

SELL

Initiation

TP: Bt 21.00

Downside : 18.4%

22 JULY 2022

PTT Oil And Retail Pcl (OR TB)

มูลค่าไม่เหมาะสม

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ OR ด้วยคำแนะนำ “ขาย” และให้ราคาเป้าหมายที่ 21 บาท ตลาดให้พรีเมียมอย่างมากแก่ธุรกิจของ OR ซึ่งเรามองว่าไม่สมเหตุสมผล เนื่องจากเราคาดว่าทั้งธุรกิจน้ำมันและไม่ใช่ น้ำมัน (non-oil) จะเติบโตในอัตราที่ชะลอตัวลงในช่วงห้าปีข้างหน้า



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ขาย”

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ OR ด้วยคำแนะนำ “ขาย” และให้ราคาเป้าหมายที่ 2023F ที่ 21 บาท/หุ้น เนื่องจาก 1) เรามองว่า OR แพง ที่ 22 เท่า 2023F PE บริษัท ซื้อขายที่ระดับ PE ที่ใกล้เคียงกับกลุ่มค้าปลีก แม้ 76% ของ EBITDA มาจากธุรกิจสถานีบริการน้ำมันที่มีการเติบโตที่ต่ำและมีการแข่งขันสูง บริษัทค้าปลีกน้ำมันซื้อขายในช่วง 6-13 เท่า 2023F PE 2) เราคาดว่า การเติบโตของกำไรปกติของ OR จะชะลอตัวที่ 19/7/5% ในปี 2022-24F เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตที่ชะลอตัวลงของธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน เนื่องจากการฟื้นตัวของอุปสงค์หลังโควิดใกล้จะจบลง เราไม่คาดว่า ธุรกิจ non-oil จะเติบโตเร็วพอที่จะทำให้ฐานกำไรทั้งหมดเติบโตอย่างแข็งแกร่ง และ 3) เรามองว่าค่าใช้จ่ายลงทุนที่ลดลงได้สะท้อนถึงแนวโน้มการขยายธุรกิจที่ลดลง

การเติบโตของตลาดค้าปลีกน้ำมันชะลอตัว

เรามองว่าธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ OR ไม่น่าสนใจ เพราะ 1) อุตสาหกรรมในประเทศไทยมีอัตราการเข้าถึงสูง และ OR เป็นผู้เล่นรายใหญ่ที่สุดอยู่แล้ว และมีโอกาสจำกัดที่จะได้ส่วนแบ่งตลาดเพิ่มไปอีก 2) การฟื้นตัวหลังโควิดใกล้จะสิ้นสุดลง โดยความต้องการน้ำมันในประเทศในช่วง 5M22 อยู่ที่ระดับต่ำกว่าระดับก่อนเกิดโควิด 7% เราคาดว่าความต้องการจะเติบโตในระดับปกติของธุรกิจที่ 3% ต่อปี จากปี 2024F และ 3) เราคาดว่าค่าการตลาดน้ำมันในระยะยาวในตลาดที่อิ่มตัวนี้จะอยู่ในช่วง 1 บาท/ลิตร และมีแนวโน้มจะเข้าสู่ช่วงที่ต่ำกว่าในช่วงราคาน้ำมันสูง

ธุรกิจ Non-oil มีแนวโน้มที่ไม่น่าตื่นเต้น

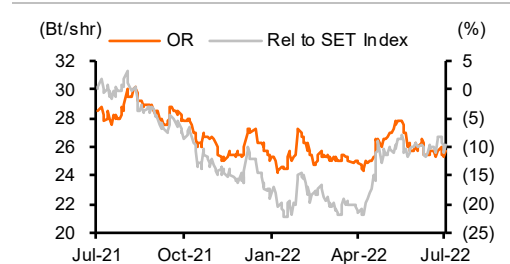
ธุรกิจ Non-oil คิดเป็น 21% ของ EBITDA ของ OR ในปี 2021 ซึ่งแบ่งออกเป็น 14% เป็น F&B ซึ่งส่วนใหญ่มาจาก Café Amazon ที่ 7% และธุรกิจค้าปลีก ซึ่งส่วนใหญ่เป็นร้านสะดวกซื้อ 7-Eleven และร้านสะดวกซื้อ Jiffy ในสถานีบริการ การเติบโต 10% จะทำให้ EBITDA โดยรวมของ OR เพิ่มขึ้นเพียง 2% การจำกัดการขยายสถานีบริการน้ำมันยังจำกัดการขยายร้าน 7-Eleven ร้าน Café Amazon มีแนวโน้มการเติบโตที่ดีขึ้นด้วยการขยายสาขาเป็น 400 แห่ง ภายในปี 2025F จาก 3,638 แห่ง ในปัจจุบัน

ค่าใช้จ่ายลงทุนที่มีแนวโน้มลดลงหมายถึงการขยายตัวที่ชะลอตัวลง เราคาดว่าค่าใช้จ่ายลงทุนของ OR จะสูงสุดในปีที่ 12.5 พันลบ. และลดลงเหลือ 10.0 พันลบ. ในปี 2025F แม้ว่าค่าใช้จ่ายลงทุนที่ลดลงจะทำให้กระแสเงินสดดีขึ้น แต่เรามองว่าเป็นลบ ด้วยสะท้อนถึงการขยายตัวและแนวโน้มการเติบโตในอนาคตที่ชะลอตัวลง OR ไม่มีปัญหาเรื่องกระแสเงินสด และเราชอบการลงทุนซ้ำเพื่อการเติบโตมากกว่า แม้ Café Amazon จะเป็นตัวขับเคลื่อนที่รู้จักกันดีอยู่แล้ว แต่การลงทุนใน non-oil อื่นๆ ของ OR นั้นมีขนาดเล็กไม่ใหญ่ บริษัท ได้รับบรรลุข้อตกลง 14 ข้อตกลง ในช่วง 18 เดือนที่ผ่านมาของธุรกิจ non-oil เงินลงทุนรวม 5 พันลบ. สมมติว่าได้ผลตอบแทน 10% จะทำให้กำไรเพิ่มขึ้น 500 ลบ. ต่อปี หรือ 3% ของกำไรของ OR อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลตอบแทนจะลดลงในช่วงห้าปีแรกเนื่องจากโดยปกติ OR จะลงทุนในธุรกิจ start-up

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	511,799	871,374	869,248	812,812
Net profit	11,474	12,980	14,037	14,689
Consensus NP	—	11,924	13,183	14,298
Diff frm cons (%)	—	8.9	6.5	2.7
Norm profit	11,009	13,113	14,037	14,689
Prev. Norm profit	—	—	—	—
Chg frm prev (%)	—	—	—	—
Norm EPS (Bt)	0.9	1.1	1.2	1.2
Norm EPS grw (%)	19.4	19.1	7.0	4.6
Norm PE (x)	28.1	23.6	22.0	21.0
EV/EBITDA (x)	14.6	12.7	11.7	10.8
P/BV (x)	3.1	2.8	2.6	2.4
Div yield (%)	1.0	1.2	1.3	1.3
ROE (%)	16.0	12.5	12.3	11.8
Net D/E (%)	(31.9)	(43.4)	(44.2)	(45.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 22-Jul-22 (Bt)	25.75
Market Cap (US\$ m)	8,418.5
Listed Shares (m shares)	12,000.0
Free Float (%)	23.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	17.5
12M Price H/L (Bt)	30.25/24.20
Sector	ENERG
Major Shareholder	PTT Pcl 75.00%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

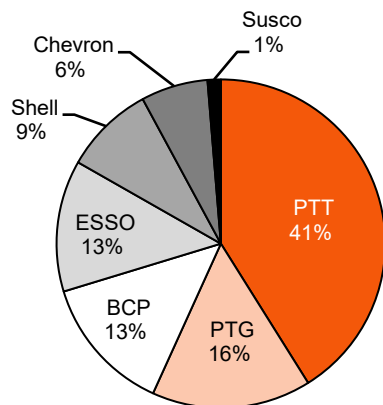
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: OR's Business Overview



