	75.0
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	10.1	26.6	15.0	19.8	23.8
NOPAT (Bt m)	529	1,539	2,195	2,836	3,499
invested capital (Bt m)	5,785	14,681	14,323	14,730	16,131

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 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2201A, ADVA16C2201A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2201A, AOT16C2201A, BAM16C2201A, BAM16C2201A, BANP16C2201A, BANP16C2201A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2201A, BCH16C2201B, BCH16C2201A, BCPG16C2201A, BGRI16C2201A, BGRI16C2201A, CBG16C2201A, CHG16C2201A, CHG16C2201A, COM716C2201A, COM716C2201A, CPAL16C2201A, CPAL16C2201A, CPF16C2201A, DELT16C2201A, DOHO16C2201A, DOHO16C2201A, DTAC16C2201A, EA16C2201A, EA16C2201A, EGCO16C2201A, GLOB16C2201A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201A, GULF16C2201A, GUNK16C2201A, GUNK16C2201A, GUNK16C2201A, HANA16C2201A, INTU16C2201A, IRPC16C2201A, IRPC16C2201A, IVL16C2201A, IVL16C2201A, JMAR16C2201A, JMAR16C2201A, JMT16C2201A, KBAN16C2201A, KBAN16C2201A, KBAN16C2201A, KCE16C2201A, KCE16C2201A, KTC16C2201A, KTC16C2201A, MAJO16C2201A, MEGA16C2201A, MINT16C2201A, MTC16C2201A, OR16C2201A, PTG16C2201A, PTL16C2201A, PTT16C2201A, PTT16C2201A, PTTG16C2201A, PTTG16C2201A, RBF16C2201A, RBF16C2201A, RS16C2201A, S5016C2201A, S5016C2201A, S5016C2201B, S5016C2201C, S5016P2201A, S5016P2201A, S5016P2201B, SAWA16C2201A, SCB16C2201A, SCB16C2201A, SCB16C2201A, SCC16C2201A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2201A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2201A, TASC16C2201A, TOP16C2201A, TU16C2201A, TU16C2201A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, TASC, TOP, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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 เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, 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

สรชดา 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

ภัทรวัลย์ 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
