

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 20.00

(From: Bt 19.00)

Upside : 38.9%

7 JUNE 2022

Small Cap Research

PTG Energy Pcl. (PTG TB)

ฟันตัวต่อเนื่อง

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" PTG และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 20 บาท จาก 19 บาท เราคาดว่าค่าการตลาด และปริมาณขายจะฟันตัวต่อเนื่อง โดยได้แรงหนุนจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และความต้องการแก๊สโซลีนและดีเซลในประเทศที่แข็งแกร่ง Valuation ยังคงน่าสนใจที่ 16 เท่า และ 13 เท่า PE ในปี 2022-23F, 0.5std ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

แรงกดดันต่ออัตรากำไรลดลง

เราคาดว่าอัตรากำไรของ PTG จะปรับตัวดีขึ้นในเดือนต่อๆ ไป แม้ว่าราคาน้ำมันจะยังคงอยู่ในระดับสูง เนื่องจาก 1) รัฐบาลตระหนักว่าราคาหน้าปั๊มไม่สามารถอุดหนุนได้ตลอดไป และเริ่มอนุญาตให้ปรับขึ้นราคาได้ ราคาขายปลีกดีเซลปรับขึ้นเป็น 34.64 บาท/ลิตร เทียบกับ 28.44 บาท/ลิตร ในช่วงต้นปี ความเห็นของผู้บริหารชี้ให้เห็นว่าค่าการตลาดยังคงอยู่ในระดับสมเหตุสมผล (ราว 1.7 บาท/ลิตร) และปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องจากระดับต่ำสุดใน 4Q21 และ 1Q22 สำหรับทั้งปี 2022F เราสมมติให้อยู่ที่ 1.78 บาท/ลิตร โดยมีแนวโน้มจะดีขึ้นเป็น 1.83-1.85 บาท/ลิตร ในปี 2023-24F โดยคาดว่าราคาหน้าปั๊มจะเพิ่มขึ้นอีก และราคาน้ำมันในตลาดโลกลดลง

ปริมาณขายฟันตัวแข็งแกร่ง

ความต้องการแก๊สโซลีนและดีเซลของไทยแข็งแกร่งมาก แม้ว่าราคาน้ำมันจะสูงและเพิ่มขึ้นก็ตาม ในช่วงสี่เดือนแรกของปี 2022 ความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันเหล่านี้เพิ่มขึ้นเกือบ 10% y-y อันที่จริง ความต้องการในเดือนเมษายนทำสถิติสูงสุดเป็นอันดับสอง แม้ว่าจะเป็นเดือนที่มีความต้องการต่ำตามฤดูกาล สำหรับ PTG บริษัทฯ ได้ส่วนแบ่งตลาดกลับมา ซึ่งตอนนี้อยู่ที่ 17% เทียบกับ 15-16% ใน 4Q21 และต้น 1Q22 ซึ่งบริษัทฯ ปรับขึ้นราคาหน้าปั๊มมาอยู่สูงกว่าของ PTTOR เนื่องจากความต้องการที่เพิ่มขึ้นแข็งแกร่ง และส่วนแบ่งตลาดที่เพิ่มขึ้น เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐานอัตราการเติบโตของปริมาณขายเป็น 7% ในปีนี้ (เทียบกับเป้าหมายของผู้บริหารที่ 6-10%) จากเดิมที่ 1% เราคาดว่ากำไรจะลดลงเหลือ 5% ในปี 2023F และ 3% ในปี 2024F

LPG บัณฑิตยทุนการเติบโตใหม่

แม้ว่าราคาน้ำมันที่สูงจะกดดันอัตรากำไรของ PTG แต่ก็สร้างโอกาสให้ธุรกิจ LPG ขยายตัวได้เช่นกัน ในช่วงสี่ปีที่ผ่านมา ปริมาณการขาย LPG ของ PTG เพิ่มขึ้นมากกว่าสามเท่า เนื่องจากบริษัทฯ ยังคงขยายเครือข่ายการจัดจำหน่ายอย่างต่อเนื่อง และผู้ใช้รถก็เปลี่ยนไปใช้ LPG แทนน้ำมันเบนซิน เนื่องจากต้นทุน LPG ที่ต่ำกว่า ดังนั้นกำไรขั้นต้นของ PTG จาก LPG จึงอยู่ที่ 300 ลบ. ต่อไตรมาส หรือราว 15% ของทั้งหมด เพิ่มขึ้นจาก 100 ลบ. ต่อไตรมาส ในช่วงต้นปี 2019 เราคาดว่าธุรกิจ LPG จะเติบโตต่อเนื่องในขนาดที่มั่นคง

