

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 19.00

(From: Bt 22.00)

Upside : 28.4%

10 FEBRUARY 2022

Small Cap Research

PTG Energy Pcl. (PTG TB)

ปรับตัวลงมากแล้ว

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” PTG แต่ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 19 บาท จาก 22 บาท จากปริมาณขายที่ฟื้นตัวช้าและอัตรากำไรที่ลดลง ปัจจุบัน PTG ซื้อขายที่ 16 เท่า forward PE ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยล่าสุดเล็กน้อย ขณะที่ EPS เติบโต 35%/20% ในปี 2022/23F และยังซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ยก่อนการระบาดที่ 20 เท่า PE เรายังมองว่าการตลาดที่สูงขึ้นเป็นปัจจัยหนุนที่สำคัญ



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

มูลค่าน่าสนใจ

เราเริ่มเห็นมูลค่าใน PTG ด้วยปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ forward PE ที่ราว 16 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยล่าสุดเล็กน้อย แต่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ 20 เท่า ในช่วงปี 2017-19 อย่างมาก นอกจากนี้เรายังคิดมูลค่าน่าสนใจ เนื่องจาก EPS ที่เติบโต 35% และ 20% ในปี 2022-23F ในระยะสั้น กำไรน่าจะแตะจุดต่ำสุดใน 4Q21F และคาดว่าจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปตั้งแต่ 1Q22F เป็นต้นไป ปริมาณขายที่เติบโตต่อเนื่อง และแรงกดดันต่ออัตรากำไรที่ลดลงเป็นปัจจัยผลักดันราคาหุ้นที่สำคัญ

ภาพตลาดใหม่

เราเริ่มเห็นภาพใหม่ในตลาดค้าปลีกน้ำมันของไทยแล้ว ขณะที่ในอดีตผู้ประกอบการทุกรายจะเสนอราคาหน้าปั๊มเดียวกับของ PTT แต่ปัจจุบันผู้ประกอบการแต่ละรายตั้งราคาผลิตภัณฑ์ของตนโดยไม่ขึ้นกับ PTT การดำเนินการนี้เริ่มตั้งแต่ปลายเดือนก.ย.2021 เนื่องจากรัฐบาลยังคงยืนยันกรณให้ราคาดีเซลต่ำกว่า 30 บาท กดดันอัตรากำไรของผู้ประกอบการท่ามกลางราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ตั้งแต่นั้นมา ผู้ประกอบการเอกชนก็เริ่มตั้งราคาผลิตภัณฑ์สูงกว่าราคา PTT และ BCP เสนอ (ซึ่งรัฐบาลถือหุ้นใหญ่) ดังนั้นเราจึงคาดว่าแรงกดดันต่ออัตรากำไรที่เห็นใน 3Q-4Q21 จะบรรเทาหลังจาก 1Q22F เป็นต้นไป แม้ว่าราคาน้ำมันจะสูงขึ้น สำหรับ PTG นี่เป็นสิ่งสำคัญ เนื่องจากเรคาดว่าค่าการตลาดที่เปลี่ยนแปลงไปทุก 0.1 บาท/ลิตร จะส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทฯ ราว 30% ในปี 2022-23F

ความต้องการฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เรคาดว่า PTG จะได้ประโยชน์จากความต้องการน้ำมันเบนซินและดีเซลที่เพิ่มขึ้นในประเทศ ความต้องการผลิตภัณฑ์เหล่านี้ลดลงในเดือนส.ค. และก.ย.2021 เนื่องจากรัฐบาลเริ่มเข้มงวดเวลาในการออกนอกเคหสถานมากขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม นับตั้งแต่กลับมาผ่อนคลายอีกครั้งในเดือนต.ค. เราพบว่าความต้องการฟื้นตัวขึ้นมากกว่า 10% m-m อันที่จริงความต้องการน้ำมันเบนซินและดีเซลในเดือนธ.ค.2021 ทำสถิติสูงสุดใหม่แล้ว ซึ่งเป็นบวกต่อการเติบโตของปริมาณขายของ PTG และอาจทำให้ได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มขึ้นไปอีก

