

## บมจ. พีทีจี เอ็นเนอยี

### คาดการณ์กำไรสุทธิ 4Q18F เพิ่มขึ้น QoQ แต่ยังคงลดลง YoY

คาดการณ์กำไรสุทธิกลับมาเติบโตจากการตลาดที่ปรับตัวดีขึ้นและเริ่มเก็บเกี่ยวธุรกิจ Non-oil

เราคาดว่า 4Q18F จะกลับมาเติบโต QoQ แต่ยังคงอ่อนตัว YoY จากค่าการตลาดที่ปรับตัวดีขึ้น QoQ และในปี 2018F คาดกำไรอยู่ที่ 629 ล้านบาท ซึ่งใกล้เคียงกับปี 2015 จากค่าการตลาดที่ยังคงอ่อนตัวและค่าใช้จ่ายการขายและบริหารที่สูงขึ้นจากการขยายธุรกิจ Non-oil สำหรับปี 2019-20F เราคาดว่าฐานที่ต่ำในปีนี้จะเห็นการเติบโตระดับ 13-23% ได้โดยเฉพาะในปี 2020F จากการเริ่มเก็บเกี่ยวกำไรจากการลงทุนในธุรกิจ non-oil ในช่วงที่ผ่านมา ดังนั้น เราคาดว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวลงมาได้สะท้อนแนวโน้มผลประกอบการที่อ่อนตัวไปแล้ว แต่ด้วย upside ที่จำกัดต่อราคาเป้าหมายของเรา เราปรับคำแนะนำเป็น “ถือ” ราคาเป้าหมาย 10 บาท

#### คาดการณ์ไตรมาส 4 กลับมาเติบโตหลังจากอ่อนตัวในไตรมาส 3

เราคาดว่ากำไรสุทธิ 4Q18F อยู่ที่ 181 ล้านบาท กลับมาเติบโต QoQ จากฐานที่ต่ำเพียง 2 ล้านบาทใน 3Q18 แต่ลดลง -24% YoY โดยคาดการณ์รายได้อยู่ที่ 29,373 ล้านบาท (+30% YoY, +10% QoQ) จากปริมาณขายน้ำมันใน 4Q18F จะอยู่ที่ 1,062 ล้านลิตร (+21.3% YoY, +13.6% QoQ) ตามจำนวนสถานีบริการน้ำมันที่เพิ่มมาอยู่ที่ 1,759 สถานี (+9.3% YoY) โดยเราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นจะปรับขึ้นมาอยู่ที่ 7.1% จาก 6.4% QoQ และ 7.4% YoY จากเราคาดว่าค่าการตลาดอยู่ที่ 1.75 บาทต่อลิตร และสัดส่วนกำไรจากธุรกิจ Non-oil ที่เพิ่มขึ้นจากการขาดทุนที่ลดลงในแต่ละธุรกิจ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจร้านกาแฟ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าค่าใช้จ่ายการขายและบริหารยังคงปรับตัวสูงขึ้นจากการขยายสาขาและค่าใช้จ่ายสำหรับธุรกิจ Non-oil โดยคาดว่าปี 2018F กำไรสุทธิอยู่ที่ 629 ล้านบาท ลดลง -31% YoY

#### คาดการณ์แนวโน้มที่ดีขึ้นในปี

สำหรับปีนี้ เราคาดว่าจะเห็นแนวโน้มที่ดีขึ้นจากปีก่อนหน้าที่ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ผันผวนและค่าการตลาดที่ปรับตัวลงอย่างมากใน 2Q-3Q18 โดยตั้งแต่ต้นปีจนถึงปัจจุบัน ค่าการตลาดอยู่ที่ 1.80-1.90 บาทต่อลิตร ซึ่งอยู่ในระดับสูงกว่าปีที่ผ่านมา และปริมาณขายน้ำมันคาดการณ์อยู่ที่ 4,500 ล้านลิตร (+16% YoY) สำหรับธุรกิจ Non-oil คาดจะเห็นสัดส่วนรายได้และคาดสัดส่วนกำไรอยู่ที่ 10% จากแนวโน้มธุรกิจร้านกาแฟทั้งร้านกาแฟพันธุ์ไทยและ CoffeeWorld ที่น่าจะเห็นขาดทุนน้อยลง และคาดว่าจะถึงจุดคุ้มทุนในปลายปีนี้ ในขณะที่ร้าน MaxMart เริ่มเห็นยอดขายต่อเนื่องที่ปรับตัวสูงขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2018 ซึ่งคาดว่าธุรกิจ Max Mart, Pro Truck, Autobac จะทยอยถึงจุดคุ้มทุนในอีก 1-2 ปีข้างหน้า โดยปัจจุบันเริ่ม COD ในปาล์มคอมเพล็กซ์ และเริ่มขาย B100 ให้กับโรงกลั่นแล้ว โดยเราคาดว่าจะได้รับส่วนแบ่งกำไรจากปาล์มคอมเพล็กซ์ 95 ล้านบาทในปี สำหรับปี 2019F เราคาดว่า PTG จะมีกำไรสุทธิ 749 ล้านบาท (+19% YoY)

