

# Fundamental Story

Thai Oil Pci (TOP TB) - SELL

News update

Chak Reungsinpinya | Email: chak.reu@thanachartsec.co.th

## การลงทุนครั้งใหญ่ในโอเลฟินเคมีคอล

- **TOP เข้าถือหุ้น 15% ใน Chandra Asri**
  - **มูลค่าการลงทุนอยู่ที่ US\$1.18bn หรือ 39 พันลพ.**
  - **เงินทุนมาจากการออกหุ้นเพิ่มทุน 10 พันลพ. และขายหุ้นใน GPSC**
  - **เรามีมุมมองที่ไม่เป็นบวกต่อธุรกรรมนี้ คงคำแนะนำ “ขาย”**
- บมจ. ไทยออยล์ ประกาศจะทำการลงทุนครั้งใหญ่ในโอเลฟินเคมีคอล โดยซื้อหุ้น 15.38% ใน Chandra Asri Petrochemical (BB code: TPIA IJ, not rated) ในประเทศอินโดนีเซีย รวมมูลค่า US\$1.18bn หรือ 39 พันลพ. (สมมติการอัตราแลกเปลี่ยน USD/THB อยู่ที่ 33 บาท เรามีมุมมองที่ไม่เป็นบวกต่อธุรกรรมนี้ คงคำแนะนำ “ขาย”
  - Chandra Asri: Chandra Asri Petrochemical (CAP) เป็นผู้ผลิตสารเคมีโอเลฟินเพียงรายเดียวในอินโดนีเซีย ปัจจุบันเป็นผู้ดำเนินกิจการโรงงานแยกแฉกนพทา (Naphtha Cracker) เพียงแห่งเดียว โดยมีผลผลิตโอเลฟินรวมอยู่ที่ 900k tpa นอกจากนี้ยังมีโรงงานโพลีเอทิลีนและโพลีโพรพิลีน รวมถึงสไตรีนโมโนเมอร์ (SM) และ MTBE ขณะที่บมจ. ปูนซิเมนต์ไทย (SCC, “ซีโอ”) ปัจจุบันถือหุ้นใน CAP ราว 30%
  - สัดส่วนการถือหุ้น: การลงทุนของ TOP ใน CAP จะลงทุนผ่านบริษัทย่อยที่จัดตั้งขึ้นใหม่ สำหรับเงินลงทุนของบริษัทฯ จะนำไปใช้เฉพาะเพื่อการพัฒนาและก่อสร้างโรงงานปิโตรเคมีซึ่งจะก่อสร้างโดย PT Chandra Asri Perkasa (“CAP2”) TOP จะปรับลดสัดส่วนการถือหุ้นของ Barito Group (ผู้ถือหุ้นรายใหญ่) การลงทุนจะทำในสองขั้นตอน:
    - 15% แรกจะเป็นการจองซื้อหุ้นใหม่ และ (หากจำเป็น) เข้าซื้อหุ้นเดิม (Secondary Share) มาจาก Mr. Prajogo Pangestu ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นเดิมของ CAP ในกรณีที่บริษัทฯ ต้องลงทุนเพิ่มเติม (Top Up) ทั้งนี้เพื่อให้บริษัทฯ ถือหุ้นในสัดส่วน 15% ซึ่งการถือหุ้นในสัดส่วน 15% นี้จะมีมูลค่าสูงสุดไม่เกิน US\$914m (30.2 พันลพ.)
    - หุ้นที่เหลือ 0.38% จะถูกซื้อหลังจากที่โครงการใหม่ (CAP2) ดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) หากทำได้ภายใน 5 ปีหลังจากการทำธุรกรรมสิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนแล้วเสร็จ มูลค่าที่ต้องจ่ายสำหรับหุ้น 0.38% นี้อยู่ที่ US\$270m (8.93 พันลพ.) แต่หากไม่มีการอนุมัติการลงทุนภายในระยะเวลา 5 ปี นับจากวันที่ทำธุรกรรมสิทธิจองซื้อหุ้นเพิ่มทุนแล้วเสร็จ TOP จะต้องจ่ายเพิ่มอีกเพียง US\$3.9m หรือ 129 ลพ.
  - การจัดหาเงินทุน: TOP จะใช้เงินทุนสนับสนุนการเข้าซื้อกิจการ โดยการออกหุ้นเพิ่มทุน (ไม่เกิน 10.0 พันลพ.) รวมทั้งขายหุ้นในบมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี ในจำนวนไม่เกิน 10.8% (GPSC, “ซีโอ”, ทำบทวิเคราะห์โดยคุณณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์)
  - มุมมองของเรา: เรามีมุมมองที่ไม่เป็นบวกต่อธุรกรรมนี้ ประการแรก โอเลฟินไม่ใช่ธุรกิจหลักของ TOP ประการที่สอง ไม่มี synergy ที่ TOP จะได้รับจากการซื้อโรงงานโอเลฟินในอินโดนีเซีย ประการที่สาม TOP จะถือหุ้นเพียง 15.38% ซึ่งไม่เพียงพอสำหรับ equity accounting แต่รายได้จากโครงการนี้จะอยู่ในรูปของเงินปันผลแทนสุดท้ายนี้ TOP กำลังลงทุนกับสิ่งที่เราคิดว่าอยู่จุดสูงสุดของวัฏจักรเคมีคอลแล้ว

## Key Valuations

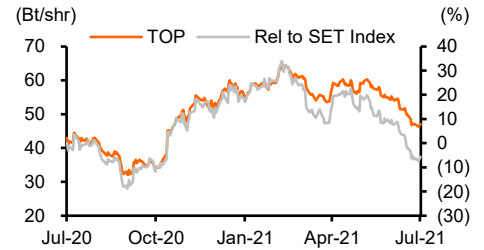
Y/E Dec (Bt m)	2020	2021F	2022F	2023F
Revenue	247,913	334,234	347,136	357,943
Net profit	(3,301)	4,020	4,267	6,540
Norm net profit	(10,708)	4,020	4,267	6,540
Norm EPS (Bt)	(5.2)	2.0	2.1	3.2
Norm EPS gr (%)	na	na	6.1	53.3
Norm PE (x)	na	23.9	22.5	14.7
EV/EBITDA (x)	na	16.7	17.5	14.2
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.8
Div. yield (%)	1.5	1.9	2.0	3.1
ROE (%)	na	3.4	3.6	5.3
Net D/E (%)	61.2	96.0	122.7	122.6

Source: Thanachart estimates

## Stock Data

Closing price (Bt)	47.00
Target price (Bt)	48.00
Market cap (US\$ m)	2,917
Avg daily turnover (US\$ m)	21.3
12M H/L price (Bt)	64.50/32.00

## Price Performance



Source: Bloomberg

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2107A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2107A, BAM16C2110A, BANP16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111B, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BCPG16C2111A, BDMS16C2107A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2107A, COM716C2110A, CPAL16C2111A, CPAL16C2109A, CPF16C2107A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, DOHO16C2111A, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2111A, IVL16C2107A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMAR16C2111A, JMT16C2110A, KBAN16C2111B, KBAN16C2111A, KBAN16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2107A, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2107A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2107A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2111A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109D, S5016C2112A, S5016P2112A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, STGT16C2111A, TASC16C2107A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2111A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPAL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, PTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, STGT, TASCO, TQM, TU). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิวิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)