SELL (Unchanged) | **TP: Bt 48.00** (From: Bt 44.00) | **25 JUNE 2021**

Change in Numbers | **Downside : 12.7%**

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

ฟื้นตัวช้า

CHAK REUNGSINPINYA
662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

เรายังคงแนะนำ “ขาย” TOP แต่ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 48 บาท จาก 44 บาท จากการปรับปีฐาน เราคิดว่า TOP จะเป็นหนึ่งในบริษัทพลังงานสุดท้ายที่จะฟื้นตัว เนื่องจากความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันที่เติบโตช้าและมีอุปทานใหม่จำนวนมาก ในกลุ่มฯ เราชอบ PTTGC และ BANPU

มูลค่ายังไม่น่าสนใจ

ที่ระดับปัจจุบัน เราคิดว่า TOP ยังไม่น่าสนใจพอ เนื่องจาก 1) หุ้นยังคงซื้อขายเกือบ 1 เท่า P/BV และเกือบ 30 เท่า P/E ในปี 2021-22F ซึ่งหมายความว่าตลาดได้รับรู้ถึงความเป็นไปได้ที่จะฟื้นตัวไปแล้ว 2) เราคาดว่ากำไรจะยังคงตกต่ำในช่วง 12 เดือนข้างหน้า เนื่องจากค่าการกลั่นที่ต่ำและอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำ และ 3) เนื่องจาก TOP มีภาระผูกพันด้านเงินทุนที่สูงอยู่แล้วจากการขยายโรงกลั่น เราจึงเห็นความเสี่ยงในเรื่องการเพิ่มทุน หากผู้บริหารตัดสินใจที่จะดำเนินการลงทุนในธุรกิจโอเลฟิน

ค่าการกลั่นฟื้นตัวช้า และต้นทุนสูงขึ้น

เรายังคงคาดการณ์ค่าการกลั่นสิงคโปร์ (ค่าการกลั่นขั้นต้น) ที่ US$2 /US$3/US$4/bbl ในปี 2021-23F และ US$4.5/bbl ในระยะยาว เช่นเดิม ความต้องการในเอเชียมีอัตราการฟื้นตัวตามหลังตลาดที่พัฒนาแล้ว เราคิดว่ามาจากการระบาดของโควิด-19 และอัตราการฉีดวัคซีน ในด้านอุปทาน เรายังคงเห็นกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มเข้ามาในจีน (ซึ่งเราได้กล่าวไว้ในบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – ปรับลดน้ำหนักลงทุนเป็น “NEUTRAL” วันที่ 8 ม.ค.2021) นอกจากนี้การลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ อย่างต่อเนื่องยังทำให้พรีเมี่ยมน้ำมันสูงขึ้นสำหรับเกรดน้ำมันดิบในตะวันออกกลาง ซึ่งคิดเป็น 50-60% ของปริมาณวัตถุดิบที่ป้อนเข้าสู่กระบวนการผลิตของ TOP ซึ่งหมายความว่า crack spreads ที่ TOP รับรู้สำหรับแต่ละผลิตภัณฑ์อาจต่ำกว่าเกณฑ์มาตรฐาน (ซึ่งมีราคาเทียบกับดูไบ)

อัตราการใช้กำลังการผลิตยังคงต่ำ

อัตราการใช้กำลังการผลิตของ TOP อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตปกติ 10-15% มานานกว่าหนึ่งปีแล้ว เราคาดว่าอัตราการใช้กำลังผลิตจะยังคงอยู่ในระดับต่ำเป็นเวลาอย่างน้อย 12 เดือนข้างหน้า เนื่องจากค่าการกลั่นในภูมิภาคที่ต่ำ (ซึ่งทำให้การกลั่นอ่อนแอ) และความต้องการในประเทศที่ต่ำ สำหรับความต้องการที่ต่ำ ประเทศไทยประสบกับการระบาดของโควิด-19 ระลอกที่ 3 ซึ่งปัจจุบันถือว่ารุนแรงที่สุด ซึ่งส่งผลให้การใช้น้ำมันเบนซินและดีเซลลดลง 10-15% จากระดับใน 1Q21 นอกจากนี้ยังอาจกดดันการฟื้นตัวของความต้องการน้ำมันอากาศยาน ซึ่งยังคงลดลงราว 70% จากระดับก่อนเกิดโรคระบาดอีกด้วย ด้วยยอดขายในประเทศโดยทั่วไปให้มาร์จิ้นสูงกว่าการส่งออกที่ US$1-2/bbl เราจึงคิดว่านี่จะเป็นอีกความท้าทายสำหรับ TOP

