

HOLD (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 57.00

(From: Bt 48.00)

19 OCTOBER 2021

Upside : 0.0%

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

อุปทานยังคงล้นในระยะยาว

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ TOP เป็น “ถือ” จาก ขาย และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 57 บาท จาก 48 บาท เนื่องจากเราคาดว่าค่าการกลั่น (GRM) จะสูงขึ้น เราคิดว่าการเพิ่มขึ้นของค่าการกลั่นในปัจจุบันอาจเป็นเพียงช่วงสั้น และยังคงให้ความระมัดระวังในระยะยาว เนื่องจากอาจมีกำลังการกลั่นล้นตลาด สำหรับพลังงานไทย เราชอบ BANPU และ PTT



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

GRM พื้นตัว

เราปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM สิงคโปร์เป็น US\$2.5/4.0/4.5/bbl ในปี 2021-23F และ US\$5.0/bbl ในระยะยาว ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้น US\$0.5-1.0/bbl จากการคาดการณ์ครั้งก่อนของเรา การเพิ่มขึ้นของ GRM ในหลายสัปดาห์ที่ผ่านมาเหนือความคาดหมายของเรา ซึ่งเรามองว่าเป็นผลกระทบเนื่องจากตลาดก๊าซธรรมชาติและถ่านหินที่ตึงตัว และการกลับมาของการเดินทางทางอากาศ สำหรับ TOP ค่าการกลั่นที่สูงขึ้นจะถูกหักลบบางส่วนจากส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจาก บมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี่ (GPSC) ซึ่งทำบทวิเคราะห์โดยคุณณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ เนื่องจากการขายเงินลงทุน นอกจากนี้ TOP กว่าจะเริ่มรับรู้รายได้เงินปันผลจากการลงทุนล่าสุดใน Chandra Asri อย่างเร็วที่สุดได้ในปี 2025F การไม่มีส่วนแบ่งกำไรจาก GPSC และการไม่มีรายได้เงินปันผลจาก Chandra Asri ใหม่ เป็นเหตุผลที่เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2023-24F แม้เราจะให้สมมติฐานค่าการกลั่นสูงขึ้น

ความต้องการในฤดูหนาว

เราเชื่อว่าตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันจะได้รับประโยชน์จากราคาก๊าซธรรมชาติและถ่านหินที่สูงอย่างมาก ราคาก๊าซทั่วโลกสูงขึ้นถึงระดับที่สูงจนตอนนี้ใช้น้ำมันในการผลิตไฟฟ้าและความร้อนประหยัดกว่า อย่างไรก็ตาม ความต้องการน้ำมันเพิ่มเติมที่อาจเกิดขึ้นจะถูกจำกัดโดยการขาดเครื่องกำเนิดไฟฟ้าที่สามารถเผาผลาญน้ำมันได้: จากข้อมูลของ IEA ความต้องการน้ำมันเพิ่มเติมอาจมีเพียง 500kbd ในฤดูหนาวนี้ ต่อจากนั้น เราคาดว่าอุปสงค์จะเข้าสู่ภาวะปกติ

การควบคุมของจีน

ในด้านอุปทาน เราเชื่อว่าปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญที่สุดในระยะสั้น คือ นโยบายของจีนที่จะควบคุมโรงกลั่นอิสระขนาดเล็ก และจำกัดการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมัน เราคิดว่านี่เป็นส่วนหนึ่งของการควบคุมการปล่อยมลพิษก่อนการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกฤดูหนาวที่ปักกิ่งในเดือนกุมภาพันธ์ 2022 ด้วยเหตุนี้ เราจึงเห็นโอกาสที่จะมีผ่อนคลายนโยบายเมื่อการแข่งขันกีฬาโอลิมปิกสิ้นสุดลง

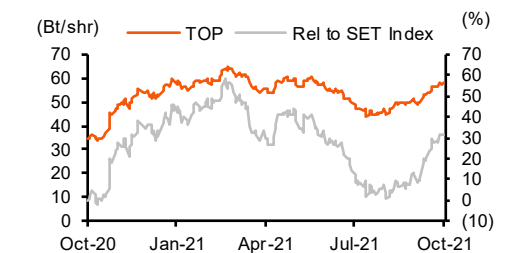
ยังคงมีปัจจัยกดดันด้านอุปทานล้นตลาดในระยะยาว

