

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 42.00

(From: Bt 46.00)

20 APRIL 2022

Upside : 12.0%

PTT Public Co Ltd (PTT TB)

ต้นทุนก๊าซกำลังจะผ่านจุดสูงสุด

เราปรับลดประมาณการกำไรของ PTT ลง 8/7/3% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อนต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น และกำไรของกลุ่มบริษัทที่เพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" PTT จาก valuation ที่ถูก และต้นทุนก๊าซที่ยังทยอยลดลงจากจุดสูงสุด และการผลิตก๊าซในประเทศที่มีราคาต่ำกว่าเพิ่มขึ้น



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับประมาณการกำไร

เราปรับลดประมาณการกำไรของ PTT ลง 8/7/3% ในปี 2022-24F เพื่อสะท้อน 1) ต้นทุนก๊าซเฉลี่ยที่สูงกว่าค่าคาดการณ์จากตลาด LNG ที่เพิ่มขึ้น และ 2) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือที่เพิ่มขึ้น ราคาเป้าหมายของเราลดลงเหลือ 42 บาท (จาก 46 บาท) อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" PTT เนื่องจากเรามองว่ามี valuation ที่ถูกที่ 1.0 เท่า P/BV และให้อัตราผลตอบแทน 5.0% ต้นทุนก๊าซเฉลี่ยมีแนวโน้มลดลง และกำไรที่ยังเติบโตบ้างที่ 4/8% ในปี 2023-24F

ต้นทุนก๊าซแต่ละระดับสูงสุดใน 1H22F

ต้นทุนก๊าซของ PTT มาจากแหล่งก๊าซในประเทศ ก๊าซเมียนมาร์ LNG นำเข้าภายใต้สัญญา และการนำเข้าสโตน LNG ราคาภายในประเทศถูกที่สุด (ปัจจุบันอยู่ที่ US\$6/mmbtu) และราคาสโตน LNG แพงที่สุด (US\$25) สาเหตุสำคัญ 2 ประการที่ทำให้ต้นทุนก๊าซเฉลี่ยของ PTT สูงขึ้น ได้แก่ ราคาสโตน LNG ที่เพิ่มขึ้น และปริมาณการนำเข้าสโตน LNG ที่เพิ่มขึ้น เพื่อทดแทนการผลิตก๊าซในประเทศที่ลดลงชั่วคราวจากแหล่งเอราวัณ ซึ่งผลิตได้ 867 mmscf ในปี 2021 และคาดว่าจะผลิตได้ 250-300mmscf ในปี 2022F การผลิตที่ลดลงของเอราวัณเกิดจากการเปลี่ยนผู้ดำเนินการจากเซฟรอนเป็น PTTEP ("ถั่ว") ในเดือนเม.ย.2022 เราคาดว่าต้นทุนก๊าซเฉลี่ยของ PTT จะเริ่มลดลงจาก 2H22F เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงสูตรราคา pool gas และราคา LNG ที่ลดลงจากการสิ้นสุดสงครามรัสเซีย-ยูเครน เราคาดว่าต้นทุนจะลดลงอีกในปี 2023-24F เนื่องจากการผลิตที่เพิ่มขึ้นของแหล่งเอราวัณ (500mmscf) ซึ่งจะทำให้การนำเข้าสโตน LNG ลดลง

ได้แรงหนุนจากสูตรการคำนวณราคาต้นทุนเฉลี่ยก๊าซใหม่

ตั้งแต่วันที่ 1 เม.ย. 2022 สูตรการคำนวณราคาต้นทุนเฉลี่ยก๊าซได้ถูกปรับ โดยรวมเชื้อเพลิงทางเลือกที่ใช้ในการผลิตไฟฟ้าของประเทศ และเปลี่ยนชื่อเป็น Energy Pool Price (EPP) ตั้งแต่ปลายปีที่แล้ว EGAT ได้เปลี่ยนสโตน LNG บางส่วนเป็นดีเซล ซึ่งถูกกว่าราคาสโตน LNG เราคาดว่า การนำเข้ามันดีเซลรวมใน PTT gas pool จะช่วยลดต้นทุนก๊าซของ PTT เนื่องจากจะช่วยลดภาระของ PTT ในการนำเข้าสโตน LNG ดังนั้นเราจึงประเมินว่าต้นทุนก๊าซน่าจะลดลง 8% เป็น US\$13/mmbtu หลังสูตรเปลี่ยน (Exhibit 9) ต้นทุนก๊าซที่ต่ำลงส่งผลบวกต่อ PTT เนื่องจากจะช่วยเพิ่มอัตรากำไรจากการขายให้แก่ผู้ใช้อุตสาหกรรม (IUs) และ NGV โครงสร้างการขายก๊าซของ PTT คือ 59% ขายให้โรงไฟฟ้าที่ราคาแบบ cost-plus pricing, 9% ขายให้ IUs ที่ราคาที่เชื่อมโยงกับน้ำมันเชื้อเพลิง และการขาย NGV 3% ตามเพดานราคาของรัฐบาล