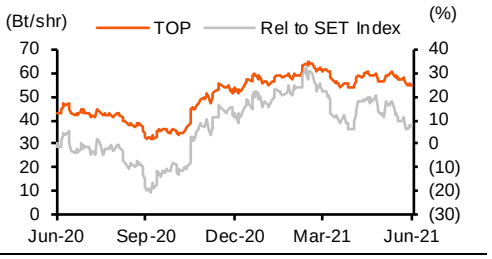
น้ำมันหล่อลื่นไม่สามารถเปลี่ยนแนวโน้มกำไรโดยรวม

จุดแข็งจุดหนึ่งของ TOP คือน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน มาร์จิ้นสำหรับกลุ่ม 1 เกิน US$1,000/ton จากระดับปกติที่ US$300-500/ton ทั้งนี้เนื่องมาจากความต้องการที่เพิ่มขึ้น (เช่น ยอดขายรถยนต์ใหม่) และอุปทานใหม่ที่มีจำกัดด้วยมีกำลังการผลิตใหม่ส่วนใหญ่อยู่ในกลุ่มที่ 3 แต่อย่างไรก็ตาม น้ำมันหล่อลื่นคิดเป็นเพียง US$0.5-1.25/bbl ของอัตรากำไรขั้นต้นรวม (GIM) ของ TOP และไม่สามารถเปลี่ยนแปลงแนวโน้มกำไรโดยรวมได้ เราชอบ PTTGC และ BANPU มากกว่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	247,913	334,234	347,136	357,943
Net profit	(3,301)	4,020	4,267	6,540
Consensus NP	—	6,886	7,841	8,616
Diff frm cons (%)	—	*(41.6)*	*(45.6)*	*(24.1)*
Norm profit	(10,708)	4,020	4,267	6,540
Prev. Norm profit	—	1,503	3,416	4,562
Chg frm prev (%)	—	*167.4*	*24.9*	*43.4*
Norm EPS (Bt)	(5.2)	2.0	2.1	3.2
Norm EPS grw (%)	na	na	6.1	53.3
Norm PE (x)	na	27.9	26.3	17.2
EV/EBITDA (x)	na	17.9	18.6	15.1
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.9
Div yield (%)	1.3	1.6	1.7	2.6
ROE (%)	na	3.4	3.6	5.3
Net D/E (%)	61.2	96.0	122.7	122.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 25-Jun-21 (Bt)	55.00
Market Cap (US$ m)	3,528.8
Listed Shares (m shares)	2,040.0
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US$ m)	21.7
12M Price H/L (Bt)	64.50/32.00
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

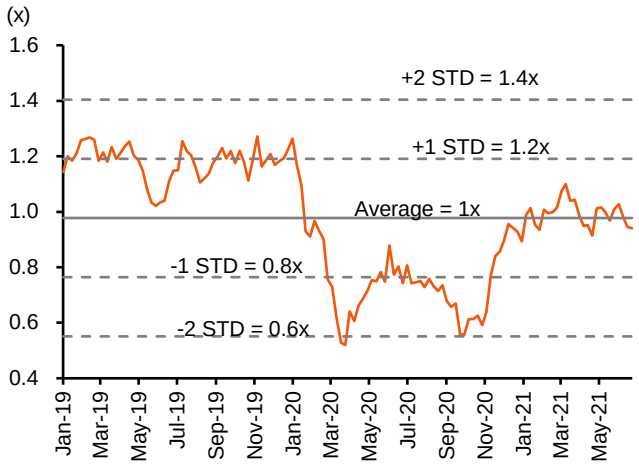
Thanachart Securities

Ex 1: Valuation Comparison

	PE		P/BV	
	2021F	2022F	2021F	2022F
	(x)	(x)	(x)	(x)
BANPU	10.8	8.8	1.2	1.1
PTT	10.7	10.4	1.2	1.1
PTTEP	14.7	13.1	1.3	1.2
PTTGC	10.9	11.0	0.9	0.9
TOP	27.9	26.3	0.9	0.9

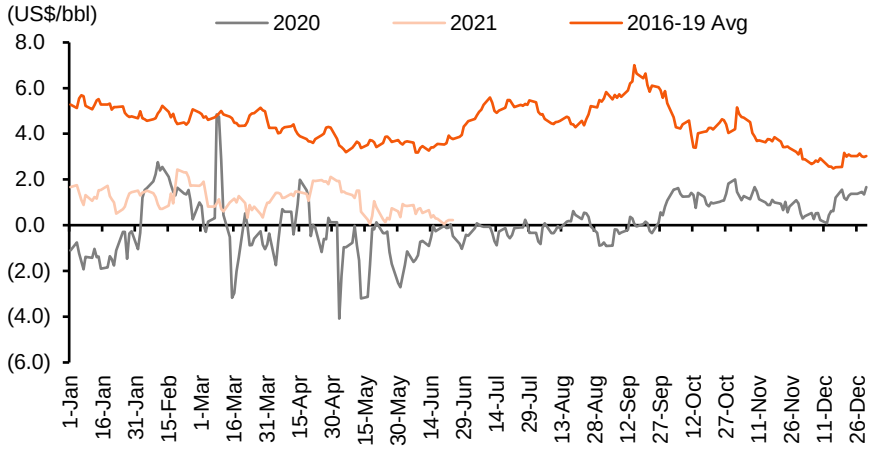
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: TOP's P/BV