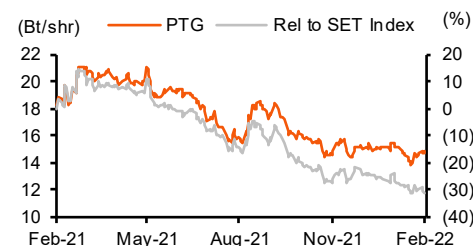
ราคา CPO ที่สูงส่งผลบวกต่อส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม

ราคาน้ำมันปาล์มดิบ (CPO) ที่พุ่งสูงขึ้นในปัจจุบันส่งผลดีต่อส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมของ PTG จากการถือหุ้น 40% ใน palm complex ด้วยสูตรการกำหนดราคาสำหรับไบโอดีเซล B100 ในประเทศไทย ราคา CPO ที่สูงขึ้น (วัตถุดิบหลัก) จะช่วยเพิ่มอัตรากำไรจากการผลิต B100 มากกว่าจะทำให้ลดลง ซึ่งหมายความว่าเรคาดว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมน่าจะเริ่มฟื้นตัวตั้งแต่ 4Q21F เป็นต้นไป หลังจากที่ว่าลงอย่างฉับพลันใน 3Q21 ตามการปรับลดลงของราคา CPO ในช่วงเวลานั้น PTG มีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมถึง 166 ลบ. และ 78 ลบ. ใน 4Q20 และ 1Q21 คิดเป็น 25% และ 15% ของกำไรในช่วงเวลาดังกล่าว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	104,666	137,509	150,046	158,237
Net profit	1,894	1,126	1,517	1,814
Consensus NP	—	1,376	1,825	2,202
Diff frm cons (%)	—	(18.2)	(16.9)	(17.6)
Norm profit	1,857	1,126	1,517	1,814
Prev. Norm profit	—	1,790	2,001	2,069
Chg frm prev (%)	—	(37.1)	(24.2)	(12.3)
Norm EPS (Bt)	1.1	0.7	0.9	1.1
Norm EPS grw (%)	19.0	(39.4)	34.8	19.5
Norm PE (x)	13.3	22.0	16.3	13.6
EV/EBITDA (x)	5.7	7.7	7.1	6.6
P/BV (x)	3.1	3.0	2.7	2.4
Div yield (%)	3.4	2.3	3.1	3.7
ROE (%)	25.6	13.9	17.4	18.8
Net D/E (%)	108.5	266.2	263.4	251.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Feb-22 (Bt)	14.80
Market Cap (US\$ m)	757.4
Listed Shares (m shares)	1,670.0
Free Float (%)	56.9
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	8.7
12M Price H/L (Bt)	21.10/13.90
Sector	Energy
Major Shareholder	Ratchakij Holding Ltd. 25.12%

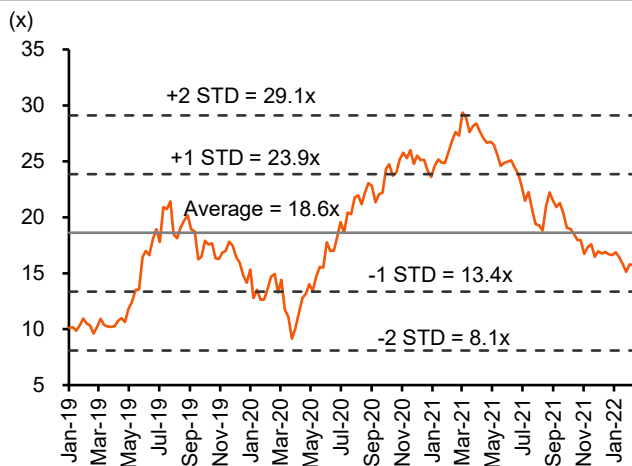
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

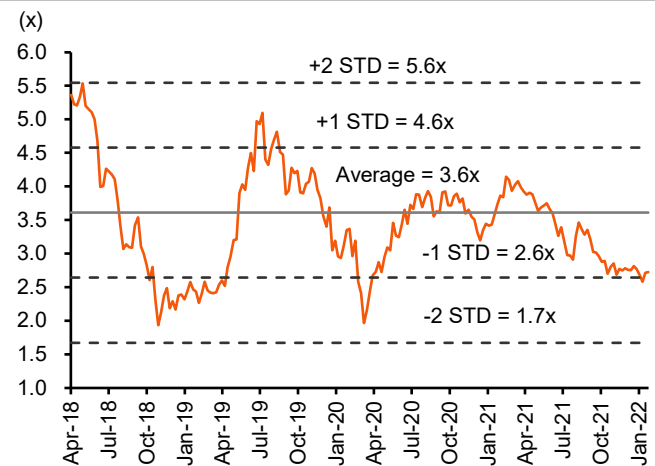


Ex 1: Forward PE



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 2: Forward P/BV



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 3: Changes In Our Key Assumptions

