

27 August 2019

Energy & Utilities

PTG Energy (PTG)

ปาล์มคอมเพล็กซ์เดินเต็ม 100% หนุนกำไร 2020E โต 18% YoY

Action

เราเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2020E ที่ 27.75 บาท จึง PER ที่ 25 เท่า (+0.5SD above 5-yr average PER) หรือคิดเป็น PEG ที่ 0.4 เท่า (CAGR ที่ 62% ในปี 2019E-2020E) เราประเมินกำไรปี 2020E โดดเด่นที่ 1,853 ล้านบาท +18% YoY โดยหลักเป็นการเพิ่มขึ้นของส่วนแบ่งกำไรจากโครงการปาล์มคอมเพล็กซ์ ซึ่งคาดว่าจะดำเนินงานได้ 100-110% ตลอดทั้งปี 2020E และยังได้รับอานิสงส์จากมาตรการ B10 จะทำให้เกิดสถานะ B100 ตั้งตัวและทำให้ราคา B100 ปรับเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ด้วย El Niño effect (สภาวะแห้งแล้ง) จะช่วยเพิ่ม upside ต่อราคาปาล์มปี 2020E สำหรับธุรกิจสถานะน้ำมันยังคงขยายอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2019E จะมีทั้งสิ้น 2,000 แห่ง และจะเติบโตปีละ 100 แห่ง เราประเมินกำไรสุทธิปี 2019E/20E ที่ 1,572 ล้านบาท และ 1,853 ล้านบาท หรือ +151% YoY และ 18% YoY ตามลำดับ โดยในปี 2019E มีกำไรเติบโตที่โดดเด่นรับรู้ผลกำไรจากการลงทุนหนักในช่วง 2-3 ปีที่ผ่านมา, ค่าการตลาดคาดว่าจะยังอยู่ประมาณ 1.8-1.9 บาทต่อลิตรในปี 2019E, และปี 2020E รับรู้กำไรจากปาล์มคอมเพล็กซ์ ราคาหุ้น 6 เดือนปรับตัวขึ้นกว่า 125% สะท้อนผลประกอบการ 1H19 ที่ฟื้นตัว แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นยังไม่สะท้อนโครงการปาล์มคอมเพล็กซ์ซึ่งยังมี upside ต่อ B100 ที่ตลาดยังไม่รับรู้

Key highlight

□ 2020E เดินเครื่องปาล์มคอมเพล็กซ์ 100 % หนุนกำไรโต 18%

สำหรับโครงการปาล์มคอมเพล็กซ์ มีกำลังการผลิตไบโอดีเซล (B100) 500,000 ลิตรต่อวัน และน้ำมันปาล์มเพื่อบริโภค (โอเลอิน) 200,000 ลิตรต่อวัน ปัจจุบันบริษัทได้เดินเครื่องแล้วกว่า 70% และคาดว่าจะเดินเครื่องเต็ม 100% ในช่วง 4Q19E และรับรู้กำไร 2020E ได้เต็มปีซึ่งบริษัทจะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากการถือหุ้น 40% หรือประมาณ 200-240 ล้านบาทต่อปี เราประเมินกำไรปี 2020E ที่ 1,853 ล้านบาท +18% YoY โดยหลักเป็นการเพิ่มขึ้นของส่วนแบ่งกำไรจากโครงการปาล์มคอมเพล็กซ์และการขยายสถานะน้ำมัน

□ รัฐหนุน B10 แทน B7 เป็น upside ต่อราคา B100

ปัจจุบันปริมาณการบริโภค B100 อยู่ราว 4.5 ล้านลิตรต่อวัน หรือคิดเป็นประมาณ 59% ของกำลังการผลิตทั้งหมด ซึ่งการที่รัฐจะผลักดันการใช้ B10 แทน B7 ในปี 2020E นั้นจะทำให้มีความต้องการ B100 เพิ่มขึ้นอีก 2.2 ล้านลิตรต่อวันหรือเพิ่มขึ้นอีก 28% ซึ่งจะทำให้ utilization เพิ่มขึ้นถึงระดับ 88-90% ส่งผลให้อาจจะทำให้เกิดสถานะ CPO ตั้งตัวได้ ซึ่งปัจจุบันมีเพียงแค่ 2 รายที่สามารถผลิตได้ตามคุณภาพของ B10 คือ GGC และ PTG เท่านั้น ที่เหลืออีกกว่า 10 แห่งจะต้องปรับสเปกให้ได้ตามมาตรฐาน ดังนั้นแล้วเราเชื่อว่าจะทำให้ราคาขาย B100 ในปี 2020E ปรับเพิ่มขึ้นได้ และการที่รัฐจะช่วยเหลือหนุนราคาปาล์มก็จะช่วยผลักดันราคา CPO ได้อีกทางหนึ่ง และเป็น upside ต่อประมาณการของเรา