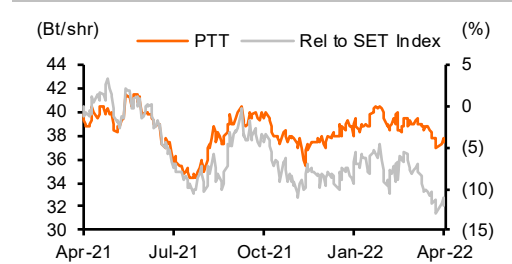
ปัจจัยผลักดันกำไร

เราคาดว่า EPS จะเติบโต 4/8% ในปี 2022-23F โดยมีปัจจัยผลักดันที่สำคัญ คือ ต้นทุนก๊าซเฉลี่ยที่ลดลง (Exhibit 6) การฟื้นตัวของกำไรจากบริษัทย่อยที่ดำเนินการธุรกิจปิโตรเคมี (IRPC และ PTGC) รวมทั้งค่าการตลาดที่ดีขึ้นของ PTTOR ซึ่งเป็นบริษัทย่อยค้าปลีกน้ำมัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	2,258,818	2,701,745	2,482,572	2,443,659
Net profit	108,363	93,493	88,055	94,943
Consensus NP	—	111,744	114,294	120,847
Diff frm cons (%)	—	(16.3)	(23.0)	(21.4)
Norm profit	88,796	84,361	88,055	94,943
Prev. Norm profit	—	101,252	94,758	97,709
Chg frm prev (%)	—	(16.7)	(7.1)	(2.8)
Norm EPS (Bt)	3.1	3.0	3.1	3.3
Norm EPS grw (%)	133.3	(5.0)	4.4	7.8
Norm PE (x)	12.1	12.7	12.2	11.3
EV/EBITDA (x)	4.0	4.7	4.4	3.9
P/BV (x)	1.1	1.0	1.0	1.0
Div yield (%)	5.3	5.3	5.3	6.7
ROE (%)	9.4	8.2	8.3	8.7
Net D/E (%)	35.6	45.7	38.9	31.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 20-Apr-22 (Bt)	37.50
Market Cap (US\$ m)	31,752.7
Listed Shares (m shares)	28,563.0
Free Float (%)	48.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	63.5
12M Price H/L (Bt)	41.50/34.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Ministry of Finance 51.11%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปซ้ำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

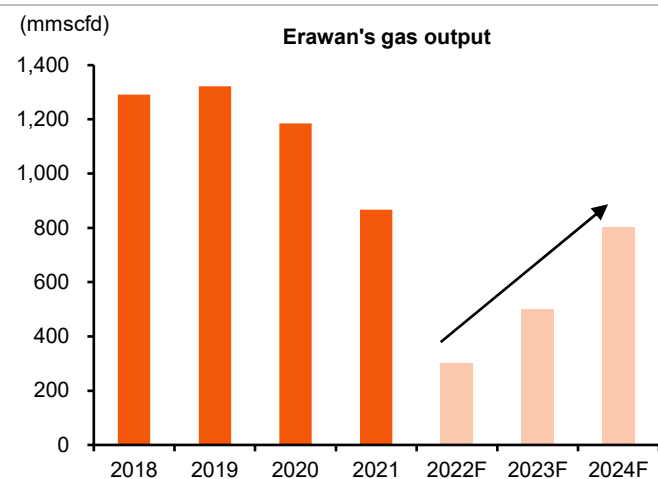
	Unit	2021	2022F	2023F	2024F
New					
Brent	(US\$/bbl)	69.00	88.00	73.00	71.00
PTT's pool gas	(US\$/mmbtu)	6.80	10.70	8.80	7.70
Old					
Brent	(US\$/bbl)	69.00	80.00	73.00	71.00
PTT's pool gas	(US\$/mmbtu)	6.80	8.00	7.50	6.90
Change					
Brent	(%)	0.0	10.0	0.0	0.0
PTT's pool gas	(%)	0.0	33.8	17.3	11.6

