

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 58.00 (From: Bt 56.00)

1 APRIL 2022

Change in Recommendation

Upside : 14.3%

PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

ถูก de-rate มากแล้ว

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ PTTGC เป็น “ซื้อ” จาก “ถือ” เนื่องจากเราเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัท ได้สะท้อนการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานแล้ว โดยซื้อขายที่ 0.7 เท่า P/BV เท่านั้น ในขณะที่เราคาดว่าเคมีคอลสเปรตได้ผ่านจุดต่ำสุดแล้ว และจะกลับมาเป็นรอบขาขึ้นในปีหน้า



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ PTTGC เป็น “ซื้อ” (จาก ถือ) เนื่องจากเราเชื่อว่าหุ้นได้รับการ de-rate มากพอแล้ว จากซื้อขายที่ 1.3 เท่า P/BV ในปี 2018 เป็น 0.7 เท่า ในปัจจุบัน ปัจจุบัน PTTGC ซื้อขายใกล้ -1STD ของช่วง P/BV 5 ปี (Exhibit 8) เรามองว่าการ de-rate มูลค่าเป็นผลสะท้อนของการเปลี่ยนสัดส่วนวัตถุดิบไปสู่แนฟทาที่มีราคาแพงขึ้นและใช้ก๊าซโอเทินที่มีราคาถูกน้อยลง ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าเคมีคอลสเปรต จะมีแนวโน้มดีขึ้นหลังจากอุปทานใหม่ทั่วโลกและระดับสูงสุดในปีนี้

สเปรตเริ่มฟื้นตัว

โอเลฟินส์สเปรตที่ถูกกดดันจากอุปทานระลอกใหม่ในปีนี้ หดตัวไปอีกครั้งจากราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น ซึ่งทำให้ต้นทุนวัตถุดิบแนฟทาและโอเทินสูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตามสเปรตเริ่มดีขึ้น เนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์ถูกปรับขึ้นตามราคาน้ำมัน ซึ่งได้ปรับตัวลดลงจากระดับสูงสุดเช่นกัน เราคาดว่าสเปรตจะดีขึ้นอีกหลังจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนสิ้นสุดลง และอุปทานเพิ่มเติมทั่วโลกที่ลดลงตั้งแต่ปี 2022F เป็นต้นไป สมมติฐาน HDPE-naphtha spread ของเราอยู่ที่ US\$450/500/550 ต่อตัน ในปี 2022-24F เทียบกับ US\$630 ในปี 2021 และ US\$377 ในเดือนมีนาคม 2022 Exhibit 3-4 แสดงให้เห็นแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานทั่วโลก

สัดส่วนวัตถุดิบดีขึ้น

เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างที่สำคัญอย่างหนึ่งที่ทำให้ PTTGC ถูก de-rate คือ การมีสัดส่วนวัตถุดิบแนฟทา และ LPG ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 43% ในปี 2018 เป็น 55% ในปี 2025F แต่อย่างไรก็ตาม ปีหน้าจะเป็นปีที่เลวร้ายที่สุดของสัดส่วนวัตถุดิบ โดย 65% เป็นต้นทุนแนฟทา & LPG เทียบกับต้นทุนก๊าซ 35% ทั้งนี้เนื่องจากผลผลิตก๊าซจากแหล่งเอราวันลดลงชั่วคราว ด้วยเซพรอนกำลังส่งต่อให้กับผู้ประกอบการใหม่ - PTTEP “ถือ” เราคาดว่าผลผลิตจะลดลงมาอยู่ที่เฉลี่ย 250-300mmcf ในปี 2022F จาก 867mmcf ในปี 2021 ก่อนที่จะเพิ่มเป็น 500mmcf ในปี 2023F และแตะระดับสูงสุดที่ 800mmcf ในปี 2024F ดังนั้นเราจึงคาดว่าสัดส่วนแนฟทา & LPG ของ PTTGC จะดีขึ้นจากระดับสูงสุดในปี 2022F ที่ 65% เป็น 60%/55% ในปี 2023-24F