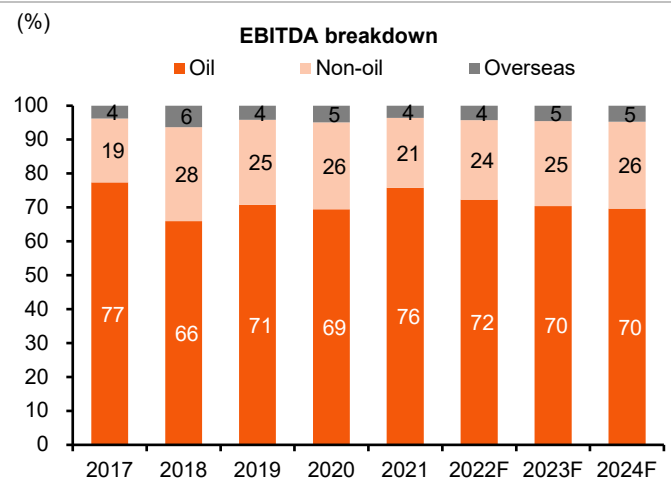
Source: Company data

Ex 2: OR Has The Largest Share In The Retail Oil Market

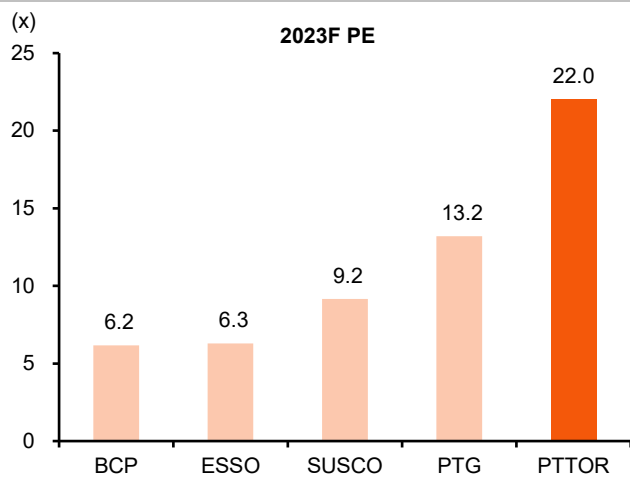


Source: Department of Energy Business (DOEB), (as of 2021)

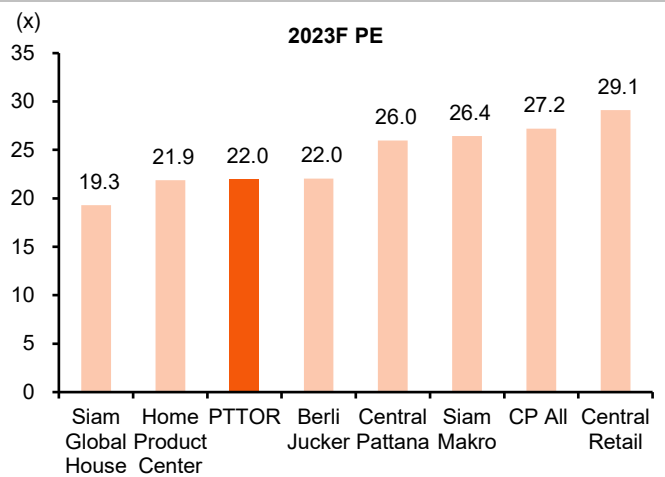
Ex 3: Oil EBITDA Still Dominates



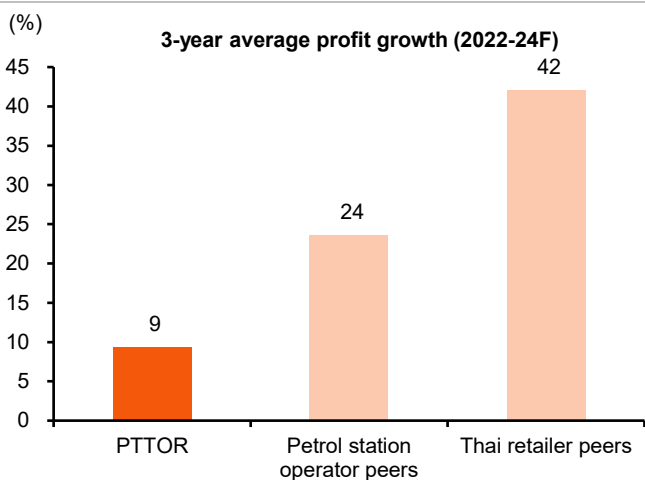
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: A Hefty PE Premium To Other Oil Retail Plays

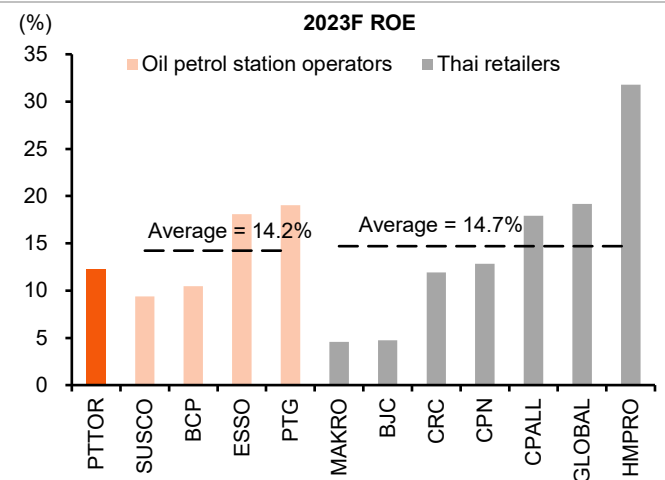
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: Trading Near Retail Stocks' PE Levels

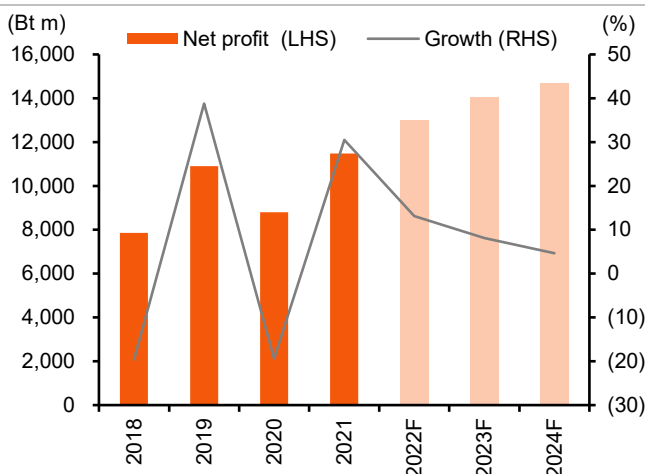
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: Slower Growth Than The Retail Sector

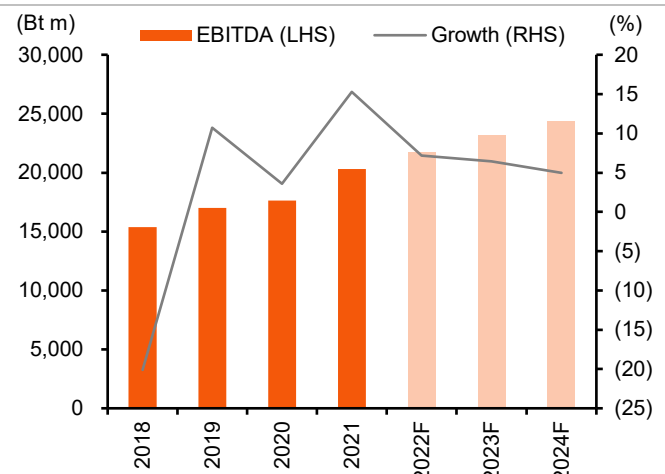
Sources: Thanachart estimates

Ex 7: And A Lower ROE Than The Retail Sector

Source: Thanachart estimates

Ex 8: OR's Earnings Growth Outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