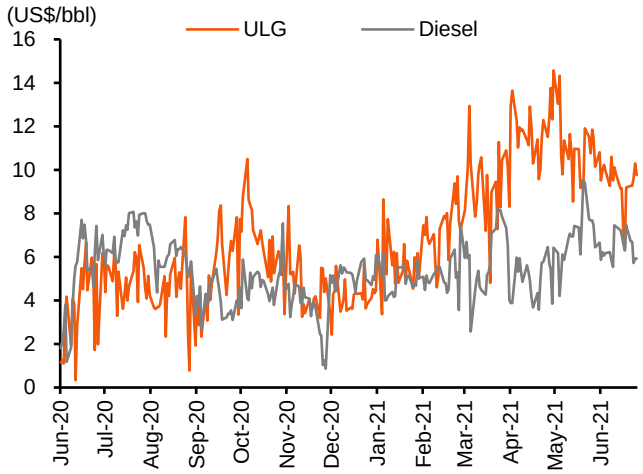
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Singapore GRM Remains Well Below Historical Range Of $4-6/bbl



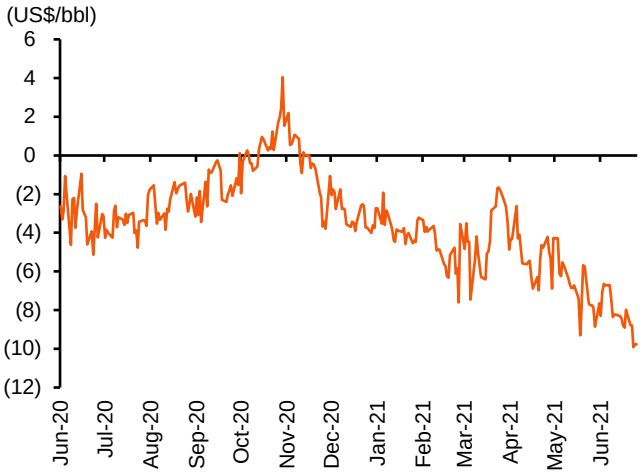
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Gasoline Cracks Have Partially Recovered



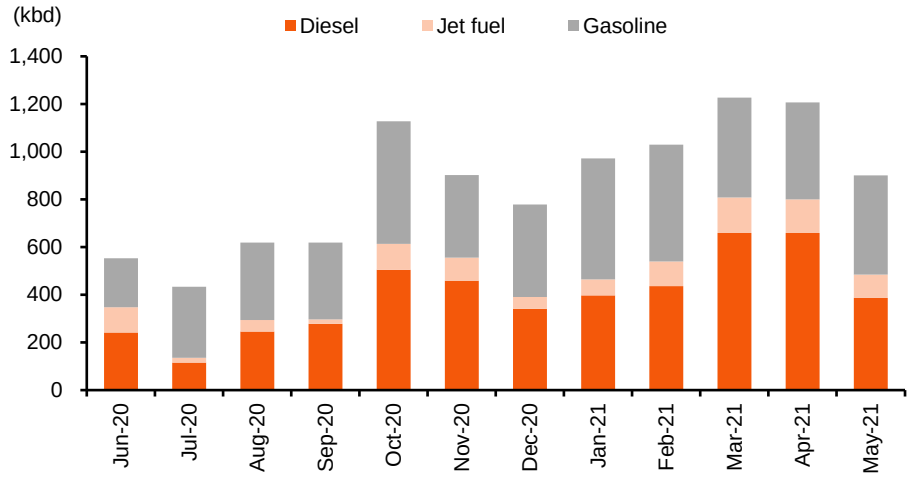
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: But Fuel Oil Spreads Have Pulled Back



