

PTT Pcl.

February 8, 2024

PTT

คาดการณ์สูงสุดเป็น
ประวัติการณ์

OUTPERFORM

(from Neutral)

Valuation: SOTP

Sector: Energy & Utilities
Market Cap: Bt999,705mn
30-day avg turnover: Bt1,388.07mn

Target Price: Bt37.50

Price (Feb 7, 2024): Bt35.00

Upside: 7.14%

No. of shares on issue: 28,563mn
CG Scoring (IOD-Y2023): Excellent
Anti-Corruption Indicator: Certified



Highlights

- ▶ ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" และเพิ่ม TP สิ้นปี 2567 เป็น 37.50 บาท จากแนวโน้มกำไรไตรมาส 4/66 ที่แข็งแกร่งและผลกระทบที่ลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายราคาพลังงาน
- ▶ คาดกำไรสุทธิไตรมาส 4/66 อยู่ที่ 3.11 หมื่นลบ. เพิ่มขึ้น YoY และทรงตัว QoQ จากผลการดำเนินงานของ GSP ที่ปรับดีขึ้นและการพลิกกลับมามีกำไร FX
- ▶ คาดไตรมาส 1/67 มีแนวโน้มอ่อนแอลงจากผลกระทบของนโยบายราคา Single Gas Pool และการนำส่งค่าปรับขาดส่งก๊าซฯ ให้ กพพ. อย่างไรก็ตาม จากราคา LNG ที่ลดลงอย่างมากเมื่อเร็ว ๆ นี้ ผลกระทบนโยบาย Single Gas Pool ลดลงกว่าครึ่ง

Investment Fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	3,367,203	3,140,328	2,900,498	3,082,669
Core profit (Btmn)	160,536	129,581	82,386	90,935
Net profit (Btmn)	91,175	110,339	78,086	90,935
Net EPS (Bt)	3.19	3.86	2.73	3.18
DPS (Bt)	2.00	2.00	1.50	1.70
BVPS (Bt)	36.85	39.75	41.59	44.70
Net EPS growth (%)	-15.86	21.02	-29.23	16.45
ROA (%)	3.76	4.27	3.43	3.95
ROE (%)	8.85	10.09	6.72	7.38
Net D/E (x)	0.48	0.40	0.31	0.18
Valuation				
P/E (x)	10.42	9.06	12.80	10.99
P/BV (x)	0.90	0.88	0.84	0.78
EV/EBITDA (%)	4.68	4.93	6.18	5.28
Dividend yield (%)	6.01	5.71	4.29	4.86