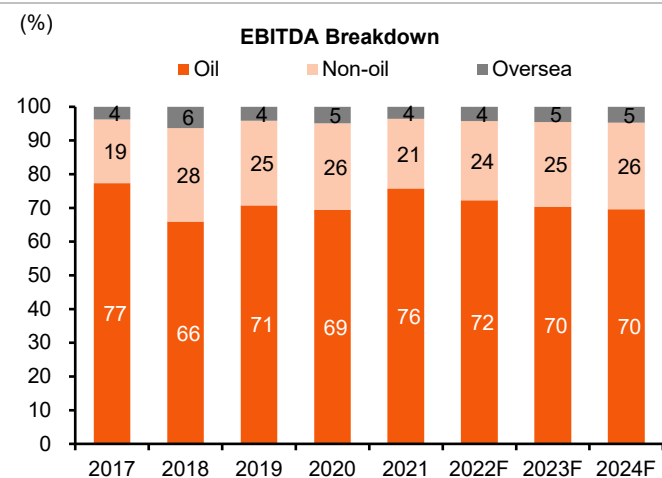
Ex 9: OR's EBITDA Growth Outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

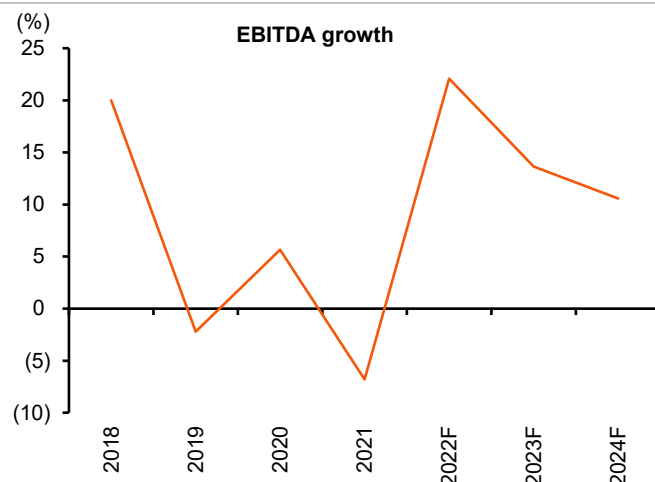
Ex 10: Our Key Assumptions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Oil business (Thailand)						
Sale volume (m liter)	12,078	12,547	11,777	13,632	14,248	14,655
Growth (y-y%)	4.1	3.9	(6.1)	15.8	4.5	2.9
Marketing margin (Bt/liter)	1.1	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
EBITDA (Bt m)	12,016	12,145	15,382	15,708	16,289	16,711
Non-oil business						
No. Café Amazon stores	2,449	2,930	3,168	3,628	4,008	4,388
No. of stores add	481	238	460	389	380	380
No. Convenience stores	1,714	1,807	2,075	2,204	2,304	2,394
No. of stores add	140	93	268	129	100	90
EBITDA (Bt m)	4,255	4,495	4,190	5,132	5,825	6,424
International businesses						
No. of petrol stations	0	335	356	429	489	549
No. of stores add	(151)	335	21	73	60	60
Coffee sold (m cups)	0	20	17	18	19	20
Growth (y-y%)	0.0	20.0	(17.5)	10.0	5.0	5.0
EBITDA (Bt m)	707	861	742	932	1,062	1,193

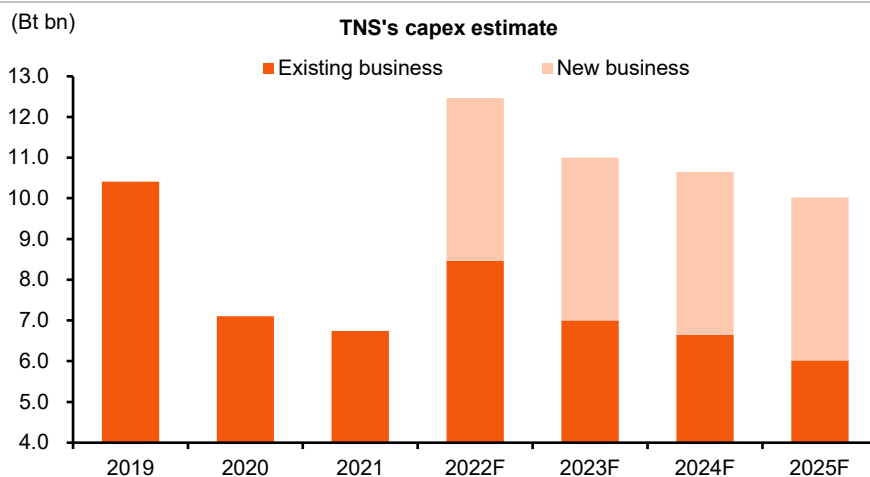
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Non-oil At Only 26% Of Total EBITDA In 2024F

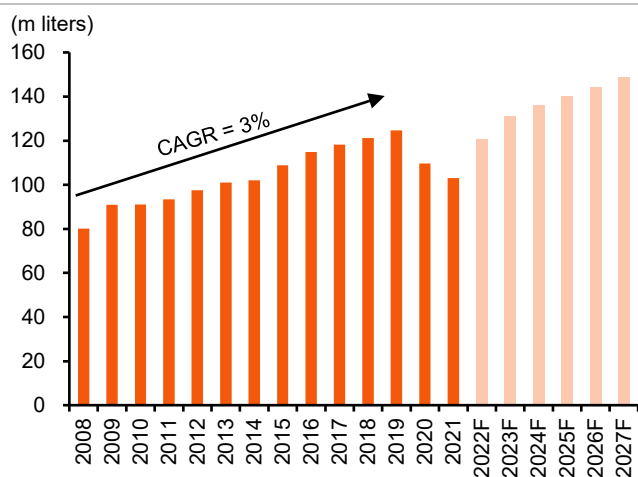
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Non-oil EBITDA Growth Tapering Off From 2022F

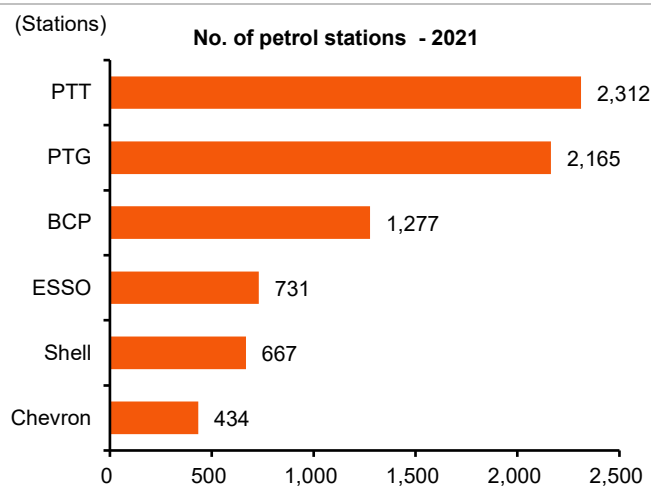
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Combined Capex And Investment Peaking

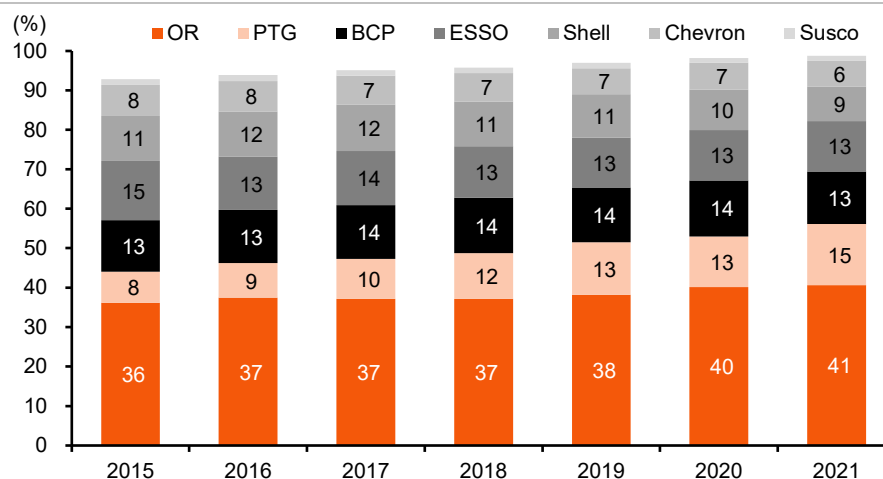
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 14: Domestic Refined Oil Demand