Sources: Company data, Bloomberg, Thanachart estimates

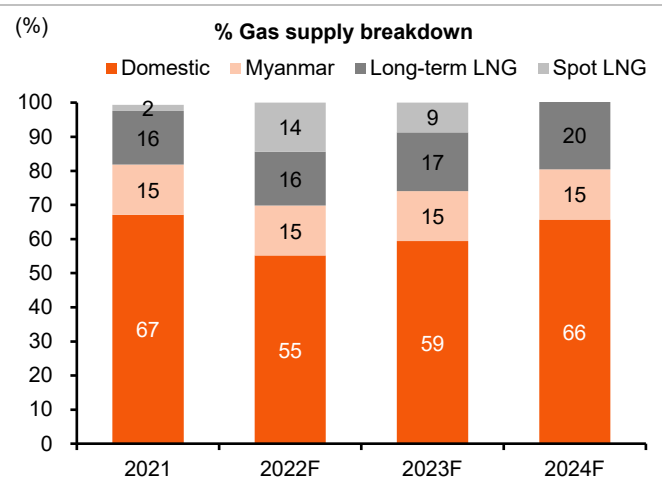
Ex 2: Earning Revisions

(Bt m)	2021	2022F	2023F	2024F
Net Profit				
New	108,363	93,493	88,055	94,943
Old	108,363	101,252	94,758	97,709
Change (%)	0.0	(7.7)	(7.1)	(2.8)
Normalized profit				
New	88,796	84,361	88,055	94,943
Old	88,796	101,252	94,758	97,709
Change (%)	0.0	(16.7)	(7.1)	(2.8)

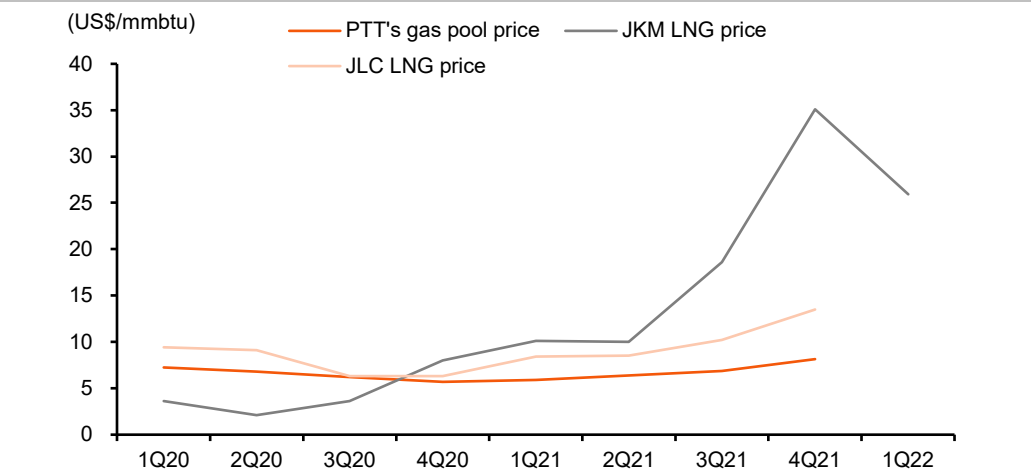
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Erawan Output Temporarily Drops In 2022F

Sources: EPPO, Thanachart estimates

Ex 4: Less Spot LNG Needed Once Erawan Output Rises

Sources: EPPO, Thanachart estimates

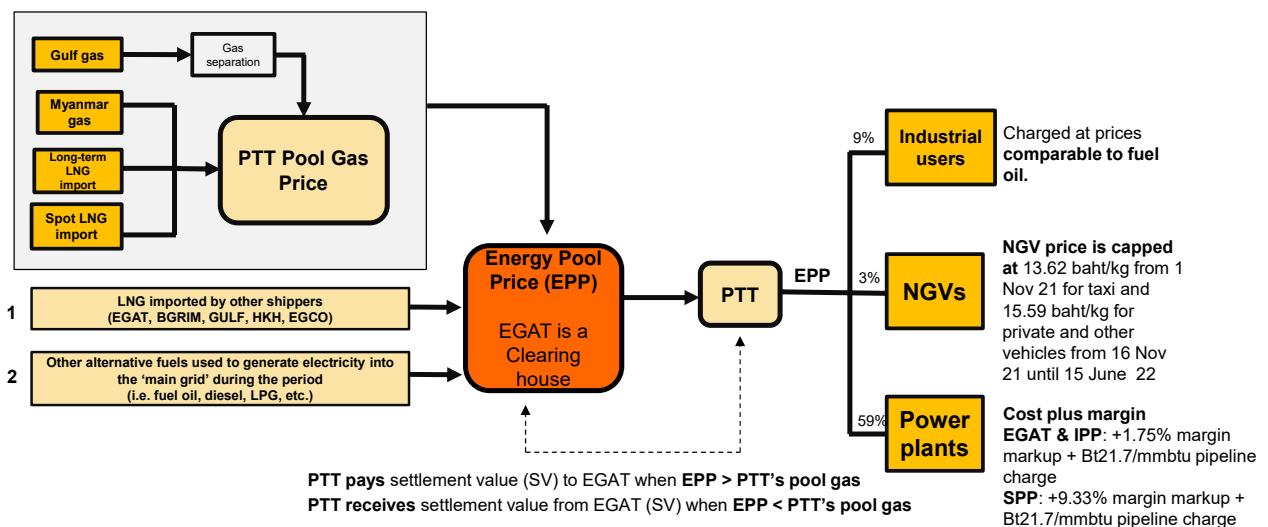
Ex 5: Global Spot LNG Rally Due To Russian War; Should Normalize Once War Ends


