PTG: ค่าการตลาดที่ต่ำทำให้ขาดทุนสุทธิใน 4Q21

COUNTRY GROUP SECURITIES

Quality Growth

Update

Sittidath Prasertrungruang
Registration No. 17618
sittidath.pr@countrygroup.co.th
+66 2 205 7000 ext 4400

Sachin Muralee Krishna
Nitin Premkumar
Assistant analyst

คาดขาดทุนสุทธิ 4Q21 ที่ 174 ล้านบาท นับเป็นขาดทุนรายไตรมาสครั้งแรก เป็นผลจากค่าการตลาดธุรกิจค้าปลีกน้ำมันที่ลดลง

- การตรึงราคาดีเซลโดยรัฐบาลในช่วง 4Q21 ฉุดค่าการตลาดลงเป็น 1.35 บาท/ลิตร (-30% YoY, -28% QoQ) ต่ำกว่าจุดคุ้มทุนที่ 1.6 บาท/ลิตร
- คาดผลประกอบการจะฟื้นตัวจากขาดทุนตั้งแต่ 1Q22 และจะค่อย ๆ ฟื้นตัวขึ้นต่อเนื่องในแต่ละไตรมาสของปี 2022 ขณะที่มีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อภาพรวมใน 2H22-2023 เพราะคาดว่าประมาณการราคาน้ำมันดิบที่ลดลงจะช่วยให้ค่าการตลาดฟื้นสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 ที่ 1.8-1.9 บาท/ลิตรได้
- ปรับลดกำไรปี 2021-23 ลง 6%-36% เพื่อสะท้อนค่าการตลาดที่ลดลง

คงคำแนะนำ "ซื้อ" แต่ลดมูลค่าพื้นฐานลง 5% เป็น 17.5 บาทจาก 18.0 บาท เพื่อสะท้อนการปรับลดประมาณการกำไร มูลค่าพื้นฐานอิงจาก 20xPE'22E คิดเป็นค่าเฉลี่ยกลุ่มสินค้าจำเป็นในตลาดโลก คาดภาพรวมกำไรที่อ่อนแอใน 4Q21 จะกระทบราคาหุ้น จึงแนะนำทยอยสะสมหลังช่วงประกาศงบวันที่ 24 ก.พ.

Valuation table

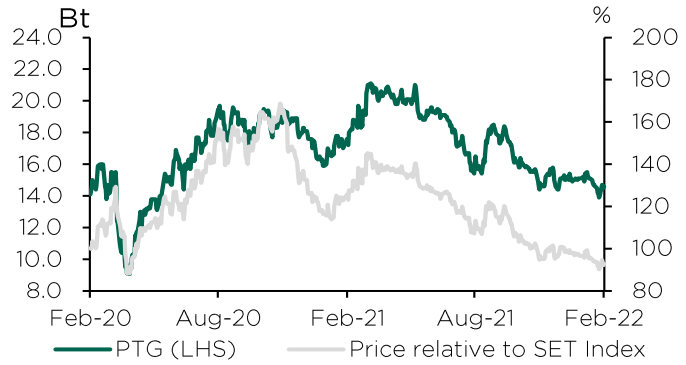
Year end Dec	19A	20A	21E	22E	23E
PE (x)	15.8	13.2	26.5	16.8	12.2
Recurring net profit growth (%)	151.6	19.7	(50.2)	57.2	38.6
Recurring EPS (Bt)	0.94	1.12	0.56	0.88	1.22
Recurring EPS growth (%)	150.4	19.8	(50.2)	57.2	38.6
PBV (x)	3.7	3.1	3.0	2.7	2.5
BVPS (Bt)	4.0	4.7	5.0	5.4	6.0
ROE (%)	25.8	26.1	11.6	17.0	21.5
DPS (Bt)	0.2	0.7	0.3	0.5	0.6
Dividend yield (%)	1.4	4.7	2.0	3.1	4.4
Enterprise value (Bt m)	33,552	53,436	55,027	56,865	58,870
EV-to-EBITDA (x)	6.4	8.5	8.2	7.1	6.2

บมจ. พีทีจี เอ็นเนอยี

Recommendation: BUY
Current price*: Bt14.80
Target price: Bt17.50
Up/(downside): 18.0%
IOD: 5 out of 5
CAC: Certified

Stock data

RIC code	PTG.BK
Index	.SETI
SET Index (3 February 2022)	1,669.05
Market cap (Bt m)	24,807
Shares outstanding (million)	1,676
Par (Bt)	1.00