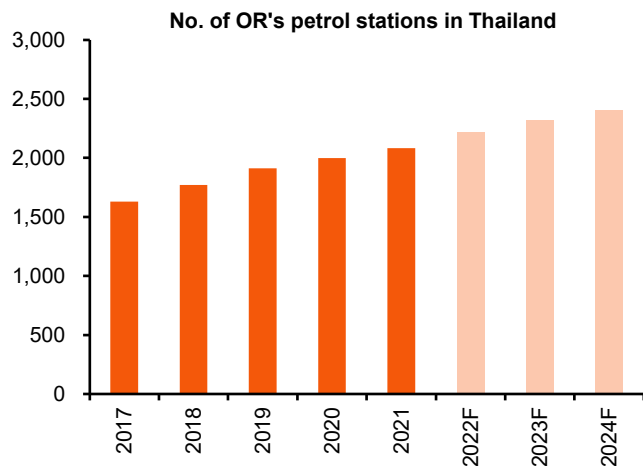
Sources: Department of Energy Business (DOEB), Thanachart estimates

Ex 15: Six Major Petrol Station Operators

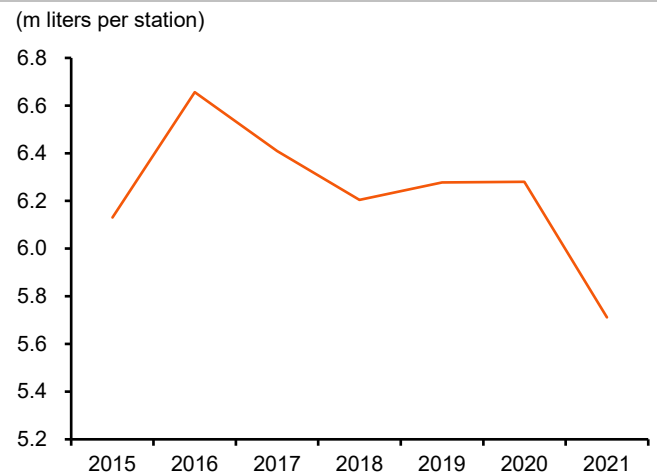
Source: Department of Energy Business (DOEB)

Ex 16: Domestic Retail Oil Market Share By Sales Volume

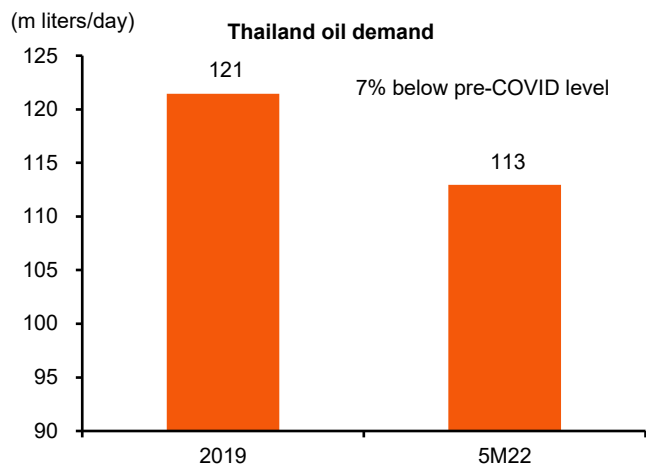
Source: Department of Energy Business (DOEB)

Ex 17: OR's Petrol Stations To See Limited Net Growth

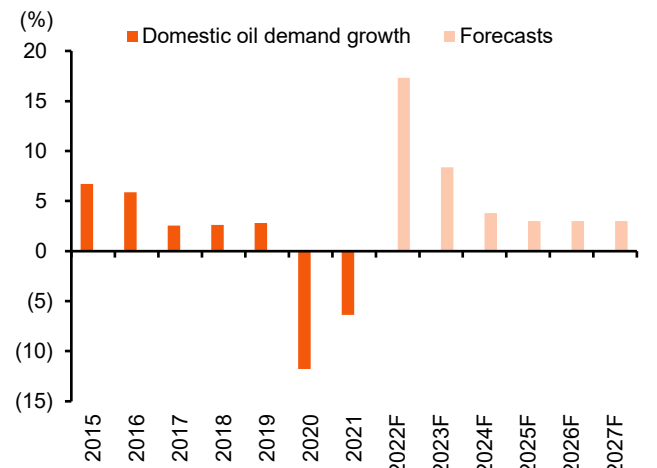
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: OR's Oil Retail Sales Volume Per Petrol Station

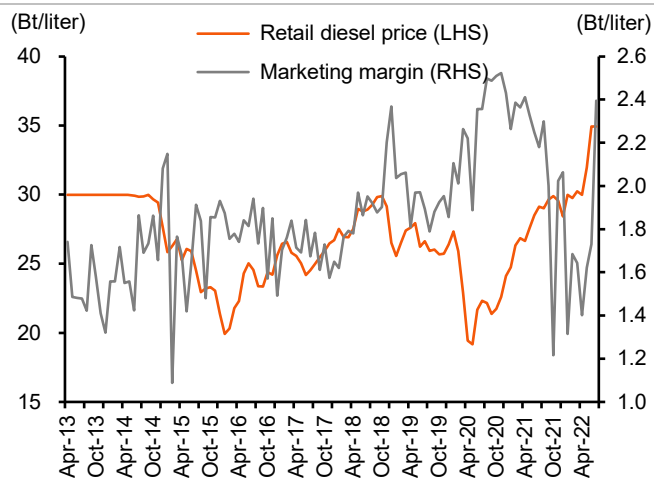
Source: Department of Energy Business (DOEB)

Ex 19: Oil Demand At 7% Below 2019's Level

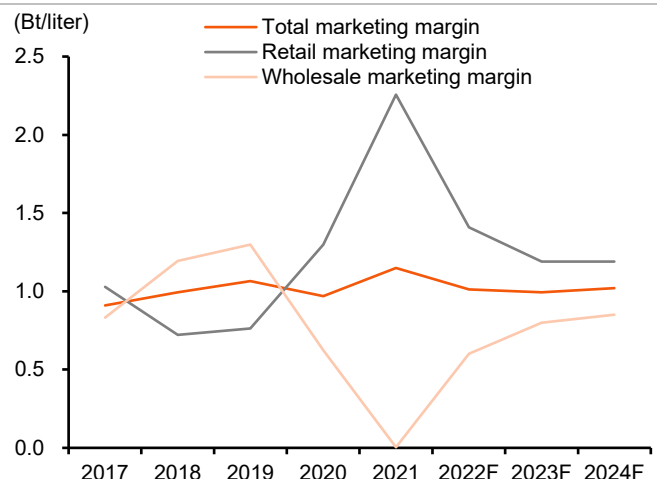
Source: Department of Energy Business (DOEB)