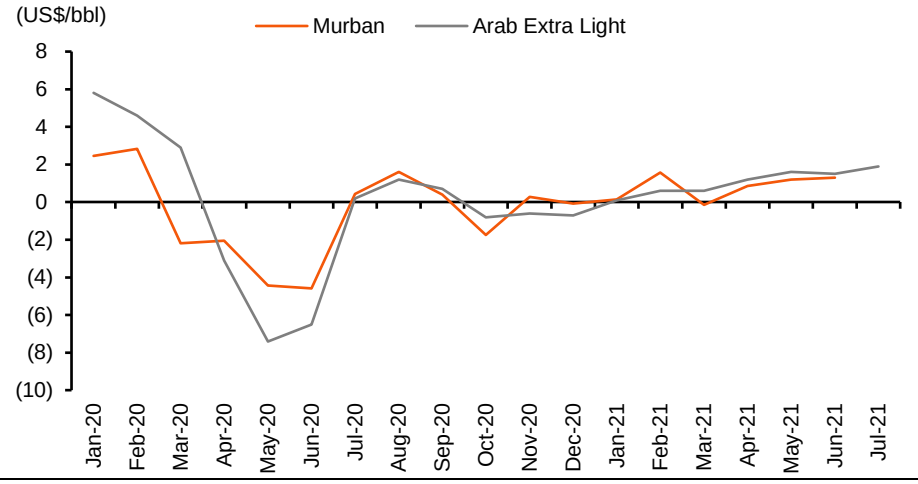
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: China's Exports Of Diesel, Jet Fuel (Kerosene) And Gasoline Have Been Rising



Sources: General Administration of Customs, Thanachart estimates

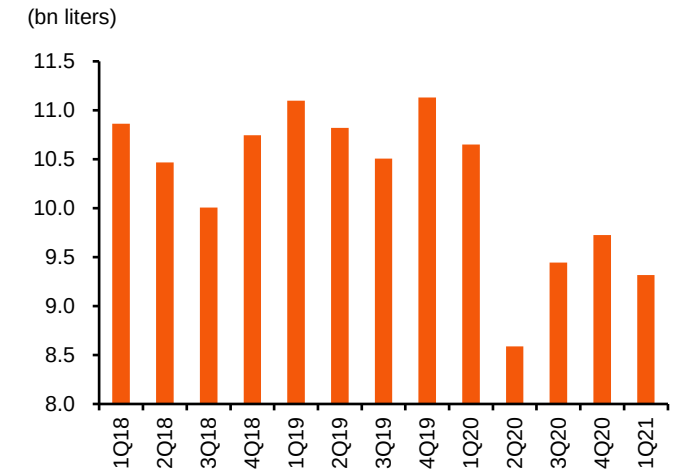
Ex 7: Premiums For Murban And Arab Extra Light Have Been Rising Since 4Q20



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

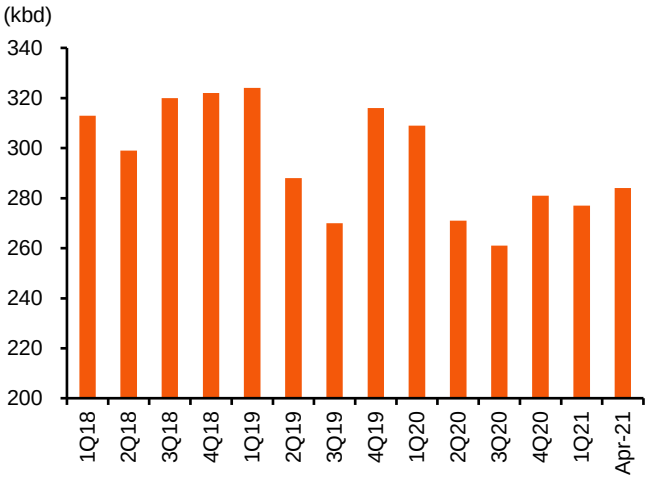
Note: Murban premium is calculated as the Murban spot price less Platts Dubai assessment; Arab Extra Light premium is based on the official selling price (OSP)