Sources: Company data, Thanachart estimates

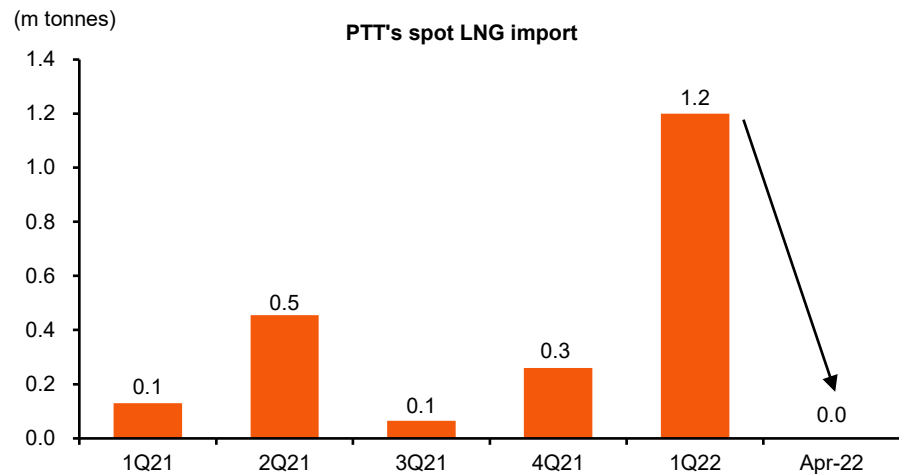
Ex 6: We Expect PTT's Average Gas Cost To Peak In 2022F

	2021		2022F		2023F		2024F	
	Price	Mix	Price	Mix	Price	Mix	Price	Mix
	(US\$/mmbtu)	(%)	(US\$/mmbtu)	(%)	(US\$/mmbtu)	(%)	(US\$/mmbtu)	(%)
Domestic	5.6	67.10	6.4	55.20	6.2	59.40	6.1	65.70
Myanmar	7.2	14.70	10	14.70	9.5	14.70	9.1	14.70
Long-term LNG	10.2	15.80	13.7	15.80	12.8	17.30	11.8	20.30
Spot LNG	18.5	1.80	30.5	3.60	25	0.00	19.7	0.00
Diesel/fuel oil		0.00	22.7	10.80	18	8.70	17.6	0.00
Total cost	6.8		10.7		8.8		7.7	

Source: Thanachart estimates

Ex 7: New Gas Pool Price Formula Or Energy Pool Price (EPP)


Sources: Company data, Royal Gazette

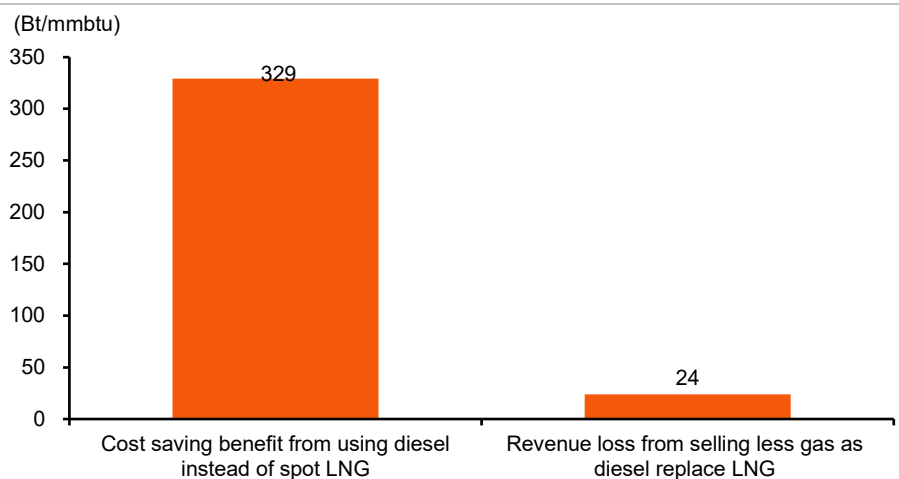
Ex 8: Diesel Replaces All Spot LNG Import In April