RESEARCH FORMAT BY A. Stotz

Sources: CGS Research, company data.
Notes: Price as of 7 February 2022

PTG: 4Q21E Preview, Earnings dip to net loss for the first time

COUNTRY GROUP SECURITIES

Quality Growth

PTG - preview

(Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	%QoQ	%YoY
Revenue	27,730	32,264	33,310	30,585	39,725	29.9	43.3
Cost of sales	(24,826)	(29,435)	(30,473)	(28,195)	(37,577)	33.3	51.4
Gross profit	**2,903**	**2,828**	**2,837**	**2,391**	**2,148**	**(10.2)**	**(26.0)**
SG&A	(2,102)	(2,057)	(2,069)	(2,109)	(2,145)	1.7	2.0
Other (exp)/inc	70	79	81	72	65	(9.2)	(7.4)
EBIT	**872**	**851**	**849**	**354**	**68**	**(80.8)**	**(92.2)**
Finance cost	(284)	(274)	(276)	(283)	(282)	(0.4)	(0.6)
Other inc/(exp)	3	1	1	8	-	-	-
Earnings before taxes	**591**	**578**	**574**	**79**	**(214)**	**(371.8)**	**(136.2)**
Income tax	(113)	(125)	(118)	(39)	(10)	(74.6)	(91.2)
Earnings after taxes	**477**	**453**	**456**	**39**	**(224)**	**(668.9)**	**(146.9)**
Equity income	166	78	45	35	50	44.5	(69.9)
Minority interest	(4)	(0)	(3)	(2)	-	-	-
Earnings from cont. operations	**639**	**532**	**498**	**72**	**(174)**	**(340.6)**	**(127.2)**
Forex gain/(loss) & unusual items	33	(0)	(0)	(9)	-	-	-
Net profit	**672**	**531**	**498**	**63**	**(174)**	**(376.2)**	**(125.9)**
Reported EPS (Bt)	0.402	0.320	0.300	0.040	(0.10)	(359.5)	(125.8)
Profits (%)	**4Q20**	**1Q21**	**2Q21**	**3Q21**	**4Q21E**	**chg QoQ**	**chg YoY**
Gross margin	10.5	8.8	8.5	7.8	5.4	(2.4)	(5.1)
Net margin	2.4	1.6	1.5	0.2	-	-	-

คาดขาดทุนสุทธิใน 4Q21

- คาดขาดทุนสุทธิ 4Q21 ที่ 174 ล้านบาท นับเป็นขาดทุนรายไตรมาสครั้งแรก เป็นผลจากอัตรากำไรในธุรกิจค้าปลีกน้ำมันที่ลดลง (ส่วนแบ่งรายได้ 88% ในปี 2020) สอดคล้องกับค่าการตลาดที่ลดลง
- การตรึงราคาดีเซลโดยรัฐบาลที่ 30 บาท/ลิตรในช่วง 4Q21 ฉุดค่าการตลาดลงเป็น 1.35 บาท/ลิตร (-30% YoY, -28% QoQ) ต่ำกว่าจุดคุ้มทุนที่ 1.6 บาท/ลิตร และค่าเฉลี่ยของบริษัทที่ 1.8 บาท/ลิตร
- คาดยอดขายน้ำมันโต 16% QoQ เป็น 1,280 ล้านลิตร จากการบริโภคในประเทศที่สูงขึ้นหลังคลายล็อกดาวน์ใน 3Q21
- รายได้จากธุรกิจนอกเหนือน้ำมัน (non-oil) คาดเพิ่มเล็กน้อย 3% QoQ จากยอดขาย LPG และธุรกิจอาหารและเครื่องดื่ม (F&B) ที่ดีขึ้น ขณะที่ประเมินว่าส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมด้านไบโอดีเซลจะเพิ่มเป็น 50 ล้านบาท (+43% QoQ) หนุนจากกำไรสต็อกที่สูงขึ้นเพราะราคาน้ำมันปาล์มดิบ (CPO) ที่พุ่งสูงขึ้น