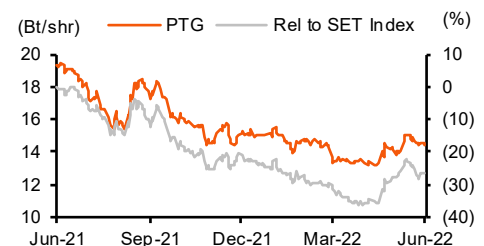
Valuation ยังคงน่าสนใจ

เราเชื่อว่า valuation ของ PTG ยังคงน่าสนใจที่ 16 เท่า PE ในปี 2022F และ 13 เท่า PE ในปี 2023F ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยมาก และเราเชื่อว่าราคาหุ้นอาจได้รับการ re-rate เมื่อราคาน้ำมันเริ่มทรงตัว ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับประมาณการกำไรเพียงไม่กี่เปอร์เซ็นต์ เรายังคงคาดว่า EPS จะเติบโต 50% ในปีนี้ และอีก 19% ในปี 2023F ราคาเป้าหมายของเราเพิ่มขึ้นเป็น 20 บาท จาก 19 บาท ขณะที่เราปรับมาใช้ปีฐานสิ้นปี 2023F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	134,088	193,584	187,962	186,436
Net profit	1,006	1,517	1,809	1,857
Consensus NP	—	1,425	1,754	1,905
Diff frm cons (%)	—	6.5	3.1	(2.6)
Norm profit	1,006	1,517	1,809	1,857
Prev. Norm profit	—	1,517	1,814	1,751
Chg frm prev (%)	—	(0.0)	(0.3)	6.0
Norm EPS (Bt)	0.6	0.9	1.1	1.1
Norm EPS grw (%)	(45.8)	50.7	19.3	2.6
Norm PE (x)	23.9	15.9	13.3	13.0
EV/EBITDA (x)	6.1	7.2	6.2	5.6
P/BV (x)	3.0	2.7	2.4	2.2
Div yield (%)	1.7	3.2	3.8	3.9
ROE (%)	12.6	17.7	19.0	17.7
Net D/E (%)	93.0	193.8	165.9	144.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

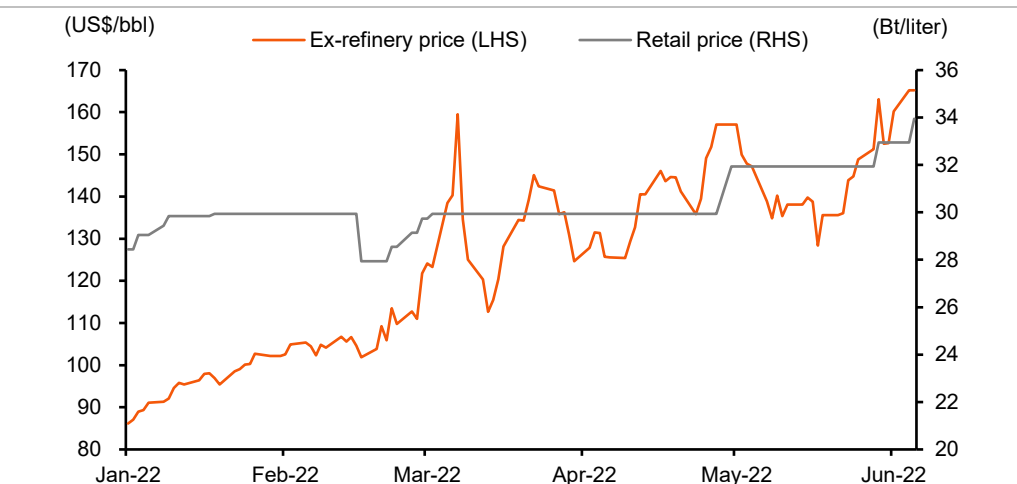
Price as of 7-Jun-22 (Bt)	14.40
Market Cap (US\$ m)	697.7
Listed Shares (m shares)	1,670.0
Free Float (%)	58.2
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	5.2
12M Price H/L (Bt)	19.50/13.20
Sector	Energy
Major Shareholder	Ratchakij Holding Ltd. 25.12%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