#### ราคาเป้าหมาย 10 บาท ปรับคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก upside ที่จำกัด

เราปรับคำแนะนำจาก “ซื้อ” เป็น “ถือ” สำหรับ PTG ด้วยราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 10 บาท อิงจากวิธี DCF (Rf 2.3%, RPM 8.7%, Terminal Growth 1%) จากราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นมาในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งเทียบเท่ากับ PER 22x ปี 2019F หรือ -0.5 SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ปัจจุบัน PTG ซื้อขายอยู่ที่ PER 18x ปี 2019F เราคาดว่าราคาหุ้นปรับตัวลงมาสะท้อนการไม่เติบโตในปีแล้ว และคาดว่าจะกลับมาเติบโต 13% ในปี 2019F จากการเริ่มเก็บเกี่ยวจากการลงทุนในธุรกิจ Non-Oil โดยปัจจัยเสี่ยงสำหรับ PTG ได้แก่ 1) ค่าการตลาดที่อ่อนตัว/มากกว่าที่เราคาดไว้ 2) ปริมาณขายน้ำมันที่ต่ำ/สูงกว่าคาด และความล่าช้า/รวดเร็วของธุรกิจ non-oil

#### Financial Summary

| Year End Dec 31       | 2015   | 2016   | 2017    | 2018F   | 2019F   | 2019F   |
|-----------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| Total Revenue (Bt, m) | 53,678 | 64,591 | 84,625  | 107,959 | 126,997 | 136,762 |
| EBITDA (Bt, m)        | 1,718  | 2,652  | 3,061   | 3,455   | 4,001   | 4,607   |
| Net Profit (Bt, m)    | 651    | 1,073  | 913     | 629     | 749     | 924     |
| Net profit growth (%) | 33.69  | 64.96  | (14.94) | (31.12) | 19.03   | 23.37   |
| EPS (Bt)              | 0.39   | 0.59   | 0.55    | 0.38    | 0.45    | 0.55    |
| EPS growth (%)        | 33.69  | 50.45  | (6.73)  | (31.12) | 19.03   | 23.37   |
| PER (X)               | 33.36  | 55.87  | 41.84   | 40.31   | 22.31   | 18.08   |
| EV/EBITDA             | 13.30  | 21.90  | 14.83   | 9.81    | 7.07    | 6.08    |
| PBV (X)               | 5.43   | 11.92  | 7.46    | 4.61    | 2.75    | 2.47    |
| Yield (%)             | 1.54   | 0.92   | 0.74    | 0.74    | 1.34    | 1.66    |
| ROE (%)               | 17.12  | 25.03  | 18.87   | 11.86   | 12.93   | 14.38   |

Source: TISCO Research

Note: use average price for historical PER, PBV, yield

## Rating

## HOLD

(Downgraded)

#### 12 month Target Price

**Bt10.00**

Current Price (22/01/2019)

Bt10.00

Upside/Downside

+0.0%

CG Rating

5

Thai CAC

Certified

Sector

ENERG

Sector PER (x)

11.5x

## SHARE SUMMARY

|                          |          |
|--------------------------|----------|
| Issued shares:           | 1,670.0m |
| Par value:               | Bt1.0    |
| Market capitalization:   | Bt15.9bn |
| Avg. Daily Turnover:     | Bt187.1m |
| Foreign Limit/Actual (%) | 49/4     |
| Free Float:              | 46.6%    |
| NVDR:                    | 3.1%     |
| Beta (3 years)           | 3.2x     |

#### TISCO's forecast vs. consensus

| EPS (Bt) | TISCO | Consensus | % Diff. |
|----------|-------|-----------|---------|
| 2018F    | 0.38  | 0.43      | -13.0%  |
| 2019F    | 0.45  | 0.56      | -19.3%  |