PTG: Earnings to recover from loss in 1Q22

COUNTRY GROUP SECURITIES

Quality Growth

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

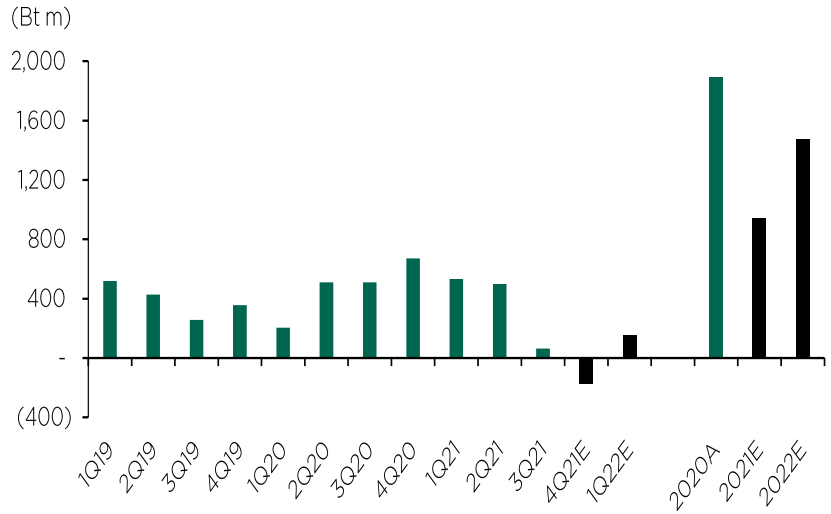
Value

Risks

คาดค่าการตลาดฟื้นตัวตั้งแต่ 1Q22 เป็นต้นไป

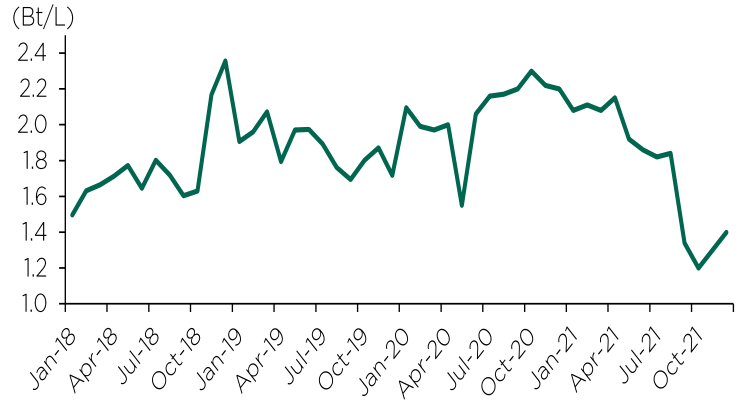
- คาดกำไร 1Q22 จะฟื้นตัวจากขาดทุนและค่อย ๆ ปรับดีขึ้นเป็นลำดับในแต่ละไตรมาสของปี 2022 ด้วยแรงหนุนจากค่าการตลาดที่ปรับดีขึ้น ขณะที่บริษัทชี้แจงว่าจะดำเนินกลยุทธ์ด้านราคาเพื่อคงค่าการตลาดเหนือ 1.7 บาท/ลิตรเอาไว้ในช่วง 1Q22 แต่ด้วยราคาดีเซลค้าปลีกที่ยังสูงกว่าของคู่แข่งอย่าง OR และ BCP จึงคาดว่ายอดขายและส่วนแบ่งตลาดของบริษัทจะลดลงเล็กน้อย
- มีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อภาพรวมใน 2H22-2023 เพราะคาดว่าประมาณการราคาน้ำมันดิบที่ลดลงจะช่วยให้ค่าการตลาดฟื้นสู่ระดับก่อนเกิดวิกฤติโควิด-19 ที่ 1.8-1.9 บาท/ลิตรได้ โดยทางสำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานของสหรัฐฯ (EIA) ประเมินราคาน้ำมันดิบเบรนท์ที่ลดลงเป็น US$70/bbl ภายใน 4Q22 จากปัจจุบันที่ US$90/bbl

Earnings forecast

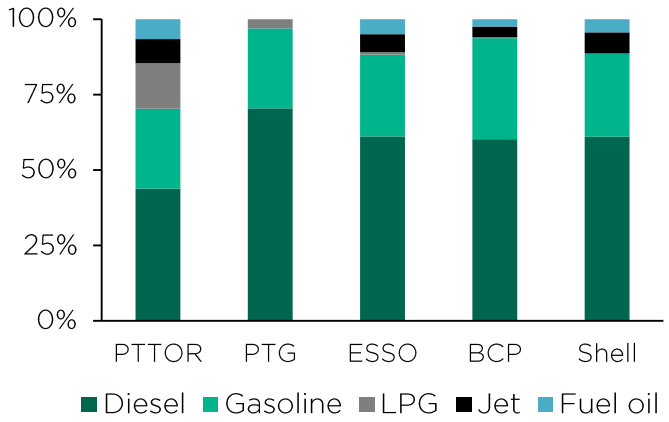


Date	Margin
1Q19	1.98
2Q19	1.91
3Q19	1.78
4Q19	1.80
1Q20	2.02
2Q20	1.87
3Q20	2.18
4Q20	2.24
1Q21	2.09
2Q21	1.98
3Q21	1.67
4Q21	1.35

Reference diesel marketing margin from EPPO



Sales volume breakdown by company



Sources: CGS Research, company data, Energy Policy And Planning Office (EPPO)
Note: CPO – crude palm oil