Ex 20: Domestic Refined Oil Demand Growth

Sources: Department of Energy Business (DOEB), Thanachart estimates

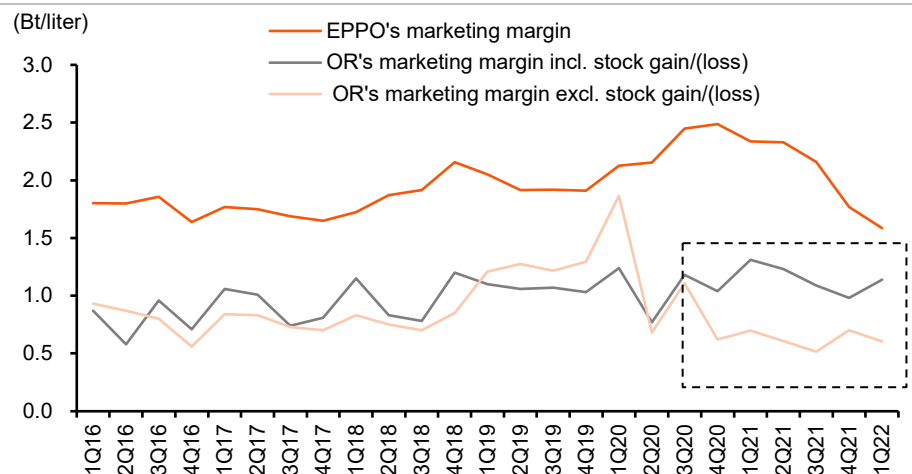
Ex 21: High Oil Prices Normally Pressure Margin

Sources: Department of Energy Business (DOEB), EPPO

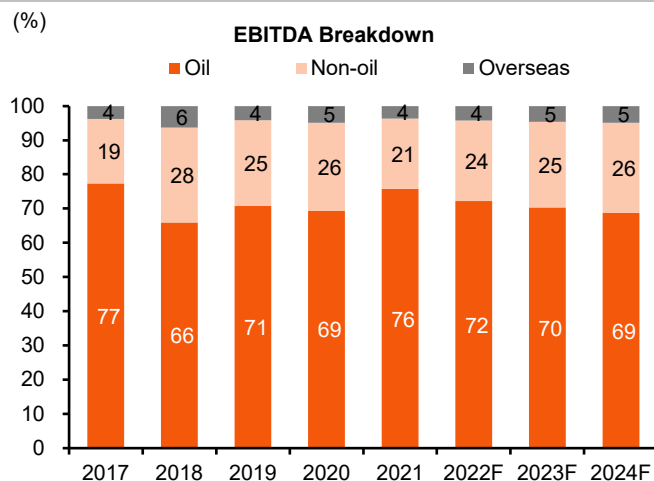
Ex 22: OR's Marketing Margin To Be Steady

Sources: Company data, Thanachart estimates

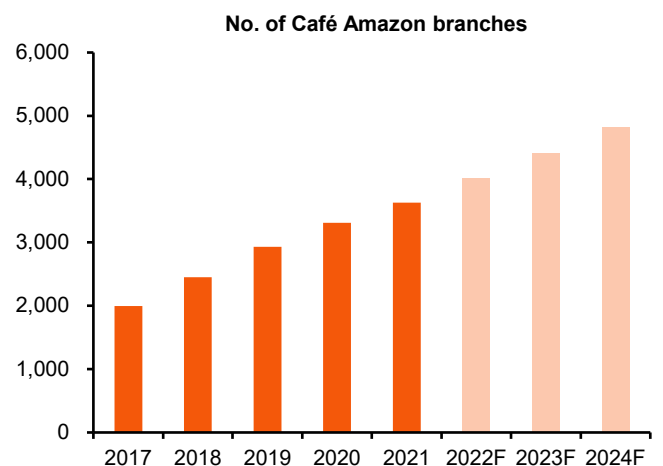
Note: Marketing margin includes stock gain/loss

Ex 23: OR's Marketing Margin Vs. EPPO's

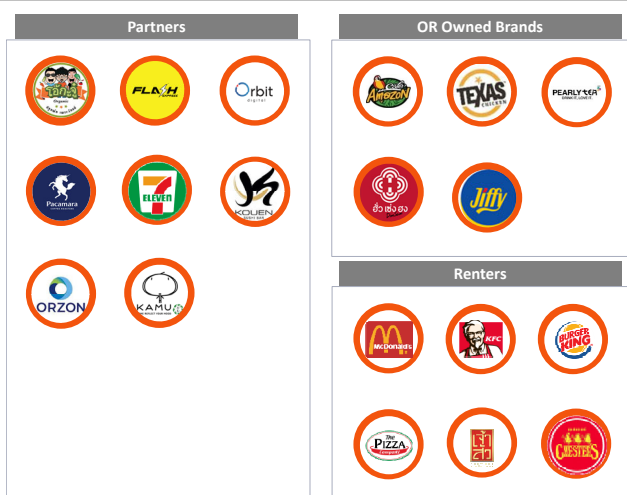
Sources: Department of Energy Business (DOEB), Company data

Ex 24: OR's EBITDA Breakdown

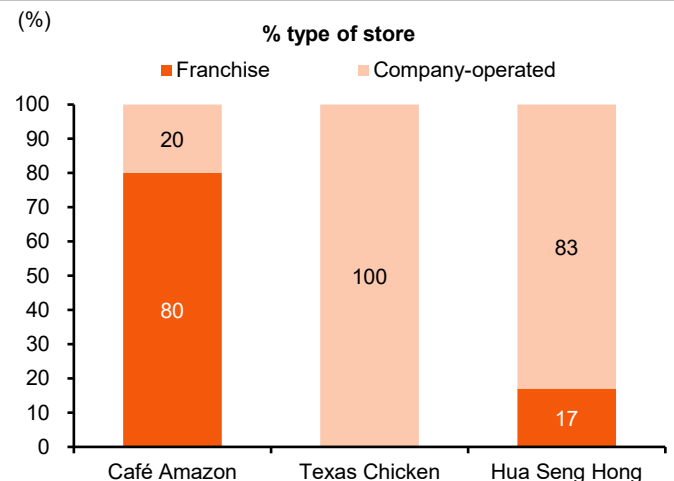
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 25: Café Amazon, The Biggest Coffee Shop Chain