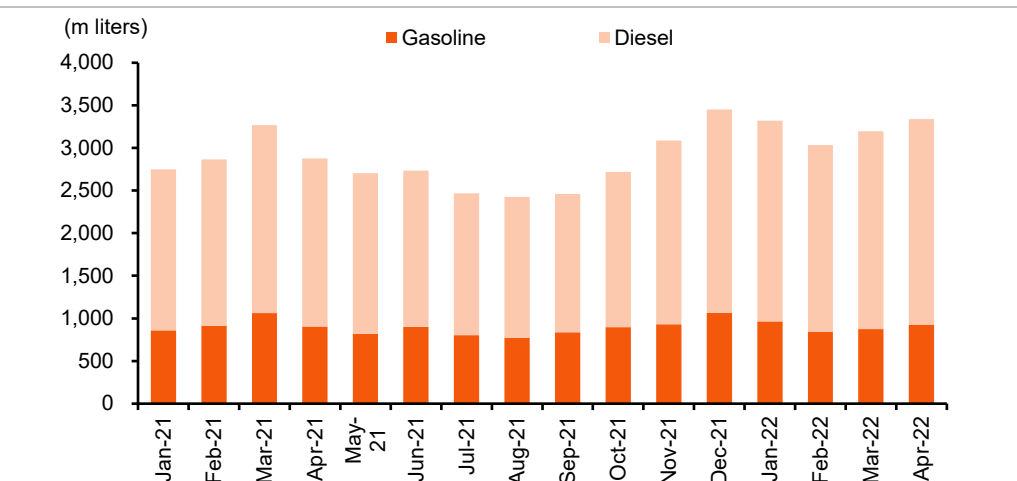
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาด จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