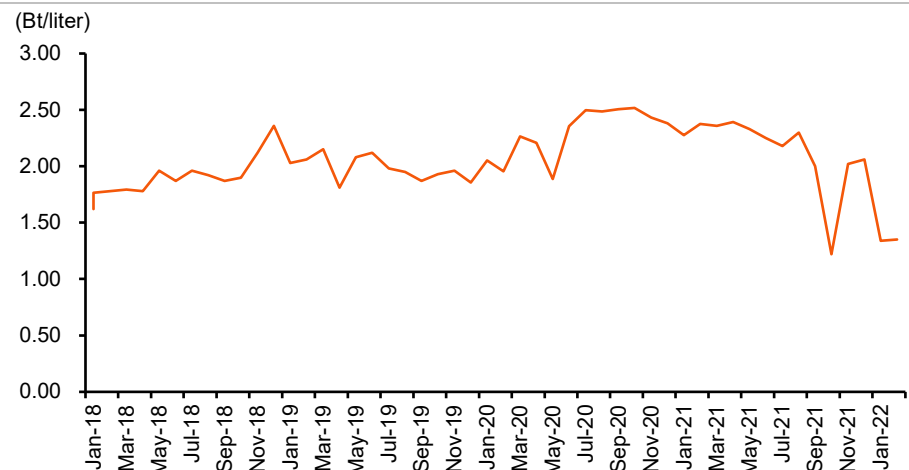
Assumption	Unit	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
New/Actual							
Volume	(m liters)	4,681	4,959	4,997	5,401	5,639	5,856
Blended margin	(Bt/liter)	1.87	1.90	1.83	1.85	1.90	1.90
SG&A	(Bt m)	7,907	7,820	8,235	8,856	9,456	10,023
Old							
Volume	(m liters)			5,100	5,459	5,700	5,919
Blended margin	(Bt/liter)			1.90	1.90	1.90	1.90
SG&A	(Bt m)			8,147	8,765	9,362	9,926
Change							
Volume	(%)			(2.0)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
Blended margin	(%)			(3.7)	(2.6)	0.0	0.0
SG&A	(%)			1.1	1.0	1.0	1.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

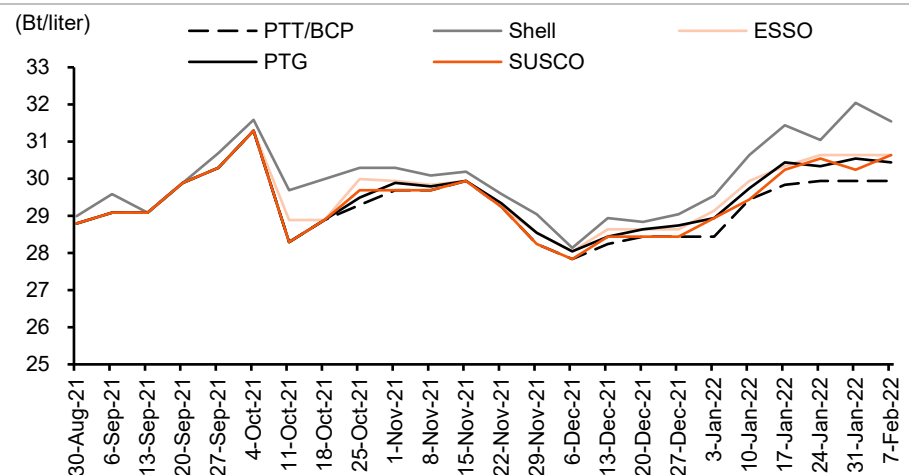
Ex 4: Our Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS						TP
	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F	
New/Actual	0.93	1.11	0.67	0.91	1.09	1.05	19.00
Old			1.07	1.20	1.24	1.21	22.00
Change (%)			(37.1)	(24.2)	(12.3)	(13.1)	(13.6)