Source: PTT

Ex 9: Gas Cost Falls 8% From Lower Use Of Spot LNG Import

PTT's cost in each scenario	— PTT's gas cost without diesel/fuel oil —			— PTT's gas cost with diesel/fuel oil —		
	Volume (mmscfd)	Price (US\$/mmbtu)	Amount (Bt m)	Volume (mmscfd)	Price (US\$/mmbtu)	Amount (Bt m)
PTT's existing gas cost	3,873	12	45,136	3,873	12	45,136
Remain spot LNG demand in 2022F	462	32	14,814	0	32	0
Diesel to replace spot LNG in 2022F	0	22	0	462	22	10,253
Total	4,335	14	59,950	4,335	13	55,389

Sources: Thanachart estimates

Ex 10: PTT's Cost Saving From EPP Outweighs Revenue Loss From Falling Gas Sales

Source: Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	73,193	75,712	75,465	76,863	75,757	74,701	73,661	72,637	71,628	70,633	69,652	
Free cash flow	48,467	49,090	59,752	68,011	68,281	67,463	66,674	65,898	65,124	64,371	63,630	740,395
PV of free cash flow	40,893	38,032	42,517	43,639	40,092	36,239	32,774	29,642	26,806	23,285	20,985	244,182
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	1.0											
Enterprise value - add investments	619,085											
Net debt	4,540											
Minority interest	0											
Equity value	614,545											
# of shares (m)	28,563											
Equity value/sh (Bt)	22.00											

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Gas and other core operation	614,545	21.52	51%	DCF
Oil & retail	195,360	6.84	16%	EV/EBITDA
Upstream	381,913	13.37	32%	DCF
Refining & chemical	213,292	7.47	18%	DCF
Power	46,190	1.62	4%	DCF
Other investments	26,424	0.93	2%	Earnings multiples
Holding company discount		20%		
Total equity value	1,199,646	42	100%	SOTP

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
<u>Refining & Marketing</u>														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	33.9	12.9	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	14.7
BPCL	BPCL IN	India	(2.6)	2.9	8.5	8.3	1.5	1.4	7.4	7.1	5.4	5.9	24.7	18.5
HPCL	HPCL IN	India	(14.4)	10.4	6.6	6.0	1.1	0.9	7.1	6.1	6.2	5.7	24.1	16.5
IOCL	IOCL IN	India	47.0	(16.1)	5.6	6.7	1.0	0.9	5.3	5.8	6.2	8.5	14.6	18.4
Reliance Industries	RIL IN	India	31.5	27.4	29.8	23.4	2.3	2.2	18.3	14.7	0.3	0.3	8.6	8.0
SK Energy	096770 KS	S.Korea	105.5	1.0	13.9	13.7	1.0	1.0	7.5	7.1	0.9	1.5	4.4	8.1
S-OIL	010950 KS	S.Korea	17.2	(23.9)	6.9	9.1	1.4	1.3	5.0	6.2	3.7	4.1	23.5	22.7
Petron	PCOR PM	Philippines	152.9	na	7.7	na	0.7	na	7.6	na	na	3.0	4.1	8.8
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(9.1)	(1.6)	18.8	19.1	2.4	2.4	11.5	11.8	4.4	3.7	15.3	13.0
Bangchak *	BCP TB	Thailand	38.2	(33.6)	6.9	10.4	0.8	0.7	4.4	7.0	5.7	3.8	11.5	7.2
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	320.8	43.0	10.2	1.1	1.0	9.2	6.8	0.0	0.0	3.0	10.4
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	(70.7)	489.1	62.8	10.7	0.8	0.8	13.0	7.5	4.3	4.7	1.3	7.3
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	50.8	19.5	14.5	12.2	2.4	2.2	6.7	6.3	3.4	4.1	17.6	18.8
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	(19.4)	5.4	9.8	9.3	0.7	0.6	7.6	7.1	5.1	4.8	7.0	7.1
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	(23.1)	11.8	15.3	1.1	1.0	4.7	5.5	5.0	3.2	9.8	6.8
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	35.0	30.1	12.1	9.3	0.8	0.8	5.1	4.2	4.1	5.4	7.0	8.9
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	53.9	(24.2)	12.9	17.1	0.8	0.8	13.0	17.5	5.5	2.3	6.5	4.5
Average			30.0	49.8	17.0	12.0	1.2	1.2	8.3	8.0	4.0	3.8	11.5	11.7
<u>Integrated oils</u>														
PetroChina	857 HK	China	15.5	(8.6)	6.9	7.5	0.6	0.5	3.4	3.5	6.2	6.3	7.3	7.9
Sinopec	386 HK	China	(1.3)	(0.7)	6.7	6.8	0.6	0.6	3.9	3.8	9.1	9.5	9.6	8.8
Total	FP	France	71.7	(13.7)	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	21.7
Eni	ENI IM	Italy	93.6	(13.1)	6.1	7.0	1.0	1.0	2.9	3.2	6.1	6.2	10.7	16.6
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	47.5	(9.9)	na	na	na	na	4.0	4.3	na	na	11.2	16.9
Repsol	REP SM	Spain	68.6	(10.3)	5.5	6.1	0.8	0.7	3.4	3.7	4.4	4.6	11.1	14.9
Chevron Texaco	CVX US	USA	71.5	(10.4)	11.7	13.1	2.2	2.2	6.0	6.5	3.1	3.3	11.7	17.5
Exxon Mobil	XOM US	USA	70.3	(13.5)	9.8	11.4	2.1	1.9	5.1	6.0	4.0	4.1	13.5	19.7
Conoco Philips	COP US	USA	109.2	(16.7)	8.0	9.7	2.4	2.2	4.5	4.9	1.7	2.0	20.8	29.8
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	(5.0)	4.4	12.7	12.2	1.0	1.0	4.7	4.4	5.3	5.3	8.2	8.3
Average			54.2	(9.3)	8.4	9.2	1.4	1.3	4.2	4.5	5.0	5.2	11.9	16.2
<u>Exploration and Production</u>														
Santos	STO AU	Australia	98.8	(15.4)	10.1	12.0	1.8	1.6	4.7	5.4	1.3	2.2	11.0	17.8
Woodside	WPL AU	Australia	106.6	(23.6)	9.9	13.0	2.1	2.0	4.4	5.0	3.4	6.8	11.4	24.0
Suncor Energy	SU US	Canada	173.7	(10.4)	4.8	5.3	1.2	1.1	3.9	4.3	3.1	5.0	10.9	20.2
ONGC	ONGC IN	India	na	25.6	5.0	4.0	0.9	0.8	4.2	3.3	1.8	6.9	6.1	18.2
RIL	RIL IN	India	31.5	27.4	29.8	23.4	2.3	2.2	18.3	14.7	0.3	0.3	8.6	8.0
Apache	APA US	USA	112.5	(2.8)	5.1	5.3	na	9.9	3.8	4.1	0.3	1.1	(104.6)	(76.5)
Devon Energy	DVN US	USA	126.5	(8.0)	8.2	8.9	2.8	2.3	5.0	5.3	1.6	0.9	38.1	45.3
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	42.9	(23.8)	9.4	12.3	1.3	1.2	3.0	3.5	4.0	4.7	14.2	10.0
Average			98.9	(3.9)	10.3	10.5	1.8	2.6	5.9	5.7	2.0	3.5	(0.5)	8.4