□ ประเมินกำไรสุทธิ 2019E/20E โต 151% YoY และ 18% YoY

เราประเมินกำไรสุทธิปี 2019E/20E ที่ 1,572 ล้านบาท และ 1,853 ล้านบาท หรือ +151% YoY และ 18% YoY ตามลำดับ โดยในปี 2019E มีกำไรเติบโตที่โดดเด่นจาก 2018 เนื่องด้วยในช่วงปี 2016-2017 บริษัทมีการเร่งขยายสาขาจำนวนมากเฉลี่ย 250 สาขาต่อปี ทำให้ค่าเสื่อมราคา 2018 เพิ่มมาค่อนข้างมาก (37% YoY) ในขณะที่ปริมาณขายต่อสาขาค่อยเดือนเพิ่มตามค่าเสื่อมไม่ทัน แต่ในปี 2019E นี้เองบริษัทเริ่มรับรู้ผลของการลงทุนดังกล่าว โดย 1H19 ปริมาณขายต่อเดือนปรับเพิ่มมาเป็น 190,000-200,000 ลิตรต่อสาขา จากปี 2018 ที่ 185,000 ลิตรต่อสาขา เรายังประเมินค่าการตลาดยังคงอยู่ประมาณ 1.8-1.9 บาทต่อลิตรในปี 2019E/20E จากสถานการณ์ราคาน้ำมันโลกที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ทำราคาน้ำมันดีเซลเฉลี่ยประมาณ 25 บาทต่อลิตรซึ่งต่ำกว่าระดับเพดานราคาที่รัฐพยายามควบคุมที่ 30 บาทต่อลิตร

Valuation/Catalyst/Risk

ราคาเป้าหมายปี 2020E ที่ 27.75 บาท จึง PER ที่ 25 เท่า (+0.5SD above 5-yr average PER) หรือคิดเป็น PEG ที่ 0.4 เท่า (CAGR ที่ 62% ในปี 2019E-2020E) PTG มี key catalyst ที่สำคัญจากธุรกิจไบโอดีเซลทั้งจาก upside ของราคาขายจากมาตรการผลักดันของภาครัฐ และกำลังการผลิตที่ 100% ในปี 2020E

Recommendation	BUY (initiation)
Current price	Bt20.30
Target price	Bt27.75 (initiation)
Upside/Downside	+37%
EPS revision	No change
Bloomberg target price	Bt19.17
Bloomberg consensus	Buy 1 / Hold 0 / Sell 2

Stock data

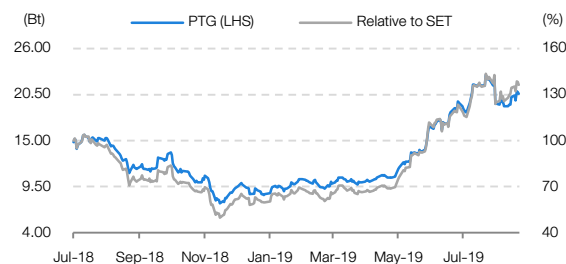
Stock price 1-year high/low	Bt23.10 / Bt7.50
Market cap. (Bt mn)	34,736
Shares outstanding (mn)	1,670
Avg. daily turnover (Bt mn)	364
Free float	48%
CG rating	Excellent
ESG rating	n.a.

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2017A	2018A	2019E	2020E
Revenue	84,625	107,829	129,960	136,458
EBITDA	2,786	3,207	4,560	4,788
Net profit	913	625	1,572	1,853
EPS (Bt)	0.55	0.37	0.94	1.11
Growth	-14.9%	-31.6%	151.6%	17.9%
Core EPS (Bt)	0.55	0.37	0.94	1.11
Growth	-6.7%	-31.6%	151.6%	17.9%
DPS (Bt)	0.17	0.20	0.42	0.50
Div. yield	0.8%	1.0%	2.1%	2.5%
PER (x)	37.13	54.26	21.57	18.29
Core PER (x)	37.13	54.26	21.57	18.29
EV/EBITDA (x)	31.50	27.59	19.17	18.13
PBV (x)	6.64	6.23	5.37	4.63

Bloomberg consensus

Net profit	913	625	1,511	1,604
EPS (Bt)	0.55	0.37	0.88	0.90



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-8.8%	51.8%	124.9%	87.4%
Relative to SET	-3.5%	50.3%	126.4%	91.6%

Major shareholders

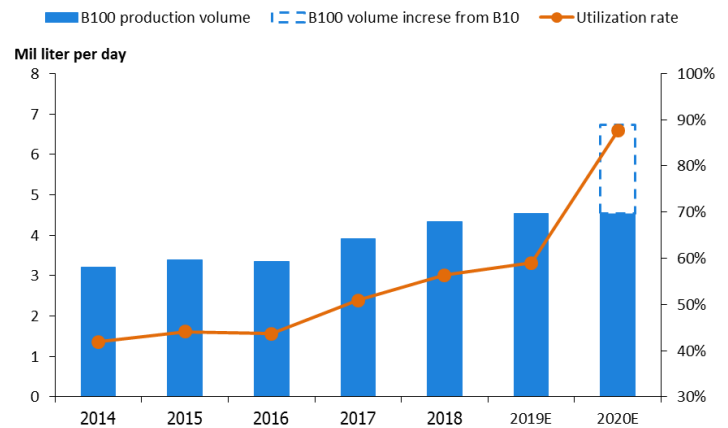
	Holding
1. Ratchakit Holding	25.12%
2. Sakanun Vajittanarak	8.16%
3. Pongsak Vajirasakparmit	6.01%

