

**HOLD** (From: BUY)

**TP: Bt 56.00** (From: Bt 92.00)

**4 FEBRUARY 2022**

**Transfer of Coverage**

**Downside: 1.8%**

## PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

### สูญเสียความสามารถในการแข่งขัน

เราปรับลดคำแนะนำ PTTGC เป็น “ถือ” เราคาดว่า การซ่อมบำรุงโรงงานมากมายในปีนี้จะกระทบกำไร และมองว่าบริษัท จะสูญเสียความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนก๊าซที่ต่ำ ด้วยมีสัดส่วนวัตถุดิบเนฟทา/LPG ราคาแพงที่สูงขึ้น เราให้ราคาเป้าหมาย PTTGC ที่ 56 บาท



**YUPAPAN POLPORNPRASERT**

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

#### สูญเสียความน่าสนใจ

เราปรับลดคำแนะนำ PTTGC เป็น “ถือ” (จาก ซื้อ) 1) PTTGC ได้ประโยชน์น้อยลงจากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูง เนื่องจากอุปทานก๊าซในประเทศที่ลดลง PTTGC จึงเดินเครื่องโรงวัตถุดิบเนฟทามากขึ้น ซึ่งหมายความว่าอัตรากำไรของผลิตภัณฑ์ลดลง Exhibit 2 แสดงสัดส่วนวัตถุดิบของบริษัท ซึ่งทำให้ PTTGC ได้ประโยชน์จากส่วนต่างน้ำมันและก๊าซจำกัด 2) กำไรที่ลดลงจากรูทริก HVS (ส่วนใหญ่คือ BPA spread) ซึ่งมีกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งในปีที่แล้ว และ 3) PTTGC มีแผนซ่อมบำรุงโรงงานมากมายในปี (ดู Exhibit 5) เราปรับลดประมาณการกำไรลง 34/33% ในปี 2022-23F และปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 56 บาท (จาก 92 บาท) บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ” วันที่ 4 ก.พ.2022

#### ได้ประโยชน์จากก๊าซน้อยลง

เราคาดว่าความได้เปรียบในการแข่งขันจากการเป็นบริษัทปิโตรเคมีที่ใช้ก๊าซของ PTTGC จะน้อยลงมาก ด้วยเหตุผล 2 ประการ 1) ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการมีสัดส่วน LPG ที่มีราคาแพงเพิ่มขึ้น และ 2) การใช้วัตถุดิบเนฟทาที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากก๊าซในประเทศกำลังหมดลง อีกทั้ง PTTGC ยังต้องแบกรับต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากอุปทานก๊าซที่ลดลง บริษัท จึงต้องสร้างโรงงานฟทาแคแรกเกอร์ใหม่ขนาด 0.5 ล้านตัน ภายใต้โครงการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต (Olefins Reconfiguration Project : ORP) ใน 2Q21 เพื่อผลิตโอเลฟินส์เพื่อใช้ในการผลิตโพลีโอเลฟินส์ สัดส่วนวัตถุดิบก๊าซ/เนฟทา และ LPG จะเพิ่มขึ้นจาก 45/55% ในปี 2021F เป็น 35/65% ในปี 2022F เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 56/44% ในช่วงปี 2018-20 (ทั้งเนฟทา และ LPG มีความเชื่อมโยงอย่างมากกับราคาน้ำมัน

#### แนวโน้มการเติบโตไม่น่าสนใจ

เราคาดว่า PTTGC จะมีการเติบโตของกำไรปกติต่อหุ้นที่ไม่น่าตื่นเต้นที่ -21% ในปี 2022F และทรงตัวในปี 2023F สำหรับปัจจัยผลักดันการเติบโต ได้แก่ การรวมบของ Allnex Holdings GmbH (Allnex) ที่เพิ่งเข้าซื้อหุ้น 100% ซึ่งเราคาดว่าจะทำให้กำไรปกติของ PTTGC เพิ่มขึ้น 7% ในปีนี้ สำหรับปัจจัยกดดันกำไร เราคาดว่า product spreads จะลดลงจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น และสัดส่วนวัตถุดิบเนฟทาที่สูงขึ้น กำไรที่ลดลงจากส่วนธุรกิจปลายน้ำที่มีมูลค่าเพิ่มสูง (HVS) และอะโรเมติกส์ที่อ่อนแอจากสถานการณ์อุปทานล้นตลาด เราคาดว่ากำไรจาก HVS จะลดลงจาก 31% ของกำไรรวมในปี 2021F เป็น 13% ในปีนี้ สัดส่วนกำไรจากอะโรเมติกส์ลดลงจาก 14% เป็น 3%