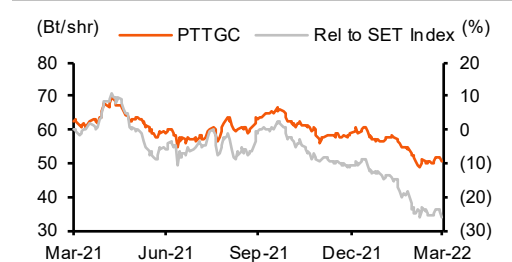
ปรับประมาณการกำไร

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราสำหรับปี 2022F ขึ้น 14% จากค่าการกลั่นที่สูงกว่าที่คาด และมีกำไรจากสต็อก 4 พันลบ. แต่อย่างไรก็ตามเราปรับกำไรเพียง 3-4% ในปี 2023-24F ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2023F) ถูกปรับขึ้นเล็กน้อยเป็น 58 บาท (จาก 56 บาท) Exhibit 5-6 แสดงสมมติฐานในการปรับประมาณการกำไรของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	465,128	627,450	533,400	520,860
Net profit	44,982	26,808	24,032	29,088
Consensus NP	—	26,137	28,159	29,142
Diff frm cons (%)	—	2.6	(14.7)	(0.2)
Norm profit	28,295	22,808	24,032	29,088
Prev. Norm profit	—	23,442	23,380	28,089
Chg frm prev (%)	—	(2.7)	2.8	3.6
Norm EPS (Bt)	6.3	5.1	5.3	6.5
Norm EPS grw (%)	270.7	(19.4)	5.4	21.0
Norm PE (x)	8.1	10.0	9.5	7.9
EV/EBITDA (x)	7.9	7.7	7.2	5.9
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
Div yield (%)	7.4	4.9	4.7	5.7
ROE (%)	9.4	7.0	7.1	8.3
Net D/E (%)	58.0	50.8	42.1	32.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 31-Mar-22 (Bt)	50.75
Market Cap (US\$ m)	6,882.5
Listed Shares (m shares)	4,508.8
Free Float (%)	54.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	31.2
12M Price H/L (Bt)	69.50/48.75
Sector	PETRO
Major Shareholder	PTT Pcl 45.18%

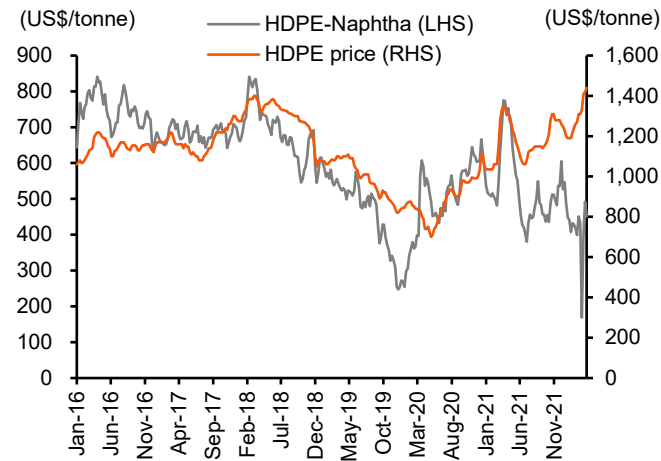
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