Analyst: Ekkanin Wongsiri, CFA (Reg. No. 055680)

□ รัฐหนุนน้ำมันดีเซล B10 แทนน้ำมันดีเซล B7

ปี 2020E ภาครัฐจะมีมาตรการใช้น้ำมัน B10 แทน B7 จะทำให้มีความต้องการ B100 เพิ่มขึ้นราว 2.2 ล้านลิตรต่อวันหรือเพิ่มขึ้นอีก 28% ทำให้ Utilization ของการผลิต B100 เพิ่มขึ้นจาก 59% เป็น 88-90% ในปี 2020E ซึ่งอาจจะทำให้เกิดสภาวะ CPO ตึงตัวได้ และส่งผลให้ราคา CPO ในประเทศปรับเพิ่มสูงขึ้นและเป็น upside ต่อธุรกิจ B100 ของบริษัท

Fig 1: Thailand B100 production and utilization rate

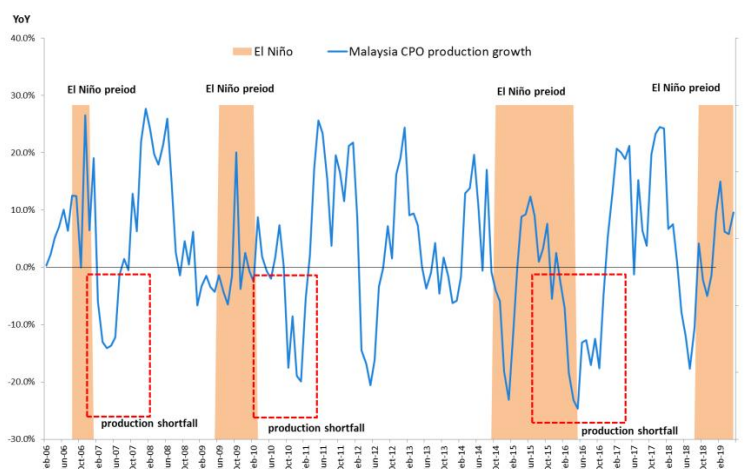


Source: EPPO

□ El Niño effect ต้นราคาปาล์มปี 2020E

ปรากฏการณ์ El Niño ซึ่งเกิดจากกระแสลมที่พัดในมหาสมุทรแปซิฟิกที่ทำให้ภูมิอากาศร้อนขึ้น กำลังจะกลับมาเป็นวงรอบ 3 ปีซึ่งเร็วที่สุดในรอบกว่า 50 ปีซึ่งจะส่งผลให้แถบเอเชียเกิดภัยแล้งทำให้ผลผลิตปาล์มออกมาน้อย โดยเราได้ไปทำการศึกษาปรากฏการณ์ El Niño ในรอบ 15 ปีที่ผ่านมา เคยปรากฏการณ์ El Niño ทั้งหมด 3 ครั้งด้วยกันคือ 2006-2007, 2009-2010 และ 2015-2016 พบว่าผลผลิตปาล์มของมาเลเซียซึ่งเป็นผู้ผลิตปาล์มอันดับ 2 ของโลกลดลงถึง 15-25% YoY ใน 8-12 เดือนถัดมา