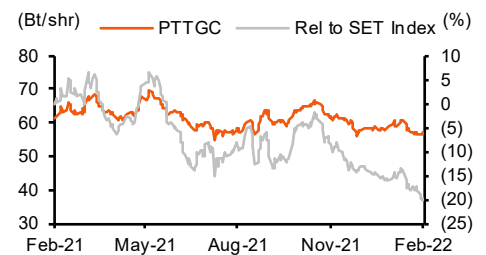
#### แต่เรามองว่ามีมูลค่าที่ไม่แพง

ราคาหุ้น PTTGC นั้น underperformed คู่แข่ง โดยเพิ่มขึ้นเพียง 4% ตั้งแต่สิ้นปี 2020 แม้ว่าราคาน้ำมันดิบดูไบจะสูงขึ้นถึง 65% บริษัท ซื้อขายที่ 0.8 เท่า P/BV ซึ่งอยู่ที่ -STD แล้ว อีกทั้งยังซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 1.1 เท่า P/BV อีกด้วย

#### COMPANY VALUATION

| Y/E Dec (Bt m)    | 2020A   | 2021F   | 2022F   | 2023F   |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| Sales             | 329,291 | 414,276 | 564,750 | 520,860 |
| Net profit        | 200     | 47,020  | 23,442  | 23,380  |
| Consensus NP      | —       | 46,161  | 28,010  | 29,663  |
| Diff frm cons (%) | —       | 1.9     | (16.3)  | (21.2)  |
| Norm profit       | 7,634   | 29,480  | 23,442  | 23,380  |
| Prev. Norm profit | —       | 34,795  | 35,409  | 35,045  |
| Chg frm prev (%)  | —       | (15.3)  | (33.8)  | (33.3)  |
| Norm EPS (Bt)     | 1.7     | 6.5     | 5.2     | 5.2     |
| Norm EPS grw (%)  | (6.5)   | 286.2   | (20.5)  | (0.3)   |
| Norm PE (x)       | 33.7    | 8.7     | 11.0    | 11.0    |
| EV/EBITDA (x)     | 13.2    | 8.6     | 8.7     | 8.2     |
| P/BV (x)          | 0.9     | 0.8     | 0.8     | 0.8     |
| Div yield (%)     | 1.8     | 7.0     | 4.6     | 4.5     |
| ROE (%)           | 2.7     | 9.9     | 7.3     | 7.1     |
| Net D/E (%)       | 30.3    | 65.2    | 61.9    | 51.8    |

#### PRICE PERFORMANCE



#### COMPANY INFORMATION

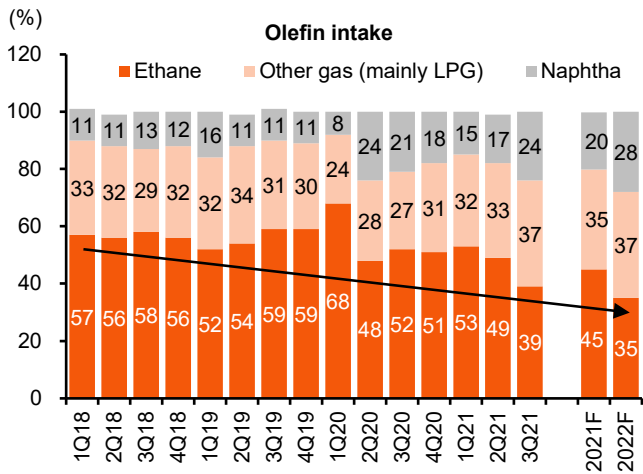
|                             |                |
|-----------------------------|----------------|
| Price as of 3-Feb-22 (Bt)   | 57.00          |
| Market Cap (US\$ m)         | 7,750.0        |
| Listed Shares (m shares)    | 4,508.8        |
| Free Float (%)              | 54.3           |
| Avg Daily Turnover (US\$ m) | 33.7           |
| 12M Price H/L (Bt)          | 69.50/54.75    |
| Sector                      | PETRO          |
| Major Shareholder           | PTT Pcl 45.18% |