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 20 April 2022 closing prices

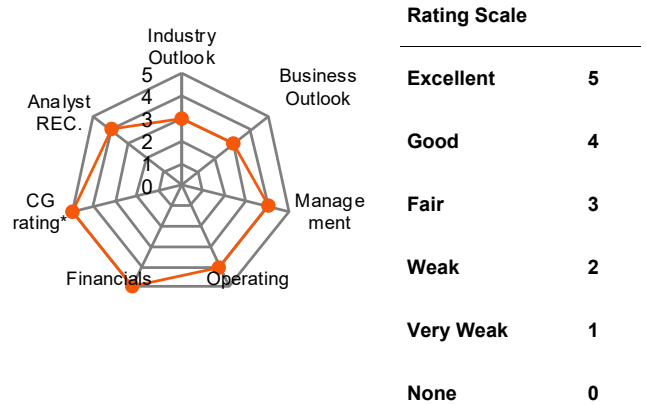
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทน้ำมันครบวงจร และมีหุ้นขนาดใหญ่ที่สุดในตลาดไทย ภาครัฐถือหุ้นใน PTT ทั้งโดยตรง และโดยอ้อม 66% ธุรกิจของ PTT สามารถแบ่งออกได้เป็น 7 กลุ่ม ได้แก่ 1) E&P ซึ่งดำเนินธุรกิจโดยบริษัทย่อย PTTEP ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65% 2) ปิโตรเคมี ซึ่งดำเนินธุรกิจโดย PTTGC 3) โรงกลั่น ซึ่งมีบริษัทในเครือซึ่งจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ TOP และ IRPC 4) ธุรกิจการตลาดน้ำมันผ่าน PTTOR ที่ถือหุ้น 75% 5) ธุรกิจไฟฟ้าผ่านการถือหุ้น GPSC ในสัดส่วน 43%; 6) ธุรกิจท่อส่งก๊าซ และ GSP ที่ดำเนินการโดย PTT บริษัทแม่ และ 7) การค้าถ่านหินและการค้าระหว่างประเทศ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้จัดจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทยที่ดำเนินธุรกิจท่อส่งก๊าซ และโรงแยกก๊าซของประเทศไทย
- ธุรกิจครบวงจร : upstream E&P ผลิตก๊าซ ปิโตรเคมี โรงกลั่น และค้าปลีก