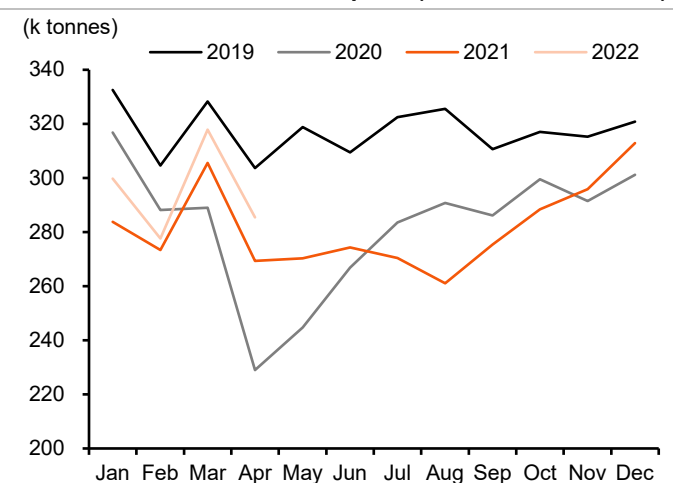


Ex 1: Ex-Refinery And Retail Diesel Prices

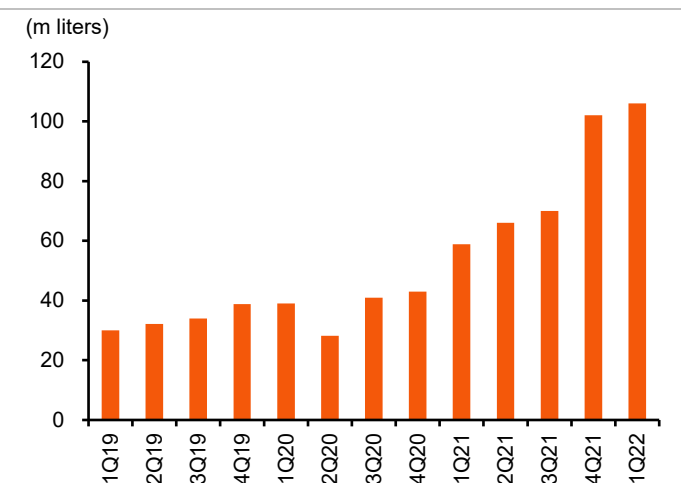
Sources: Bloomberg, EPPO

Ex 2: Thailand Demand For Gasoline And Diesel

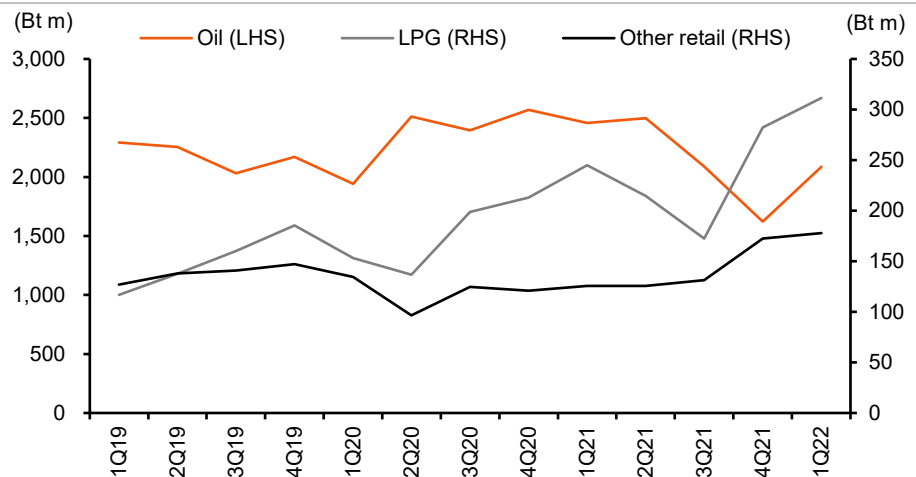
Source: DOEB

Ex 3: Thailand's LPG Consumption (Ex. Pet-Chem Sector)

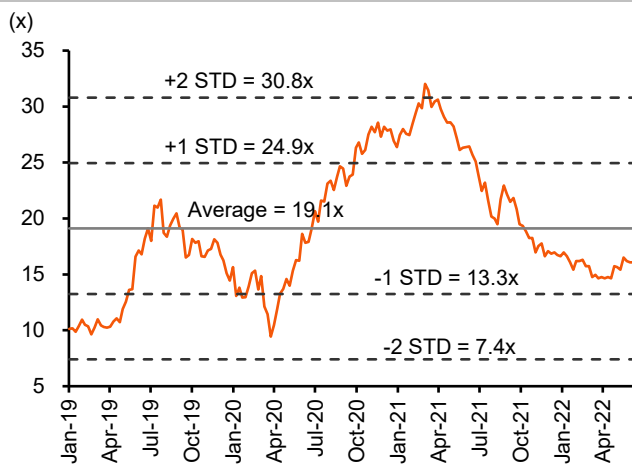
Sources: DOEB

Ex 4: PTG's LPG Sales Volume

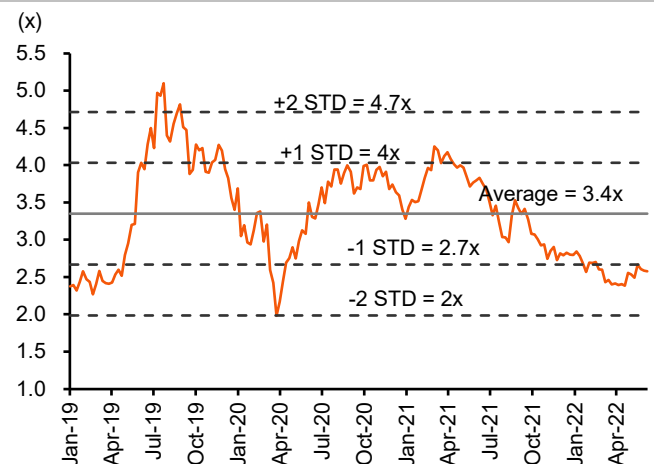
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 5: PTG's Gross Profit From Various Units