Ex 8: Thailand Demand For Gasoline, Diesel And Jet Fuel



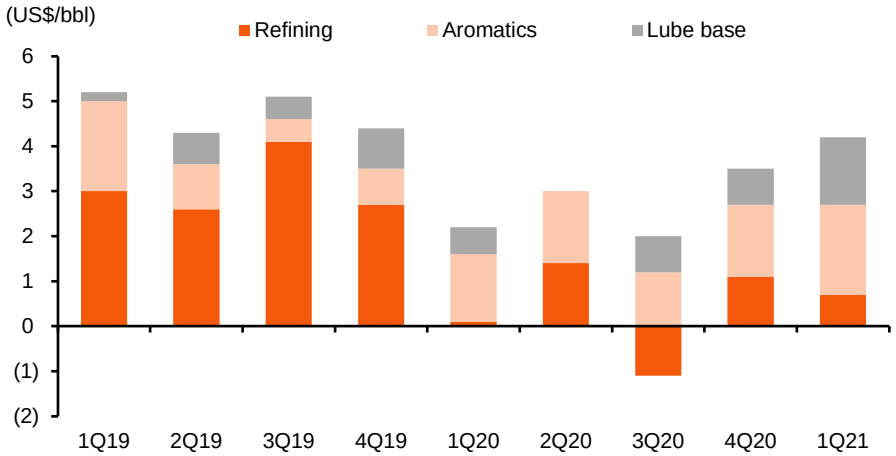
Sources: DOEB, Thanachart estimates

Ex 9: TOP's Integrated Intake Still 10-15% Below Normal



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: TOP GIM (Gross Integrated Margin) Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS				TP
	2021F	2022F	2023F	2024F	
New	1.97	2.09	3.21	4.14	48.00
Old	0.74	1.67	2.24	2.47	44.00
Change (%)	*167.4*	*24.9*	*43.4*	*68.0*	*9.1*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 12-month DCF-based TP Calculation For Downstream Business, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	13,803	17,505	24,067	30,787	30,440	30,086	29,725	29,358	28,984	28,603	28,214	0
Free cash flow	(36,275)	(3,500)	27,283	17,609	25,192	24,847	24,496	24,137	23,770	23,395	23,011	233,381
PV of free cash flow	(33,201)	(2,932)	20,912	12,353	15,955	14,363	12,921	11,621	10,446	9,384	8,173	82,888

Risk-free rate (%)	5.5%
Market risk premium (%)	8.0%
Beta	1.25
WACC (%)	9.3%
Terminal growth (%)	0.0%
Enterprise value - add investments	187,405
Net cash/(debt) (2021F)	117,991
Minority interest	4,309
Equity value	65,105
# of shares (m)	2,040
Equity value/share (Bt)	**32.00**

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Downstream	65,105	32	67%	DCF
Power (GPSC)	33,367	16	33%	DCF
Total value per share	**98,472**	**48**	**100%**	

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Net debt position is for all businesses except GPSC, which is not consolidated

Valuation Comparison

Ex 13: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth 21F (%)	EPS Growth 22F (%)	PE 21F (x)	PE 22F (x)	P/BV 21F (x)	P/BV 22F (x)	EV/EBITDA 21F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	Div. Yield 21F (%)	Div. Yield 22F (%)	ROE 21F (%)	ROE 22F (%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	82.3	17.7	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	14.4
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(11.8)	10.1	11.4	2.2	1.9	7.9	8.8	4.5	4.2	24.7	17.6
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(15.8)	5.6	6.7	1.3	1.1	5.7	7.1	6.2	5.8	24.1	17.0
IOCL	IOCL IN	India	129.5	4.2	6.9	6.6	1.0	0.9	6.3	6.1	7.3	7.1	14.6	13.5
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	28.1	30.3	23.7	2.3	1.9	19.2	14.1	0.4	0.4	8.5	7.7
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	116.3	55.1	25.5	1.7	1.6	11.8	10.4	0.6	1.0	3.8	6.7
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(4.5)	11.2	11.7	1.8	1.6	7.2	7.6	2.5	2.5	17.5	15.0
Petron	PCOR PM	Philippines	na	134.5	22.9	9.8	0.7	0.5	8.2	7.4	3.0	na	2.4	6.1
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(0.5)	23.6	23.7	3.1	2.9	14.8	15.0	2.7	2.8	12.1	12.1
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	na	458.6	19.7	0.7	0.7	7.8	6.2	0.1	2.8	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	80.9	1.7	1.6	83.3	19.7	0.0	0.6	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.6	13.6	12.4	1.0	1.0	8.7	8.0	4.4	4.8	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	8.5	9.1	15.6	14.3	3.6	3.2	8.9	8.4	3.2	3.5	24.4	23.9
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	10.9	11.0	0.9	0.9	6.7	6.5	5.5	5.4	8.5	8.0
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	127.9	1.4	1.4	23.0	17.0	0.0	0.3	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	27.7	18.7	11.9	10.1	0.9	0.8	5.6	4.5	4.3	5.0	7.3	8.3
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	6.1	27.9	26.3	0.9	0.9	17.9	18.6	1.6	1.7	3.4	3.6
Average			**93.6**	**22.2**	**50.3**	**26.3**	**1.6**	**1.4**	**15.2**	**10.3**	**2.9**	**3.2**	**12.6**	**11.8**
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(7.7)	10.4	11.2	0.6	0.6	4.0	4.1	5.0	4.9	5.7	4.9
Sinopec	386 HK	China	76.4	1.6	8.0	7.9	0.6	0.6	3.9	3.7	7.4	7.6	8.1	7.7
Total	FP	France	na	8.4	na	na	na	na	na	na	na	na	10.5	11.2
Eni	ENI IM	Italy	na	32.8	14.8	11.1	1.0	1.0	3.9	3.5	6.7	7.1	7.1	8.9
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	17.0	8.2	7.0	0.8	0.7	4.5	4.3	4.0	4.1	10.1	10.4
Repsol	REP SM	Spain	na	20.1	9.8	8.2	0.8	0.8	5.0	4.6	5.4	5.5	8.2	9.2
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	15.5	18.7	16.2	1.5	1.5	7.1	6.6	5.0	5.1	8.1	8.9
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	19.4	17.2	14.4	1.7	1.6	7.7	6.9	5.4	5.5	9.4	11.1
Conoco Philips	COP US	USA	na	8.0	17.1	15.9	1.8	1.7	5.9	5.7	2.8	2.9	12.8	10.9
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	177.8	3.4	10.7	10.4	1.2	1.1	4.9	4.5	4.7	4.8	11.6	11.2
Average			**127.1**	**11.8**	**12.8**	**11.4**	**1.1**	**1.1**	**5.2**	**4.9**	**5.2**	**5.3**	**9.2**	**9.4**
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	187.1	13.0	18.0	16.0	1.9	1.8	5.9	5.4	1.4	1.6	10.7	10.2
Woodside	WPL AU	Australia	167.9	(1.6)	16.1	16.3	1.7	1.6	5.6	5.5	4.1	3.9	9.2	9.0
Suncor Energy	SU US	Canada	na	14.6	9.5	8.3	1.0	1.0	5.4	5.1	3.4	3.8	8.9	7.8
CNOOC	883 HK	Hong Kong	145.1	6.8	6.8	6.3	0.9	0.8	2.5	2.3	6.5	6.9	12.8	13.0
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	86.4	12.3	6.6	0.7	0.6	5.4	4.1	2.6	5.3	6.1	10.0
RIL	RIL IN	India	(0.6)	28.1	30.3	23.7	2.3	1.9	19.2	14.1	0.4	0.4	8.5	7.7
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	(15.2)	8.9	10.5	na	29.2	4.7	5.1	0.4	0.5	(76.0)	(45.8)
Devon Energy	DVN US	USA	na	35.8	13.0	9.6	2.5	1.5	5.8	4.9	3.9	4.8	25.7	25.1
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	52.2	12.5	14.7	13.1	1.3	1.2	4.2	3.7	4.1	4.6	9.0	9.7
Average			**84.3**	**20.1**	**14.4**	**12.3**	**1.5**	**4.4**	**6.5**	**5.6**	**3.0**	**3.5**	**1.7**	**5.2**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 25 June 2021 closing prices