O — Opportunity

- กระแสเงินสดอิสระที่แข็งแกร่งทำให้สามารถขยายตัวไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่ และต่างประเทศ
- ทำ M&As ภายในกลุ่ม หรือ ทำ M&As ในต่างประเทศ เพื่อทำให้อาคารสร้างธุรกิจแข็งแกร่ง

W — Weakness

- PTT พึ่งพาตลาดประเทศไทยเป็นอย่างมาก ซึ่งมีโอกาสเติบโตจำกัดสำหรับธุรกิจ O&G เดิม
- PTT ด้วยเป็นองค์กรของรัฐ จึงถูกควบคุมอย่างมาก และบริษัทฯ อาจต้องให้ดำเนินการเพื่อชาติ เช่น ให้การอุดหนุนราคาพลังงาน

T — Threat

- รัฐบาลจะอนุญาตให้บุคคลที่สามนำเข้า LNG และอาจส่งผลกระทบต่อความเป็นตัวแทนจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวของ PTT
- ปริมาณสำรองก๊าซในประเทศหมดลง ซึ่งอาจเป็นภัยคุกคามต่อกำไรของโรงแยกก๊าซ
- การลงทุนที่อาจนำไปสู่การทำลายมูลค่า

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	47.93	42.00	-12%
Net profit 22F (Bt m)	111,744	93,493	-16%
Net profit 23F (Bt m)	114,294	88,055	-23%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการผลกำไรของเราในปี 2022-23F ต่ำกว่าของตลาด 16-23% เนื่องจากสมมติฐานกำไรจากบริษัทย่อยปลายน้ำที่ลดลง และต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดเช่นกัน

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าสมมติฐานของเราจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้เกิดการดำเนินการมาตรการกำกับดูแลที่ไม่พึงประสงค์
- มีความเสี่ยงจากค่าการกลั่นและเคมีคอลสเปรตที่ต่ำกว่าคาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	1,615,665	2,258,818	2,701,745	2,482,572	2,443,659
Cost of sales	1,437,093	1,882,252	2,335,836	2,137,584	2,086,909
Gross profit	178,572	376,567	365,908	344,988	356,750
% gross margin	11.1%	16.7%	13.5%	13.9%	14.6%
Selling & administration expenses	109,389	128,269	153,421	140,975	138,765
Operating profit	69,183	248,298	212,488	204,013	217,985
% operating margin	4.3%	11.0%	7.9%	8.2%	8.9%
Depreciation & amortization	139,880	146,790	170,068	183,456	193,781
EBITDA	209,063	395,088	382,556	387,469	411,766
% EBITDA margin	12.9%	17.5%	14.2%	15.6%	16.9%
Non-operating income	20,579	2,904	13,509	12,413	12,218
Non-operating expenses	0	(31,958)	(9,133)	0	0
Interest expense	(28,536)	(28,163)	(29,237)	(33,855)	(31,182)
Pre-tax profit	61,225	191,080	187,627	182,571	199,021
Income tax	25,166	67,591	61,731	57,474	62,409
After-tax profit	36,059	123,490	125,896	125,097	136,612
% net margin	2.2%	5.5%	4.7%	5.0%	5.6%
Shares in affiliates' Earnings	4,178	9,010	9,010	9,010	9,010
Minority interests	(2,184)	(43,704)	(50,545)	(46,052)	(50,679)
Extraordinary items	(287)	19,568	9,133	0	0
NET PROFIT	37,766	108,363	93,493	88,055	94,943
Normalized profit	38,053	88,796	84,361	88,055	94,943
EPS (Bt)	1.3	3.8	3.3	3.1	3.3
Normalized EPS (Bt)	1.3	3.1	3.0	3.1	3.3

Profit set to decline due to weaker gas profit in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	720,930	853,406	1,048,324	999,016	988,531
Cash & cash equivalent	416,921	361,637	450,990	450,990	450,990
Account receivables	110,528	196,243	234,724	215,682	212,301
Inventories	129,779	210,410	261,115	238,953	233,288
Others	63,703	85,116	101,496	93,391	91,952
Investments & loans	85,312	137,403	137,403	137,403	137,403
Net fixed assets	1,292,717	1,425,414	1,542,979	1,580,627	1,558,104
Other assets	445,224	661,796	863,162	820,711	813,174
Total assets	2,544,183	3,078,019	3,591,869	3,537,756	3,497,212
LIABILITIES:					
Current liabilities:	298,026	493,654	585,859	547,850	522,124
Account payables	108,189	213,784	265,302	242,785	237,029
Bank overdraft & ST loans	4,223	11,743	15,462	14,465	13,099
Current LT debt	73,778	87,649	115,406	107,968	97,768
Others current liabilities	111,837	180,478	189,689	182,631	174,228
Total LT debt	664,732	786,224	1,035,209	968,491	876,999
Others LT liabilities	295,579	325,201	404,437	378,071	373,389
Total liabilities	1,258,338	1,605,079	2,025,505	1,894,412	1,772,512
Minority interest	403,805	466,243	516,789	562,841	613,520
Preferreds 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	(49,116)	22,700	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	873,383	926,222	962,589	993,518	1,024,194
Shareholders' equity	882,040	1,006,696	1,049,574	1,080,503	1,111,179
Liabilities & equity	2,544,183	3,078,019	3,591,869	3,537,756	3,497,212