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Forward PE

Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 7: Forward P/BV

Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based Valuation, Using a Base Year Of 2023F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA		7,181	7,415	7,694	7,977	8,264	8,432	8,598	8,761	8,922	9,080	
Free cash flow		2,940	3,452	4,383	4,558	4,732	4,740	4,798	4,846	4,886	4,916	92,859
PV of free cash flow		2,747	3,014	3,558	3,451	3,341	3,122	2,948	2,737	2,568	2,406	45,449
Risk-free rate (%)		2.5										
Market risk premium (%)		8.0										
Beta		1.1										
WACC (%)		7.0										
Terminal growth (%)		2.0										
Enterprise value - add investments		75,341										
Net debt		41,684										
Minority interest		134										
Equity value		33,522										
# of shares (m)		1,670										
Equity value/share (Bt)		20.1										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: 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)	(%)	(%)	(%)	(%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	53.3	4.1	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	19.4
BPCL	BPCL IN	India	(0.3)	(7.3)	6.9	7.4	1.3	1.2	7.6	7.9	6.5	8.0	24.7	18.8
HPCL	HPCL IN	India	(12.6)	6.7	5.0	4.7	0.8	0.7	6.9	6.0	8.0	7.5	24.1	17.2
IOCL	IOCL IN	India	65.7	(13.3)	4.4	5.1	0.9	0.8	5.3	6.1	6.9	9.7	14.6	19.3
Reliance Industries	RIL IN	India	31.2	27.6	30.5	23.9	2.4	2.2	19.1	14.6	0.3	0.3	8.6	8.0
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	(22.8)	9.6	12.4	1.1	1.0	6.1	7.0	0.8	1.5	4.4	12.3
S-OIL	010950 KS	S.Korea	50.6	(29.6)	6.2	8.8	1.6	1.4	4.9	6.6	3.2	4.4	23.5	27.8
Petron	PCOR PM	Philippines	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	4.1	na
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(6.1)	(7.9)	18.7	20.3	2.5	2.4	11.6	12.4	4.3	3.6	15.3	13.4
Bangchak *	BCP TB	Thailand	38.2	(33.6)	7.4	11.2	0.8	0.8	4.6	7.2	5.3	3.5	11.5	7.2
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	320.8	57.3	13.6	1.5	1.3	11.1	8.3	0.0	0.0	3.0	10.4
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	(70.7)	489.1	63.1	10.7	0.8	0.8	13.0	7.5	4.3	4.7	1.3	7.3
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	50.7	19.3	15.9	13.3	2.7	2.4	7.2	6.2	3.2	3.8	17.7	19.0
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	(19.4)	5.4	9.5	9.1	0.7	0.6	7.5	7.0	5.2	5.0	7.0	7.1
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	(23.1)	15.3	19.9	1.4	1.3	6.2	7.4	3.8	2.5	9.8	6.8
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	46.5	11.9	11.5	10.3	1.0	0.9	6.1	5.2	5.2	5.8	8.7	9.4
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	53.9	(24.2)	14.1	18.6	0.9	0.8	13.4	18.1	5.0	2.1	6.5	4.5
Average			21.6	45.2	18.4	12.6	1.3	1.2	8.7	8.5	4.1	4.2	11.6	13.0
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	21.4	(8.8)	6.9	7.6	0.6	0.6	3.2	3.4	5.8	6.3	7.3	8.6
Sinopec	386 HK	China	(0.5)	0.5	6.4	6.3	0.6	0.5	3.7	3.9	9.5	10.3	9.6	9.1
Total	FP	France	99.3	(17.9)	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	24.0
Eni	ENI IM	Italy	139.0	(22.1)	5.0	6.4	1.0	0.9	2.6	2.9	6.0	6.1	10.7	20.1
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	104.2	(11.6)	na	na	na	na	3.4	3.6	na	na	11.2	19.8
Repsol	REP SM	Spain	116.9	(19.8)	4.8	6.0	0.9	0.8	3.3	3.7	3.9	4.1	11.1	18.1
Chevron Texaco	CVX US	USA	90.5	(10.6)	10.8	12.1	2.2	2.1	5.8	6.4	3.0	3.2	11.7	20.3
Exxon Mobil	XOM US	USA	91.0	(15.0)	9.9	11.6	2.3	2.1	5.3	6.3	3.5	3.6	13.5	23.4
Conoco Philips	COP US	USA	144.2	(15.5)	8.0	9.4	2.9	2.4	4.5	5.1	1.5	1.6	20.8	35.0
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	(5.0)	4.4	12.9	12.3	1.0	1.0	4.7	4.5	5.3	5.3	8.2	8.3
Average			80.1	(11.6)	8.1	9.0	1.4	1.3	4.0	4.4	4.8	5.1	11.9	18.7
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	115.0	(17.3)	9.7	11.7	1.8	1.7	4.3	5.0	1.3	2.8	10.8	19.0
Woodside	WDS AU	Australia	97.4	(16.0)	10.5	12.4	1.8	1.7	5.5	5.3	3.4	6.7	11.4	23.9
Suncor Energy	SU US	Canada	194.7	(12.1)	5.4	6.1	1.4	1.3	4.4	4.7	2.5	4.4	10.9	24.4
ONGC	ONGC IN	India	na	39.8	4.6	3.3	0.8	0.7	4.1	3.1	1.9	7.8	6.1	18.6
RIL	RIL IN	India	31.2	27.6	30.5	23.9	2.4	2.2	19.1	14.6	0.3	0.3	8.6	8.0
Apache	APA US	USA	143.5	(4.7)	4.9	5.1	13.5	6.1	3.2	3.5	0.3	1.1	(104.6)	353.7
Devon Energy	DVN US	USA	152.0	0.2	9.0	9.0	4.4	3.4	5.6	5.6	1.3	0.8	38.1	54.1
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	79.9	(9.8)	8.5	9.4	1.4	1.3	3.1	3.2	3.6	4.1	17.8	14.3
Average			116.2	1.0	10.4	10.1	3.4	2.3	6.2	5.6	1.8	3.5	(0.1)	64.5