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

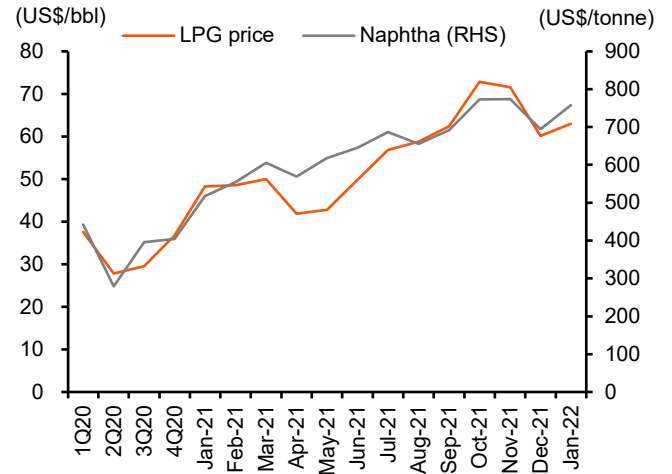


**Ex 1: PTTGC Depends More On Naphtha**



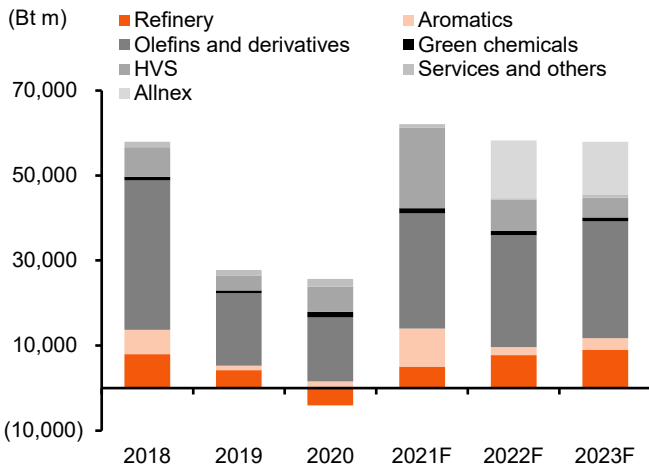
Source: Company data, Thanachart estimate

**Ex 2: Both LPG And Naphtha Links Closely To Oil**



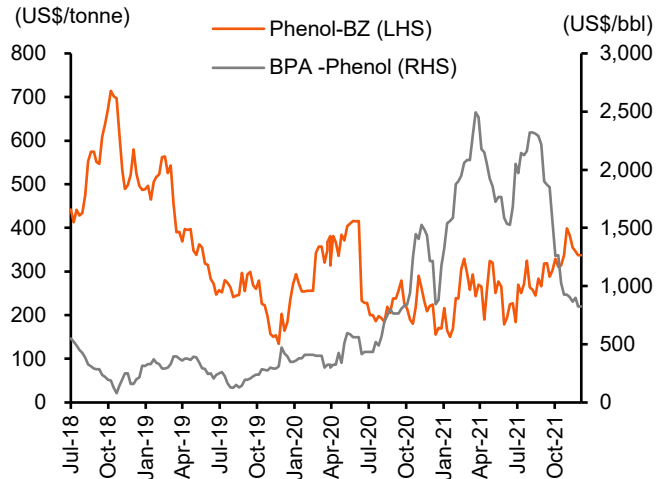
Source: Bloomberg

**Ex 3: EBITDA Drop Despite Allnex Contribution**



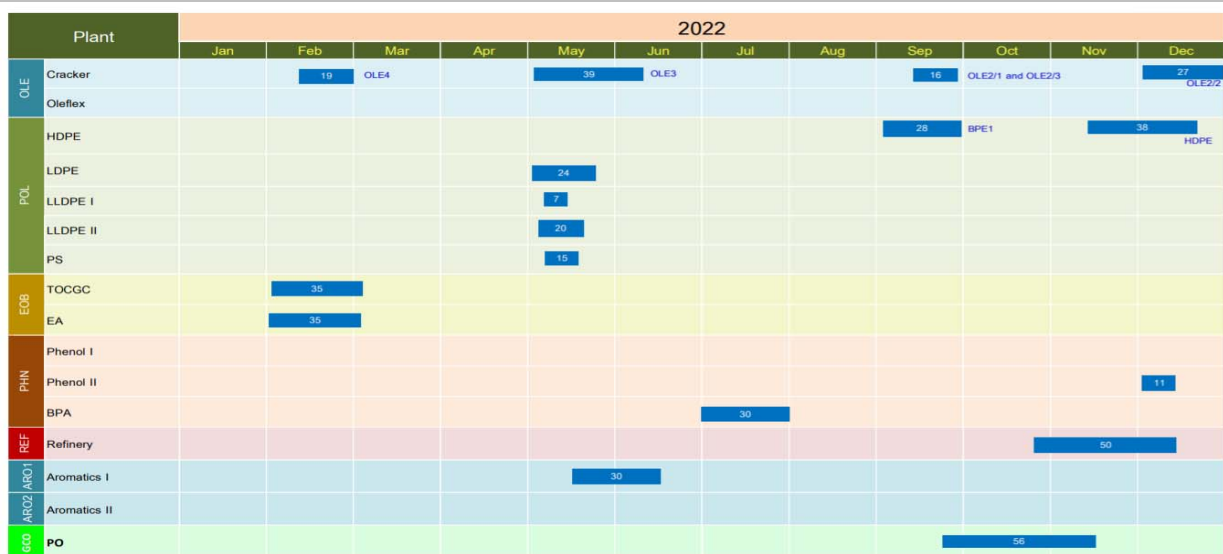
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: BPA Spread, 2021F Driver, Slumps**