Analyst

Jakapong Chawengsri

Jakapong.c@kasikornsecurities.com

Investment Topics

- ▶ **แนวโน้มกำไรไตรมาส 4/2566 แข็งแกร่ง** เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 4/2566 ของ PTT จะอยู่ที่ 3.11 หมื่นลบ. (กำไรต่อหุ้น (EPS): 1.09 บาท) เพิ่มขึ้น 74% YoY และทรงตัว QoQ จากผลการดำเนินงานของโรงแยกก๊าซฯ (GSP) ที่ดีขึ้นและการพลิกมีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน อย่างไรก็ตาม คาดว่ากำไรปกติจะอยู่ที่ 2.59 หมื่นลบ. ลดลง 1% YoY และ 31% QoQ สาเหตุหลักมาจากส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงของบริษัทลูกหลัก ๆ ทั้งนี้ เราประเมินกำไรบริษัทลูกหลัก 6 แห่ง (ตามสัดส่วนการถือหุ้น) ในไตรมาส 4/66 ที่ 1.48 หมื่นลบ. ลดลง 37% QoQ หรือ 8.6 พันลบ. ปัจจุบันนี้ส่วนใหญ่ได้รับการชดเชยจากการพลิกมีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (+5.2 พันลบ.) และผลการดำเนินงานของ GSP ที่ดีขึ้น ซึ่งเป็นผลจากราคา LPG และโพรเพนที่สูงขึ้นอย่างมาก (+28% QoQ) และด้วยประมาณการนี้ กำไรปี 2566 ของ PTT น่าจะทำสถิติสูงสุดใหม่ที่ 1.103 แสนลบ. เพิ่มขึ้น 21% YoY สูงกว่าประมาณการก่อนหน้าของเรา 10%
- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 1/2567 อ่อนแอลง** ในไตรมาส 1/2567 เราคาดว่ากำไรสุทธิของ PTT จะอ่อนแอลงเล็กน้อยจากการนำส่งค่าขาดส่งก๊าซฯ ให้ กพพ. จำนวน 4.3 พันลบ. จากกรณีที่ผู้ผลิตไม่สามารถส่งมอบก๊าซได้ตามเงื่อนไขสัญญาซื้อขายก๊าซธรรมชาติ (Shortfall) และผลกระทบจากใช้ราคา Single Gas Pool ในช่วงเดือนม.ค.-เม.ย. 2567 (- 6.5 พันลบ.) โดยปัจจุบันเหล่านี้อาจได้รับการชดเชยบางส่วนจากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทลูกหลักๆ ภายใต้ธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (E&P) และโรงกลั่น ซึ่งเกิดจากการไม่มีค่าใช้จ่ายการต่อเติมเพิ่มเติม และการพลิกมีกำไรจากสต็อกน้ำมันเล็กน้อย นอกจากนี้ เราเชื่อว่าผลกระทบของนโยบาย Single Gas Pool price ดูเหมือนจะลดลงครึ่งหนึ่งจากที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ เนื่องจากราคา LNG ที่ลดลงเมื่อเร็ว ๆ นี้ ทั้งนี้ ราคาก๊าซ JKM ในปัจจุบันอยู่ที่ประมาณ 9-10 ดอลลาร์สหรัฐ/mmbtu เทียบกับสมมติฐานราคา LNG ของ กพพ. ที่ 14.3 ดอลลาร์สหรัฐ/mmbtu ในช่วง 4 เดือนแรกของปี
- ▶ **ปรับประมาณการกำไร** เพื่อสะท้อนถึงแนวโน้มกำไรไตรมาส 4/2566 ที่แข็งแกร่งดังกล่าว ผลกระทบที่จากนโยบาย Single Gas Pool price และการนำส่งค่าขาดส่งก๊าซฯ ให้กับ กพพ.และการปรับประมาณการกำไรของ GPSC ล่าสุด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566 ของ PTT ขึ้น 10% จาก 9.9 หมื่นลบ. เป็น 1.10 แสนลบ. แต่ปรับลดประมาณการกำไรปี 2567-68 ของเรลง 14%/8% จาก 9.04 หมื่นลบ./9.96 หมื่นลบ. เป็น 7.81 หมื่นลบ./9.09 หมื่นลบ. เราตั้งสมมติฐานเชิงอนุรักษ์นิยมว่า นโยบาย Single Gas Pool price จะถูกนำมาใช้เป็นนโยบายอย่างถาวร

Valuation and Recommendation

- ▶ **ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ" และเพิ่มราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 เป็น 37.50 บาท** เนื่องจากเราได้รวมผลกระทบของนโยบาย Single Gas Pool price ในประมาณการกำไรของเราแล้ว เราจึงยกเลิกส่วนลด 10% สำหรับความเสี่ยงด้านนโยบายออกไป แต่เรายังคง conglomerate discount ที่ 10% ไว้ตามเดิม ด้วยการเปลี่ยนแปลงนี้ ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2567 ใหม่ของเราเพิ่มขึ้น 8% จาก 34.70 บาท เป็น 37.50 บาท ดังนั้น ด้วยผลตอบแทนของราคาหุ้นรวม (TSR) ที่เพิ่มขึ้นเป็น 11% เราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ PTT เป็น "ซื้อ" จาก "ถือ" โดยการที่ราคา Spot LNG ลดลงอย่างมากเมื่อเร็ว ๆ นี้ จะช่วยลดผลกระทบของ Single Gas Pool price ต่อ PTT และเราเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนผลกระทบส่วนใหญ่ไปแล้ว