ในระยะยาว เราเชื่อว่ากำลังการกลั่นส่วนเกินยังคงเป็นปัญหาสำคัญ อัตราการเพิ่มขึ้นของกำลังการผลิตใหม่ในปี 2021-2024F เทียบได้กับช่วงสี่ปีที่ผ่านมาที่ประมาณ 4.6mbd นอกจากนี้ อัตราการใช้กำลังการผลิตทั่วโลกมีแนวโน้มที่จะยังคงต่ำกว่าระดับก่อนเกิดโรคระบาดจนถึงปี 2023F ซึ่งหมายความว่าค่าการกลั่นน่าจะดีขึ้นได้อย่างจำกัดและช้ากว่าช่วงที่มีความต้องการเปลี่ยนแปลงเป็นน้ำมันในระดับสูงสุด

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	247,913	335,811	368,736	378,442
Net profit	(3,301)	5,360	4,735	5,212
Consensus NP	—	8,602	8,486	9,323
Diff frm cons (%)	—	(37.7)	(44.2)	(44.1)
Norm profit	(10,708)	5,360	4,735	5,212
Prev. Norm profit	—	4,020	4,267	6,540
Chg frm prev (%)	—	33.3	11.0	(20.3)
Norm EPS (Bt)	(5.2)	2.6	2.3	2.6
Norm EPS grw (%)	na	na	(11.7)	10.1
Norm PE (x)	na	21.7	24.6	22.3
EV/EBITDA (x)	na	16.2	17.4	15.9
P/BV (x)	1.0	1.0	1.0	0.9
Div yield (%)	1.2	2.1	1.8	2.0
ROE (%)	na	4.5	3.9	4.2
Net D/E (%)	61.2	94.4	144.0	145.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Oct-21 (Bt)	57.00
Market Cap (US\$ m)	3,489.1
Listed Shares (m shares)	2,040.0
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	25.4
12M Price H/L (Bt)	64.50/33.75
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

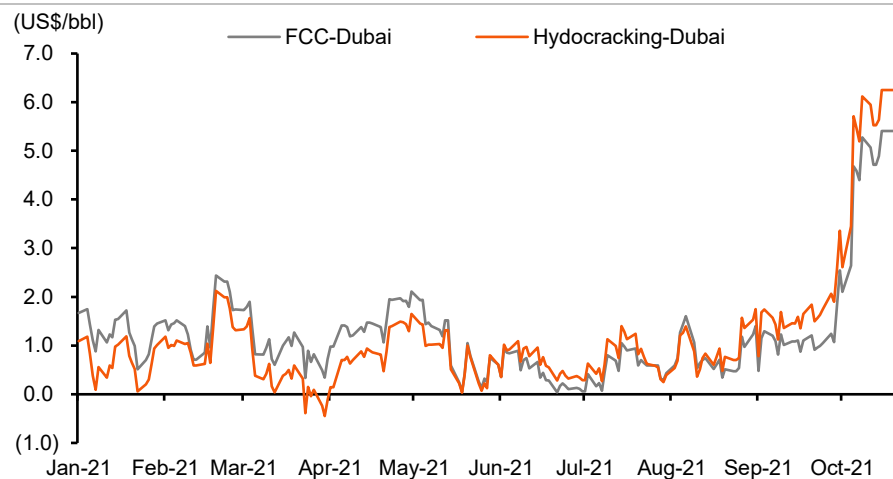
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

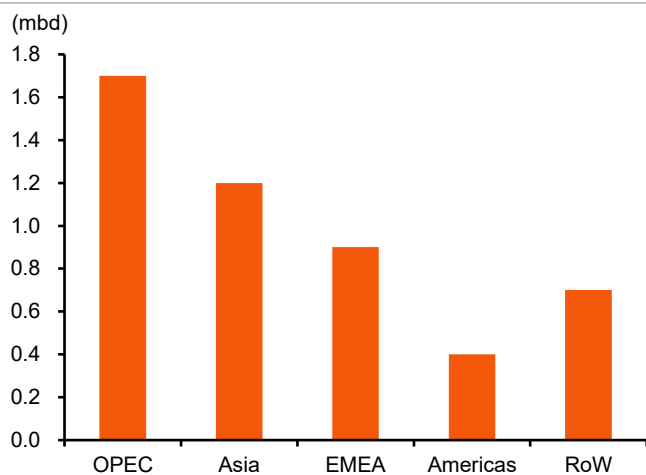
Ex 1: GRM Upgrades And Earnings Revisions