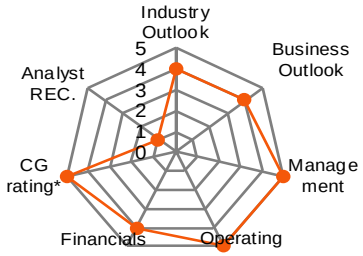
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) (TOP) เป็นบริษัทที่ทำธุรกิจโรงกลั่นที่สำคัญของกลุ่ม PTT ซึ่งถือหุ้น 49% โดยดำเนินธุรกิจโรงกลั่นแบบครบวงจรรายใหญ่ที่สุดของไทย มีกำลังการกลั่นน้ำมันราว 275,000 บาร์เรลต่อวัน (25% ของกำลังการผลิตรวมของประเทศไทย) และ 9.8 Nelson complexity และยังผลิตอะโรเมติกส์กำลังการผลิต 1 ล้านตัน และน้ำมันหล่อลื่นและบีทูเมน 0.3 ล้านตัน อีกด้วย TOP ยังเป็นเจ้าของ และดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าเรือบรรทุกน้ำมัน และโรงงานผลิตเอทานอล อีกด้วย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- หนึ่งในผู้ประกอบการที่มีต้นทุนการดำเนินงานต่ำที่สุดในภูมิภาค
- เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่ม PTT
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

W — Weakness

- ผลประกอบการผันผวนเนื่องจากได้รับผลกระทบจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ผันผวน
- การทำ debottlenecking มีจำกัด

O — Opportunity

- กระแสเงินสดแข็งแกร่ง สามารถใช้เพื่อการเติบโตและเข้าซื้อกิจการได้
- ความสามารถในการอัพเกรดผลิตภัณฑ์ขั้นกลางเป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัทฯ ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	63.20	48.00	-24%
Net profit 21F (Bt m)	6,886	4,020	-42%
Net profit 22F (Bt m)	7,841	4,267	-46%
Consensus REC	**BUY: 14**	**HOLD: 7**	**SELL: 7**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเราต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราสมมติให้ GRM ฟื้นตัวช้า
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Upside risk ต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะทำให้ต้นทุนการดำเนินงานลดลงและผลกำไรเพิ่มขึ้น
- ค่าการกลั่น (GRM) และส่วนต่างกำไรกลุ่มอะโรเมติกส์ (โดยเฉพาะ PX) ที่สูงกว่าคาด และค่าพรีเมี่ยมน้ำมันดิบชนิดเบาที่ต่ำกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