Sources: Company data, Thanachart estimates

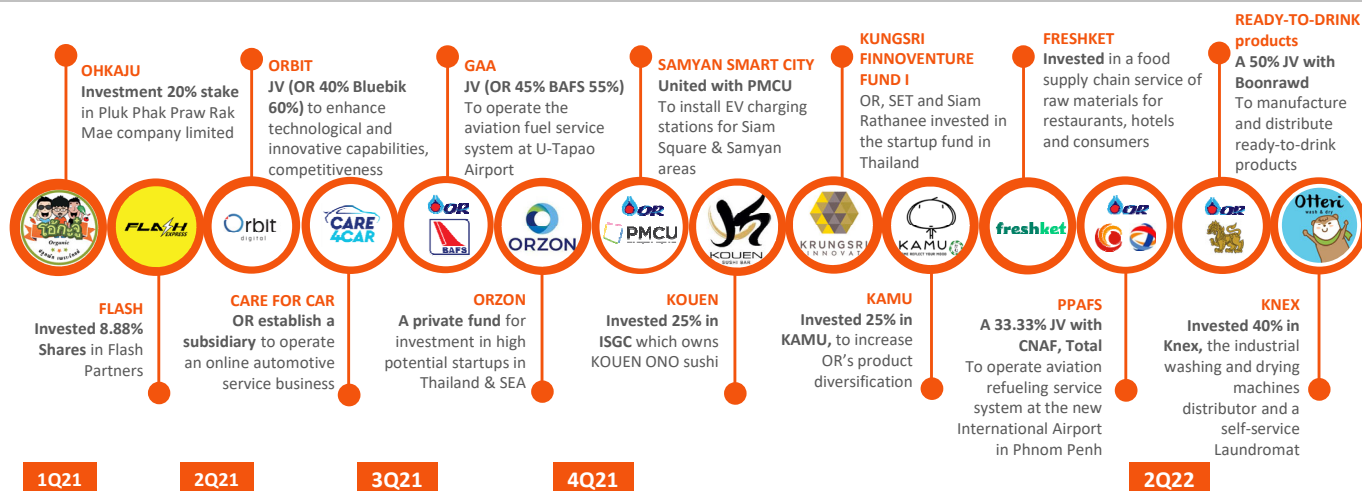
Ex 26: OR's Key Non-Oil Businesses

Source: Company data

Ex 27: OR's Key Non-Oil Businesses

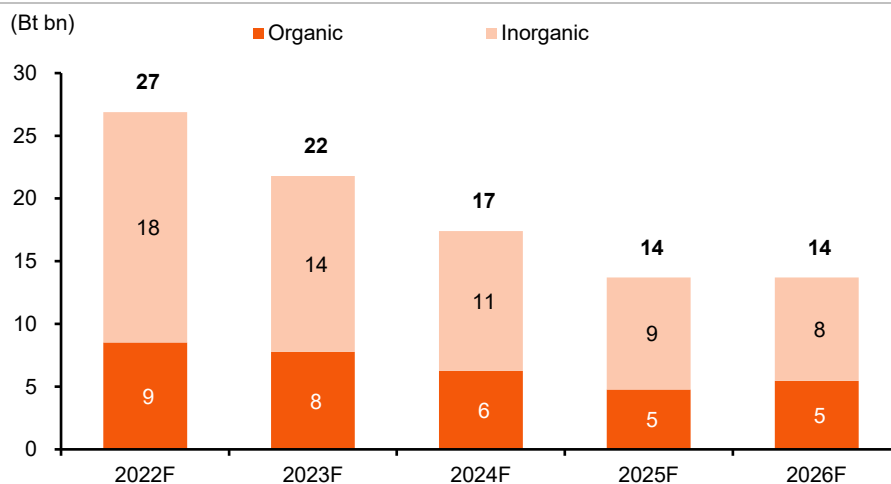
Source: Company data

Ex 28: OR Invested In 14 Business Deals In The Past 18 Months



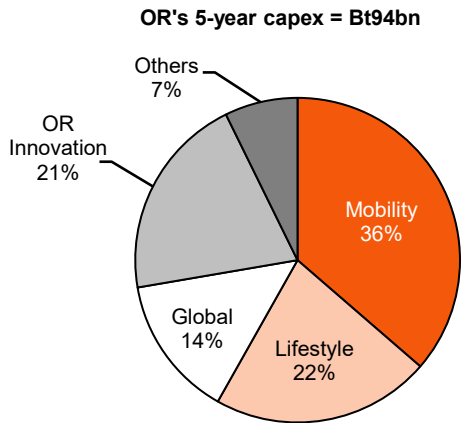
Source: Company data

Ex 29: OR's Five-Year Capex Plan



Sources: Company data, Thanachart estimates

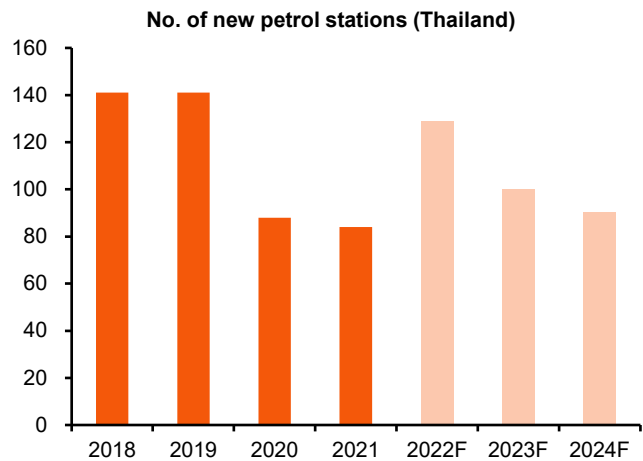
Ex 30: Company's Capex Guidance Over The Next Five Years



Sources: Company data, Thanachart estimates

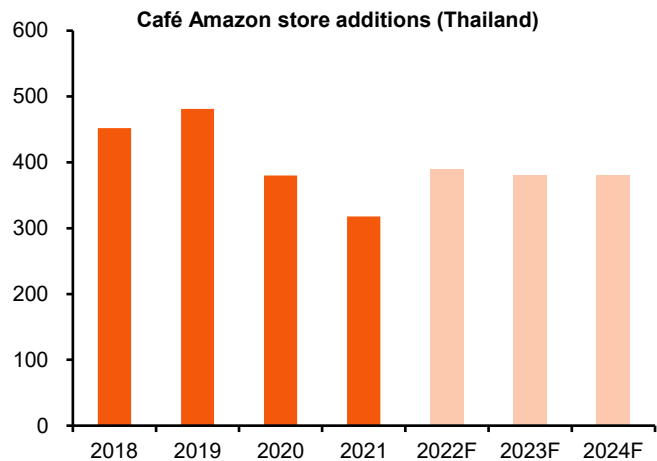
Note: Mobility includes oil business, lifestyle includes consumer and retail businesses, and global includes overseas businesses. Innovation includes budget for new business opportunities, IT and digital transformation. Others mean investment budget in other businesses

Ex 31: Gross Petrol Station Expansion



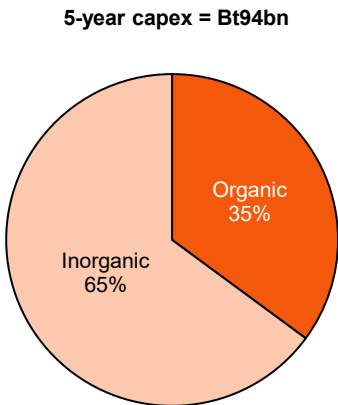
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 32: Café Amazon's Branch Expansion



Sources: Company data, Thanachart estimates

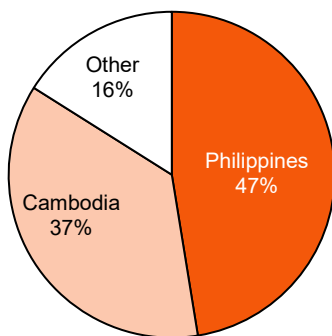
Ex 33: 35% Of Combined Five-year Capex For New Businesses



Source: Company data

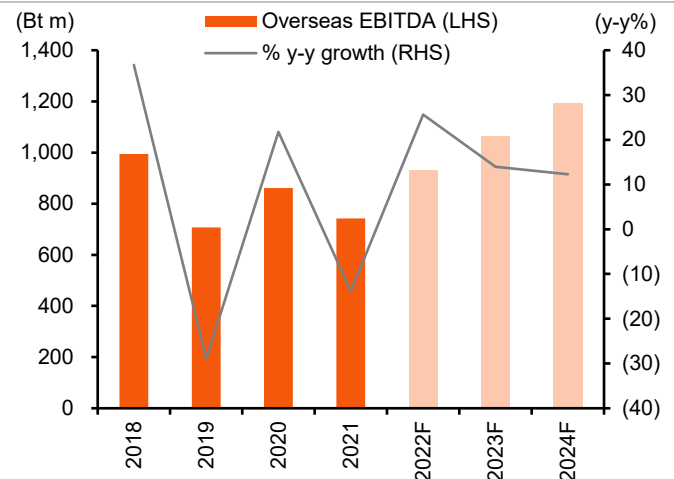
Ex 34: Overseas EBITDA Breakdown

Overseas EBITDA - 1Q22



Source: Company data

Ex 35: Overseas EBITDA Growth



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 36: OR's Overseas Businesses

	Year of entry	No of stations	Café Amazon	Jiffy
Philippines	1997	187	18	0
Cambodia	1995	118	188	67
Laos	2012	51	77	29