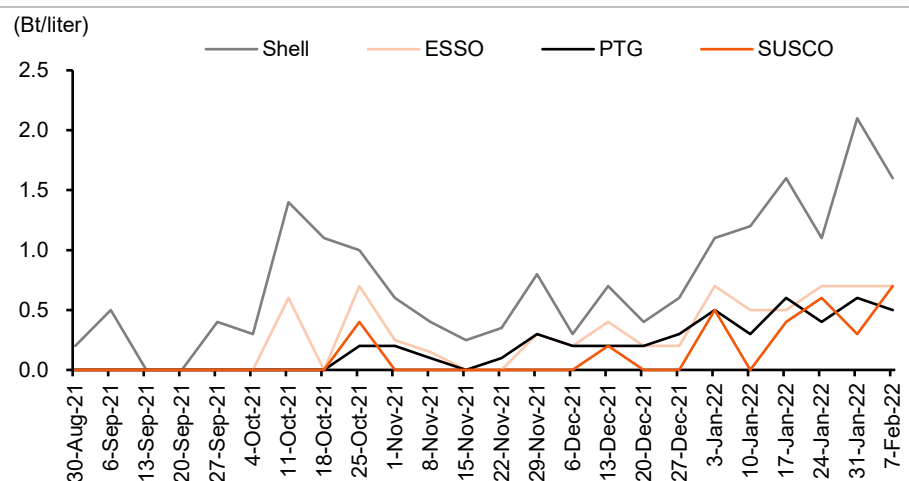
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Marketing Margin As Reported By The Government