## PRICE / PRICE RELATIVE



Source: Bloomberg Finance LP

| Performance (%) | -1m   | -3m    | -12m   |
|-----------------|-------|--------|--------|
| PTG             | 3.80  | -11.57 | -54.31 |
| SET             | -0.48 | -4.77  | -12.92 |

Sirilak Konwai  
(ID : 051012)  
(66) 2633 6422  
Sirilakk@tisco.co.th

รูปที่ 1. คำนวณกำไร 4Q18F พื้นตัว QoQ จากค่าการตลาดที่ปรับตัวสูงขึ้น

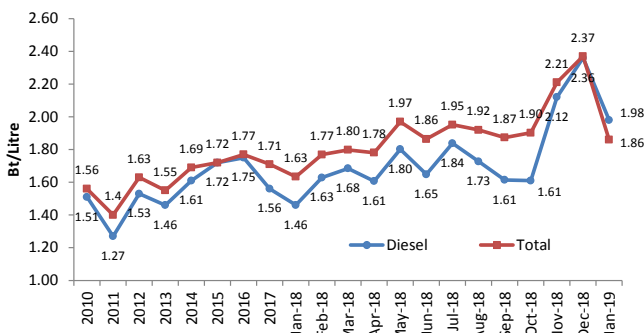
| Bt,m                                        | 4Q18F        | 4Q17         | %YoY          | 3Q18         | %QoQ            | 2018F        | 2017         | %YoY          |
|---------------------------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|
| Sales revenue                               | 29,373       | 22,595       | 30.0          | 26,745       | 9.8             | 107,959      | 84,625       | 27.6          |
| <b>Gross Profit</b>                         | <b>2,072</b> | <b>1,661</b> | <b>24.8</b>   | <b>1,722</b> | <b>20.3</b>     | <b>7,516</b> | <b>6,254</b> | <b>20.2</b>   |
| SG&A                                        | 1,823        | 1,431        | 27.4          | 1,715        | 6.3             | 6,725        | 5,278        | 27.4          |
| <b>EBIT</b>                                 | <b>323</b>   | <b>307</b>   | <b>5.3</b>    | <b>75</b>    | <b>329.8</b>    | <b>1,078</b> | <b>1,255</b> | <b>(14.1)</b> |
| <b>EBITDA</b>                               | <b>906</b>   | <b>824</b>   | <b>9.8</b>    | <b>716</b>   | <b>26.5</b>     | <b>3,455</b> | <b>3,061</b> | <b>12.9</b>   |
| Interest expenses                           | 80           | 61           | 31.1          | 75           | 7.5             | 292          | 188          | 54.8          |
| <b>Net Profit before Tax</b>                | <b>243</b>   | <b>246</b>   | <b>(1.1)</b>  | <b>1</b>     | <b>42,679.9</b> | <b>786</b>   | <b>1,067</b> | <b>(26.3)</b> |
| <b>Net profit (loss) before extra items</b> | <b>181</b>   | <b>239</b>   | <b>(24.3)</b> | <b>2</b>     | <b>9,026.0</b>  | <b>629</b>   | <b>913</b>   | <b>(31.1)</b> |
| <b>Net profit</b>                           | <b>181</b>   | <b>239</b>   | <b>(24.3)</b> | <b>2</b>     | <b>9,026.0</b>  | <b>629</b>   | <b>913</b>   | <b>(31.1)</b> |
| <b>EPS (Bt)</b>                             | <b>0.11</b>  | <b>0.14</b>  | <b>(24.3)</b> | <b>0.00</b>  | <b>9,026.0</b>  | <b>0.38</b>  | <b>0.55</b>  | <b>(31.1)</b> |
| Gross Margin (%)                            | 7.1          | 7.4          |               | 6.4          |                 | 7.0          | 7.4          |               |
| EBITDA Margin (%)                           | 3.1          | 3.6          |               | 2.7          |                 | 3.2          | 3.6          |               |
| Operating Margin (%)                        | 1.1          | 1.3          |               | 0.3          |                 | 1.0          | 1.4          |               |
| Net Profit Margin (%)                       | 0.6          | 1.1          |               | 0.0          |                 | 0.6          | 1.1          |               |
| SG&A expenses to sales ratio (%)            | 6.2          | 6.3          |               | 6.4          |                 | 6.2          | 6.2          |               |
| No. Station                                 | 1,759        | 1,610        | 9.3           | 1,741        | 1.0             | 1,759        | 1,610        | 9.3           |
| Oil Volume (m,litres)                       | 1,062        | 876          | 21.3          | 935          | 13.6            | 3,924        | 3,377        | 16.2          |
| Marketing Margin (Bt/Litres)                | 1.75         | 1.74         | 0.33          | 1.62         | 7.99            | 1.72         | 1.70         | 1.02          |