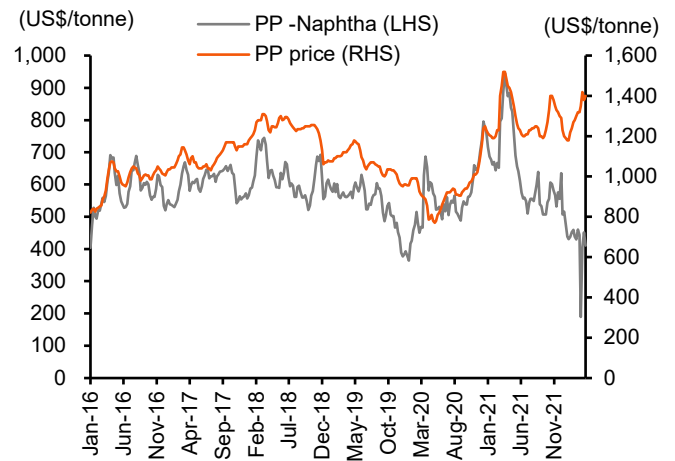


Ex 1: HDPE-Naphtha Spread Starts To Bounce



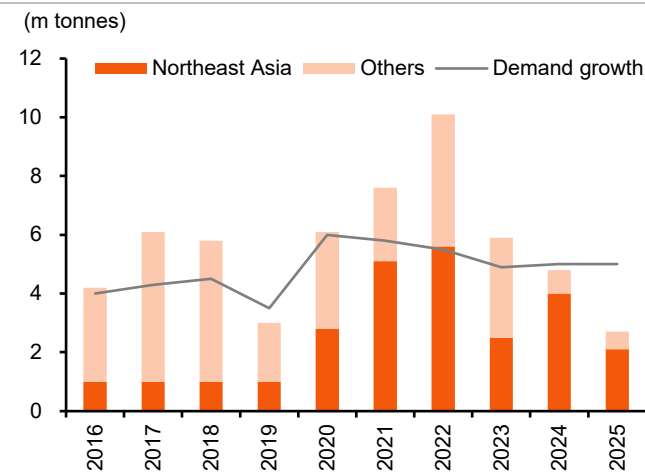
Source: Bloomberg

Ex 2: And Also PP-naphtha Spread



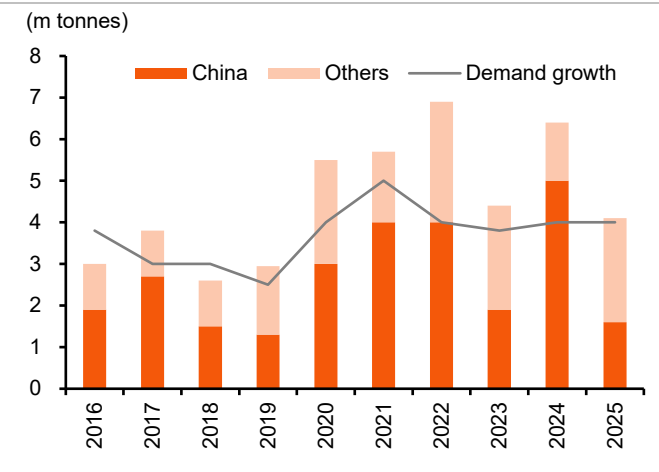
Source: Bloomberg

Ex 3: Global PE Supply Peaking Out



Source: PTTGC

Ex 4: As Is Global PP Supply



Source: IRPC

Ex 5: Spread Assumption Revisions

	2020	2021	1Q22	Mar-22	New			Old			Change (%)		
					2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
(US\$/tonne)													
HDPE-naphtha	506	630	413	377	450	500	550	480	530	590	(6.3)	(5.7)	(6.8)
LLDPE-naphtha	479	630	437	389	505	550	600	500	550	600	1.1	0.0	0.0
LDPE-naphtha	626	1,020	731	707	750	800	830	750	800	830	0.0	0.0	0.0
PP-naphtha	616	680	419	364	420	550	600	550	600	620	(23.6)	(8.3)	(3.2)
(US\$/bbl)													
Gasoline-Dubai	4.4	11.0	16.9	22.0	16.5	13.0	12.0	13.5	12.0	12.0	21.9	8.3	0.0
Diesel-Dubai	6.2	6.7	17.6	33.8	19.1	14.0	14.0	13.0	13.0	13.0	47.3	7.7	7.7
Jet-Dubai	2.6	5.8	13.7	23.7	17.6	13.0	13.0	12.5	12.0	12.0	41.1	8.3	8.3
HSFO-Dubai	(3.0)	(4.9)	(8.9)	(10.3)	(7.7)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(4.3)	0.0	0.0
SG GRM	0.7	3.1	7.4	12.5	7.3	5.5	5.2	5.7	5.4	5.1	27.9	2.0	0.5

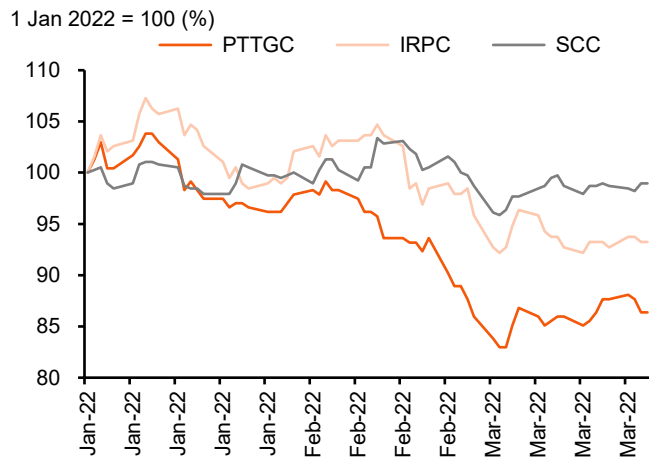
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Earnings Revisions