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 7 June 2022 closing prices

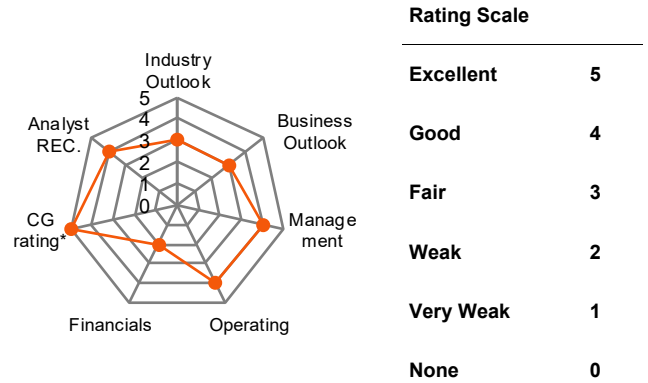
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Awards

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ส่วนมากเป็นเจ้าของและดำเนินการสถานีบริการน้ำมัน PT ของตัวเอง
- บริหารจัดการธุรกิจขนส่งและคลังเก็บน้ำมันเชื้อเพลิงเอง
- มีสถานีบริการน้ำมันครอบคลุมทั่วประเทศโดยใช้เงินลงทุนต่ำ

O — Opportunity

- การชิงส่วนแบ่งการตลาดจากสถานีบริการน้ำมันอิสระ
- โอกาสในการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานและธุรกิจด้านยานยนต์อื่นๆ

W — Weakness

- สถานีบริการส่วนใหญ่อยู่บนพื้นที่เช่า
- อยู่ตลาดรองจึงมีโอกาสสร้างรายได้จากธุรกิจนอกเหนือจากน้ำมันน้อยกว่าเจ้าอื่น
- แหล่งเงินทุนในการขยายธุรกิจมาจากการกู้ยืมเงิน