ที่มา : TISCO Research

**ค่าการตลาด 4Q18 เริ่มปรับตัวดีขึ้นในเดือนพฤศจิกายน และในเดือนมกราคมเฉลี่ยอยู่ที่ 1.8-1.9 บาทต่อลิตร**

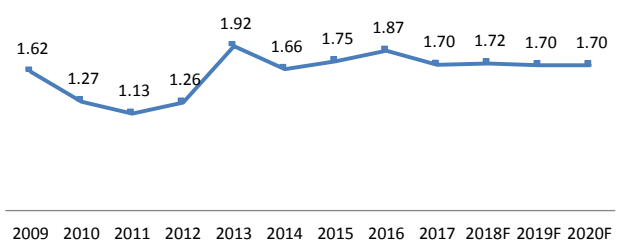
ค่าการตลาดน้ำมันใน 3Q18 ของ PTG อยู่ที่ 1.62 บาทต่อลิตร ลดลงจาก 1.66 บาทต่อลิตรใน 2Q18 และ 1.87 บาทต่อลิตรใน 3Q17 ซึ่งส่งผลให้กำไรของ PTG ปรับตัวลดลงทั้ง QoQ และ YoY สำหรับใน 4Q18 สำหรับเดือนตุลาคมจากข้อมูล EPPO ค่าการตลาดยังคงอ่อนตัวเฉลี่ยอยู่ที่ 1.61 บาทต่อลิตร เนื่องจากราคาน้ำมันโลกที่ปรับตัวสูงขึ้นส่งผลให้ราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลในไทยใกล้เคียงระดับการตรึงราคา 30 บาทต่อลิตร แต่สำหรับเดือนพฤศจิกายนและธันวาคมเราเห็นแนวโน้มที่ดีขึ้นสำหรับค่าการตลาด โดยปัจจุบันเฉลี่ยอยู่ที่ระดับมากกว่า 1.80-1.90 บาทต่อลิตร ซึ่งส่งผลดีต่อธุรกิจจำหน่ายน้ำมัน โดยเราคาดว่าค่าการตลาดสำหรับ PTG ในปี 2018F อยู่ที่ 1.72 บาท และสำหรับปีนี้เรามีสมมติฐานที่ค่อนข้างเข้มงวด (conservative) คาดอยู่ที่ 1.70 บาทต่อลิตร เท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 6 ปีระหว่างปี 2012-17

รูปที่ 2. ค่าการตลาดปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปลาย พ.ย. 2018



ที่มา : EPPO, TISCO Research

รูปที่ 3. คำนวณค่าการตลาดอยู่ที่ 1.70 บาทต่อลิตรในปี 2019-20F

**Gross profit per litre (oil revenue)**

ที่มา : PTG, TISCO Research

**กำไรผันผวนตามค่าการตลาด**

กำไรของ PTG กว่า 90% มาจากธุรกิจน้ำมัน ซึ่งมีความผันผวนตามค่าการตลาด โดยในปี 2016 ค่าการตลาดปรับตัวขึ้นมาอยู่ในระดับที่สูงถึง 1.87 บาทต่อลิตร ส่งผลให้กำไรในปีนั้นอยู่ที่ 1,073 ล้านบาท เติบโตกว่า 65% YoY ก่อนที่ค่าการตลาดจะปรับลดลงมาอยู่ที่ 1.70 บาทต่อลิตรในปี 2017 ซึ่งในปีนั้นกำไรลดลง -15% YoY มาอยู่ที่ 913 ล้านบาท และในปี 2018 ค่าการตลาดปรับลดลงมาอยู่ที่ 1.70 บาทต่อลิตร YTD และ 1.62 บาทต่อลิตรใน 3Q18 ส่งผลให้กำไรในปี 9M18 ลดลง -34% YoY จากการวิเคราะห์ sensitivity พบว่าค่าการตลาดที่เปลี่ยนแปลงไปทุกๆ 0.1 บาทต่อลิตร จะส่งผลให้กำไรสุทธิและราคาเป้าหมายเปลี่ยนแปลงไป 49%