Fig 2: Malaysia CPO production was affected by El Niño

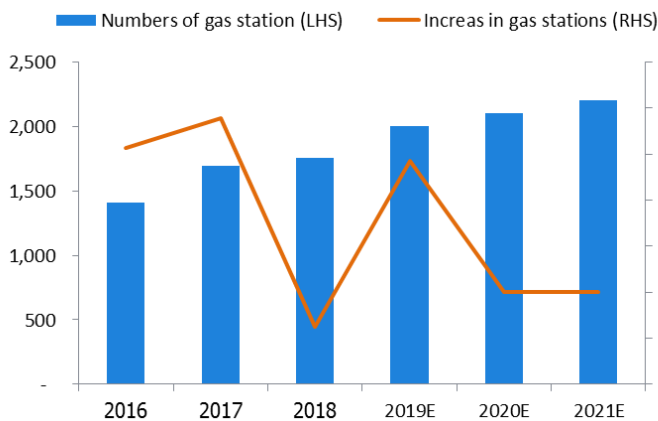


Source: <https://ggweather.com>, Bloomberg

□ ธุรกิจสถานีน้ำมันยังขยายต่อเนื่อง

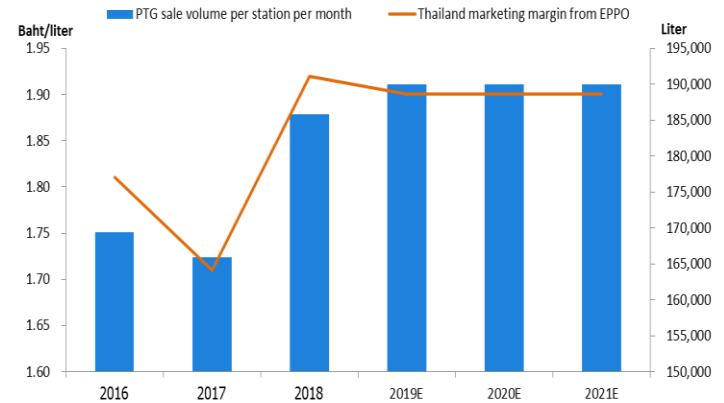
ธุรกิจสถานีน้ำมันยังขยายอย่างต่อเนื่อง โดย PTG ตั้งเป้าภายในสิ้นปี 2019 จำนวนสถานีน้ำมันจะอยู่ที่ 2,000 แห่ง ล่าสุด ณ สิ้น มิ.ย. 2019 มีจำนวนสถานีแล้วทั้งสิ้น 1,953 แห่ง สำหรับการเติบโตใน 3 ปีข้างหน้าบริษัทตั้งเป้าที่จะขยายสถานีน้ำมันเฉลี่ยปีละ 100 แห่ง หรือคิดเป็นอัตราเติบโตประมาณ 5% ซึ่งอัตราการเพิ่มดังกล่าวจะน้อยกว่าช่วง 2017-2019 ที่ผ่านมามีการเพิ่มจำนวนสถานีน้ำมันกว่า 200-250 แห่งต่อปี เนื่องด้วยปัจจุบันบริษัทเน้นการขยายสาขาใน กรุงเทพฯ และปริมณฑลมากกว่าในอดีตที่ผ่านมา ซึ่งมีการแข่งขันค่อนข้างสูง ดังนั้นการขยายสาขาจึงมีความระมัดระวังมากขึ้น สำหรับปริมาณการขายเฉลี่ยต่อสถานีต่อเดือนมีการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยยอดขายเฉลี่ยต่อเดือนต่อสถานีอยู่ที่ 180,000-190,000 ลิตร และคาดว่าจะทรงตัวอยู่ในระดับดังกล่าวได้ เพราะบริษัทเน้นที่จะขยายในยังกรุงเทพฯ และปริมณฑลมากขึ้นซึ่งมีอัตราการบริโภคสูงกว่าต่างจังหวัด และค่าการตลาดยังคงคาดว่าจะยังอยู่ประมาณ 1.8-1.9 บาทต่อลิตรในปี 2019E/20E จากสถานการณ์ราคาน้ำมันโลกที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ทำราคาน้ำมันดีเซลเฉลี่ยประมาณ 25 บาทต่อลิตรซึ่งต่ำกว่าระดับเพดานราคาที่รัฐพยายามควบคุมที่ 30 บาทต่อลิตร

Fig 3: Target of gas stations of 2,000 in 2019E



Source: Company, KTBST

Fig 4: Average throughput reach 190,000 liters per station per month



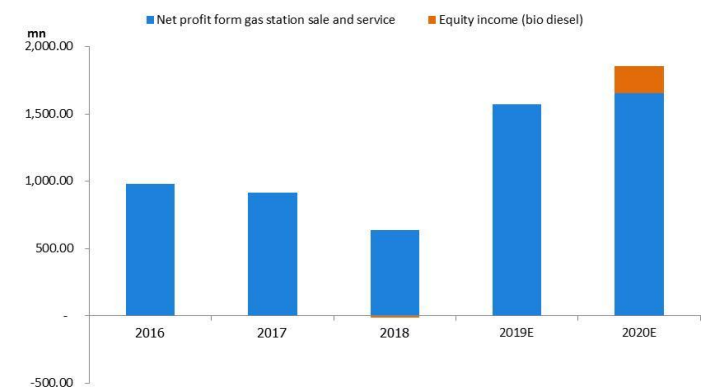
Source: EPPO, Company, KTBST

Fig 5: Key assumptions

	2016	2017	2018	2019E	2020E
Sale volume (M liters)	2,860	3,377	3,921	4,560	4,788
# Station	1,407	1,696	1,758	2,000	2,100
Volume per station per month ('000 liters)	169	165	185	190	190
Thailand marketing margin (Baht/liter)	1.81	1.71	1.92	1.90	1.90