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการขยายสาขาโดยรักษาคุณภาพสถานีโดยรวม
- การควบคุมค่าการตลาดน้ำมันค้าปลีกจากรัฐบาล
- ความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่และการทำ M&A

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	17.38	20.00	15%
Net profit 22F (Bt m)	1,425	1,517	6%
Net profit 23F (Bt m)	1,754	1,809	3%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 0	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี 2022-23F ของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อยเนื่องจากสมมติค่าการตลาดของเรา
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่า 15% เนื่องจากเราคาดว่าอัตรากำไรจะดีขึ้น

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	104,666	134,088	193,584	187,962	186,436
Cost of sales	93,824	123,627	182,331	175,677	173,438
Gross profit	10,842	10,461	11,253	12,285	12,998
% gross margin	10.4%	7.8%	5.8%	6.5%	7.0%
Selling & administration expenses	7,820	8,271	8,485	8,809	9,048
Operating profit	3,023	2,190	2,768	3,476	3,950
% operating margin	2.9%	1.6%	1.4%	1.8%	2.1%
Depreciation & amortization	2,880	3,024	3,005	3,163	3,231
EBITDA	5,903	5,214	5,773	6,638	7,181
% EBITDA margin	5.6%	3.9%	3.0%	3.5%	3.9%
Non-operating income	0	0	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,104)	(1,118)	(1,103)	(1,508)	(1,924)
Pre-tax profit	1,919	1,073	1,665	1,967	2,026
Income tax	425	261	333	393	405
After-tax profit	1,494	812	1,332	1,574	1,621
% net margin	1.4%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%
Shares in affiliates' Earnings	376	205	200	250	250
Minority interests	(12)	(10)	(15)	(15)	(15)
Extraordinary items	37	0	0	0	0
NET PROFIT	1,894	1,006	1,517	1,809	1,857
Normalized profit	1,857	1,006	1,517	1,809	1,857
EPS (Bt)	1.1	0.6	0.9	1.1	1.1
Normalized EPS (Bt)	1.1	0.6	0.9	1.1	1.1

Earnings growth likely to be strong in 2022-23F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	3,859	4,859	5,310	5,217	5,235
Cash & cash equivalent	942	1,701	753	818	887
Account receivables	503	722	1,061	1,030	1,022
Inventories	2,088	2,239	3,497	3,369	3,326
Others	326	196	0	0	0
Investments & loans	1,810	2,044	2,544	3,044	3,544
Net fixed assets	10,853	11,505	12,010	11,820	11,643
Other assets	25,515	25,976	44,413	44,331	44,672
Total assets	42,037	44,384	64,277	64,412	65,095
LIABILITIES:					
Current liabilities:	8,486	12,450	20,429	18,871	17,861
Account payables	3,920	6,000	10,490	10,107	9,979
Bank overdraft & ST loans	1,850	2,190	5,543	4,409	3,388
Current LT debt	1,464	3,314	3,234	3,307	3,388
Others current liabilities	1,252	946	1,163	1,048	1,108
Total LT debt	6,282	3,821	9,701	9,920	10,163
Others LT liabilities	19,289	19,914	25,003	25,484	25,979
Total liabilities	34,057	36,184	55,133	54,275	54,004
Minority interest	96	105	120	134	149
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
Share premium	1,185	1,185	1,185	1,185	1,185
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(55)	(21)	(21)	(21)	(21)
Retained earnings	5,083	5,260	6,189	7,167	8,107
Shareholders' equity	7,884	8,095	9,024	10,002	10,942
Liabilities & equity	42,037	44,384	64,277	64,412	65,095