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	61,225	191,080	187,627	182,571	199,021
Tax paid	(36,073)	(53,397)	(59,087)	(58,604)	(63,841)
Depreciation & amortization	139,880	146,790	170,068	183,456	193,781
Chg In working capital	26,980	(60,751)	(37,668)	18,686	3,290
Chg In other CA & CL / minorities	(19,719)	51,189	(2,341)	11,187	3,477
Cash flow from operations	172,293	274,912	258,599	337,297	335,728
Capex	(137,617)	(279,487)	(287,633)	(221,104)	(171,259)
Right of use	(70,831)	(8,589)	0	0	0
ST loans & investments	951	139	0	0	0
LT loans & investments	2,345	(52,091)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	58,927	(142,873)	(111,460)	16,085	2,856
Cash flow from investments	(146,225)	(482,902)	(399,093)	(205,018)	(168,403)
Debt financing	94,377	136,414	280,462	(75,152)	(103,059)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(51,624)	(78,469)	(57,126)	(57,126)	(64,267)
Warrants & other surplus	17,295	94,762	6,511	0	0
Cash flow from financing	60,047	152,706	229,846	(132,278)	(167,325)
Free cash flow	34,675	(4,575)	(29,034)	116,193	164,470

Free cash flows positive despite heavy capex for downstream subsidiaries

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	28.1	12.1	12.7	12.2	11.3
Normalized PE - at target price (x)	31.5	13.5	14.2	13.6	12.6
PE (x)	28.4	9.9	11.5	12.2	11.3
PE - at target price (x)	31.8	11.1	12.8	13.6	12.6
EV/EBITDA (x)	6.7	4.0	4.7	4.4	3.9
EV/EBITDA - at target price (x)	7.3	4.4	5.0	4.7	4.2
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.1
P/CFO (x)	6.2	3.9	4.1	3.2	3.2
Price/sales (x)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	2.7	5.3	5.3	5.3	6.7
FCF Yield (%)	3.2	(0.4)	(2.7)	10.8	15.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.3	3.1	3.0	3.1	3.3
EPS	1.3	3.8	3.3	3.1	3.3
DPS	1.0	2.0	2.0	2.0	2.5
BV/share	30.9	35.2	36.7	37.8	38.9
CFO/share	6.0	9.6	9.1	11.8	11.8
FCF/share	1.2	(0.2)	(1.0)	4.1	5.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(27.2)	39.8	19.6	(8.1)	(1.6)
Net profit (%)	(59.4)	186.9	(13.7)	(5.8)	7.8
EPS (%)	(59.4)	186.9	(13.7)	(5.8)	7.8
Normalized profit (%)	(51.0)	133.3	(5.0)	4.4	7.8
Normalized EPS (%)	(51.0)	133.3	(5.0)	4.4	7.8
Dividend payout ratio (%)	75.6	52.7	61.1	64.9	75.2
Operating performance					
Gross margin (%)	11.1	16.7	13.5	13.9	14.6
Operating margin (%)	4.3	11.0	7.9	8.2	8.9
EBITDA margin (%)	12.9	17.5	14.2	15.6	16.9
Net margin (%)	2.2	5.5	4.7	5.0	5.6
D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.4	0.5	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	2.4	8.8	7.3	6.0	7.0
Interest coverage - EBITDA (x)	7.3	14.0	13.1	11.4	13.2
ROA - using norm profit (%)	1.5	3.2	2.5	2.5	2.7
ROE - using norm profit (%)	4.3	9.4	8.2	8.3	8.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.1	13.1	12.2	11.7	12.5
- asset turnover (x)	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
- operating margin (%)	5.6	9.7	8.0	8.7	9.4
- leverage (x)	2.9	3.0	3.2	3.3	3.2
- interest burden (%)	68.2	87.2	86.5	84.4	86.5
- tax burden (%)	58.9	64.6	67.1	68.5	68.6
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	3.4	13.3	9.3	7.9	8.7
NOPAT (Bt m)	40,745	160,468	142,577	139,789	149,629
invested capital (Bt m)	1,207,853	1,530,675	1,764,662	1,720,438	1,648,056

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE to drop in 2022F due to the absence of one-off gains

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , RS16C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA) . และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิเปเมนท์ 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 นิการกุล, 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
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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, 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
ภัทรวัลย์ 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
นลินกรณ 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 สดภาพ
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