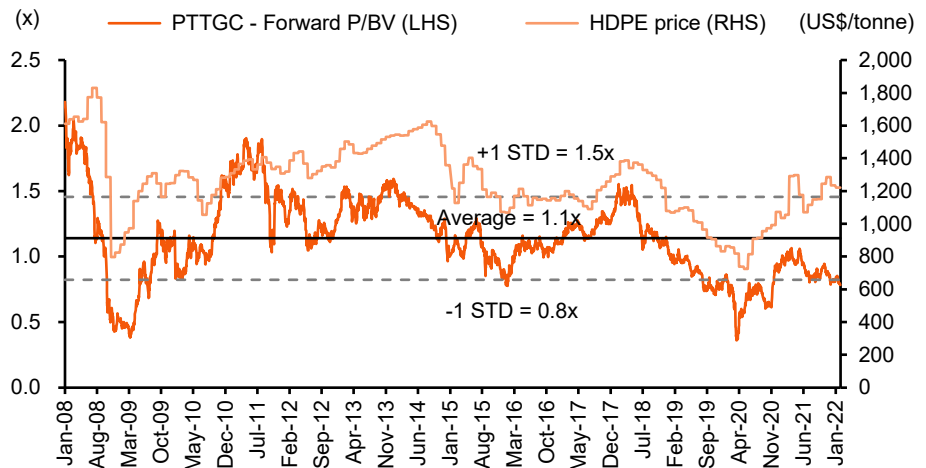
Source: Bloomberg

**Ex 5: PTTGC's Maintenance Schedule**



Source: Company data

**Ex 6: P/BV Vs. HDPE Price**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

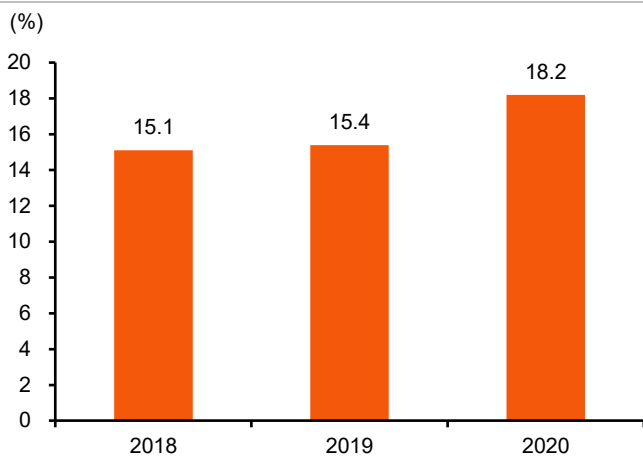
**Ex 7: Sensitivity Of Allnex EBITDA Margin To PTTGC's Profit**

| EBITDA margin (%)                 | 14%        | 15%          | 16%          | 17%          | 18%          | 19%          | 20%          |
|-----------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Allnex EBITDA (m Euro)            | 311        | 333          | 356          | 378          | 400          | 422          | 444          |
| PTTGC expense                     | (156)      | (167)        | (178)        | (189)        | (200)        | (211)        | (222)        |
| Allnex's profit at 40-50% EBITDA  | 156        | 167          | 178          | 189          | 200          | 211          | 222          |
| Depreciation and interest expense | (135)      | (135)        | (135)        | (135)        | (135)        | (135)        | (135)        |
| Net profit to PTTGC (m Euro)      | 21         | 32           | 43           | 54           | 65           | 76           | 87           |
| <b>Net profit to PTTGC (Btm)</b>  | <b>781</b> | <b>1,203</b> | <b>1,626</b> | <b>2,048</b> | <b>2,470</b> | <b>2,892</b> | <b>3,314</b> |

Source: Thanachart estimates

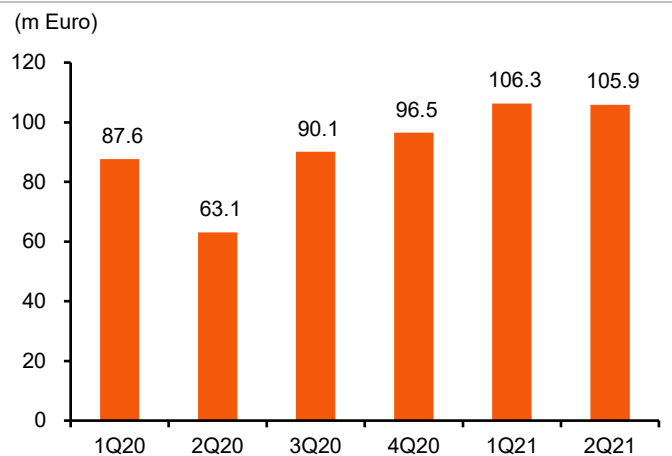
Note: Allnex's historical upcycle of EBITDA margin was 18%.