We expect slow earnings recovery in 2021-22F…

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	363,916	247,913	334,234	347,136	357,943
Cost of sales	355,113	255,300	327,665	339,173	346,441
Gross profit	**8,802**	**(7,387)**	**6,569**	**7,963**	**11,502**
% gross margin	2.4%	-3.0%	2.0%	2.3%	3.2%
Selling & administration expenses	2,546	2,650	2,530	2,700	2,828
Operating profit	**6,256**	**(10,037)**	**4,040**	**5,263**	**8,674**
% operating margin	1.7%	-4.0%	1.2%	1.5%	2.4%
Depreciation & amortization	7,085	7,554	8,796	9,056	9,363
EBITDA	**13,341**	**(2,483)**	**12,836**	**14,319**	**18,037**
% EBITDA margin	3.7%	-1.0%	3.8%	4.1%	5.0%
Non-operating income	1,728	1,115	2,793	2,005	2,053
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,224)	(4,292)	(3,625)	(3,842)	(4,408)
Pre-tax profit	**4,760**	**(13,215)**	**3,208**	**3,426**	**6,319**
Income tax	1,657	(360)	559	598	1,102
After-tax profit	**3,103**	**(12,855)**	**2,648**	**2,829**	**5,217**
% net margin	0.9%	-5.2%	0.8%	0.8%	1.5%
Shares in affiliates' Earnings	1,276	2,566	1,791	1,886	2,149
Minority interests	(240)	(419)	(419)	(448)	(826)
Extraordinary items	2,137	7,407	0	0	0
NET PROFIT	**6,277**	**(3,301)**	**4,020**	**4,267**	**6,540**
Normalized profit	**4,140**	**(10,708)**	**4,020**	**4,267**	**6,540**
EPS (Bt)	3.1	(1.6)	2.0	2.1	3.2
Normalized EPS (Bt)	2.0	(5.2)	2.0	2.1	3.2

Balance sheet will grow with rising capex for refinery expansion

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	134,676	114,229	84,187	86,733	88,605
Cash & cash equivalent	76,611	71,354	15,000	15,000	15,000
Account receivables	22,466	12,702	22,893	23,776	24,517
Inventories	30,292	22,461	35,908	37,170	37,966
Others	5,307	7,712	10,386	10,787	11,122
Investments & loans	33,645	24,521	24,521	24,521	24,521
Net fixed assets	106,559	145,225	186,902	226,103	235,686
Other assets	8,564	22,213	19,847	20,028	20,162
Total assets	**283,445**	**306,188**	**315,457**	**357,384**	**368,974**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	38,667	28,620	48,228	55,019	56,018
Account payables	25,015	9,517	20,647	21,373	21,831
Bank overdraft & ST loans	1,576	713	655	834	863
Current LT debt	2,754	7,952	15,880	20,215	20,931
Others current liabilities	9,322	10,438	11,046	12,598	12,394
Total LT debt	**115,287**	**136,237**	**116,456**	**148,242**	**153,495**
Others LT liabilities	5,568	21,212	27,834	28,335	28,737
Total liabilities	**159,521**	**186,069**	**192,518**	**231,595**	**238,250**
Minority interest	3,951	3,889	4,309	4,757	5,582
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
Share premium	2,456	2,456	2,456	2,456	2,456
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3,165)	(2,557)	(2,557)	(2,557)	(2,557)
Retained earnings	**100,281**	**95,930**	**98,331**	**100,733**	**104,842**
Shareholders' equity	119,973	116,229	118,630	121,032	125,141
Liabilities & equity	**283,445**	**306,188**	**315,457**	**357,384**	**368,974**

Sources: Company data, Thanachart estimates

FCF will remain negative for several years on weak earnings and heavy capex

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	4,760	(13,215)	3,208	3,426	6,319
Tax paid	(5,313)	584	(604)	(480)	(1,139)
Depreciation & amortization	7,085	7,554	8,796	9,056	9,363
Chg In w orking capital	3,510	2,096	(12,507)	(1,420)	(1,079)
Chg In other CA & CL / minorities	503	(3,353)	(3,865)	(1,776)	(3,742)
Cash flow from operations	**10,544**	**(6,334)**	**(4,972)**	**8,806**	**9,722**
Capex	(33,715)	(46,220)	(49,972)	(47,740)	(18,414)
Right of use	0	(14,729)	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	45	(8)	8	0	0
LT loans & investments	(17,564)	9,124	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,720	26,282	12,611	4,999	5,625
Cash flow from investments	**(47,513)**	**(25,551)**	**(37,853)**	**(43,241)**	**(13,289)**
Debt financing	14,335	27,070	(11,911)	36,299	5,999
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,626)	(1,020)	(1,618)	(1,864)	(2,432)
Warrants & other surplus	(3,336)	578	0	0	0
Cash flow from financing	**6,373**	**26,628**	**(13,530)**	**34,435**	**3,567**
Free cash flow	**(23,171)**	**(52,554)**	**(54,944)**	**(38,934)**	**(8,692)**