รูปที่ 4. Sensitivity Analysis

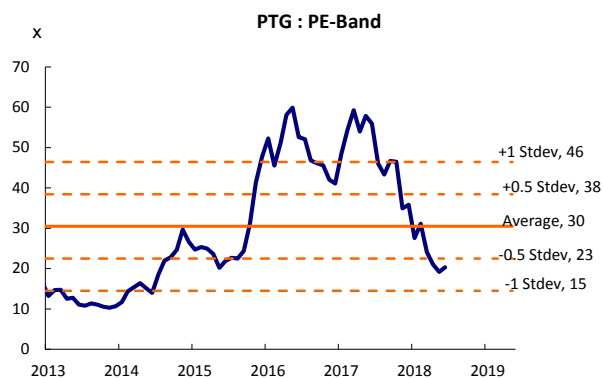
| Marketing Margin | 2019F Net Profit (m,Bt) | 2019F EPS (Bt) | Target Price (Bt) |
|------------------|-------------------------|----------------|-------------------|
| 2.00             | 1,843                   | 1.10           | 19.5              |
| 1.90             | 1,478                   | 0.89           | 16.5              |
| 1.80             | 1,114                   | 0.67           | 13.4              |
| <b>1.70</b>      | <b>749</b>              | <b>0.45</b>    | <b>10.1</b>       |
| 1.60             | 384                     | 0.23           | 6.5               |
| 1.50             | 19                      | 0.01           | 2.5               |

ที่มา : TISCO Research

#### ราคาเป้าหมาย 10 บาท ปรับคำแนะนำเป็น “ถือ” จาก upside ที่จำกัด

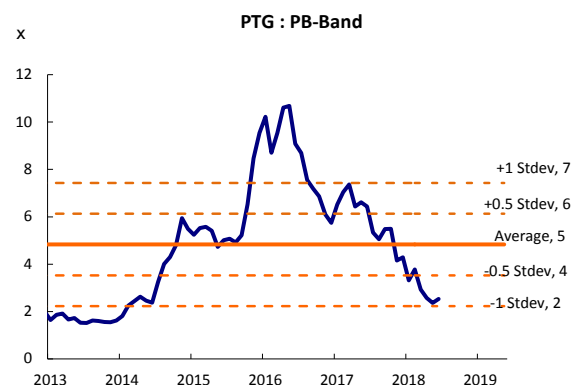
ราคาเป้าหมายของเราอยู่ที่ 10 บาท อิงจากวิธี DCF ( $R_f$  2.3%, RPM 8.7%, Terminal Growth 1%) ซึ่งเทียบเท่ากับ PER 22x ปี 2019F หรือ -0.5 SD ของค่าเฉลี่ยในอดีต ปัจจุบัน PTG ซื้อขายอยู่ที่ PER 18x ปี 2019F เรามองว่าราคาหุ้นปรับตัวลงมาสะท้อนการไม่เติบโตในปีแล้ว และคาดว่าจะกลับมาเติบโต 13% ในปี 2019F จากการเริ่มเก็บเกี่ยวจากการลงทุนในธุรกิจ Non-Oil โดยปัจจัยเสี่ยงสำหรับ PTG ได้แก่ 1) ค่าการตลาดที่อ่อนตัวกว่าที่เราคาดไว้ 2) ปริมาณขายน้ำมันที่ต่ำกว่าคาด และความล่าช้าของธุรกิจ non-oil

รูปที่ 5. PER Band



ที่มา : TISCO Research

รูปที่ 6. PBV Band



ที่มา : TISCO Research

## CONSOLIDATED INCOME STATEMENT (Bt,m)

|                                       | Year Ended December 31, |            |            |            |            |
|---------------------------------------|-------------------------|------------|------------|------------|------------|
|                                       | 2016                    | 2017       | 2018F      | 2019F      | 2020F      |
| Sales and Service Incomes             | 64,591                  | 84,625     | 107,959    | 126,997    | 136,762    |
| Cost of Sales and Services            | 59,133                  | 78,371     | 100,444    | 118,378    | 127,395    |
| Gross Profit                          | 5,459                   | 6,254      | 7,516      | 8,619      | 9,367      |
| S&A Expenses                          | 4,333                   | 5,278      | 6,725      | 7,836      | 8,450      |
| Interest Expense                      | 125                     | 188        | 292        | 270        | 256        |
| Net Result of Inv. in Asso.           | 38                      | 42         | (11)       | 95         | 140        |
| Interest Income                       | 0                       | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Other Incomes                         | 203                     | 238        | 298        | 328        | 353        |
| Net Profit before Tax                 | 1,241                   | 1,067      | 786        | 936        | 1,155      |
| Income Tax from Operations            | 262                     | 154        | 157        | 187        | 231        |
| Net Profit before M.I.                | 979                     | 913        | 629        | 749        | 924        |
| Net (Profit) Loss of M.I.             | (0)                     | (0)        | 0          | 0          | 0          |
| Net Profit before Extra. Items        | 979                     | 913        | 629        | 749        | 924        |
| Gain (Loss) on Sales of Inv.          | 94                      | 0          | 0          | 0          | 0          |
| Gain (Loss) from Debt Restructuring/o | 0                       | 0          | 0          | 0          | 0          |
| <b>Net Profit</b>                     | <b>1,073</b>            | <b>913</b> | <b>629</b> | <b>749</b> | <b>924</b> |
| Revenue Growth (%)                    | 20.3                    | 31.0       | 27.6       | 17.6       | 7.7        |
| Gross Margin (%)                      | 8.5                     | 7.4        | 7.0        | 6.8        | 6.8        |
| Net Profit Margin                     | 1.7                     | 1.1        | 0.6        | 0.6        | 0.7        |
| Net Profit Growth (%)                 | 65.0                    | (14.9)     | (31.1)     | 19.0       | 23.4       |