**Ex 8: Allnex's Adjusted EBITDA Margin**



Sources: Company data

**Ex 9: Allnex's EBITDA**



Sources: Company data

**Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F**

| (Bt m)                                | 2022F     | 2023F  | 2024F  | 2025F  | 2026F  | 2018F  | 2028F  | 2029F  | 2030F  | 2031F  | 2032F  | Terminal Value |
|---------------------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------------|
| EBITDA & equity income                | 53,357    | 53,036 | 58,840 | 58,419 | 58,730 | 58,793 | 58,104 | 58,295 | 58,433 | 58,474 | 58,619 |                |
| Free cash flow                        | 8,088     | 42,787 | 47,142 | 44,631 | 45,455 | 44,972 | 44,493 | 44,616 | 44,783 | 44,745 | 44,921 | 582,945        |
| PV of free cash flow                  | 7,426     | 36,061 | 36,462 | 31,158 | 29,006 | 26,232 | 23,717 | 21,739 | 19,946 | 17,468 | 15,958 | 207,094        |
| Risk-free rate (%)                    | 2.5       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Market risk premium (%)               | 8.0       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Beta                                  | 1.4       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| WACC (%)                              | 8.9       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Terminal growth (%)                   | 2.0       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Enterprise value -<br>add investments | 472,269   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Net debt (end-2021F)                  | 212,227   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Minority interest                     | 8,548     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| Equity value                          | 251,494   |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| # of shares (m)                       | 4,509     |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |
| <b>Equity value/share (Bt)</b>        | <b>56</b> |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |                |

Source: Thanachart estimates

## COMPANY DESCRIPTION

PTTGC เป็นบริษัทปิโตรเคมีและโรงกลั่นที่มีฐานการผลิตครบวงจรหลังเกิดการควบรวมระหว่าง PTTCH และ PTTAR ในปลายปี 2011 ผลิตภัณฑ์ของบริษัทคือ olefins และ derivatives โดยที่ผลิตภัณฑ์หลักคือ ethylene, propylene, HDPE, LDPE, LLDPE, และ MEG และด้วยธุรกิจโอเลฟินคิดเป็นส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของ EBITDA ปี 2022 PTTGC เป็นหนึ่งในแครกเกอร์ที่ใช้ก๊าซเป็นส่วนประกอบเพียงไม่กี่แห่งในเอเชีย และมีโครงสร้างต้นทุนที่แข่งขันได้เมื่อเทียบกับแครกเกอร์ที่ใช้แก๊สอื่น ๆ บริษัท ยังมีโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์แบบครบวงจร ซึ่งผลิตพาราไซลีน และเบนซินเป็นหลัก นอกจากนี้ บริษัท ยังได้ย้ายเข้าสู่ธุรกิจสารเคลือบพิเศษด้วยการลงทุนใน Allnex Holdings GmbH (Allnex)

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ผู้ผลิต gas-based และมีความยืดหยุ่นในด้านการผลิต ได้เปรียบในด้านต้นทุน
- ประหยัดจากขนาดด้วยมี synergy จากฐานการผลิตที่ครบวงจร
- เป็นเครือบริษัท PTT ซึ่งช่วยให้มีวัตถุดิบที่แน่นอน และฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

## O — Opportunity

- ความต้องการเคมีภัณฑ์ที่เติบโตอย่างมากในภูมิภาค
- เพิ่มมูลค่าจาก synergies และการทำ debottlenecking และ downstream ที่ครบวงจรมากขึ้น
- กิจกรรม M&A ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่นักลงทุน

## CONSENSUS COMPARISON

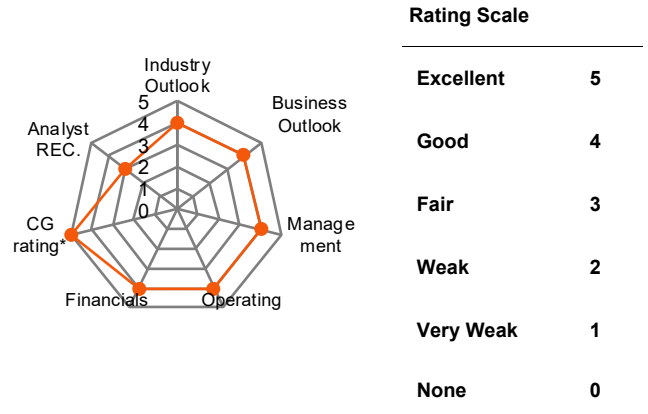
|                       | Consensus | Thanachart | Diff    |
|-----------------------|-----------|------------|---------|
| Target price (Bt)     | 71.71     | 56.00      | -22%    |
| Net profit 21F (Bt m) | 46,161    | 47,020     | 2%      |
| Net profit 22F (Bt m) | 28,010    | 23,442     | -16%    |
| Consensus REC         | BUY: 16   | HOLD: 10   | SELL: 1 |

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2022F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากสมมติฐาน GRM ของเรที่ลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- เป็นวัฏจักรธุรกิจ กำไรและกระแสเงินสดจึงมีความผันผวน
- ผลกระทบต่อกำไรจากการขาดทุนสต็อก (หลักๆ จากราคาน้ำมัน)
- การพึ่งพาเคมีภัณฑ์จำนวนมาก และมีเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษจำกัด

## T — Threat

- การลดอุปทานก๊าซธรรมชาติที่มีต้นทุนต่ำจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในการเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำลดลง
- ราคาน้ำมันที่ตกต่ำบั่นทอนความได้เปรียบทางการแข่งขัน
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในตะวันออกกลางและแครกเกอร์ในสหรัฐฯ
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และ synergies ที่จำกัด