Source: EPPO, Company, KTBST

Fig 6: Net profit breakdown



Source: EPPO, Company, KTBST

ภาพรวมธุรกิจ

□ การประกอบธุรกิจ

PTG ดำเนินธุรกิจค้าปลีกและค้าส่งน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นหลัก โดยส่วนใหญ่ บริษัทส่งซื้อน้ำมันเชื้อเพลิงโดยตรงจากบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) และขนส่งโดยกองรถบรรทุกน้ำมันของบริษัท เพื่อจำหน่ายให้กับลูกค้า โดยเป็นการจำหน่ายทั้งทางตรงและทางอ้อมให้กับกลุ่มผู้ใช้รถยนต์และกลุ่มผู้ใช้น้ำมันอื่น นอกจากนี้ยังดำเนินธุรกิจนอนออยล์ที่เกี่ยวข้องเพื่อลดความเสี่ยงจากการดำเนินธุรกิจจำหน่ายเชื้อเพลิงเพียงอย่างเดียว ได้แก่ ธุรกิจขนส่งและขนถ่ายน้ำมันเชื้อเพลิง และบริการคลังสินค้า ธุรกิจค้าปลีกแก๊ส LPG ธุรกิจร้านสะดวกซื้อ ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม เป็นต้น

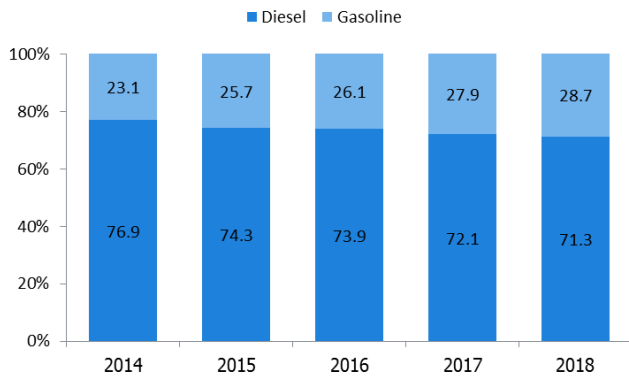
1) ผลิตภัณฑ์น้ำมันเชื้อเพลิง (Fuel Product) แบ่งได้เป็น กลุ่มน้ำมันดีเซล และน้ำมันเบนซิน โดยน้ำมันเชื้อเพลิงที่บริษัทจำหน่ายเป็นส่วนใหญ่เป็นน้ำมันดีเซล เนื่องจากกลุ่มผู้ใช้รถยนต์เพื่อการพาณิชย์เป็นกลุ่มลูกค้าหลักของบริษัท ทั้งนี้บริษัทยังขยายธุรกิจเข้ามาในกรุงเทพฯ และปริมณฑลมากขึ้น ทำให้สัดส่วนการจำหน่ายน้ำมันเบนซินเพิ่มมากขึ้น

บริษัทดำเนินธุรกิจค้าน้ำมันเชื้อเพลิงภายใต้สถานประกอบการ PT ใน 2 ลักษณะ ได้แก่

สถานประกอบการน้ำมันที่เป็นกรรมสิทธิ์ของบริษัท ซึ่งสถานประกอบการน้ำมันประเภทนี้จะเป็นกรรมสิทธิ์ของบริษัท และบริหารงานโดยบริษัท (Company Owned Company Operated หรือ "COCO")

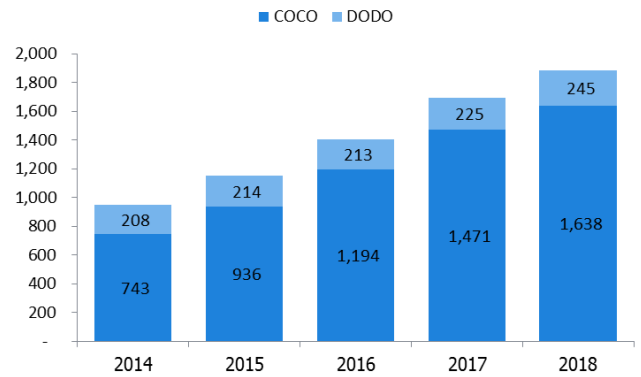
สถานประกอบการน้ำมันที่เป็นของผู้ประกอบการที่ได้รับสิทธิ์จากบริษัท (Franchise) สถานประกอบการน้ำมันประเภทนี้จะดำเนินการโดยผู้ประกอบการสถานประกอบการน้ำมันที่ได้รับอนุญาตให้ใช้เครื่องหมายการค้า PT จากทางบริษัท (Dealer Owned Dealer Operated "DODO") โดยสถานประกอบการน้ำมันประเภท DODO จะรับซื้อน้ำมันมาจากบริษัท นอกจากนี้บริษัทยังเป็นผู้ค้าน้ำมันมาตรา 10 ดำเนินธุรกิจค้าส่งน้ำมันเชื้อเพลิงให้กับผู้ค้าน้ำมันรายอื่นและผู้ประกอบการอุตสาหกรรม ซึ่งเป็นกลุ่มลูกค้าที่มีความต้องการส่งซื้อน้ำมันเป็นจำนวนมากในแต่ละครั้ง