About PTT: PTT Public Company Limited is a Thai conglomerate energy company. Its core business includes upstream petroleum and natural gas, downstream petroleum (refinery, petrochemical and retail oil), new business and infrastructure. PTT is developing new S-curve businesses in order to lessen impacts of energy transition, such as EV value chain, pharmaceutical and renewable energy.

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Fig 1 PTT 4Q23 performance preview

	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	%YoY	%QoQ	%YTD2023E	Prev. 2023E
Financials									
Sales (Btmn)	797,174	756,690	778,065	802,683	802,890	0.7	0.0	107.0	2,935,289
EBITDA (Btmn)	63,940	106,451	96,302	149,949	116,504	82.2	-22.3	124.3	377,587
Operating profit (Btmn)	19,259	65,193	55,262	101,561	67,504	250.5	-33.5	128.6	225,205
Core profit (Btmn)	26,289	27,964	20,038	37,388	25,910	-1.4	-30.7	97.3	114,365
Net profit (Btmn)	17,872	27,855	20,107	31,297	31,080	73.9	-0.7	110.4	99,940
Net EPS (Bt)	0.63	0.98	0.70	1.10	1.09	73.9	-0.7	110.4	3.50
Performance Drivers									
NG sale volumes (mmcf)	3,905	4,078	4,850	4,596	4,253	8.9	-7.5	98.6	4,507
GSP sale volumes (ktons)	1,604	1,556	1,705	1,797	1,594	-0.6	-11.3	93.8	7,092
Marketing margin (Bt/liter)	0.48	1.01	0.96	1.20	0.70	45.8	-41.7	108.7	0.89
Ratios									
						Change		Avg YTD Prev. 2023E	
Gross margin (%)	7.6	11.5	9.9	15.4	11.3	7.0	5.5	12.1	10.8
EBITDA margin (%)	8.0	14.1	12.4	18.7	14.5	8.6	6.3	14.9	12.9
Optg. margin (%)	2.4	8.6	7.1	12.7	8.4	7.7	5.6	9.2	7.7
ROE (%)	4.7	7.1	5.1	7.7	7.5	5.4	2.6	6.8	9.2

Source: KS Research

Fig 2 Earnings performances of PTT's key subsidiaries

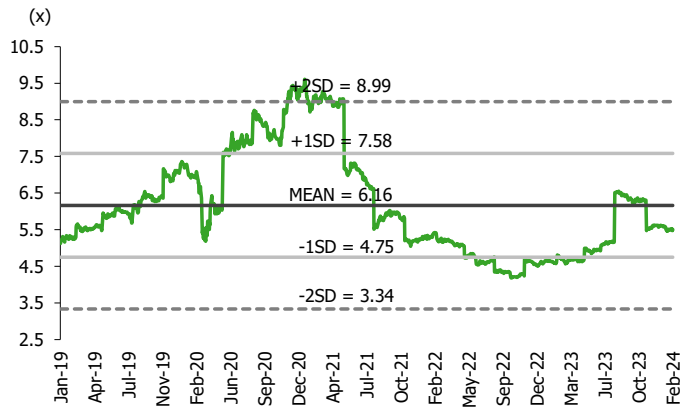
Unit: Bt mn.	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	%YoY	%QoQ	%YTD2023E	2023E
PTTEP	15,611	19,281	21,036	18,099	18,287	17.1	1.0	102.1	75,103
OR	-744	2,975	2,757	5,170	396	-153.2	-92.3	88.6	12,754
TOP	147	4,554	1,117	10,828	2,924	1,891.3	-73.0	128.7	15,092
PTTGC	-968	82	-5,591	1,427	5,000	-616.5	250.5	-12.4	-7,374
IRPC	-7,149	301	-2,246	2,439	-3,295	-53.9	-235.1	211.0	-1,328
GPSC	-436	1,118	309	1,790	532	-222.0	-70.3	106.1	3,533
Simply sum	6,461	28,311	17,382	39,752	23,844	269.0	-40.0	111.8	97,780
Effective to PTT	5,832	17,526	12,636	23,311	14,752	153.0	-36.7	108.8	62,686