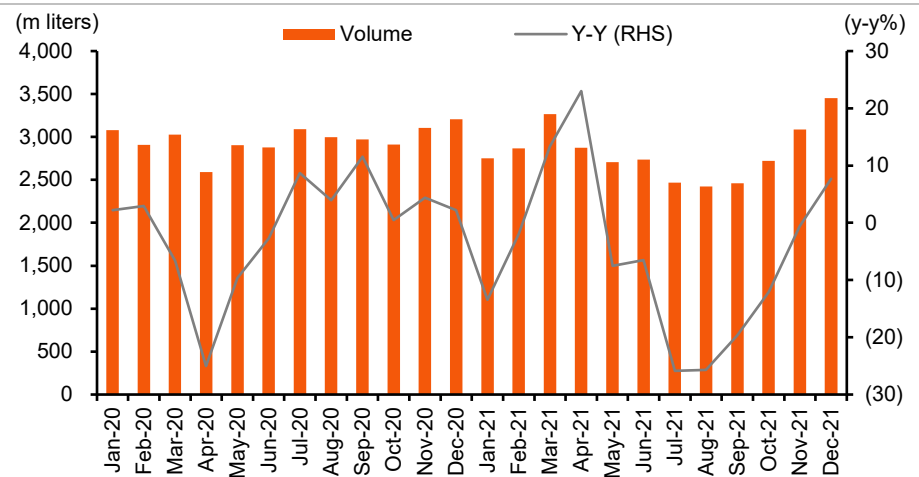
Sources: EPPO, Thanachart

Ex 6: Diesel Pump Prices Start Diverging From September 2021

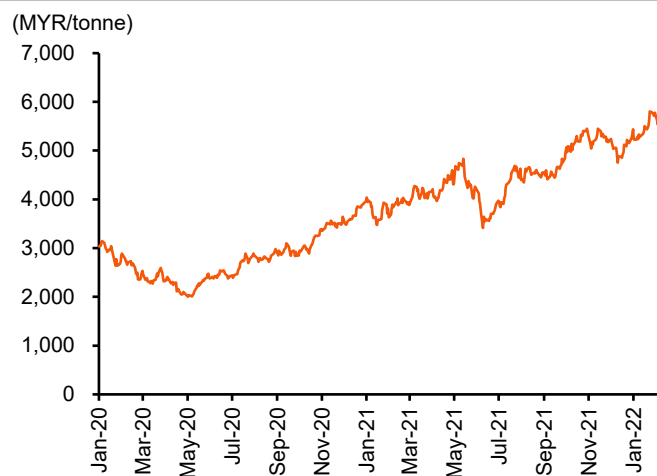
Sources: EPPO, Thanachart

Ex 7: Diesel Pump Prices Of Various Brands Vs. PTT/BCP

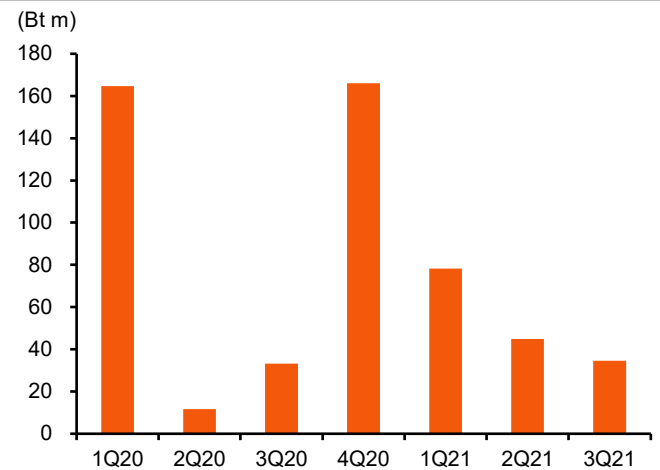
Sources: EPPO, Thanachart

Ex 8: Thailand Gasoline And Diesel Demand Recovery

Sources: DOEB, Thanachart

Ex 9: CPO Price

Sources: Bloomberg; Thanachart

Ex 10: PTG's Equity Income

Sources: Company data; Thanachart

Ex 11: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	6,607	6,900	7,133	7,367	7,602	7,697	7,817	7,935	8,050	8,164	
Free cash flow	1,972	3,062	3,209	3,389	3,572	3,595	3,631	3,656	3,672	3,678	69,465
PV of free cash flow	1,843	2,674	2,619	2,566	2,523	2,368	2,231	2,096	1,963	1,800	33,999
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.1										
WACC (%)	7.0										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	56,682										
Net debt (2022F)	24,490										
Minority interest	130										
Equity value	32,052										
# of shares (m)	1,670										
Equity value/share (Bt)	19.2										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: 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	79.4	31.0	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	14.9
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(0.1)	7.9	7.9	1.7	1.4	7.2	7.2	5.7	5.8	24.7	18.9
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(11.3)	5.6	6.4	1.3	1.1	5.7	6.6	6.2	5.8	24.1	17.5
IOCL	IOCL IN	India	129.5	35.4	7.4	5.5	1.1	0.9	6.6	5.3	6.8	9.2	14.6	17.5
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	27.7	34.3	26.9	2.6	2.1	22.1	16.4	0.3	0.3	8.6	7.9
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	85.2	27.4	14.8	1.1	1.0	8.2	7.6	0.9	1.5	4.4	7.4
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(12.2)	6.8	7.8	1.5	1.3	5.2	5.9	4.4	4.1	23.5	18.1
Petron	PCOR PM	Philippines	na	200.0	20.7	6.9	0.6	0.5	10.9	7.6	na	na	1.9	5.5
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(8.7)	18.2	19.9	2.7	2.6	11.5	12.0	4.2	3.4	15.3	13.2
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	169.0	23.9	8.9	0.8	0.8	6.5	6.6	6.8	6.8	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	11.3	1.4	1.3	18.6	8.7	0.0	0.0	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.7	16.2	14.8	0.9	0.9	7.7	8.9	2.5	3.4	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	(39.4)	34.8	22.0	16.3	3.0	2.7	7.7	7.1	2.3	3.1	13.9	17.4
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	286.2	(20.5)	8.8	11.1	0.8	0.8	8.7	8.8	6.9	4.5	9.9	7.3
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	13.1	1.4	1.3	16.3	7.1	5.1	3.0	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	2.2	26.0	18.1	14.4	1.1	1.0	7.3	5.9	2.8	3.5	5.9	7.2
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	65.3	28.3	17.2	0.9	0.9	15.8	17.1	4.1	2.3	3.3	5.3
Average			92.4	42.1	17.6	12.7	1.4	1.3	10.4	8.7	3.9	3.8	12.5	12.1
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(5.0)	8.2	8.6	0.6	0.6	3.7	3.6	6.0	5.7	7.2	6.5
Sinopec	386 HK	China	112.7	(9.7)	6.7	7.5	0.6	0.6	3.6	3.6	8.7	8.1	9.7	8.4
Total	FP	France	na	10.3	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	16.0
Eni	ENI IM	Italy	na	30.9	11.2	8.6	1.2	1.1	3.9	3.3	6.5	6.9	10.6	13.3
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	41.3	na	na	na	na	4.7	4.3	na	na	11.2	15.3
Repsol	REP SM	Spain	na	20.7	7.8	6.5	0.8	0.8	4.1	3.7	5.2	5.4	11.1	12.6
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	20.9	16.1	13.3	1.9	1.8	6.9	6.1	3.9	4.1	11.7	13.4
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	26.8	15.1	11.9	2.0	1.9	7.3	6.2	4.4	4.5	13.5	16.0
Conoco Philips	COP US	USA	na	46.8	15.4	10.5	2.7	2.4	6.7	5.2	1.9	2.2	20.8	23.1
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	206.6	(13.2)	9.9	11.4	1.1	1.1	4.2	4.3	4.9	4.9	12.3	9.7
Average			159.6	17.0	11.3	9.8	1.4	1.3	5.0	4.5	5.2	5.2	12.3	13.4
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	168.2	51.1	18.3	12.1	2.0	1.7	7.6	4.6	1.5	2.1	11.0	17.8
Woodside	WPL AU	Australia	194.3	46.0	17.2	11.8	1.8	1.8	5.4	4.0	4.0	5.1	11.2	15.8
Suncor Energy	SU US	Canada	na	76.6	11.1	6.3	1.2	1.1	5.4	4.6	3.6	5.9	10.9	16.5
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	na	17.2	5.7	1.0	0.9	6.6	4.4	1.8	5.9	6.1	15.3
RIL	RIL IN	India	(0.6)	27.7	34.3	26.9	2.6	2.1	22.1	16.4	0.3	0.3	8.6	7.9
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	50.6	8.2	5.5	na	na	4.5	3.8	0.5	1.4	(104.9)	(174.8)
Devon Energy	DVN US	USA	na	63.6	15.4	9.4	3.7	2.6	7.2	5.3	1.9	2.8	38.1	40.6
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	105.6	32.0	11.9	9.0	1.3	1.1	3.5	2.8	3.8	4.6	11.4	13.2
Average			84.3	49.7	16.7	10.8	1.9	1.6	7.8	5.7	2.2	3.5	(1.0)	(6.0)