Fig 7: Diesel sales volume close to two-third of total sales volume



Source: Company

Fig 8: Number of gas stations, 2014-2018



Source: Company

2) ผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่น้ำมันเชื้อเพลิง (Non-fuel Product) บริษัทจำหน่ายแก๊ส LPG, สินค้าอุปโภค และบริโภค ผ่านร้านสะดวกซื้อ Max Mart นอกจากนี้ยังมีจำหน่ายน้ำมันเครื่องภายใต้แบรนด์ชื่อ PT Maxnitron รวมถึงผลิตภัณฑ์ล้อเส้น เครื่องยนต์ชนิดต่างๆ

□ โครงสร้างรายได้

Fig 9: PTG's revenue structure

โครงสร้างรายได้	2016		2017		2018	
ธุรกิจ	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%	ล้านบาท	%
รายได้จากธุรกิจค้าน้ำมันเชื้อเพลิงและ LPG	63,841	98.33	82,737	97.45	104,939	97.05
รายได้จากธุรกิจให้บริการขนส่งและขนถ่ายน้ำมันเชื้อเพลิง	50	0.08	737	0.87	1,223	1.13
ธุรกิจร้านสะดวกซื้อ อาหารและเครื่องดื่ม	700	1.08	1,150	1.35	1,667	1.54
รายได้อื่นๆ	335	0.52	280	0.33	300	0.28
รวม	64,926	100.00	84,904	100.00	108,129	100.00

หมายเหตุ รายได้อื่นประกอบด้วย รายได้จากกรับฝากน้ำมัน รายได้ค่าเช่า รายได้ขาดจากการปรับลดลดราคาน้ำมัน และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม

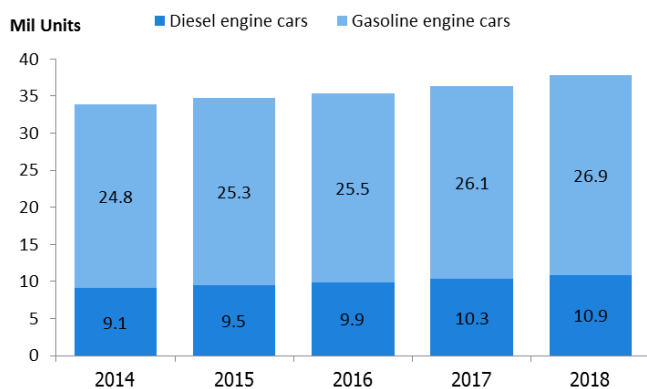
Source: Company

ภาพรวมอุตสาหกรรม

□ ธุรกิจค้าน้ำมันเชื้อเพลิง

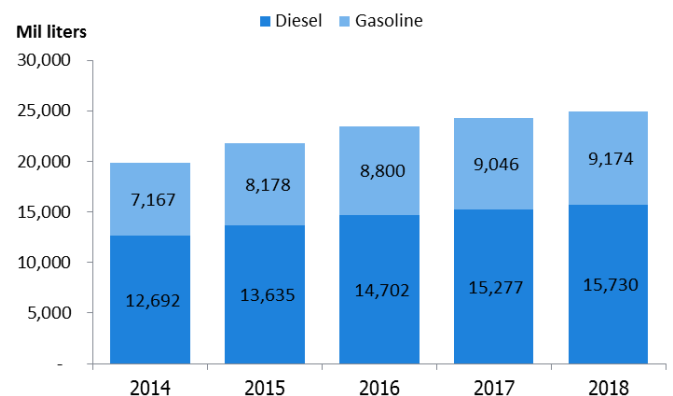
ปริมาณความต้องการใช้น้ำมันดีเซลและน้ำมันเบนซินในประเทศมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะยาวตามความต้องการใช้น้ำมันของผู้บริโภคและรถจักรยานยนต์ที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในแต่ละปี โดยเครื่องยนต์ดีเซลมีจำนวนเพิ่มขึ้นจาก 9.11 ล้านคันในปี 2557 เป็น 10.82 ล้านคันในปี 2561 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 4.39% ต่อปี สำหรับเครื่องยนต์เบนซินมีจำนวนเพิ่มขึ้นจาก 24.80 ล้านคันในปี 2557 เป็น 26.97 ล้านคันในปี 2561 หรือคิดเป็นอัตราการเติบโตเฉลี่ย 2.12% ต่อปี จำนวนรถยนต์ที่จดทะเบียนเพิ่มขึ้นเป็นเครื่องบ่งชี้ว่าธุรกิจสถานีบริการน้ำมันจะยังคงมีรายได้เพิ่มขึ้นในอนาคต