PTG: 2021-23 earnings revised down by 6 to 36%

Story
Sales
P5F
Team
WCB
ESG
Value
Risks

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2021-23 ลง 6%-36%

- ปรับลดประมาณการกำไรปี 2021 ลง 36% หลังจากปรับลดสมมติฐานค่าการตลาดลงเป็น 1.75 บาท/ลิตร จากเดิมที่ 1.8 บาท/ลิตร ขณะที่การตรึงราคาดีเซลโดยรัฐบาลในช่วง 4Q21 ก็ฉุดค่าการตลาดลงมาต่ำกว่าจุดคุ้มทุนที่ 1.6 บาท/ลิตร ถือเป็นปัจจัยที่ฉุดผลประกอบการในไตรมาสลงสู่แดนลบ
- ปรับลดกำไรปี 2022 ลง 19% อิงจากสมมติฐานค่าการตลาดใหม่ที่ 1.7 บาท/ลิตรจาก 1.75 บาท/ลิตร ส่วนการเติบโตของรายได้ปี 2021-23 จากราคาการค้าปลีกน้ำมันที่สูงขึ้น

	2021E		Change	2022E		Change	2023E		Change
	Revised	Previous	(%)	Revised	Previous	(%)	Revised	Previous	(%)
Financials									
Revenue (Bt mn)	135,750	130,528	4.0	149,324	143,581	4.0	162,764	156,504	4.0
Gross profit (Bt mn)	10,181	10,442	(2.5)	11,498	11,630	(1.1)	12,696	12,520	1.4
Net profit (Bt mn)	937	1,475	(36.5)	1,473	1,827	(19.4)	2,041	2,166	(5.8)
Recurring EPS (Bt/share)	0.56	0.88	(36.4)	0.88	1.09	(19.3)	1.22	1.29	(5.4)
Key financial ratios			Change			Change			Change
Revenue growth (%)	30.0	25.0	5.0	10.0	10.0	(0.0)	9.0	9.0	0.0
Gross profit margin (%)	7.5	8.0	(0.5)	7.7	8.1	(0.4)	7.8	8.0	(0.2)
SG&A to sales (%)	6.2	6.2	(0.0)	6.2	6.2	0.0	6.0	6.0	0.0
Net profit margin (%)	0.7	1.1	(0.4)	1.0	1.3	(0.3)	1.3	1.4	(0.1)

PTG: Revenue breakdown

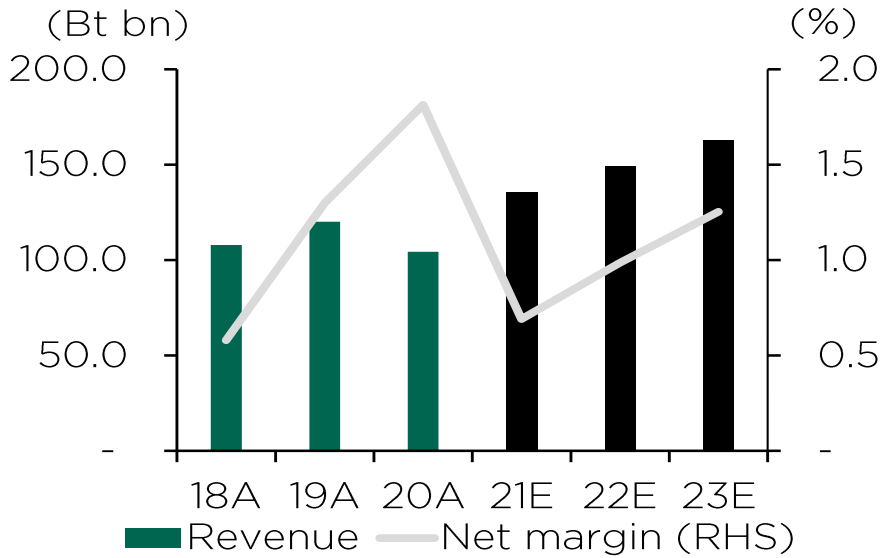
Story
Sales
P5F
Team
WCB
ESG
Value
Risks

บริษัทประกอบธุรกิจค้าน้ำมันเชื้อเพลิงผ่านเครือข่ายสถานีบริการน้ำมัน PT ซึ่งแบ่งสถานีบริการน้ำมันได้เป็นสองประเภทคือ 1) บริษัทลงทุนเอง (COCO) และ 2) สถานีบริการน้ำมันที่เป็นของตัวแทนจำหน่าย (DODO)

ธุรกิจน้ำมันคิดเป็น 88% ของกำไรขั้นต้นของบริษัท มีการค้าส่งและค้าปลีกน้ำมันผ่านสถานีบริการทั้งแบบ COCO และ DODO

บริษัทยังดำเนินธุรกิจค้าปลีกก๊าซ LPG สำหรับรถยนต์ซึ่งบริษัทเป็นเจ้าของเองทั้งหมด โดยส่วนนี้คิดเป็น 4% ของกำไรขั้นต้น