Source: KS Research

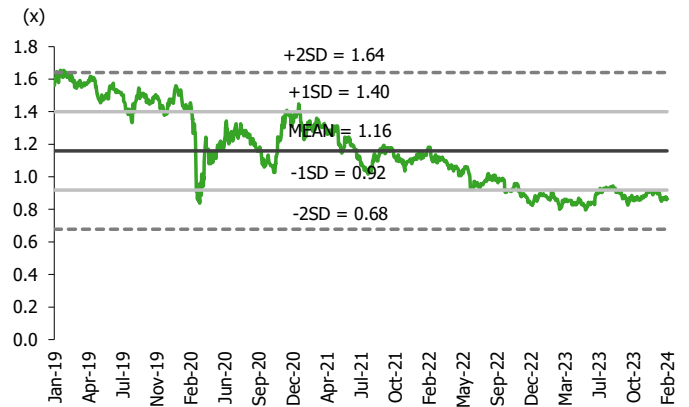
Fig 3 Earnings revisions

	2023E				2024E				2025E			
	New	Previous	Chg	%	New	Previous	Chg	%	New	Previous	Chg	%
PTT	110,339	99,940	10,399	10%	78,086	90,447	(12,361)	-14%	90,935	99,605	(8,670)	-9%
Earnings performance of key subsidiaries												
PTTEP	76,706	73,842	2,864	4%	71,315	71,315	0	0%	72,227	72,227	0	0%
PTTGC	918	(7,374)	8,292	-112%	6,391	6,391	0	0%	14,254	14,254	0	0%
OR	11,297	12,754	(1,457)	-11%	14,472	14,472	0	0%	15,992	15,992	0	0%
TOP	19,422	15,092	4,331	29%	13,045	13,045	0	0%	17,971	17,971	0	0%
IRPC	(2,801)	(1,328)	(1,473)	111%	3,356	3,356	0	0%	5,445	5,445	0	0%
GPSC	3,533	4,608	(1,075)	-23%	5,903	6,538	(635)	-10%	7,920	8,205	(285)	-3%
Effective changes	68,540	62,705	5,834	9%	70,131	71,021	(890)	-1%	80,548	80,670	(121)	0%