Fig 10: Thailand's vehicle registrations, 2014-2018



Source: Department of Land Transport

Fig 11: Thailand's oil sales volume, 2014-2018

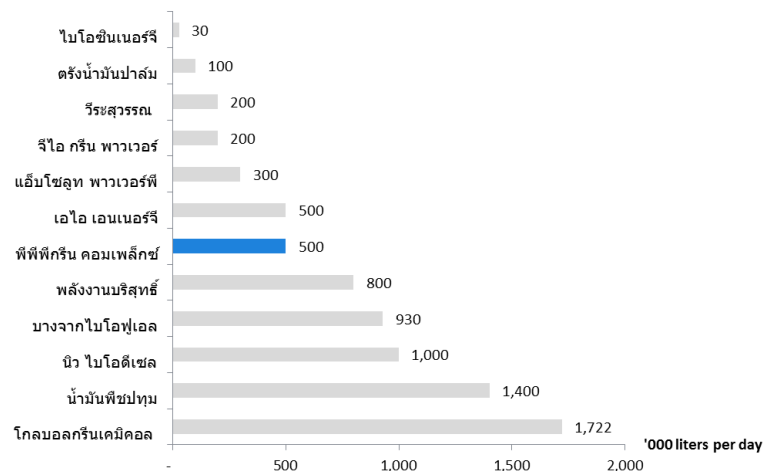


Source: EPPO

□ โครงการปาล์มคอมเพล็กซ์ หนูนกไโร 2020E

โครงการปาล์มคอมเพล็กซ์ ดำเนินงานโดย บริษัท พีพีจี กรีน คอมเพล็กซ์ จำกัด (เป็นการร่วมทุนกลุ่มพันธมิตร 3 ราย ได้แก่ 1.บริษัท ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ จำกัด, 2.บริษัท โอพีจีเทค จำกัด และ 3.บริษัท อาร์แอนดีดี เกษตรพัฒนา จำกัด) โดยโครงการดังกล่าวจะมีการผลิตไบโอดีเซล 500,000 ลิตรต่อวัน และน้ำมันปาล์มเพื่อบริโภค 200,000 ลิตรต่อวัน ปริมาณการผลิตปี 100 ในโครงการปาล์มน้ำมันจะป้อนให้พีพีจี เอนเนอจีทั้งหมด เนื่องจากมีความต้องการใช้ปี 100 ในการผสมน้ำมันดีเซลจำนวนมากและจะเพิ่มขึ้นเรื่อยๆ ตามการขยายสถานีบริการน้ำมันของบริษัท ปัจจุบันบริษัทได้เดินเครื่องแล้วกว่า 70% และคาดว่าจะเดินเครื่องเต็ม 100% ในช่วง 4Q19E และ ปี 2020E จะรับรู้ 100% เต็มปี ซึ่ง PTG จะรับรู้ส่วนแบ่งกำไรจากการถือหุ้น 40% ประมาณ 200-240 ล้านบาทต่อปี

Fig 12: Thailand's B100 production in 2018 by company



Source: EPPO

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
Sales	27,089	26,745	29,243	28,655	31,844
Cost of sales	(24,672)	(24,382)	(26,564)	(25,413)	(28,570)
Gross profit	2,418	2,362	2,680	3,242	3,273
SG&A	(1,628)	(1,715)	(1,809)	(1,875)	(1,966)
EBITDA	790	647	871	1,366	1,308
Finance costs	(70)	(75)	(78)	(87)	(82)
Core profit	177	1	176	519	426
Net profit	177	1	176	519	426
EPS	0.11	0.00	0.11	0.31	0.26
Gross margin	6.7%	6.4%	6.8%	8.9%	7.9%
EBITDA margin	2.9%	2.4%	3.0%	4.8%	4.1%
Net profit margin	0.7%	0.0%	0.6%	1.8%	1.3%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Cash & deposits	637	911	996	1,632	1,816
Short term investment	3	15	13	13	14
Accounts receivable	675	994	1,170	1,424	1,495
Inventories	1,525	1,989	1,758	2,265	2,378
Other current assets	1	0	1	1	1
Total cur. assets	2,841	3,909	3,937	5,335	5,705
Investments	2,337	2,513	2,597	2,592	2,587
Fixed assets	7,283	11,421	14,163	14,947	15,584
Other assets	66	141	242	242	242
Total assets	12,527	17,985	20,940	23,117	24,118
Short-term loans	806	520	0	0	0
Accounts payable	3,654	4,520	6,335	8,089	8,494
Current maturities	519	3,174	4,518	4,292	4,078
Other current liabilities	99	62	40	40	41
Total cur. liabilities	5,078	8,275	10,892	12,422	12,613
Long-term debt	2,684	4,406	4,373	4,155	3,947
Other LT liabilities	175	185	198	200	199
Total LT liabilities	2,859	4,591	4,572	4,355	4,146
Total liabilities	7,937	12,867	15,464	16,776	16,759
Registered capital	1,670	1,670	1,670	1,670	1,670
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
Retained earnings	1,717	2,288	2,628	3,493	4,512
Others	3	(38)	(40)	(40)	(40)
Minority interests	14	14	32	32	32
Shares' equity	4,589	5,119	5,476	6,340	7,360