(Bt m)	2021	2022F	2023F	2024F
Net Profit				
New	44,982	26,808	24,032	29,088
Old	44,982	23,442	23,380	28,089
Change (%)	0.0	14.4	2.8	3.6
Normalized profit				
New	28,295	22,808	24,032	29,088
Old	28,296	23,442	23,380	28,089
Change (%)	(0.0)	(2.7)	2.8	3.6

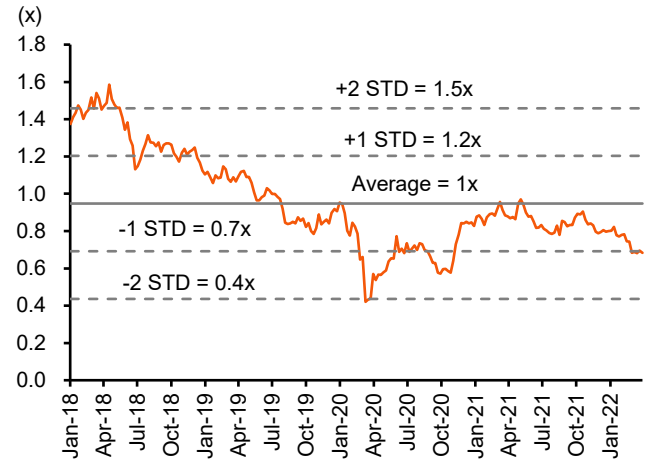
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: PTTGC's Share Price Has Underperformed



Source: Bloomberg

Ex 8: At Nearly -1STD P/BV Ratio



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2018F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA & equity income	52,284	59,046	59,168	59,911	58,978	58,989	59,105	59,243	59,645	59,429	57,703	
Free cash flow	44,076	45,014	45,434	48,536	47,544	46,807	46,982	47,171	47,558	47,482	46,274	582,713
PV of free cash flow	36,985	34,588	31,975	30,635	27,371	24,571	22,494	20,599	18,942	16,468	14,577	183,560
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.4											
WACC (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	462,762											
Net debt (end-2022F)	190,025											
Minority interest	10,127											
Equity value	262,611											
# of shares (m)	4,509											
Equity value/share (Bt)	58											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		- Div yield -	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	(0.4)	(2.9)	6.7	6.9	0.6	0.5	5.0	5.0	7.4	8.8
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	(6.7)	17.9	22.9	19.4	1.5	1.4	10.1	9.7	0.0	0.0
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	20.8	12.5	14.2	12.6	1.8	1.6	9.8	8.7	3.0	3.5
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	28.4	27.7	29.6	23.2	2.3	2.1	18.0	14.5	0.3	0.3
LG Chem	051910 KS	South Korea	(33.6)	29.1	15.6	12.1	1.5	1.4	6.9	5.7	2.1	2.0
SK Energy	096770 KS	South Korea	82.4	11.3	15.4	13.8	1.1	1.0	7.9	7.0	0.9	1.5
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	(3.1)	(7.3)	12.1	13.1	2.1	1.9	7.8	8.2	4.8	4.6
Formosa Chemical	1326 TT	Taiwan	(24.8)	(1.0)	15.1	15.3	1.2	1.2	12.3	12.2	6.5	5.0
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	3.9	9.9	13.4	12.2	0.7	0.7	11.6	11.0	5.5	5.6
IRPC Pcl *	IRPC TB *	Thailand	(70.7)	489.1	63.5	10.8	0.8	0.8	13.1	7.6	4.3	4.6
Indorama Ventures *	IVL TB *	Thailand	31.7	11.5	9.7	8.7	1.5	1.4	7.7	7.8	5.2	5.7
PTT Global Chemical *	PTTGC TB *	Thailand	(19.4)	5.4	10.0	9.5	0.7	0.7	7.7	7.2	4.9	4.7
Siam Cement *	SCC TB *	Thailand	(29.1)	46.0	13.8	9.4	1.2	1.1	12.8	8.8	3.6	5.3
TPI Polene	TPIPL TB	Thailand	(37.0)	0.0	9.6	9.6	0.6	0.6	9.5	9.7	na	4.9
Average			(4.1)	46.4	18.0	12.6	1.3	1.2	10.0	8.8	3.7	4.0