Source: KS Research

Fig 4 EV/EBITDA band


Source: LSEG

Fig 5 PBV band


Source: LSEG

Fig 6 Stock comparison

Company Name	Close 7-Feb-24	Mkt cap (Lc mn)	EPS Growth (%)			PE (x)			PBV (x)			Div Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
			23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E	23E	24E	25E
Local selected peers																				
PTT PCL	35.00	999,705	21.0	-29.2	16.5	9.1	12.8	11.0	0.9	0.8	0.8	5.7	4.3	4.9	10.1	6.7	7.4	4.8	6.3	5.8
Global selected peers																				
Saudi Arabian Oil Co*	31.00	7,586,700	-22.4	-1.8	-0.6	16.2	16.5	16.6	4.7	4.8	4.5	4.9	5.3	4.6	30.2	28.4	26.9	7.8	7.9	7.9
Chevron Corp*	152.35	282,000	12.5	12.1	3.5	11.9	10.6	10.3	1.7	1.7	1.6	4.2	4.5	5.4	14.4	14.9	15.4	5.7	5.2	5.2
PetroChina Co Ltd*	8.31	1,456,126	10.8	0.5	1.8	9.2	9.1	9.0	1.0	1.0	0.9	5.3	5.4	5.3	11.5	10.8	9.9	3.2	3.1	3.1
TotalEnergies SE*	58.42	145,284	17.3	-0.8	19.7	6.8	6.8	5.7	1.2	1.1	0.9	5.4	5.7	6.1	17.9	15.2	15.4	3.4	3.5	3.5
China Petroleum & Chemical Corp*	6.02	665,401	6.4	7.2	4.8	10.3	9.6	9.2	0.9	0.9	0.8	6.3	6.6	6.7	8.8	9.1	9.0	4.2	3.9	3.8
Petroleo Brasileiro SA Petrobras*	17.23	110,882	43.0	-11.8	-9.1	4.4	5.0	5.5	1.2	1.1	1.0	13.7	10.3	8.6	33.2	28.7	23.9	3.1	3.2	3.3
Eni SpA*	14.43	49,236	-38.0	-4.8	-0.3	5.9	6.2	6.2	0.9	0.8	0.7	6.5	6.7	6.9	14.4	13.2	11.6	2.4	2.5	2.5
Phillips 66*	145.91	64,194	n.a.	4.2	-1.6	10.9	10.5	10.7	1.9	1.8	1.7	3.0	3.1	3.3	17.7	17.6	17.1	7.6	7.7	7.8
Suncor Energy Inc*	31.98	41,355	-17.9	0.7	6.0	8.1	8.0	7.6	1.3	1.2	1.2	4.8	5.1	5.3	17.0	16.5	14.2	4.3	4.3	4.4
Formosa Petrochemical Corp*	74.30	708,456	58.9	26.5	31.3	30.9	24.4	18.6	2.0	1.9	2.0	2.4	2.9	4.1	7.7	8.9	11.0	16.0	12.4	10.9
OMV AG*	39.72	13,082	37.4	1.3	1.3	6.4	6.3	6.2	0.7	0.7	0.7	9.3	9.6	8.9	11.6	11.5	10.0	2.0	2.0	2.1
SK Innovation Co Ltd*	121000.00	12,284,441	-16.2	37.9	50.4	8.0	5.8	3.8	0.5	0.5	0.4	0.5	2.7	1.5	6.8	9.5	11.8	5.5	4.0	3.3
Cosan SA*	18.55	9,408	-166.3	380.3	51.6	-173.9	62.0	40.9	3.1	2.8	2.6	1.2	1.1	1.4	11.0	9.1	11.2	4.8	4.4	4.0
Murphy Usa Inc*	359.89	10,331	-12.2	1.6	-1.1	10.8	10.6	10.7	6.5	5.6	4.9	0.6	0.6	0.7	71.6	54.2	42.3	8.9	9.0	9.1
Simple Average			-4.7	28.2	11.6	-1.7	13.6	11.5	1.9	1.8	1.6	4.9	4.9	4.9	18.9	16.9	15.8	5.6	5.3	5.1

* = not under KS coverage

Source: LSEG

KS ESG analysis: PTT PCL.

LSEG ESG score:	A-	Source: LSEG
MSCI ESG rating:	A	
THSI certified:	Yes	
DJSI certified:	Yes	

รางวัลที่ได้รับในปี 2565

- Low Carbon and Sustainable Business Award by TGO
- Human Rights Awards by Ministry of Justice
- Asia Pacific Enterprise Awards by APEA
- Corporate Excellence Awards by TMA
- Asian Excellence Award by Corporate Governance Asia
- "Silver Class" Sustainability Award by S&P global
- SET Awards

ประวัติความเป็นมาของบริษัท

PTT เป็นบริษัทรัฐวิสาหกิจด้านน้ำมันและก๊าซของไทย บริษัทฯ เป็นเจ้าของและดำเนินธุรกิจเครือข่ายท่อส่งก๊าซ โรงแยกก๊าซ และคลังก๊าซทั่วประเทศ นอกจากนี้ PTT ยังดำเนินธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม การกลั่น ปิโตรเคมี การค้าปลีกน้ำมัน และธุรกิจผลิตไฟฟ้าผ่านบริษัทฯ ย่อยและบริษัทฯ ในเครือ