Cash flow statement

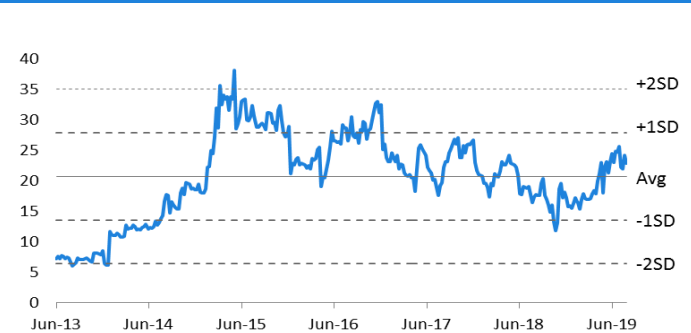
FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Net profit	1,073	913	625	1,572	1,853
Depreciation	1,289	1,811	2,475	2,716	2,863
Chg in working capital	(262)	(154)	(120)	(277)	(292)
Others	1,125	321	2,162	1,571	790
CF from operations	3,225	2,892	5,141	5,582	5,214
Capital expenditure	(523)	(5,950)	(5,216)	(3,500)	(3,500)
Others	(4,245)	(189)	(82)	5	5
CF from investing	(4,768)	(6,139)	(5,299)	(3,495)	(3,495)
Free cash flow	(1,543)	(3,247)	(157)	2,086	1,719
Net borrowings	2,374	4,090	792	(445)	(422)
Equity capital raised	0	35	33	0	0
Dividends paid	(501)	(334)	(284)	(707)	(834)
Others	14	(270)	(299)	(298)	(278)
CF from financing	1,887	3,521	242	(1,450)	(1,535)
Net change in cash	344	274	85	636	185

Key assumptions

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Numbers of gas station	1,407	1,696	1,758	2,000	2,100
Marketing margin	1.81	1.71	1.92	1.9	1.9

Source: Company, KTBST

Forward PER band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Sales	64,591	84,625	107,829	129,960	136,458
Cost of sales	(58,071)	(76,560)	(97,911)	(118,104)	(124,009)
Gross profit	6,521	8,065	9,918	11,856	12,449
SG&A	(4,107)	(5,278)	(6,711)	(7,296)	(7,661)
EBITDA	2,414	2,786	3,207	4,560	4,788
Depre. & amortization	(1,289)	(1,811)	(2,475)	(2,716)	(2,863)
Equity income	38	42	(12)	0	200
Other income	203	238	313	300	300
EBIT	1,366	1,255	1,033	2,144	2,425
Finance costs	(125)	(188)	(290)	(295)	(280)
Income taxes	(262)	(154)	(120)	(277)	(292)
Net profit before MI	979	913	624	1,572	1,853
Minority interest	0	0	1	0	0
Core profit	979	913	625	1,572	1,853
Extraordinary items	94	0	0	0	0
Net profit	1,073	913	625	1,572	1,853

Key Ratios

FY: Dec (Bt mn)	2016	2017	2018	2019E	2020E
Growth YoY					
Revenue	-65.0%	31.0%	27.4%	20.5%	5.0%
EBITDA	-98.2%	15.4%	15.1%	42.2%	5.0%
Net profit	n.m.	-14.9%	-31.6%	151.6%	17.9%
Core profit	-93.7%	-6.7%	-31.6%	151.6%	17.9%
Profitability ratio					
Gross profit margin	10.1%	9.5%	9.2%	9.1%	9.1%
EBITDA margin	3.7%	3.3%	3.0%	3.5%	3.5%
Core profit margin	1.5%	1.1%	0.6%	1.2%	1.4%
Net profit margin	1.7%	1.1%	0.6%	1.2%	1.4%
ROA	8.6%	5.1%	3.0%	6.8%	7.7%
ROE	23.4%	17.8%	11.4%	24.8%	25.2%
Stability					
D/E (x)	1.73	2.51	2.82	2.65	2.28
Net D/E (x)	0.48	0.72	0.65	0.43	0.32
Interest coverage ratio	10.94	6.66	3.56	7.27	8.66
Current ratio (x)	0.56	0.47	0.36	0.43	0.45
Quick ratio (x)	0.26	0.23	0.20	0.25	0.26
Per share (Bt)					
Reported EPS	0.64	0.55	0.37	0.94	1.11
Core EPS	0.59	0.55	0.37	0.94	1.11
Book value	2.74	3.06	3.26	3.78	4.39
Dividend	0.30	0.17	0.20	0.42	0.50
Valuation (x)					
PER	31.58	37.13	54.26	21.57	18.29
Core PER	34.63	37.13	54.26	21.57	18.29
P/BV	7.41	6.64	6.23	5.37	4.63
EV/EBITDA	34.78	31.50	27.59	19.17	18.13
Dividend yield	1.5%	0.8%	1.0%	2.1%	2.5%

Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Corporate governance report of Thai listed companies 2017

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

KTBST: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

KTBST's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง KTBST ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ KTBST ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ KTBST ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

KTBST believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. KTBST analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.

❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. KTBST's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.

❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. KTBST conduct this analysis based on IOD's scores.

KTBST's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

KTBST provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และไม่ได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ เคทีบี (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by KTB Securities (Thailand) PCL (KTBST). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however KTBST makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. KTBST has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, KTBST does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of KTBST. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.