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 31 March 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

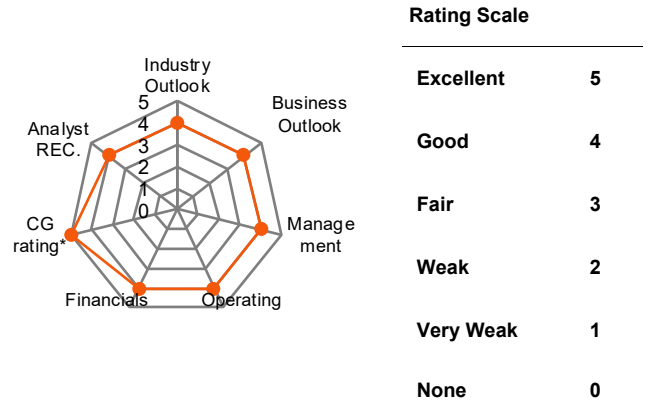
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	65.85	58.00	-12%
Net profit 22F (Bt m)	26,137	26,808	3%
Net profit 23F (Bt m)	28,159	24,032	-15%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 12	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2023F 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 ที่ต่ำกว่าคาด น่าจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การขาดอุปทานก๊าซที่ได้รับจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐานการผลิตที่ไม่ได้เป็นไปตามแผน เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	329,291	465,128	627,450	533,400	520,860
Cost of sales	308,527	416,647	574,664	485,304	467,166
Gross profit	20,764	48,481	52,786	48,097	53,694
% gross margin	6.3%	10.4%	8.4%	9.0%	10.3%
Selling & administration expenses	14,881	18,878	25,466	21,649	21,140
Operating profit	5,883	29,603	27,320	26,448	32,554
% operating margin	1.8%	6.4%	4.4%	5.0%	6.3%
Depreciation & amortization	20,292	23,092	25,001	25,836	26,492
EBITDA	26,174	52,695	52,321	52,284	59,046
% EBITDA margin	7.9%	11.3%	8.3%	9.8%	11.3%
Non-operating income	2,283	4,931	4,931	4,931	4,931
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,511)	(5,434)	(6,918)	(5,900)	(5,285)
Pre-tax profit	4,654	29,100	25,333	25,479	32,200
Income tax	(109)	7,229	7,333	6,370	8,050
After-tax profit	4,763	21,871	17,999	19,109	24,150
% net margin	1.4%	4.7%	2.9%	3.6%	4.6%
Shares in affiliates' Earnings	3,323	6,992	5,574	5,574	5,574
Minority interests	(452)	(568)	(766)	(651)	(636)
Extraordinary items	(7,434)	16,687	4,000	0	0
NET PROFIT	200	44,982	26,808	24,032	29,088
Normalized profit	7,634	28,295	22,808	24,032	29,088
EPS (Bt)	0.0	10.0	5.9	5.3	6.5
Normalized EPS (Bt)	1.7	6.3	5.1	5.3	6.5

Expect profit to improve in 2023F which chemical margins recovery

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	129,911	207,244	250,443	222,857	223,137
Cash & cash equivalent	60,658	74,994	70,000	70,000	75,000
Account receivables	29,277	50,540	68,178	57,959	56,596
Inventories	33,445	69,725	96,168	81,214	78,179
Others	6,531	11,985	16,097	13,684	13,362
Investments & loans	65,675	74,706	74,706	74,706	74,706
Net fixed assets	269,177	289,579	284,676	275,537	261,223
Other assets	24,620	182,585	182,585	182,585	182,585
Total assets	489,383	754,115	792,411	755,686	741,652
LIABILITIES:					
Current liabilities:	59,041	147,007	176,511	219,460	133,122
Account payables	20,114	69,951	96,480	81,477	78,432
Bank overdraft & ST loans	19	2,423	0	0	0
Current LT debt	22,017	37,835	40,000	100,000	20,000
Others current liabilities	16,892	36,797	40,031	37,983	34,689
Total LT debt	126,261	224,760	203,378	119,367	175,140
Others LT liabilities	15,086	54,746	71,435	62,132	60,892
Total liabilities	200,389	426,512	451,324	400,960	369,154
Minority interest	7,979	9,361	10,127	10,778	11,414
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	(3,618)	5,235	5,235	5,235	5,235
Retained earnings	202,608	230,982	243,699	256,688	273,824
Shareholders' equity	281,015	318,242	330,959	343,948	361,084
Liabilities & equity	489,383	754,115	792,411	755,686	741,652