ธุรกิจอาหารและเครื่องดื่มและธุรกิจอื่น ๆ คิดเป็น 8% ของกำไรขั้นต้น ธรุกิจกลุ่มนี้รวมถึงร้านสะดวกซื้อ Max Mart ร้านกาแฟพันธุ์ไทย ที่เก็บน้ำมันเชื้อเพลิง น้ำมันหล่อลื่น พื้นที่ให้เช่า รวมถึงรายได้จากรายการพิเศษเช่นเงินอุดหนุนสำหรับการลดลงของราคาน้ำมัน



Revenue by group of income (Gross Profit), 2020

Oil Business 88%

LPG retail 4%

Food & Beverages and others 8%

PTG: Leadership and ownership

COUNTRY GROUP SECURITIES

Quality Growth

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

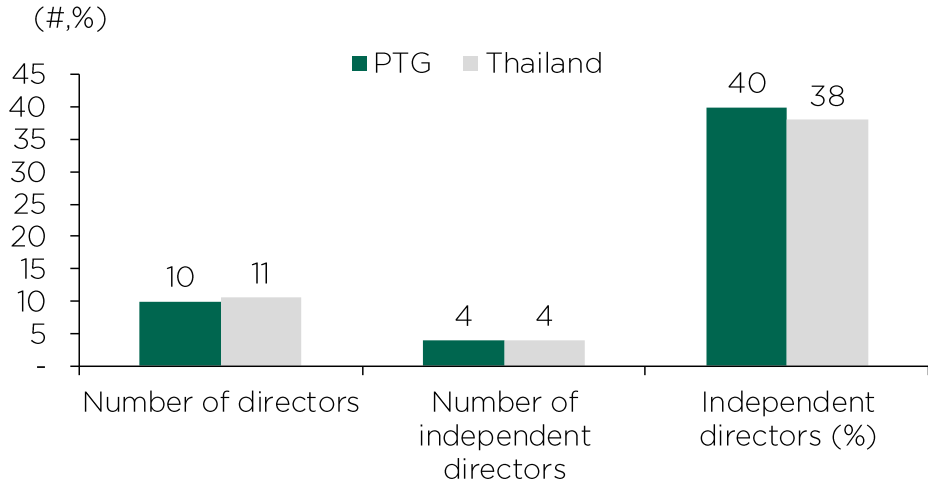
Chairman

Pol. Gen. Soontorn Saikwan

Chief Executive Officer

Mr. Pitak Ratchakitprakarn

Ownership



Leadership

Board of Directors	Position*	Board of Directors	Position*
Pol. Gen. Soontorn Saikwan	Chairman, I	Mr. Wanchai Rattanawong	Director, I , A
Mr. Pitak Ratchakitprakarn	President & CEO	Mr. Vuthichai Duangratana	Director, I, A
Mr. Pongsak vachirasakpanich	Director	Mr. Chalermruth Narkvichien	Director, I, A
Mr. Rangsun puangprang	Director		
Mrs. Jarusrak nitayanurak	Director		
Mr. Krairawee sirikul	Director		
Mr. Supote pitayapongpat	Director		

Ownership

Shareholder	% of O/S	Note
Ratchakitprakarn Family	29.64	Ratchakit Holding Company Limited
Mr. Pongsak Wachirasakpanich	6.01	
Thai NVDR Company Limited	5.1	Thai Non Voting Depository
Mrs. Jaruslak Nittayanurak	4.66	
Mr. Sakanant Wijitthanarak	4.37	
Top 5 shareholders	**49.78**	

Institutional & Management	% of O/S	Note
Total institutional ownership		
Total management ownership	13.17	
Foreign ownership	5.1	Foreign ownership limit is 49%

Sources: CGS Research, company data

Notes: * I = Independent, E = Executive, A = Audit committee, CEO = Chief executive officer CFO = Chief Financial Officer

PTG: Environmental

COUNTRY GROUP SECURITIES

Quality Growth

Story

Sales

P5F

Team

WCB

ESG

Value

Risks

Overall ESG Score (100% is best):	93%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	100%

Environmental

Yes/No?