## CONSOLIDATED QUARTERLY RESULTS (Bt,m)

|                                       | 3Q17       | 4Q17       | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18     |
|---------------------------------------|------------|------------|------------|------------|----------|
| Sales and Service Incomes             | 19,677     | 22,595     | 24,752     | 27,089     | 26,745   |
| Cost of Sales and Services            | 18,070     | 20,934     | 22,849     | 25,271     | 25,023   |
| Gross Profit                          | 1,607      | 1,661      | 1,903      | 1,818      | 1,722    |
| S&A Expenses                          | 1,345      | 1,431      | 1,559      | 1,628      | 1,715    |
| Interest Expense                      | 48         | 61         | 66         | 70         | 75       |
| Net Result of Inv. in Asso.           | (1)        | 0          | (0)        | (0)        | 1        |
| Interest Income                       | 0          | 0          | 0          | 0          | 0        |
| Other Incomes                         | 25         | 25         | 30         | 46         | 33       |
| Net Profit before Tax                 | 282        | 246        | 327        | 216        | 1        |
| Income Tax from Operations            | 53         | 7          | 57         | 38         | (1)      |
| Net Profit before M.I.                | 229        | 239        | 269        | 177        | 1        |
| Net (Profit) Loss of M.I.             | (1)        | 0          | (0)        | (0)        | 1        |
| Net Profit before Extra. Items        | 228        | 239        | 269        | 177        | 2        |
| Gain (Loss) on Sales of Inv.          | 0          | 0          | 0          | 0          | 0        |
| Gain (Loss) from Debt Restructuring/o | 0          | 0          | 0          | 0          | 0        |
| <b>Net Profit</b>                     | <b>228</b> | <b>239</b> | <b>269</b> | <b>177</b> | <b>2</b> |
| Revenue Growth (YoY%)                 | 25.5       | 27.0       | 18.5       | 26.2       | 35.9     |
| Gross Margin (%)                      | 8.2        | 7.4        | 7.7        | 6.7        | 6.4      |
| Net Profit Margin                     | 1.2        | 1.1        | 1.1        | 0.7        | 0.0      |
| Net Profit Growth (YoY%)              | 45.4       | (22.2)     | 48.6       | (33.2)     | (99.1)   |

## KEY FINANCIAL RATIOS

|                                    | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F | 2020F |
|------------------------------------|------|------|-------|-------|-------|
| Other Incomes to Total Revenue (%) | 0.3  | 0.3  | 0.3   | 0.3   | 0.3   |
| S&A to Sales (%)                   | 6.7  | 6.2  | 6.2   | 6.2   | 6.2   |
| Gross Margin (%)                   | 8.5  | 7.4  | 7.0   | 6.8   | 6.8   |
| Net Profit Margin (%)              | 1.7  | 1.1  | 0.6   | 0.6   | 0.7   |
| Return on Avg. Assets (%)          | 10.6 | 6.0  | 3.2   | 3.2   | 3.6   |
| Return on Avg. Equity (%)          | 25.0 | 18.9 | 11.9  | 12.9  | 14.4  |
| A/R Turnover (Days)                | 3.5  | 3.6  | 4.0   | 3.5   | 3.5   |
| Inventory Turnover (Days)          | 7.7  | 8.2  | 8.0   | 8.0   | 8.0   |
| A/P Turnover (Days)                | 17.9 | 19.0 | 19.0  | 19.0  | 21.0  |
| Current (Times)                    | 0.6  | 0.5  | 0.5   | 0.3   | 0.3   |
| Quick (Times)                      | 0.3  | 0.2  | 0.3   | 0.1   | 0.1   |
| Net Debt to Equity (Times)         | 0.7  | 1.4  | 1.6   | 1.9   | 1.7   |
| Gearing (Times)                    | 0.3  | 0.5  | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| Debt to Equity (Times)             | 1.7  | 2.5  | 2.9   | 3.1   | 2.9   |
| Interest Coverage (Times)          | 10.9 | 6.7  | 3.7   | 4.5   | 5.5   |
| Cash Flow per Share (Bt)           | 2.1  | 2.0  | 2.0   | 2.4   | 3.0   |
| BV per Share (Bt)                  | 2.7  | 3.1  | 3.3   | 3.6   | 4.1   |