Source: Company data

Ex 37: 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	19,696	20,847	21,727	22,639	23,584	24,513	25,474	26,469	27,501	28,570	29,678	
Free cash flow	9,572	12,444	12,015	12,862	13,663	14,454	15,265	16,102	16,966	17,859	17,484	247,686
PV of free cash flow	9,574	11,499	10,255	10,008	9,779	9,516	9,242	8,966	8,690	8,086	7,248	102,675
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	8.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	205,538											
Net debt (end-2022F)	(47,498)											
Minority interest	54											
Equity value	252,982											
# of shares (m)	12,000											
Equity value/share (Bt)	21											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 38: Valuation 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)	(%)	(%)	(%)	(%)
Petrol station operators														
Pure petrol station operators														
PTT Oil And Retail	OR TB *	Thailand	19.1	7.0	23.6	22.0	2.8	2.6	12.7	11.7	1.2	1.3	12.5	12.3
PTG Pcl	PTG TB *	Thailand	50.7	19.3	15.7	13.2	2.6	2.4	7.2	6.1	3.2	3.8	17.7	19.0
SUSCO Pcl	SUSCO TB *	Thailand	46.5	11.9	10.2	9.2	0.9	0.8	5.5	4.7	5.9	6.6	8.7	9.4
Bangchak Corp	BCP TB *	Thailand	116.4	(34.9)	4.0	6.2	0.7	0.6	3.0	4.5	6.2	4.1	17.5	10.5
ESSO (Thailand)	ESSO TB *	Thailand	na	(9.9)	5.7	6.3	1.2	1.1	4.0	4.9	9.7	4.8	25.3	18.1
Average			58.2	(1.3)	11.8	11.4	1.6	1.5	6.5	6.4	5.2	4.1	16.3	13.8
Petrol station operators with other business														
Ampol	ALD AU	Australia	126.3	(17.6)	9.3	11.2	2.1	2.1	5.4	5.9	2.7	6.2	12.0	25.8
Sinopec	386 HK	China	(3.5)	0.5	6.2	6.2	0.5	0.5	3.5	3.6	10.1	11.1	9.6	9.0
Average			61.4	(8.5)	7.7	8.7	1.3	1.3	4.5	4.8	6.4	8.6	10.8	17.4
Average			59.3	(3.4)	10.7	10.6	1.6	1.5	5.9	5.9	5.6	5.4	14.8	14.9
Thailand retailers														
Berli Jucker	BJC TB *	Thailand	47.9	10.7	24.6	22.2	1.1	1.0	13.0	12.7	3.0	3.4	4.3	4.7
CP All	CPALL TB *	Thailand	66.1	57.4	42.8	27.2	4.9	4.4	12.5	10.5	1.2	1.8	12.8	17.9
Central Pattana	CPN TB *	Thailand	133.9	35.1	35.1	26.0	3.5	3.2	19.9	16.1	1.3	1.7	10.4	12.9
Central Retail Corp.	CRC TB *	Thailand	na	40.3	40.8	29.1	3.6	3.3	10.0	9.0	1.0	1.4	9.1	11.9
Siam Global House	GLOBAL TB *	Thailand	11.8	20.8	23.3	19.3	3.9	3.5	18.6	15.5	1.7	2.1	18.0	19.2
Home Product	HMPRO TB *	Thailand	21.1	20.5	26.3	21.9	7.3	6.7	15.1	13.0	3.0	3.7	28.2	31.8
Siam Makro	MAKRO TB *	Thailand	(20.6)	40.6	37.1	26.4	1.2	1.2	14.3	12.3	2.0	2.8	3.3	4.6
Average			43.4	32.2	32.9	24.6	3.6	3.3	14.8	12.7	1.9	2.4	12.3	14.7

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 22 July 2022 closing prices

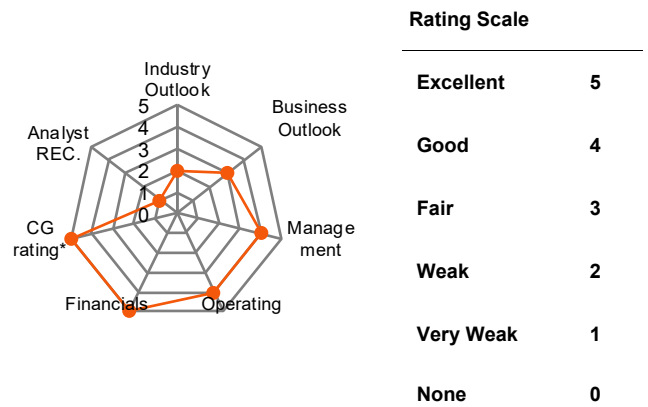
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บมจ. ปตท. น้ำมันและการค้าปลีก (OR) เป็นบริษัทชั้นนำในธุรกิจน้ำมันและค้าปลีกภายใต้กลุ่ม ปตท. ซึ่งเป็นผู้ประกอบการตลาดน้ำมันครบวงจรที่สุดในประเทศไทย OR ณ 1Q22 เป็นเครือข่ายที่ใหญ่ที่สุด โดยมีสถานีบริการน้ำมันทั้งหมด 2,312 แห่ง ทั่วประเทศ และมีส่วนแบ่งประมาณ 41% (ณ ปี 2021) OR ยังเจาะตลาดในประเทศกัมพูชา ลาว และฟิลิปปินส์ อีกทั้งบริษัท ยังมีธุรกิจ non-oil ที่แข็งแกร่ง ซึ่งคิดเป็น 21% ของ EBITDA ในปี 2021

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เครือข่ายค้าปลีกน้ำมันที่แข็งแกร่ง ซึ่งจะทำให้บริษัท สามารถรักษาตำแหน่งอันดับที่ 1 ได้
- เป็นเจ้าของแบรนด์กาแฟชั้นนำของประเทศไทย คาเฟ่เมซอน ซึ่งเป็นแม่เหล็กสำคัญของสถานีบริการน้ำมัน
- เป็นพันธมิตรที่แข็งแกร่งกับ 7-Eleven ผู้ประกอบการร้านสะดวกซื้ออันดับ 1 ของประเทศไทย

O — Opportunity

- ตลาดต่างประเทศสร้างโอกาสในการเติบโต
- งบดุลที่แข็งแกร่งของบริษัท ช่วยให้สามารถหาธุรกิจใหม่หรือหาการลงทุนที่สามารถเสริมธุรกิจที่มีอยู่ได้

W — Weakness

- ฟังฟังร้าน 7-Eleven เป็นอย่างมาก การผิดสัญญามาตรฐานแฟรนไชส์กับ 7-Eleven อาจทำให้ความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจ non-oil ของ PTTOR ลดลง
- อยู่ในอุตสาหกรรมค้าปลีกน้ำมันที่มีการเติบโตต่ำ และการแข่งขันสูง
- กำไรผันผวนสูงเนื่องจากผลกำไร/ขาดทุนของมูลค่าสินค้าคงคลัง

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการแทรกแซงของรัฐบาลเมื่อราคาน้ำมันสูง
- อัตราการเข้าถึง EV ที่เพิ่มขึ้น อาจทำให้ความต้องการใช้น้ำมันลดลง
- การกินส่วนแบ่งกันเองจากการขยายสาขา

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	28.10	21.00	-25%
Net profit 22F (Bt m)	11,924	12,980	9%
Net profit 23F (Bt m)	13,183	14,037	6%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 6	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไร 2022-23F ของเรามากกว่าของ Bloomberg consensus เล็กน้อย เราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามีสมมติฐานมาร์จิ้นที่สูงขึ้น
- แต่อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเรานั้นต่ำกว่า เนื่องจากเรามองบวกน้อยลงต่อแนวโน้มระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของอุปสงค์น้ำมันที่แข็งแกร่งเกินคาด
- OR อาจซื้อธุรกิจ non-oil ใหม่ ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงกว่าที่คาด และลดความผันผวนของกำไร
- การขยายตัวของ café Amazon ที่เร็วกว่าที่คาดไว้ อาจเป็น upside ต่อคาดการณ์ EBITDA ของเรา