บริษัทมีนโยบายลดการใช้ทรัพยากรหรือไม่? **Yes**

บริษัทตระหนักถึงความสำคัญของการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ทรัพยากรถึงขีดสุดและการใช้ประโยชน์จากเทคโนโลยี จึงมีการใช้เอกสารอิเล็กทรอนิกส์แทนกระดาษ จัดทำโครงการกระดาษเก่าแลกกระดาษใหม่และเข้าร่วมกิจกรรม Perks from Trash & Care the Whale Project ซึ่งเป็นโครงการที่ได้รับการสนับสนุนจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) เพื่อบริหารจัดการขยะภายในอาคารซีดับเบิ้ลยู ทาวเวอร์ เพื่อจำกัดปริมาณขยะที่ปล่อยสู่สาธารณะ

บริษัทเคยเผชิญข้อพิพาทด้านสิ่งแวดล้อมหรือไม่? **No**

ไม่เคย

บริษัทมีนโยบายการบริหารจัดการด้านมลพิษและของเสียหรือไม่? **Yes**

บริษัทลดของเสียในกระบวนการผลิตที่อาจส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมด้วยการนำของเสียกลับมาใช้ใหม่ในฐานะพลังงานสะอาดทดแทน จำนวนของเสียที่บริษัทรวบรวมในที่อาคารซีดับเบิ้ลยู ทาวเวอร์คือ 239 กก. หรือ 25% ของขยะทั้งหมดจากซีดับเบิ้ลยู ทาวเวอร์ บริษัทสามารถลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกเทียบเท่าการปล่อยคาร์บอนได้ 128 กก. จากปริมาณเทียบเท่าคาร์บอนทั้งหมดที่ 512 กก. อิงวิธีการคำนวณของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย

บริษัทได้ซื้อขายคาร์บอนเครดิตหรือกิจกรรมอื่น ๆ ที่ช่วยลดปัญหาด้านสภาพภูมิอากาศหรือไม่? **Yes**

บริษัทให้ความสำคัญกับการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในจุดที่อาจส่งผลกระทบต่อกิจการของบริษัท เช่น การตัดสินใจสร้างโรงงานคอมแพล็กซ์ปาล์มน้ำมันแบบบูรณาการเพื่อส่งเสริมการใช้พลังงานทดแทน ทั้งยังมีโรงไฟฟ้าขยะ สถานีบริการประหยัดพลังงาน ติดตั้งแผงพลังงานแสงอาทิตย์บนหลังคาและเปลี่ยนมาใช้หลอดไฟ LED ที่ปั๊มของตัวเองเพื่อลดการใช้ไฟฟ้าลง รวมถึงจัดอบรมให้พนักงานขับรถขนส่งน้ำมันเกี่ยวกับการประหยัดเชื้อเพลิง

บริษัทมีผลิตภัณฑ์สีเขียวหรือไม่? **No**

บริษัทไม่มีผลิตภัณฑ์ประเภทดังกล่าว

PTG: Social

COUNTRY GROUP SECURITIES

Quality Growth

Overall ESG Score (100% is best):	93%
Social	100%
Environmental	80%
Governance	100%

Social	**Yes/No?**
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสุขภาพและความปลอดภัยหรือไม่?	**Yes**
บริษัทมีนโยบายเกี่ยวกับอาชีวอนามัยและได้รับรางวัลสถานประกอบกิจการต้นแบบดีเด่นด้านความปลอดภัยอาชีวอนามัยและสภาพแวดล้อมในการทำงานในปี 2019 โดยกรมสวัสดิการและคุ้มครองแรงงาน กระทรวงแรงงาน บริษัทมีระบบและอุปกรณ์ด้านความปลอดภัยที่เพียงพอ มีการตรวจสอบระบบและฝึกซ้อมในเรื่องนี้อยู่เป็นประจำ	
บริษัทมีนโยบายคุ้มครองสิทธิมนุษยชนหรือไม่?	**Yes**
บริษัทตระหนักถึงความสำคัญด้านสิทธิมนุษยชนและการปฏิบัติอย่างเท่าเทียมกับแรงงาน มีการส่งเสริมสิทธิมนุษยชนและเลี่ยงการปฏิบัติใด ๆ ที่อาจไปละเมิดสิทธิดังกล่าวด้วยการปฏิบัติตามข้อกฎหมายแรงงานและอื่น ๆ ที่เกี่ยวข้อง	
บริษัทดำเนินตามนโยบายการแข่งขันที่เป็นธรรมหรือไม่? เช่น การต่อต้านการทุจริต ต่อต้านการให้สินบน และดำเนินตามจริยธรรมทางธุรกิจ	**Yes**
บริษัทมีช่องทางในการรับเรื่องร้องทุกข์จากพนักงาน เพื่อสนับสนุนการปฏิบัติตามกฎข้อบังคับของหลักธรรมาภิบาลบริษัท ส่งเสริมให้พนักงานทุกคนร้องเรียนกรณีใด ๆ ก็ตามที่เกี่ยวกับนโยบายเหล่านี้ บริษัทเป็นหนึ่งในแนวร่วมต่อต้านคอร์รัปชันของภาคเอกชนไทย (CAC) องค์กรเอกชนที่สนับสนุนบริษัทจดทะเบียนกำหนดนโยบายและแนวทางปฏิบัติที่เป็นการต่อต้านการกระทำทุจริตทุกรูปแบบ	
บริษัทมีระบบบริหารจัดการควบคุมคุณภาพหรือไม่?	**Yes**
ระบบบริหารจัดการของบริษัทได้รับการรับรองจากสถาบันในประเทศและต่างประเทศจำนวนมาก เช่น TIS 9001-2559 (ISO 9001:2016), (ISO/IEC 17025:2005) ที่รับรองเฉพาะบริษัทที่มีระบบการบริหารจัดการที่มีคุณภาพ	
บริษัทได้รับรายได้จากการค้าอาวุธ เครื่องดื่มแอลกอฮอล์ การพนัน ยาสูบ หรือสื่อลามกหรือไม่?	**No**
บริษัทไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับผลิตภัณฑ์ดังกล่าว	