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 10 February 2022 closing prices

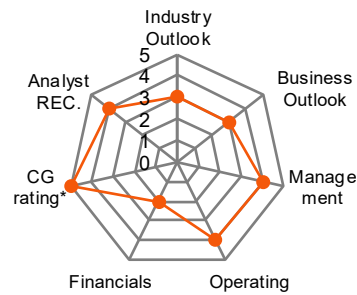
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท พีทีจี เอ็นเนอยี จำกัด (มหาชน) ธุรกิจของบริษัทฯ แบ่งเป็น 6 กลุ่มหลัก ดังนี้ 1) ธุรกิจค้าน้ำมันเชื้อเพลิงภายใต้สถานีบริการน้ำมัน PT ซึ่งส่วนใหญ่บริษัทเป็นเจ้าของและบริหารเอง (COCO) 2) ธุรกิจค้าน้ำมันเชื้อเพลิงให้กับผู้ค้าน้ำมันรายอื่นและอุตสาหกรรม 3) ธุรกิจค้าปลีกแก๊ส LPG ผ่านสถานีที่บริษัทเป็นเจ้าของเอง 4) ธุรกิจร้านสะดวกซื้อ และธุรกิจร้านกาแฟภายใต้ชื่อร้าน Max Mart และกาแฟพันธุ์ไทย 5) การจำหน่ายสินค้าและการให้บริการด้านยานยนต์อื่น และ 6) การให้เช่าพื้นที่ภายในสถานีบริการ โดยบริษัทมีนโยบายการขยายธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกับน้ำมันผ่านการลงทุนใหม่และการทำ M&A เพื่อใช้ประโยชน์จากแบรนด์ที่แข็งแกร่งและฐานลูกค้าขนาดใหญ่ เพื่อเพิ่มผลกำไรในอนาคต