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมัน และ/หรือ chemical spreads ที่ต่ำ/สูงกว่าคาด น่าจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ขาดอุปทานก๊าซที่ได้รับจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐานการผลิตที่ไม่ได้เป็นไปตามแผน เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

## INCOME STATEMENT

| FY ending Dec (Bt m)              | 2019A         | 2020A         | 2021F         | 2022F         | 2023F         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Sales                             | 412,810       | 329,291       | 414,276       | 564,750       | 520,860       |
| Cost of sales                     | 390,619       | 308,527       | 366,364       | 516,029       | 474,288       |
| <b>Gross profit</b>               | <b>22,191</b> | <b>20,764</b> | <b>47,912</b> | <b>48,721</b> | <b>46,572</b> |
| % gross margin                    | 5.4%          | 6.3%          | 11.6%         | 8.6%          | 8.9%          |
| Selling & administration expenses | 16,469        | 14,881        | 16,647        | 22,694        | 20,931        |
| <b>Operating profit</b>           | <b>5,722</b>  | <b>5,883</b>  | <b>31,265</b> | <b>26,027</b> | <b>25,641</b> |
| % operating margin                | 1.4%          | 1.8%          | 7.5%          | 4.6%          | 4.9%          |
| Depreciation & amortization       | 19,198        | 20,292        | 23,163        | 27,330        | 27,395        |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>24,920</b> | <b>26,174</b> | <b>54,428</b> | <b>53,357</b> | <b>53,036</b> |
| % EBITDA margin                   | 6.0%          | 7.9%          | 13.1%         | 9.4%          | 10.2%         |
| Non-operating income              | 2,319         | 2,283         | 4,942         | 4,942         | 4,942         |
| Non-operating expenses            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| Interest expense                  | (3,119)       | (3,511)       | (4,882)       | (6,111)       | (5,888)       |
| <b>Pre-tax profit</b>             | <b>4,922</b>  | <b>4,654</b>  | <b>31,324</b> | <b>24,858</b> | <b>24,696</b> |
| Income tax                        | 649           | (109)         | 8,796         | 6,215         | 6,174         |
| <b>After-tax profit</b>           | <b>4,272</b>  | <b>4,763</b>  | <b>22,529</b> | <b>18,644</b> | <b>18,522</b> |
| % net margin                      | 1.0%          | 1.4%          | 5.4%          | 3.3%          | 3.6%          |
| Shares in affiliates' Earnings    | 4,559         | 3,323         | 7,520         | 5,574         | 5,574         |
| Minority interests                | (667)         | (452)         | (569)         | (776)         | (715)         |
| Extraordinary items               | 3,518         | (7,434)       | 17,540        | 0             | 0             |
| <b>NET PROFIT</b>                 | <b>11,682</b> | <b>200</b>    | <b>47,020</b> | <b>23,442</b> | <b>23,380</b> |
| <b>Normalized profit</b>          | <b>8,164</b>  | <b>7,634</b>  | <b>29,480</b> | <b>23,442</b> | <b>23,380</b> |
| EPS (Bt)                          | 2.6           | 0.0           | 10.4          | 5.2           | 5.2           |
| Normalized EPS (Bt)               | 1.8           | 1.7           | 6.5           | 5.2           | 5.2           |

*Earnings likely to remain flattish in the next two years*

## BALANCE SHEET

| FY ending Dec (Bt m)            | 2019A          | 2020A          | 2021F          | 2022F          | 2023F          |
|---------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>ASSETS:</b>                  |                |                |                |                |                |
| Current assets:                 | 104,494        | 129,911        | 114,088        | 146,429        | 152,203        |
| Cash & cash equivalent          | 25,560         | 60,658         | 30,000         | 30,000         | 45,000         |
| Account receivables             | 34,157         | 29,277         | 36,833         | 50,211         | 46,309         |
| Inventories                     | 36,252         | 33,445         | 39,715         | 55,939         | 51,414         |
| Others                          | 8,525          | 6,531          | 7,540          | 10,279         | 9,480          |
| Investments & loans             | 65,901         | 65,675         | 65,675         | 65,675         | 65,675         |
| Net fixed assets                | 264,564        | 269,177        | 430,538        | 427,067        | 414,159        |
| Other assets                    | 17,556         | 24,620         | 24,620         | 24,620         | 24,620         |
| <b>Total assets</b>             | <b>452,514</b> | <b>489,383</b> | <b>634,921</b> | <b>663,790</b> | <b>656,657</b> |
| <b>LIABILITIES:</b>             |                |                |                |                |                |
| Current liabilities:            | 53,033         | 59,041         | 78,401         | 95,453         | 88,389         |
| Account payables                | 25,479         | 20,114         | 23,885         | 33,642         | 30,921         |
| Bank overdraft & ST loans       | 2,021          | 19             | 0              | 0              | 0              |
| Current LT debt                 | 8,149          | 22,017         | 36,334         | 35,555         | 33,711         |
| Others current liabilities      | 17,384         | 16,892         | 18,182         | 26,256         | 23,757         |
| <b>Total LT debt</b>            | <b>96,918</b>  | <b>126,261</b> | <b>205,893</b> | <b>201,478</b> | <b>191,029</b> |
| Others LT liabilities           | 8,968          | 15,086         | 25,315         | 32,209         | 30,198         |
| <b>Total liabilities</b>        | <b>158,919</b> | <b>200,389</b> | <b>309,610</b> | <b>329,140</b> | <b>309,616</b> |
| Minority interest               | 7,765          | 7,979          | 8,548          | 9,324          | 10,039         |
| Preferreds shares               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Paid-up capital                 | 45,088         | 45,088         | 45,088         | 45,088         | 45,088         |
| Share premium                   | 36,937         | 36,937         | 36,937         | 36,937         | 36,937         |
| Warrants                        | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Surplus                         | (3,005)        | (3,618)        | (3,618)        | (3,618)        | (3,618)        |
| <b>Retained earnings</b>        | <b>206,810</b> | <b>202,608</b> | <b>238,355</b> | <b>246,919</b> | <b>258,594</b> |
| Shareholders' equity            | 285,830        | 281,015        | 316,763        | 325,327        | 337,001        |
| <b>Liabilities &amp; equity</b> | <b>452,514</b> | <b>489,383</b> | <b>634,921</b> | <b>663,790</b> | <b>656,657</b> |