## CONSOLIDATED CASHFLOW STATEMENT (Bt,m)

|                                                   | Year Ended December 31, |                |                |                |                |
|---------------------------------------------------|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                                                   | 2016                    | 2017           | 2018F          | 2019F          | 2020F          |
| <b>Cash Flows from Operations (CFO)</b>           |                         |                |                |                |                |
| Net Profit                                        | 1,073                   | 913            | 629            | 749            | 924            |
| Adjusting Items Not Affecting Cash                |                         |                |                |                |                |
| Depreciation and Amortization                     | 1,289                   | 1,811          | 2,377          | 2,794          | 3,196          |
| Unrealized FX Loss (Gain)                         | 0                       | 0              | 0              | 0              | 0              |
| Others                                            | (28)                    | 279            | 0              | 0              | 0              |
| +(-) in Working Capital                           | 986                     | 178            | 308            | 495            | 864            |
| <b>Net CFO</b>                                    | <b>3,225</b>            | <b>2,790</b>   | <b>3,314</b>   | <b>4,039</b>   | <b>4,984</b>   |
| <b>Cash Flows from Investing Activities (CFI)</b> |                         |                |                |                |                |
| +(-) in Short-term Investment                     | 0                       | (19)           | 0              | 0              | 0              |
| +(-) in Investment in Affiliates                  | (0)                     | (70)           | 0              | 0              | 0              |
| +(-) in Fixed Assets                              | (3,219)                 | (5,312)        | (4,444)        | (6,898)        | (4,479)        |
| <b>Net CFI</b>                                    | <b>(4,768)</b>          | <b>(5,698)</b> | <b>(4,444)</b> | <b>(6,898)</b> | <b>(4,479)</b> |
| <b>Cash Flows from Financing Activities (CFF)</b> |                         |                |                |                |                |
| +(-) in Debt Financing                            | 2,374                   | 3,516          | 2,368          | 1,790          | (27)           |
| +(-) in Share Capital and Premium                 | 0                       | 0              | 18             | 17             | 17             |
| +(-) in Minority Interest                         | 14                      | (0)            | (14)           | 0              | 0              |
| +(-) in Warrant                                   | 0                       | 0              | 0              | 0              | 0              |
| +(-) in Equity Adjustment                         | 0                       | 0              | 0              | 0              | 0              |
| - Cash Dividend Paid                              | (501)                   | (334)          | (284)          | (199)          | (240)          |
| <b>Net CFF</b>                                    | <b>1,887</b>            | <b>3,182</b>   | <b>2,126</b>   | <b>1,607</b>   | <b>(251)</b>   |
| <b>Net Cash Increase (Decrease)</b>               | <b>344</b>              | <b>274</b>     | <b>996</b>     | <b>(1,253)</b> | <b>254</b>     |

## CONSOLIDATED BALANCE SHEET (Bt,m)

|                     | As of December 31, |        |        |        |        |
|---------------------|--------------------|--------|--------|--------|--------|
|                     | 2016               | 2017   | 2018F  | 2019F  | 2020F  |
| Current Assets      | 2,841              | 3,909  | 5,306  | 4,482  | 5,027  |
| Current Liabilities | 5,078              | 8,275  | 11,318 | 14,702 | 16,093 |
| Total Assets        | 12,527             | 17,985 | 21,479 | 24,788 | 26,644 |
| Total Liabilities   | 7,937              | 12,867 | 15,973 | 18,717 | 19,872 |
| Minority Interest   | 14                 | 14     | 0      | 0      | 0      |
| Total Equity        | 4,575              | 5,105  | 5,506  | 6,071  | 6,771  |
| 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  |
| Warrant             | 0                  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| Retained Earnings   | 1,636              | 2,171  | 2,517  | 3,066  | 3,749  |
| Equity Adjustment   | 1,188              | 1,147  | 1,185  | 1,185  | 1,185  |