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Awards

Rating Scale

Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ส่วนมากเป็นเจ้าของและดำเนินการสถานีบริการน้ำมัน PT ของตัวเอง
- บริหารจัดการธุรกิจขนส่งและคลังเก็บน้ำมันเชื้อเพลิงเอง
- มีสถานีบริการน้ำมันครอบคลุมทั่วประเทศโดยใช้เงินลงทุนต่ำ

O — Opportunity

- การชิงส่วนแบ่งการตลาดจากสถานีบริการน้ำมันอิสระ
- โอกาสในการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานและธุรกิจด้านยานยนต์อื่นๆ

W — Weakness

- สถานีบริการส่วนใหญ่อยู่บนพื้นที่เช่า
- อยู่ตลาดรองจึงมีโอกาสรายได้จากธุรกิจนอกเหนือจากน้ำมันน้อยกว่าเจ้าอื่น
- แหล่งเงินทุนในการขยายธุรกิจมาจากการกู้ยืมเงิน

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการขยายสาขาโดยรักษาคุณภาพสถานีโดยรวม
- การควบคุมค่าการตลาดน้ำมันค้าปลีกจากรัฐบาล
- ความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่และการทำ M&A

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	18.02	19.00	5%
Net profit 21F (Bt m)	1,339	1,126	-16%
Net profit 22F (Bt m)	1,729	1,517	-12%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราสมมติให้ค่าการตลาดลดลง
- แต่ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากเราคาดว่าอัตรากำไรจะกลับมาปกติในปี 2023-24F

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นอย่างมากของราคาน้ำมันอาจเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ค่าการตลาดที่เพิ่มขึ้นต่ำกว่าที่เราคาดจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความสำเร็จในการลงทุนในอนาคต และการทำ M&A อาจเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	120,252	104,666	137,509	150,046	158,237
Cost of sales	110,127	93,824	126,241	137,741	145,040
Gross profit	10,125	10,842	11,269	12,305	13,198
% gross margin	8.4%	10.4%	8.2%	8.2%	8.3%
Selling & administration expenses	7,907	7,820	8,235	8,856	9,456
Operating profit	2,218	3,023	3,033	3,449	3,742
% operating margin	1.8%	2.9%	2.2%	2.3%	2.4%
Depreciation & amortization	3,011	2,880	3,104	3,517	3,906
EBITDA	5,229	5,903	6,137	6,966	7,648
% EBITDA margin	4.3%	5.6%	4.5%	4.6%	4.8%
Non-operating income	0	0	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(335)	(1,104)	(1,856)	(1,843)	(1,764)
Pre-tax profit	1,883	1,919	1,177	1,606	1,978
Income tax	359	425	235	321	396
After-tax profit	1,524	1,494	942	1,285	1,582
% net margin	1.3%	1.4%	0.7%	0.9%	1.0%
Shares in affiliates' Earnings	40	376	200	250	250
Minority interests	(3)	(12)	(16)	(17)	(18)
Extraordinary items	0	37	0	0	0
NET PROFIT	1,561	1,894	1,126	1,517	1,814
Normalized profit	1,561	1,857	1,126	1,517	1,814
EPS (Bt)	0.9	1.1	0.7	0.9	1.1
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.1	0.7	0.9	1.1

We see strong earnings prospects in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	4,850	3,859	5,028	5,482	5,801
Cash & cash equivalent	1,038	942	753	818	887
Account receivables	1,222	503	1,507	1,644	1,734
Inventories	2,217	2,088	2,767	3,019	3,179
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	42,596	43,847	44,464
Total assets	22,652	42,037	62,891	66,256	68,563
LIABILITIES:					
Current liabilities:	11,614	8,486	19,254	20,152	20,142
Account payables	5,779	3,920	7,263	7,925	8,345
Bank overdraft & ST loans	3,050	1,850	6,952	6,327	5,355
Current LT debt	2,490	1,464	4,055	4,745	5,355
Others current liabilities	296	1,252	984	1,155	1,088
Total LT debt	3,857	6,282	12,165	14,236	16,064
Others LT liabilities	474	19,289	23,050	22,571	22,062
Total liabilities	15,944	34,057	54,469	56,959	58,267
Minority interest	60	96	112	130	148
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)
Retained earnings	3,855	5,083	5,510	6,366	7,347
Shareholders' equity	6,648	7,884	8,310	9,167	10,148
Liabilities & equity	22,652	42,037	62,891	66,256	68,563