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

| <b>FY ending Dec (Bt m)</b>       | <b>2019A</b>    | <b>2020A</b>    | <b>2021F</b>     | <b>2022F</b>    | <b>2023F</b>    |
|-----------------------------------|-----------------|-----------------|------------------|-----------------|-----------------|
| Earnings before tax               | 4,922           | 4,654           | 31,324           | 24,858          | 24,696          |
| Tax paid                          | (1,190)         | 203             | (8,814)          | (6,091)         | (6,223)         |
| Depreciation & amortization       | 19,198          | 20,292          | 23,163           | 27,330          | 27,395          |
| Chg In working capital            | 1,910           | 2,322           | (10,055)         | (19,845)        | 5,706           |
| Chg In other CA & CL / minorities | (1,318)         | 4,056           | 7,282            | 10,785          | 3,922           |
| <b>Cash flow from operations</b>  | <b>23,521</b>   | <b>31,527</b>   | <b>42,901</b>    | <b>37,038</b>   | <b>55,496</b>   |
| Capex                             | (38,740)        | (24,905)        | (184,524)        | (23,859)        | (14,487)        |
| Right of use                      | 0               | (7,039)         | 0                | 0               | 0               |
| ST loans & investments            | (2,681)         | 2,144           | 537              | 0               | 0               |
| LT loans & investments            | (8,995)         | 226             | 0                | 0               | 0               |
| Adj for asset revaluation         | 0               | 0               | 0                | 0               | 0               |
| Chg In other assets & liabilities | (8,979)         | (3,192)         | 31,634           | 6,894           | (2,011)         |
| <b>Cash flow from investments</b> | <b>(59,395)</b> | <b>(32,766)</b> | <b>(152,353)</b> | <b>(16,965)</b> | <b>(16,498)</b> |
| Debt financing                    | 14,806          | 41,352          | 90,066           | (5,194)         | (12,293)        |
| Capital increase                  | (1,387)         | 0               | 0                | 0               | 0               |
| Dividends paid                    | (16,336)        | (5,024)         | (11,272)         | (14,878)        | (11,706)        |
| Warrants & other surplus          | (4,175)         | 9               | 0                | 0               | 0               |
| <b>Cash flow from financing</b>   | <b>(7,092)</b>  | <b>36,338</b>   | <b>78,794</b>    | <b>(20,073)</b> | <b>(23,998)</b> |
| <b>Free cash flow</b>             | <b>(15,219)</b> | <b>6,622</b>    | <b>(141,623)</b> | <b>13,179</b>   | <b>41,009</b>   |

*With a lack of capacity expansion, we expect positive FCF over the next two years*