ความคิดเห็นของนักวิเคราะห์

PTT ให้ความสำคัญกับ ESG ทุกด้าน มีการเปิดเผยข้อมูลโดยละเอียดเกี่ยวกับ ESG ไว้อย่างชัดเจน และไม่มีข้อกังวลที่เป็นสาระสำคัญด้าน ESG การใช้พลังงานและปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของ PTT ดีขึ้น แม้ว่ากิจกรรมทางธุรกิจจะเพิ่มขึ้นหลังการแพร่ระบาดของโควิด-19 มีน้อยลง ความหลากหลายทางเพศอยู่ในระดับที่สูงกว่าคู่แข่ง ในขณะที่องค์ประกอบของคณะกรรมการอิสระก็อยู่ในระดับสูง แต่อัตราการลาออกของพนักงานเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเนื่องจากการเกษียณอายุที่สูงขึ้น นอกจากนี้ PTT มีการปฏิบัติตามกฎหมายและระเบียบข้อบังคับที่เกี่ยวข้อง

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (LSEG E score: A)

		2050	
1. Net-zero carbon emission target			
	unit	2021	2022
2. Energy consumption	mn. GJ	495.24	482.46
3. GHG emission intensity	kg_CO2/bbl	92.72	82.86
4. Spills-PTT operations	cubic meter	0.00	0.00
5. Net fresh water consumption	mn.cubic meter	35.72	41.02

ความคิดเห็นของนักวิเคราะห์

PTT ตั้งเป้าหมายที่ชัดเจนในการเป็นบริษัท น้ำมันและก๊าซที่ปล่อยก๊าซคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ในปี 2593 การใช้พลังงานและปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกดีขึ้น แม้ว่ากิจกรรมทางธุรกิจที่สูงขึ้นจะเพิ่มการใช้วัตถุดิบก็ตาม ไม่มีเหตุการณ์น้ำมันหรือสารเคมีรั่วไหลจากการดำเนินงานของ PTT อย่างไรก็ตาม ในระดับกลุ่ม เราคาดว่าผลกระทบจากเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลของ TOP จะกระทบต่อผลการประเมินด้านนี้ในปี 2566

ประเด็นด้านสังคม (LSEG S score: A)

	unit	2021	2022
1. Human Capital Index (HCI)	%	82.00	82.00
2. Employee turnover rate	%	2.42	3.14
3. Gender diversity	% female	n/a	38
4. In-kind giving donations	Bt mn.	175	463
5. Social development project	Bt mn.	1,067	611

ความคิดเห็นของนักวิเคราะห์

ดัชนี Human Capital Index หรือ HCI ทรงตัวในปี 2565 แต่ดัชนีอย่างมีนัยสำคัญจากปี 2562-2563 จากการมีส่วนร่วมของพนักงานและการหมุนเวียนหน้าทำงานที่สูงขึ้น จำนวนพนักงานผู้หญิงอยู่ที่ประมาณ 38% สูงกว่าคู่แข่งที่ 25-30% เล็กน้อย อัตราการลาออกของพนักงานเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจากอัตราการเกษียณอายุที่สูงขึ้นในปี 2565 ที่ 0.4 ppts PTT มีส่วนร่วมในกิจกรรมเพื่อสังคมมาโดยตลอด แม้ว่าการบริหารจะลดลงในปี 2565 เนื่องจากการแพร่ระบาดของโควิด-2019 ที่ลดลง

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (LSEG G score : B-)

	unit	2021	2022
1. % of independent directors	%	67	73
2. Lost time injury rate	person/mn work hrs	0.20	0.51
3. Corruption & bribery cases	case	0	0
4. Code of Conduct violation	case	4	1
5. % IT infrastructure certified by ISO 27001		100	100