Sources: Company data, Thanachart estimates

Balance sheet is improving with slower expansion

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,883	1,919	1,177	1,606	1,978
Tax paid	(274)	(314)	(235)	(321)	(396)
Depreciation & amortization	3,011	2,880	3,104	3,517	3,906
Chg In working capital	(1,079)	(1,011)	1,661	272	170
Chg In other CA & CL / minorities	136	1,950	(68)	421	183
Cash flow from operations	3,677	5,425	5,638	5,495	5,842
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	(13,821)	(2,250)	(1,667)
Cash flow from investments	(3,796)	(5,064)	(18,703)	(6,905)	(6,404)
Debt financing	505	201	13,575	2,136	1,465
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(334)	(668)	(699)	(661)	(833)
Warrants & other surplus	(23)	10	0	0	0
Cash flow from financing	147	(457)	12,876	1,475	632
Free cash flow	234	3,149	1,431	1,840	2,105

We expect positive FCF
going forward

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	15.8	13.3	22.0	16.3	13.6
Normalized PE - at target price (x)	20.3	17.1	28.2	20.9	17.5
PE (x)	15.8	13.0	22.0	16.3	13.6
PE - at target price (x)	20.3	16.8	28.2	20.9	17.5
EV/EBITDA (x)	6.3	5.7	7.7	7.1	6.6
EV/EBITDA - at target price (x)	7.7	6.8	8.8	8.1	7.5
P/BV (x)	3.7	3.1	3.0	2.7	2.4
P/BV - at target price (x)	4.8	4.0	3.8	3.5	3.1
P/CFO (x)	6.7	4.6	4.4	4.5	4.2
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	3.4	3.4	2.3	3.1	3.7
FCF Yield (%)	0.9	12.7	5.8	7.4	8.5
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.1	0.7	0.9	1.1
EPS	0.9	1.1	0.7	0.9	1.1
DPS	0.5	0.5	0.3	0.5	0.5
BV/share	4.0	4.7	5.0	5.5	6.1
CFO/share	2.2	3.2	3.4	3.3	3.5
FCF/share	0.1	1.9	0.9	1.1	1.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Current valuation is well
below its average pre-
COVID

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	11.2	(13.0)	31.4	9.1	5.5
Net profit (%)	149.8	21.4	(40.6)	34.8	19.5
EPS (%)	149.8	21.4	(40.6)	34.8	19.5
Normalized profit (%)	149.8	19.0	(39.4)	34.8	19.5
Normalized EPS (%)	149.8	19.0	(39.4)	34.8	19.5
Dividend payout ratio (%)	53.5	44.1	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	8.4	10.4	8.2	8.2	8.3
Operating margin (%)	1.8	2.9	2.2	2.3	2.4
EBITDA margin (%)	4.3	5.6	4.5	4.6	4.8
Net margin (%)	1.3	1.4	0.7	0.9	1.0
D/E (incl. minor) (x)	1.4	1.2	2.8	2.7	2.6
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	2.7	2.6	2.5
Interest coverage - EBIT (x)	6.6	2.7	1.6	1.9	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	15.6	5.3	3.3	3.8	4.3
ROA - using norm profit (%)	7.2	5.7	2.1	2.3	2.7
ROE - using norm profit (%)	25.8	25.6	13.9	17.4	18.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	25.2	20.6	11.6	14.7	16.4
- asset turnover (x)	5.5	3.2	2.6	2.3	2.3
- operating margin (%)	1.8	2.9	2.2	2.3	2.4
- leverage (x)	3.6	4.5	6.5	7.4	7.0
- interest burden (%)	84.9	63.5	38.8	46.6	52.9
- 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	14.7	9.0	8.9
NOPAT (Bt m)	1,795	2,353	2,427	2,759	2,994
invested capital (Bt m)	15,005	16,539	30,729	33,657	36,033

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างองดังกล่าวกว่า จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวิณี ไตรรงค์ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวลลีย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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