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	428,804	511,799	871,374	869,248	812,812
Cost of sales	395,682	475,592	823,724	820,819	766,041
Gross profit	33,122	36,207	47,650	48,429	46,772
% gross margin	7.7%	7.1%	5.5%	5.6%	5.8%
Selling & administration expenses	25,261	25,087	34,855	34,770	32,512
Operating profit	7,861	11,120	12,795	13,659	14,259
% operating margin	1.8%	2.2%	1.5%	1.6%	1.8%
Depreciation & amortization	6,585	7,910	7,755	8,296	8,847
EBITDA	14,446	19,030	20,551	21,955	23,106
% EBITDA margin	3.4%	3.7%	2.4%	2.5%	2.8%
Non-operating income	4,045	3,480	3,480	3,480	3,480
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,447)	(1,250)	(929)	(645)	(435)
Pre-tax profit	10,459	13,351	15,347	16,495	17,305
Income tax	1,776	2,719	2,992	3,216	3,374
After-tax profit	8,683	10,632	12,355	13,279	13,931
% net margin	2.0%	2.1%	1.4%	1.5%	1.7%
Shares in affiliates' Earnings	535	372	758	758	758
Minority interests	0	4	0	0	0
Extraordinary items	(427)	465	(133)	0	0
NET PROFIT	8,791	11,474	12,980	14,037	14,689
Normalized profit	9,218	11,009	13,113	14,037	14,689
EPS (Bt)	0.7	1.0	1.1	1.2	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2

We expect profit growth to taper off from 2022F onward

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	68,594	126,066	138,502	138,301	133,581
Cash & cash equivalent	19,004	66,224	66,224	66,224	66,224
Account receivables	12,109	20,235	23,873	23,815	22,269
Inventories	19,021	24,432	22,568	22,488	20,987
Others	18,461	15,175	25,837	25,774	24,101
Investments & loans	4,792	5,948	5,948	5,948	5,948
Net fixed assets	41,996	42,663	49,626	54,589	58,651
Other assets	29,597	32,982	10,889	8,629	6,370
Total assets	144,979	207,659	204,964	207,467	204,550
LIABILITIES:					
Current liabilities:	40,469	51,730	39,011	38,451	35,343
Account payables	23,373	37,275	22,568	22,488	20,987
Bank overdraft & ST loans	24	93	0	0	0
Current LT debt	9,145	4,775	936	668	323
Others current liabilities	7,928	9,587	15,507	15,295	14,032
Total LT debt	41,634	29,502	17,789	12,697	6,140
Others LT liabilities	24,961	26,555	38,764	36,696	32,812
Total liabilities	107,063	107,787	95,564	87,845	74,294
Minority interest	93	54	54	54	54
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	90,000	120,000	120,000	120,000	120,000
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(67,456)	(42,590)	(42,590)	(42,590)	(42,590)
Retained earnings	15,279	22,407	31,935	42,158	52,791
Shareholders' equity	37,823	99,818	109,345	119,568	130,201
Liabilities & equity	144,979	207,659	204,964	207,467	204,550

Sources: Company data, Thanachart estimates

OR has a strong balance sheet given limited capex for its existing business

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	10,459	13,351	15,347	16,495	17,305
Tax paid	(1,792)	(2,397)	(3,003)	(3,084)	(3,468)
Depreciation & amortization	6,585	7,910	7,755	8,296	8,847
Chg In working capital	619	366	(16,481)	58	1,546
Chg In other CA & CL / minorities	1,965	6,212	(3,973)	477	1,263
Cash flow from operations	17,835	25,441	(354)	22,242	25,493
Capex	(7,100)	(6,742)	(12,459)	(11,000)	(10,650)
Right of use	(12,899)	(3,446)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(95)	(1,155)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	7,501	(1,735)	31,910	(2,067)	(3,885)
Cash flow from investments	(12,593)	(13,078)	19,451	(13,067)	(14,535)
Debt financing	(2,863)	(15,662)	(15,644)	(5,360)	(6,903)
Capital increase	0	30,000	0	0	0
Dividends paid	(9,450)	(4,423)	(3,453)	(3,815)	(4,056)
Warrants & other surplus	(225)	24,943	0	0	0
Cash flow from financing	(12,538)	34,858	(19,096)	(9,175)	(10,958)
Free cash flow	10,735	18,699	(12,813)	11,242	14,843

OR chooses to use cash
to explore new
businesses

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	33.5	28.1	23.6	22.0	21.0
Normalized PE - at target price (x)	27.3	22.9	19.2	18.0	17.2
PE (x)	35.1	26.9	23.8	22.0	21.0
PE - at target price (x)	28.7	22.0	19.4	18.0	17.2
EV/EBITDA (x)	23.6	14.6	12.7	11.7	10.8
EV/EBITDA - at target price (x)	19.6	11.6	10.0	9.1	8.3
P/BV (x)	8.2	3.1	2.8	2.6	2.4
P/BV - at target price (x)	6.7	2.5	2.3	2.1	1.9
P/CFO (x)	17.3	12.1	(871.9)	13.9	12.1
Price/sales (x)	0.7	0.6	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	0.4	1.0	1.2	1.3	1.3
FCF Yield (%)	3.5	6.1	(4.1)	3.6	4.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	0.9	1.1	1.2	1.2
EPS	0.7	1.0	1.1	1.2	1.2
DPS	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
BV/share	3.2	8.3	9.1	10.0	10.9
CFO/share	1.5	2.1	(0.0)	1.9	2.1
FCF/share	0.9	1.6	(1.1)	0.9	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(25.7)	19.4	70.3	(0.2)	(6.5)
Net profit (%)	(19.3)	30.5	13.1	8.1	4.6
EPS (%)	(19.3)	30.5	13.1	8.1	4.6
Normalized profit (%)	(13.9)	19.4	19.1	7.0	4.6
Normalized EPS (%)	(13.9)	19.4	19.1	7.0	4.6
Dividend payout ratio (%)	13.7	28.2	28.2	28.2	28.2
Operating performance					
Gross margin (%)	7.7	7.1	5.5	5.6	5.8
Operating margin (%)	1.8	2.2	1.5	1.6	1.8
EBITDA margin (%)	3.4	3.7	2.4	2.5	2.8
Net margin (%)	2.0	2.1	1.4	1.5	1.7
D/E (incl. minor) (x)	1.3	0.3	0.2	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
Interest coverage - EBIT (x)	5.4	8.9	13.8	21.2	32.8
Interest coverage - EBITDA (x)	10.0	15.2	22.1	34.1	53.1
ROA - using norm profit (%)	6.2	6.2	6.4	6.8	7.1
ROE - using norm profit (%)	24.1	16.0	12.5	12.3	11.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	22.7	15.4	11.8	11.6	11.2
- asset turnover (x)	2.9	2.9	4.2	4.2	3.9
- operating margin (%)	2.8	2.9	1.9	2.0	2.2
- leverage (x)	3.9	2.6	2.0	1.8	1.6
- interest burden (%)	87.8	91.4	94.3	96.2	97.5
- tax burden (%)	83.0	79.6	80.5	80.5	80.5
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	9.8	12.7	15.2	17.8	17.2
NOPAT (Bt m)	6,526	8,856	10,301	10,996	11,479
invested capital (Bt m)	69,622	67,963	61,847	66,709	70,440

Sources: Company data, Thanachart estimates

Despite OR's asset-light strategy, returns are not superior to peers'

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 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2211A, ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AOT16C2209A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BANPU16C2210A, BCH16C2211A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2208A, BLA16C2209A, CBG16C2207A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211C, COM716C2211B, COM716C2208A, COM716C2209A, COM716C2211A, CPALL16C2211A, DOHO16C2207A, EA16C2211A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GULF16C2210A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2211A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2211A, IVL16C2209A, JMART16C2211A, JMART16C2210A, JMT16C2211A, JMT16C2207A, JMT16C2210A, KBANK16C2211A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2211A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2211A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016C2209B, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SET5016P2209B, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TOP16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, CPALL, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SAWAD, SCB, SET50, SPRC, STEC, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว 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. มีส่วนได้ส่วนเสียในการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง 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 การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำใบวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณ์ ไตรังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สกกลอิกวิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สกกลอิกวิปเมนท์ 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	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา 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 ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ 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 ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th