ความคิดเห็นของนักวิเคราะห์

องค์ประกอบของคณะกรรมการอิสระอยู่ในระดับสูง กรณีอุบัติเหตุจนถึงขั้นได้รับบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงานเพิ่มขึ้นหลังการดำเนินธุรกิจกลับมาดำเนินธุรกิจอีกครั้งตามสถานการณ์โควิด-19 ที่ดีขึ้น บริษัทฯ ไม่มีคดีคอร์รัปชันและการดัดสินบนหรือไม่ปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับในด้านสังคมและเศรษฐกิจ นอกจากนี้ PTT ได้นำมาตรฐาน ISO 27001 มาใช้กับระบบไอที

การประเมินประเด็นที่สำคัญทางธุรกิจ



Source: Company, KS Research

Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	2,258,818	3,367,203	3,140,328	2,900,498	3,082,669
Cost of sales and services	-1,910,795	-2,934,230	-2,760,841	-2,614,030	-2,765,884
Gross Profit	348,024	432,972	379,487	286,467	316,785
SG&A	-104,690	-144,227	-121,259	-130,098	-137,224
Other income	17,001	24,420	31,292	31,703	31,670
EBIT	245,708	249,653	274,228	191,056	218,621
EBITDA	419,297	463,448	441,903	337,306	363,988
Interest expense	-28,163	-37,091	-46,249	-42,895	-43,251
Equity earnings	9,010	5,849	3,950	7,284	7,389
EBT	217,545	212,562	227,978	148,161	175,370
Income tax	-65,478	-90,462	-80,836	-28,176	-33,596
NPAT	152,068	122,100	147,142	119,986	141,774
Minority Interest	-43,704	-30,925	-36,803	-41,899	-50,839
Core Profit	131,999	160,536	129,581	82,386	90,935
Extraordinary items	-17,167	-74,914	-23,118	-4,300	0
FX gain (loss)	-6,469	5,552	3,876	0	0
Reported net profit	108,363	91,175	110,339	78,086	90,935

Balance Sheet (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Cash & equivalents	312,730	340,054	389,545	486,997	656,091
ST investments	48,907	12,600	14,434	18,045	24,310
Accounts receivable	196,243	219,054	193,658	178,868	190,102
Inventories	168,994	222,348	184,108	174,318	184,445
Other current assets	126,532	246,806	218,426	201,744	214,415
Total current assets	853,406	1,040,863	1,000,171	1,059,973	1,269,363
Investment in subs & others	194,326	237,889	238,733	239,899	241,096
Fixed assets-net	1,425,414	1,499,330	1,541,368	1,513,486	1,425,636
Other assets	604,873	637,551	701,306	708,319	715,402
Total assets	3,078,019	3,415,632	3,481,578	3,521,677	3,651,498
Short-term debt	99,392	164,779	172,737	189,070	184,927
Accounts payable	213,784	230,366	208,952	197,841	209,334
Other current liabilities	180,478	197,395	185,731	175,855	186,070
Total current liabilities	493,654	592,540	567,421	562,766	580,331
Long-term debt	786,224	924,943	898,359	851,250	827,743
Other liabilities	325,201	364,456	368,100	371,781	375,499
Total liabilities	1,605,079	1,881,940	1,833,880	1,785,797	1,783,573
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
Reserves & others, net	26,830	37,650	34,300	31,285	28,571
Retained earnings	922,092	957,167	1,043,240	1,098,822	1,190,367
Minority interests	466,243	481,102	512,384	547,999	591,212
Total shareholders' equity	1,472,940	1,533,693	1,647,698	1,735,880	1,867,924
Total equity & liabilities	3,078,019	3,415,632	3,481,578	3,521,677	3,651,498