Assumption	Unit	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Singapore GRM							
New / Actual	(US\$/bbl)	3.7	0.4	2.5	4.0	4.5	5.0
Old	(US\$/bbl)			2.0	3.0	4.0	4.5
Change	(US\$/bbl)			0.5	1.0	0.5	0.5
Equity/dividend income							
New / Actual	(Bt m)	1,276	2,566	1,791	543	619	649
Old	(Bt m)			1,791	1,886	2,149	2,253
Change	(%)			0.0	(71.2)	(71.2)	(71.2)
Normalized EPS							
New / Actual	(Bt/shr)	2.03	(5.25)	2.63	2.32	2.56	3.35
Old	(Bt/shr)			1.97	2.09	3.21	4.14
Change	(%)			33.3	11.0	(20.3)	(19.2)

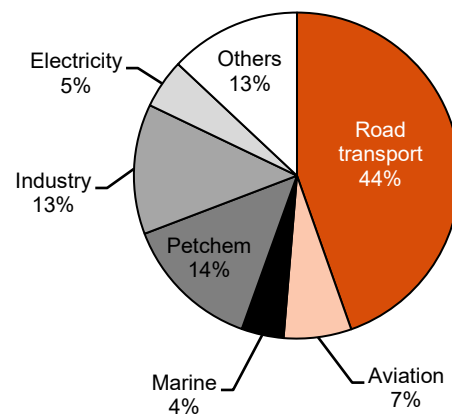
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: A Very Sharp Recovery For Singapore Refining Margins

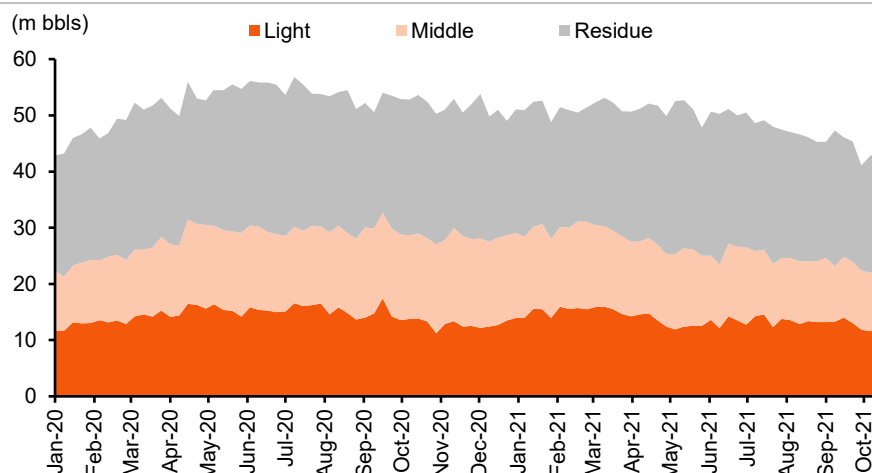
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart

Ex 3: Oil Consumed In Electricity Generation In 2019

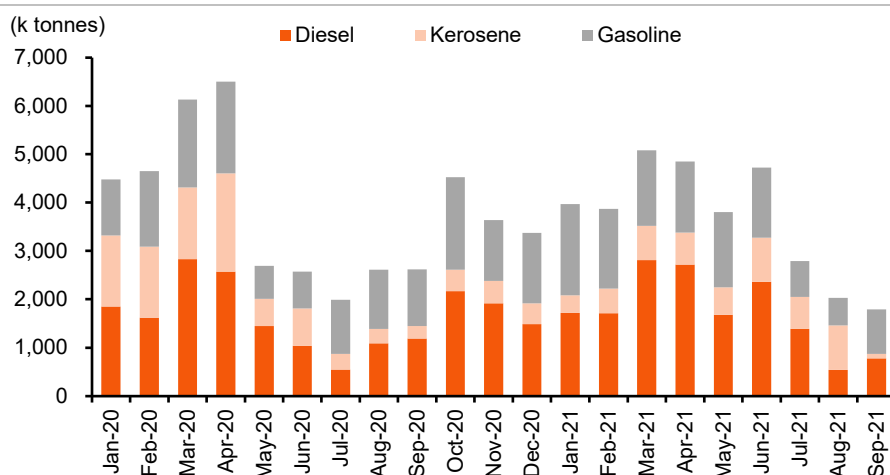
Source: OPEC

Ex 4: Oil Demand By End Use 2019

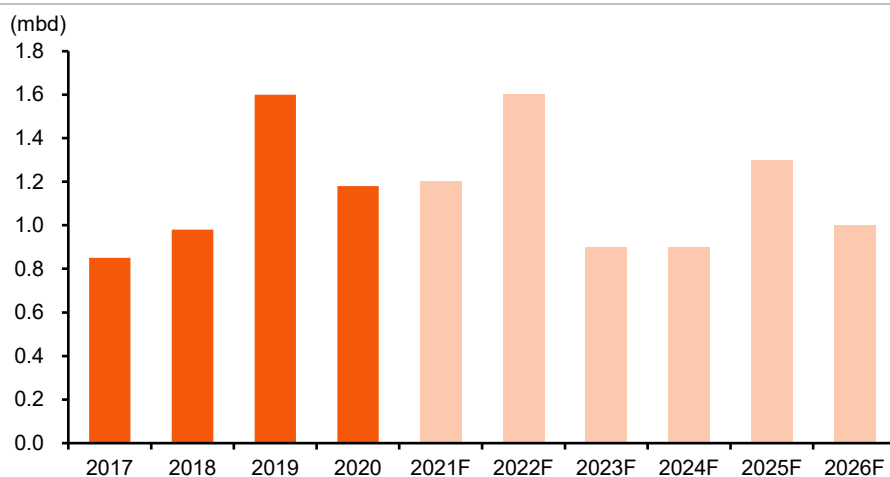
Source: OPEC

Ex 5: Singapore Oil Product Inventories Have Seen Sharp Drops In Recent Weeks

Source: Enterprise Singapore

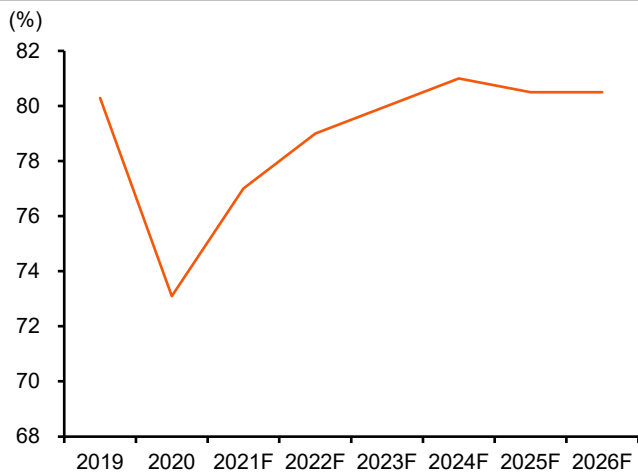
Ex 6: China's Oil Product Exports Have Been Declining Due To Lower Quotas

Sources: Company data, Thanachart

Ex 7: Global New Refining Capacity

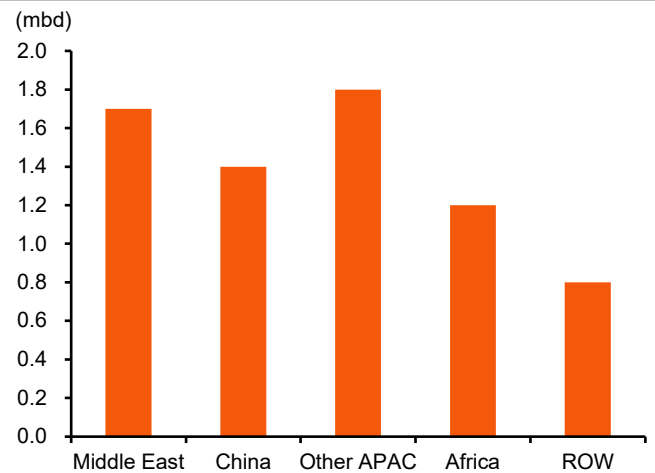
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: Global Refinery Utilization Rate



Source: WOO 2021

Ex 9: New Refining Capacity By Region (2021-26F)



Source: WOO 2021

Ex 10: 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	16,656	18,709	25,327	32,340	31,978	31,609	31,233	30,850	30,459	30,061	29,656	
Free cash flow	(64,453)	(2,353)	28,281	18,398	18,234	26,273	25,915	25,541	25,160	24,769	24,371	247,166
PV of free cash flow	(61,639)	(2,060)	22,650	13,486	12,083	15,891	14,303	12,867	11,569	10,395	9,069	91,975
Risk-free rate (%)	5.5%											
Market risk premium (%)	8.0%											
Beta	1.25											
WACC (%)	9.3%											
Terminal growth (%)	0.0%											
Enterprise value - add investments	175,110											
Net cash/(debt) (2021F)	116,994											
Minority interest	4,309											
Equity value	53,807											
# of shares (m)	2,040											
Equity value/share (Bt)	26.00											

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Downstream	53,807	26	46%	DCF
Power (GPSC)	33,367	16	28%	DCF
Total value per share	39,000	57		