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	1,919	1,073	1,665	1,967	2,026
Tax paid	(314)	(401)	(333)	(393)	(405)
Depreciation & amortization	2,880	3,024	3,005	3,163	3,231
Chg In working capital	(1,011)	1,710	2,894	(224)	(78)
Chg In other CA & CL / minorities	1,418	(123)	417	135	310
Cash flow from operations	4,893	5,282	7,648	4,647	5,084
Capex	(2,275)	(3,676)	(3,509)	(2,974)	(3,053)
Right of use	(23,662)	(204)	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	45	129	196	0	0
LT loans & investments	397	(233)	(500)	(500)	(500)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	20,963	528	(13,335)	1,054	643
Cash flow from investments	(4,532)	(3,456)	(17,648)	(2,920)	(3,410)
Debt financing	201	(271)	9,152	(841)	(698)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(668)	(835)	(588)	(832)	(916)
Warrants & other surplus	10	40	0	0	0
Cash flow from financing	(457)	(1,066)	8,564	(1,673)	(1,614)
Free cash flow	2,617	1,606	4,139	1,674	2,031

We expect strong FCF

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	12.9	23.9	15.9	13.3	13.0
Normalized PE - at target price (x)	18.0	33.2	22.0	18.5	18.0
PE (x)	12.7	23.9	15.9	13.3	13.0
PE - at target price (x)	17.6	33.2	22.0	18.5	18.0
EV/EBITDA (x)	5.5	6.1	7.2	6.2	5.6
EV/EBITDA - at target price (x)	7.1	7.9	8.9	7.6	6.9
P/BV (x)	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2
P/BV - at target price (x)	4.2	4.1	3.7	3.3	3.1
P/CFO (x)	4.9	4.6	3.1	5.2	4.7
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	3.5	1.7	3.2	3.8	3.9
FCF Yield (%)	10.9	6.7	17.2	7.0	8.4
(Bt)					
Normalized EPS	1.1	0.6	0.9	1.1	1.1
EPS	1.1	0.6	0.9	1.1	1.1
DPS	0.5	0.3	0.5	0.5	0.6
BV/share	4.7	4.8	5.4	6.0	6.6
CFO/share	2.9	3.2	4.6	2.8	3.0
FCF/share	1.6	1.0	2.5	1.0	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation is attractive
and remains below
historical average*

FINANCIAL RATIOS

*We expect ROE
improvements in 2022-23F*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(13.0)	28.1	44.4	(2.9)	(0.8)
Net profit (%)	21.4	(46.9)	50.7	19.3	2.6
EPS (%)	21.4	(46.9)	50.7	19.3	2.6
Normalized profit (%)	19.0	(45.8)	50.7	19.3	2.6
Normalized EPS (%)	19.0	(45.8)	50.7	19.3	2.6
Dividend payout ratio (%)	44.1	41.5	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	10.4	7.8	5.8	6.5	7.0
Operating margin (%)	2.9	1.6	1.4	1.8	2.1
EBITDA margin (%)	5.6	3.9	3.0	3.5	3.9
Net margin (%)	1.4	0.6	0.7	0.8	0.9
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.1	2.0	1.7	1.5
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	0.9	1.9	1.7	1.4
Interest coverage - EBIT (x)	2.7	2.0	2.5	2.3	2.1
Interest coverage - EBITDA (x)	5.3	4.7	5.2	4.4	3.7
ROA - using norm profit (%)	5.7	2.3	2.8	2.8	2.9
ROE - using norm profit (%)	25.6	12.6	17.7	19.0	17.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	20.6	10.2	15.6	16.5	15.5
- asset turnover (x)	3.2	3.1	3.6	2.9	2.9
- operating margin (%)	2.9	1.6	1.4	1.8	2.1
- leverage (x)	4.5	5.4	6.3	6.8	6.2
- interest burden (%)	63.5	49.0	60.2	56.6	51.3
- tax burden (%)	77.9	75.7	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.0	7.0	7.0	7.0	7.0
ROIC (%)	15.7	10.0	14.1	10.4	11.8
NOPAT (Bt m)	2,353	1,658	2,214	2,780	3,160
invested capital (Bt m)	16,539	15,719	26,748	26,820	26,993

Sources: Company data, Thanachart estimates

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 60 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, WHA16C2209A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, 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 ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTJB) 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 ราชธานีลีสซิ่ง 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา 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, เติ่นเรือ 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
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 ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง 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 นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ 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