TOP does not look attractively valued, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	27.1	na	27.9	26.3	17.2
Normalized PE - at target price (x)	23.7	na	24.4	22.9	15.0
PE (x)	17.9	na	27.9	26.3	17.2
PE - at target price (x)	15.6	na	24.4	22.9	15.0
EV/EBITDA (x)	11.6	na	17.9	18.6	15.1
EV/EBITDA - at target price (x)	10.6	na	16.8	17.6	14.3
P/BV (x)	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
P/CFO (x)	10.6	(17.7)	(22.6)	12.7	11.5
Price/sales (x)	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	2.7	1.3	1.6	1.7	2.6
FCF Yield (%)	(20.7)	(46.8)	(49.0)	(34.7)	(7.7)
(Bt)					
Normalized EPS	2.0	(5.2)	2.0	2.1	3.2
EPS	3.1	(1.6)	2.0	2.1	3.2
DPS	1.5	0.7	0.9	0.9	1.4
BV/share	58.8	57.0	58.2	59.3	61.3
CFO/share	5.2	(3.1)	(2.4)	4.3	4.8
FCF/share	(11.4)	(25.8)	(26.9)	(19.1)	(4.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect small margin improvement though this remains well below historical levels

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(6.5)	(31.9)	34.8	3.9	3.1
Net profit (%)	(38.2)	na	na	6.1	53.3
EPS (%)	(38.2)	na	na	6.1	53.3
Normalized profit (%)	(60.0)	na	na	6.1	53.3
Normalized EPS (%)	(60.0)	na	na	6.1	53.3
Dividend payout ratio (%)	48.8	(43.3)	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	2.4	(3.0)	2.0	2.3	3.2
Operating margin (%)	1.7	(4.0)	1.2	1.5	2.4
EBITDA margin (%)	3.7	(1.0)	3.8	4.1	5.0
Net margin (%)	0.9	(5.2)	0.8	0.8	1.5
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.2	1.1	1.3	1.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.6	1.0	1.2	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	1.9	na	1.1	1.4	2.0
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	na	3.5	3.7	4.1
ROA - using norm profit (%)	1.5	na	1.3	1.3	1.8
ROE - using norm profit (%)	3.4	na	3.4	3.6	5.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.6	na	2.3	2.4	4.2
- asset turnover (x)	1.3	0.8	1.1	1.0	1.0
- operating margin (%)	2.2	na	2.0	2.1	3.0
- leverage (x)	2.3	2.5	2.6	2.8	3.0
- interest burden (%)	59.6	148.1	46.9	47.1	58.9
- tax burden (%)	65.2	na	82.6	82.6	82.6
WACC (%)	9.3	9.3	9.3	9.3	9.3
ROIC (%)	3.4	(6.2)	1.8	1.8	2.6
NOPAT (Bt m)	4,079	(10,037)	3,335	4,345	7,161
invested capital (Bt m)	162,978	189,777	236,621	275,323	285,430

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใหบริการเผยแพรขอมูลแกนักลงทุนและใชเป็นขอมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากขอมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำขอมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพรแก่สาธารณชน 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผูออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 74 หลักทรัพย์ ไดแก ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, AOT16C2106A, BAM16C2110A, BAM16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2109A, BDMS16C2107A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, BPP16C2106A, CBG16C2109B, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2109A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, CPN16C2109A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KTC16C2110A, IVL16C2109A, KCE16C2106A, KTC16C2106A, MINT16C2109A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2109A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PTG16C2109A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2108A, RS16C2109A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B,SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2109A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2109A, TASC16C2107A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BH, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EPG, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อางอิงดังกลาว จึงมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธดังกลาวกอนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดสวนการถือหุน บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางออม มากกวารอยละ 56 และเป็นผู้ถือหุนใหญของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุน รอยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุนใน TMB รอยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกลาว จึงมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวของกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกลาว จึงมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหนาที่ กรรมการผูจัดการใหญของ TCAP และ ทำหนาที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อยางไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการรวมกันได้แก่ นางอัศวินี ไตลังคะ ซึ่งทำหนาที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหนาที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อยางไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุนกู “หุนกู บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลอิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกลาว จึงอาจมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกูของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกลาว จึงอาจมีสวนไดสวนเสียหรือมีความขัดแยงทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลล์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.
Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th