**VALUATION**

| <b>FY ending Dec</b>                | <b>2019A</b> | <b>2020A</b> | <b>2021F</b> | <b>2022F</b> | <b>2023F</b> |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Normalized PE (x)                   | 31.5         | 33.7         | 8.7          | 11.0         | 11.0         |
| Normalized PE - at target price (x) | 30.9         | 33.1         | 8.6          | 10.8         | 10.8         |
| PE (x)                              | 22.0         | 1,287.6      | 5.5          | 11.0         | 11.0         |
| PE - at target price (x)            | 21.6         | 1,265.0      | 5.4          | 10.8         | 10.8         |
| EV/EBITDA (x)                       | 13.6         | 13.2         | 8.6          | 8.7          | 8.2          |
| EV/EBITDA - at target price (x)     | 13.4         | 13.0         | 8.5          | 8.6          | 8.1          |
| P/BV (x)                            | 0.9          | 0.9          | 0.8          | 0.8          | 0.8          |
| P/BV - at target price (x)          | 0.9          | 0.9          | 0.8          | 0.8          | 0.7          |
| P/CFO (x)                           | 10.9         | 8.2          | 6.0          | 6.9          | 4.6          |
| Price/sales (x)                     | 0.6          | 0.8          | 0.6          | 0.5          | 0.5          |
| Dividend yield (%)                  | 3.5          | 1.8          | 7.0          | 4.6          | 4.5          |
| FCF Yield (%)                       | (5.9)        | 2.6          | (55.1)       | 5.1          | 16.0         |
| <b>(Bt)</b>                         |              |              |              |              |              |
| Normalized EPS                      | 1.8          | 1.7          | 6.5          | 5.2          | 5.2          |
| EPS                                 | 2.6          | 0.0          | 10.4         | 5.2          | 5.2          |
| DPS                                 | 2.0          | 1.0          | 4.0          | 2.6          | 2.6          |
| BV/share                            | 63.4         | 62.3         | 70.3         | 72.2         | 74.7         |
| CFO/share                           | 5.2          | 7.0          | 9.5          | 8.2          | 12.3         |
| FCF/share                           | (3.4)        | 1.5          | (31.4)       | 2.9          | 9.1          |

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

| FY ending Dec                    | 2019A   | 2020A   | 2021F    | 2022F   | 2023F   |
|----------------------------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| <b>Growth Rate</b>               |         |         |          |         |         |
| Sales (%)                        | (20.4)  | (20.2)  | 25.8     | 36.3    | (7.8)   |
| Net profit (%)                   | (70.8)  | (98.3)  | 23,456.8 | (50.1)  | (0.3)   |
| EPS (%)                          | (70.8)  | (98.3)  | 23,456.8 | (50.1)  | (0.3)   |
| Normalized profit (%)            | (79.9)  | (6.5)   | 286.2    | (20.5)  | (0.3)   |
| Normalized EPS (%)               | (79.9)  | (6.5)   | 286.2    | (20.5)  | (0.3)   |
| Dividend payout ratio (%)        | 77.2    | 2,258.9 | 38.4     | 50.0    | 50.0    |
| <b>Operating performance</b>     |         |         |          |         |         |
| Gross margin (%)                 | 5.4     | 6.3     | 11.6     | 8.6     | 8.9     |
| Operating margin (%)             | 1.4     | 1.8     | 7.5      | 4.6     | 4.9     |
| EBITDA margin (%)                | 6.0     | 7.9     | 13.1     | 9.4     | 10.2    |
| Net margin (%)                   | 1.0     | 1.4     | 5.4      | 3.3     | 3.6     |
| D/E (incl. minor) (x)            | 0.4     | 0.5     | 0.7      | 0.7     | 0.6     |
| Net D/E (incl. minor) (x)        | 0.3     | 0.3     | 0.7      | 0.6     | 0.5     |
| Interest coverage - EBIT (x)     | 1.8     | 1.7     | 6.4      | 4.3     | 4.4     |
| Interest coverage - EBITDA (x)   | 8.0     | 7.5     | 11.1     | 8.7     | 9.0     |
| ROA - using norm profit (%)      | 1.8     | 1.6     | 5.2      | 3.6     | 3.5     |
| ROE - using norm profit (%)      | 2.8     | 2.7     | 9.9      | 7.3     | 7.1     |
| <b>DuPont</b>                    |         |         |          |         |         |
| ROE - using after tax profit (%) | 1.5     | 1.7     | 7.5      | 5.8     | 5.6     |
| - asset turnover (x)             | 0.9     | 0.7     | 0.7      | 0.9     | 0.8     |
| - operating margin (%)           | 1.9     | 2.5     | 8.7      | 5.5     | 5.9     |
| - leverage (x)                   | 1.6     | 1.7     | 1.9      | 2.0     | 2.0     |
| - interest burden (%)            | 61.2    | 57.0    | 86.5     | 80.3    | 80.7    |
| - tax burden (%)                 | 86.8    | 102.3   | 71.9     | 75.0    | 75.0    |
| WACC (%)                         | 8.9     | 8.9     | 8.9      | 8.9     | 8.9     |
| ROIC (%)                         | 1.5     | 1.6     | 6.1      | 3.7     | 3.6     |
| NOPAT (Bt m)                     | 4,967   | 6,021   | 22,486   | 19,520  | 19,231  |
| invested capital (Bt m)          | 367,357 | 368,653 | 528,990  | 532,360 | 516,742 |

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Net D/E to creep up due to an acquisition though it remains relatively low*

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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, JAS16C2206A, 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). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา  
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, เติมน้ำมัน

พัทธดนย์ บุณนาค  
Tel: 662-483-8298  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

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 ศรทรง  
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

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

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

### นักวิเคราะห์, แอป

ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@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 ชรรคมป่ารุ่ง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

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

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

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

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

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

### เกษมรัตน์ จิตกุล

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  
sunset.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

Tel: 662-779-9116  
suksawat.lim@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