PTG: Governance

COUNTRY GROUP SECURITIES

Quality Growth

Overall ESG Score (100% is best):	93%	Environmental	80%
Social	100%	Governance	100%

Governance	Yes/No?
สัดส่วนของกรรมการอิสระสูงกว่าค่าเฉลี่ยของประเทศไทยที่ 38% หรือไม่?	**Yes**
กรรมการของบริษัทเป็นกรรมการอิสระ 40% สูงกว่าค่าเฉลี่ยของไทย	
ประธานกรรมการดำรงตำแหน่ง CEO (หรือเทียบเท่า) ควบคู่กันหรือไม่?	**No**
คุณสุนทร ซ้ายขวัญดำรงตำแหน่งเป็นประธานกรรมการ ขณะที่คุณพิทักษ์ รัชกิจประการดำรงตำแหน่งเป็นประธานเจ้าหน้าที่บริหาร (CEO)	
บริษัทมีนโยบายด้านสิทธิผู้ถือหุ้นหรือไม่?	**Yes**
บริษัทแจงรายละเอียดเกี่ยวกับสิทธิผู้ถือหุ้นไว้ในรายงานประจำปีภายใต้หัวข้อบรรษัทภิบาล	
บริษัทมีนโยบายด้านสิทธิผู้ถือหุ้นหรือไม่?	**No**
บริษัทแจงรายละเอียดเกี่ยวกับสิทธิผู้ถือหุ้นไว้ในรายงานประจำปีภายใต้หัวข้อบรรษัทภิบาล	
บริษัทมีความยั่งยืนด้าน CSR หรือรายงานเรื่อง ESG หรือไม่?	**Yes**
กิจกรรมด้านความรับผิดชอบต่อสังคม (CSR) ของบริษัทเปิดเผยในรายงานประจำปีและบนเว็บไซต์บริษัท	