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	4,654	29,100	25,333	25,479	32,200
Tax paid	203	(5,976)	(7,604)	(6,216)	(8,245)
Depreciation & amortization	20,292	23,092	25,001	25,836	26,492
Chg In working capital	2,322	(7,707)	(17,552)	10,171	1,353
Chg In other CA & CL / minorities	4,056	21,870	4,914	5,785	2,797
Cash flow from operations	31,527	60,380	30,092	61,054	54,597
Capex	(24,905)	(43,495)	(20,097)	(16,698)	(12,177)
Right of use	(7,039)	(3,373)	0	0	0
ST loans & investments	2,144	485	53	0	0
LT loans & investments	226	(9,032)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,192)	(94,832)	20,690	(9,303)	(1,240)
Cash flow from investments	(32,766)	(150,247)	645	(26,001)	(13,417)
Debt financing	41,352	111,958	(21,641)	(24,010)	(24,228)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,024)	(14,080)	(14,090)	(11,043)	(11,952)
Warrants & other surplus	9	6,324	0	0	0
Cash flow from financing	36,338	104,203	(35,731)	(35,054)	(36,180)
Free cash flow	6,622	16,885	9,995	44,356	42,420

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

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	30.0	8.1	10.0	9.5	7.9
Normalized PE - at target price (x)	34.3	9.2	11.5	10.9	9.0
PE (x)	1,146.4	5.1	8.5	9.5	7.9
PE - at target price (x)	1,310.2	5.8	9.8	10.9	9.0
EV/EBITDA (x)	12.1	7.9	7.7	7.2	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	13.3	8.6	8.3	7.9	6.5
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	7.3	3.8	7.6	3.7	4.2
Price/sales (x)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	2.0	7.4	4.9	4.7	5.7
FCF Yield (%)	2.9	7.4	4.4	19.4	18.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.7	6.3	5.1	5.3	6.5
EPS	0.0	10.0	5.9	5.3	6.5
DPS	1.0	3.8	2.5	2.4	2.9
BV/share	62.3	70.6	73.4	76.3	80.1
CFO/share	7.0	13.4	6.7	13.5	12.1
FCF/share	1.5	3.7	2.2	9.8	9.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(20.2)	41.3	34.9	(15.0)	(2.4)
Net profit (%)	(98.3)	22,436.0	(40.4)	(10.4)	21.0
EPS (%)	(98.3)	22,436.0	(40.4)	(10.4)	21.0
Normalized profit (%)	(6.5)	270.7	(19.4)	5.4	21.0
Normalized EPS (%)	(6.5)	270.7	(19.4)	5.4	21.0
Dividend payout ratio (%)	2,258.9	37.6	42.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	6.3	10.4	8.4	9.0	10.3
Operating margin (%)	1.8	6.4	4.4	5.0	6.3
EBITDA margin (%)	7.9	11.3	8.3	9.8	11.3
Net margin (%)	1.4	4.7	2.9	3.6	4.6
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	1.7	5.4	3.9	4.5	6.2
Interest coverage - EBITDA (x)	7.5	9.7	7.6	8.9	11.2
ROA - using norm profit (%)	1.6	4.6	2.9	3.1	3.9
ROE - using norm profit (%)	2.7	9.4	7.0	7.1	8.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.7	7.3	5.5	5.7	6.9
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
- operating margin (%)	2.5	7.4	5.1	5.9	7.2
- leverage (x)	1.7	2.1	2.4	2.3	2.1
- interest burden (%)	57.0	84.3	78.5	81.2	85.9
- tax burden (%)	102.3	75.2	71.1	75.0	75.0
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	1.6	6.0	3.8	3.9	4.9
NOPAT (Bt m)	6,021	22,249	19,411	19,836	24,416
invested capital (Bt m)	368,653	508,266	504,337	493,316	481,224

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net D/E remains relatively low

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2204A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BEC16C2204A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, 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, S516C2206A, S516P2206A, S516P2206B, 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 เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ 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

บริษัท ธนชาติ 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)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย 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 ผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท 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 ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

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, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, 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

มณฑุณี 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

sunet.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