## FORECAST ASSUMPTIONS

|                        | 2016         | 2017         | 2018F        | 2019F        | 2020F        |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>No. gas station</b> |              |              |              |              |              |
| COCO                   | 1,194        | 1,471        | 1,514        | 1,664        | 1,784        |
| DODO                   | 213          | 139          | 245          | 351          | 361          |
| LPG                    | 58           | 86           | 125          | 155          | 185          |
| <b>Total</b>           | <b>1,465</b> | <b>1,696</b> | <b>1,884</b> | <b>2,170</b> | <b>2,330</b> |
| Sale Volume (m,litre)  | 2,861        | 3,377        | 3,924        | 4,561        | 4,868        |
| <b>Ratio</b>           |              |              |              |              |              |
| Gross Margin (%)       | 8.45         | 7.39         | 6.96         | 6.79         | 6.85         |
| SG&A to sale (%)       | 6.71         | 6.24         | 6.23         | 6.17         | 6.18         |
| EBITDA Margin (%)      | 4.11         | 3.62         | 3.20         | 3.15         | 3.37         |

# TISCO Securities Company Limited

[www.tiscosec.com](http://www.tiscosec.com)

## Bangkok

48/8 TISCO Tower 4th Floor, North Sathorn Road, Bangkok 10500, Thailand  
Tel : (66) 2633 6000 Ext.5 Fax : (66) 2633 6490, (66) 2633 6660

## Thonglor Branch

55/1 Floor 1st, Soi Sukumvit 55 (Thonglor), Sukumvit Road, Klongtan Nua, Wattana, Bangkok 10110  
Tel : (66) 2013 7400 Fax: (66) 2013 7405

## Chiang Mai

275/4, 2nd Floor, Chang Phuak Road, Chang Phuak, Muang District, Chiang Mai 50300  
Tel. 0 5322 4722 Fax. 0 5322 4711

## Nakhon Pathom

386, 388 Petchkasem Road, Prapatone, Muang District, Nakhon Pathom 73000  
Tel: 0 3414 2000 Fax: 0 3425 1676

## Nakhon Ratchasima

Tesco Lotus Korat, 719/5 Mittraphap Road, Naimuang, Muang District, Nakhon Ratchasima 30000  
Tel: 0 4425 7752 Fax: 0 4425 3752

## Udon Thani

227/21 2nd Floor, Udondussadee Road, Muang District, Udon Thani 41000  
Tel: 0 4224 6888 Fax: 0 4224 5793



### Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2018

| Score Range | Level | Description                       |
|-------------|-------|-----------------------------------|
| 90 - 100    | 5     | Excellent                         |
| 80 - 89     | 4     | Very Good                         |
| 70 - 79     | 3     | Good                              |
| 60 - 69     | 2     | Satisfactory                      |
| 50 - 59     | 1     | Pass                              |
| < 50        | n.a.  | n.a.                              |
|             | N/R   | Does not appear in the CGR report |

### Anti-Corruption Progress Indicator :

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 21, 2018) are categorised into :

|                                         |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|-----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Certified :                             | Companies certified by CAC.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
| Declared :                              | Companies that have declared their intention to join CAC.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
| Ensure its compliance by parent company | Ensure its compliance by parent company<br>The company declares that its parent company is under the Bribery Act or other similar laws that required parent company to be responsible for bribery act of its overseas subsidiaries. Such responsibilities shall include the establishment of policy, practices and investigation and ensure that its subsidiaries regularly comply with the policy and practices. |
| n.a.                                    | Not intention to join CAC. / no policy                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |

### Disclaimer

The disclosure of the Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 21, 2018)

Since this survey or assessment result is only the survey or assessment result as of the date appearing in the survey or assessment result only, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, TISCO Securities Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the survey or assessment result.

The information, statements, forecasts and projections contained herein, including any expression of opinion, are based upon sources believed to be reliable but their accuracy completeness or correctness are not guaranteed. Expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon the best information then known to us, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. TISCO and other companies in the TISCO Group and/or their officers, directors and employees may have positions and may affect transactions in securities of companies mentioned herein and may also perform or seek to perform investment banking services for these companies. No person is authorized to give any information or to make any representation not contained in this document and any information or representation not contained in this document must not be relied upon as having been authorized by or on behalf of TISCO. This document is for private circulation only and is not for publication in the press or elsewhere. TISCO accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this document or its content. The use of any information, statements forecasts and projections contained herein shall be at the sole discretion and risk of the user.