Key Assumptions	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Dubai crude price (\$/bbl)	69	96	82	80	80
Singapore GRM (\$/bbl)	3.0	10.7	6.8	8.0	7.8
Gas sale volumes (mmcf/d)	4,428	4,190	4,488	4,642	4,781
GSP sale volumes (k tons)	6,884	6,746	6,655	7,092	7,092
Dividend payout (%)	53	63	52	55	53

Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Net profit	152,068	122,100	147,142	119,986	141,774
Depreciation & amortization	158,963	150,282	152,382	149,233	152,756
Change in working capital	-13,522	-150,340	46,338	20,274	-12,323
Others	61,706	356,615	5,178	36,562	92,650
CF from operation activities	359,215	478,657	351,041	326,055	374,857
Capital expenditure	-209,103	-507,970	-145,044	-116,884	-120,046
Investment in subs and affiliates	-77,932	-43,563	-844	-1,166	-1,197
Others	-190,731	-32,678	-63,755	-7,013	-7,083
CF from investing activities	-477,766	-584,211	-209,643	-125,063	-128,326
Cash dividend	-43,633	-71,228	-73,281	-72,764	-49,788
Net proceeds from debt	142,882	204,107	-18,626	-30,776	-27,650
Capital raising	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
CF from financing activities	99,249	132,878	-91,907	-103,540	-77,438
Net change in cash	-19,302	27,324	49,491	97,452	169,093

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Reported EPS	3.79	3.19	3.86	2.73	3.18
Core EPS	4.62	5.62	4.54	2.88	3.18
DPS	2.00	2.00	2.00	1.50	1.70
BV	35.24	36.85	39.75	41.59	44.70
EV	72.67	75.90	76.29	72.93	67.33
Free Cash Flow	5.26	-1.03	7.21	7.32	8.92
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	10.02	10.42	9.06	12.80	10.99
Core P/E (x)	8.22	5.92	7.71	12.13	10.99
P/BV (x)	1.08	0.90	0.88	0.84	0.78
EV/EBITDA (x)	4.95	4.68	4.93	6.18	5.28
Price/Cash flow (x)	3.02	1.98	2.85	3.07	2.67
Dividend yield (%)	5.26	6.01	5.71	4.29	4.86
Profitability ratios					
Gross margin (%)	15.41	12.86	12.08	9.88	10.28
EBITDA margin (%)	18.56	13.76	14.07	11.63	11.81
EBIT margin (%)	10.88	7.41	8.73	6.59	7.09
Net profit margin (%)	6.73	3.63	4.69	4.14	4.60
ROA (%)	5.41	3.76	4.27	3.43	3.95
ROE (%)	11.47	8.85	10.09	6.72	7.38
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.73	1.76	1.76	1.88	2.19
Quick ratio (x)	1.13	0.96	1.05	1.22	1.50
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	1.09	1.23	1.11	1.03	0.95
Net debt/EBITDA (x)	1.25	1.59	1.51	1.59	0.91
Net debt/equity (x)	0.36	0.48	0.40	0.31	0.18
Int. coverage ratio (x)	8.72	6.73	5.93	4.45	5.05
Growth					
Revenue (%)	39.81	49.07	-6.74	-7.64	6.28
EBITDA (%)	92.50	10.53	-4.65	-23.67	7.91
Reported net profit (%)	186.94	-15.86	21.02	-29.23	16.45
Reported EPS (%)	186.94	-15.86	21.02	-29.23	16.45
Core profit (%)	403.24	21.62	-19.28	-36.42	10.38
Core EPS (%)	403.24	21.62	-19.28	-36.42	10.38

Source: Company, KS estimates

Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at [The Thai Institute of Directors Association \(IOD\)](#). The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying: AAV, ADVANC, AMATA, AOT, AP, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, ESSO, FORTH, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KEX, KKP, KTB, KTC, LH, MEGA, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, RCL, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SINGER, SIRI, SJWD, SPALI, SPRC, STA, STGT, TCAP, THG, TIDLOR, TIPH, TISCO, TOP, TQM, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.