PTG: Summary financials

Story
Sales
P5F
Team
WCB
ESG
Value
Risks

PTG Energy PCL: Summary financials

Profit & loss (Bt m)	19A	20A	21E	22E	23E	Sep '20	Dec '20	Mar '21	Jun '21	Sep '21
Revenue	120,027	104,423	135,750	149,324	162,764	25,315	27,730	32,264	33,310	30,585
Cost of goods sold	(110,127)	(93,824)	(125,568)	(137,826)	(150,068)	(22,595)	(24,826)	(29,435)	(30,473)	(28,195)
Gross profit	9,900	10,599	10,181	11,498	12,696	2,720	2,903	2,828	2,837	2,391
SG&A	(7,907)	(7,820)	(8,349)	(9,258)	(9,766)	(1,895)	(2,102)	(2,057)	(2,069)	(2,109)
Other (exp)/inc	239	243	297	306	307	66	70	79	81	72
Operating profit	2,232	3,023	2,130	2,546	3,237	891	872	851	849	354
Finance cost	(335)	(1,104)	(1,114)	(1,058)	(1,044)	(280)	(284)	(274)	(276)	(283)
Other inc/(exp)	(0)	20	-	-	-	4	3	1	1	8
Earnings before taxes	1,897	1,939	1,016	1,489	2,193	615	591	578	574	79
Income tax	(359)	(425)	(274)	(283)	(439)	(132)	(113)	(125)	(118)	(39)
After-tax profit	1,538	1,514	742	1,206	1,754	483	477	453	456	39
Equity income	40	376	205	282	307	33	166	78	45	35
Minorities	(3)	(12)	(9)	(15)	(21)	(4)	(4)	(0)	(3)	(2)
Earnings from cont. operations	1,575	1,877	937	1,473	2,041	512	639	532	498	72
Forex gain/(loss) & unusual item	(14)	17	-	-	-	(3)	33	(0)	(0)	(9)
Net income	1,561	1,894	937	1,473	2,041	509	672	531	498	63
EBITDA	5,283	6,279	6,751	7,968	9,455	1,653	1,771	1,662	1,640	1,156
Recurring EPS (Bt)	0.94	1.12	0.56	0.88	1.22	0.31	0.39	0.32	0.30	0.04
Weighted average shares (m)	1,678	1,676	1,676	1,676	1,676	1,670	1,670	1,661	1,659	1,575
Balance sheet (Bt m)	**19A**	**20A**	**21E**	**22E**	**23E**	**Sep '20**	**Dec '20**	**Mar '21**	**Jun '21**	**Sep '21**
Assets	22,652	42,037	46,735	49,777	53,335	40,618	42,037	42,231	42,752	43,614
Liabilities	15,944	34,057	38,303	40,635	43,210	32,985	34,057	33,712	34,554	35,329
Equity	6,648	7,884	8,326	9,021	9,984	7,565	7,884	8,423	8,101	8,186
Invested capital	12,883	33,680	35,517	37,784	40,465	33,561	33,680	31,618	34,020	34,529
Growth (YoY, %)	**19A**	**20A**	**21E**	**22E**	**23E**	**Sep '20**	**Dec '20**	**Mar '21**	**Jun '21**	**Sep '21**
Revenue	11.3	(13.0)	30.0	10.0	9.0	(11.1)	(10.7)	10.8	49.7	20.8
Recurring EPS	150.4	19.8	(50.2)	57.2	38.6	104.1	83.7	163.9	(4.5)	(85.8)
Assets	8.2	85.6	11.2	6.5	7.1	90.6	85.6	5.0	5.1	7.4
Liabilities	3.1	113.6	12.5	6.1	6.3	120.5	113.6	1.3	2.9	7.1
Equity	22.1	18.6	5.6	8.3	10.7	20.1	18.6	22.2	15.0	8.2
Profits (%)	**19A**	**20A**	**21E**	**22E**	**23E**	**Sep '20**	**Dec '20**	**Mar '21**	**Jun '21**	**Sep '21**
Gross margin	8.2	10.1	7.5	7.7	7.8	10.7	10.5	8.8	8.5	7.8
EBITDA margin	4.4	6.0	5.0	5.3	5.8	6.5	6.4	5.2	4.9	3.8
Net margin	1.3	1.8	0.7	1.0	1.3	2.0	2.4	1.6	1.5	0.2
ROE	25.8	26.1	11.6	17.0	21.5	27.9	34.8	26.1	24.1	3.1
ROIC	15.3	10.1	4.5	5.6	6.6	8.5	8.4	8.2	8.2	2.5
Core profit (Bt m)	**19A**	**20A**	**21E**	**22E**	**23E**	**Sep '20**	**Dec '20**	**Mar '21**	**Jun '21**	**Sep '21**
Net profit	1,561	1,894	937	1,473	2,041	509	672	531	498	63

Disclaimer

COUNTRY GROUP SECURITIES

Investment ratings

BUY: Expected return excluding dividends of more than 10% within the next 12 months.
HOLD: Expected return excluding dividends between -10% and 10% within the next 12 months.
SELL: Expected return excluding dividends of less than -10% within the next 12 months.
NR: Not Rated- Stock is not in our research coverage.

Analyst certification

The analyst(s) named in this report certifies that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal views of the analyst(s) with regard to any of all of the subject securities and companies mentioned in this report and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is , or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendation or views expressed by that analyst herein.

General disclaimer

This document is prepared by Country Group Securities Public Company Limited (CGS). This research is aimed to provide information and analysis based on data received from public sources and interviews with company executives. The information is carefully examined but their completeness and accuracy are not guaranteed. The analysis, conclusions and recommendations in this research are mainly based on the fundamental analysis without the intention to influence or lead the users of this report. The recommendations in this research belong solely to the analyst(s). CGS may not agree with the opinions in this research. Investors and users of this research should rely on their personal judgment.

Disclaimer on CG Scoring and THAI-CAC

CG Scoring: 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 IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. 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 date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Country Group Securities Public Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result. The IOD assigns numbers of logos to each company based on their scoring as follows: 90-100 = Excellent (5), 80-89 = Very Good (4), 70-79 = Good (3), 60-69 = Satisfactory (2), 50-59 = Pass (1), <50 = N/A (No logo given).

Anti-corruption Progress Indicator: The assessment on progress level of Thai listed companies with respect to anticorruption called "anti-corruption progress indicator" conducted by Thaipat Institute. This is an initiative under the SEC's Sustainability Development Roadmap for Listed Companies emphasizing on running business operation with good corporate governance, corporate social responsibility and firm commitment against corruption; which will pave the way for them to become role models for others in the Thai business sector. The indicator comprises level 1 to 5 as follows: Level 1: Committed, Level 2: Declared, Level 3: Established, Level 4: Certified, Level 5: Extend.