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Valuation Comparison

Ex 11: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	82.2	21.2	na	na	na	na	na	na	na	na	12.1	14.1
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(12.2)	9.7	11.0	2.1	1.8	7.8	8.7	4.6	4.3	24.7	16.3
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(13.0)	6.1	7.0	1.4	1.2	6.0	7.5	5.7	5.3	24.1	16.9
IOCL	IOCL IN	India	129.5	8.3	8.2	7.6	1.2	1.0	7.3	6.5	6.1	6.2	14.6	13.5
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	25.4	39.4	31.4	3.0	2.4	24.2	18.1	0.3	0.3	8.6	7.7
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	85.9	37.2	20.0	1.4	1.4	9.8	8.9	0.7	1.2	4.3	7.8
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(9.7)	8.6	9.6	1.8	1.6	6.0	6.7	3.3	3.1	22.3	17.9
Petron	PCOR PM	Philippines	na	104.5	18.1	8.8	0.9	0.6	8.6	6.9	2.5	na	5.9	9.3
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(7.6)	19.6	21.2	2.9	2.8	12.0	13.4	3.9	3.2	15.3	12.5
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	na	na	26.4	0.9	0.8	9.2	7.1	0.0	2.1	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	154.9	2.2	2.2	38.4	21.8	0.0	0.3	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.6	16.3	14.9	1.2	1.1	9.7	8.9	3.7	4.0	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	(3.6)	11.8	14.6	13.1	3.0	2.7	7.0	6.7	3.4	3.8	21.5	21.4
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	12.1	12.3	1.0	1.0	7.3	7.1	5.0	4.9	8.5	8.0
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	138.9	1.5	1.5	24.9	18.5	0.0	0.3	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	3.0	23.4	15.6	12.7	0.9	0.9	6.6	5.3	3.3	3.9	5.9	7.1
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	(11.7)	21.7	24.6	1.0	1.0	16.2	17.4	2.1	1.8	4.5	3.9
Average			89.0	16.8	17.5	32.1	1.6	1.5	12.6	10.6	2.8	3.0	13.3	12.1
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(9.8)	8.7	9.7	0.6	0.6	3.9	4.0	5.4	4.9	6.6	6.0
Sinopec	386 HK	China	98.6	(4.0)	6.9	7.2	0.6	0.6	3.7	3.6	8.7	8.3	9.2	8.2
Total	FP	France	na	6.9	na	na	na	na	na	na	na	na	13.8	13.8
Eni	ENI IM	Italy	na	27.2	13.4	10.6	1.1	1.1	3.9	3.4	6.9	7.0	8.4	10.1
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	18.6	8.3	7.0	1.0	0.9	4.7	4.5	4.3	4.8	12.0	12.4
Repsol	REP SM	Spain	na	16.1	8.1	7.0	0.8	0.8	4.2	3.9	5.2	5.3	10.7	10.8
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	15.2	15.2	13.2	1.6	1.5	6.3	5.9	4.9	5.0	9.5	10.8
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	15.7	13.4	11.6	1.6	1.6	6.5	5.9	5.6	5.7	11.5	12.7
Conoco Philips	COP US	USA	na	22.3	14.6	11.9	2.2	2.0	5.8	5.1	2.4	2.5	17.9	19.2
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	182.0	5.2	10.5	10.0	1.2	1.1	4.7	4.2	4.8	5.0	11.7	11.6
Average			140.3	11.3	11.0	9.8	1.2	1.1	4.8	4.5	5.3	5.4	11.1	11.6
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	na	32.7	16.7	12.6	2.0	1.8	5.3	4.6	1.6	1.9	11.9	13.8
Woodside	WPL AU	Australia	138.0	32.3	20.0	15.2	1.8	1.8	6.1	5.4	3.7	4.7	9.8	11.8
Suncor Energy	SU US	Canada	na	42.3	8.4	5.9	0.9	0.9	4.8	4.1	3.6	4.2	11.0	13.4
CNOOC	883 HK	Hong Kong	183.2	5.0	5.6	5.3	0.8	0.8	2.0	1.8	7.4	7.8	15.2	14.5
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	125.4	16.0	7.1	0.9	0.8	6.3	4.5	2.0	4.7	6.1	12.2
RIL	RIL IN	India	(0.6)	25.4	39.4	31.4	3.0	2.4	24.2	18.1	0.3	0.3	8.6	7.7
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	2.2	7.4	7.3	na	7.4	4.4	4.4	0.4	0.7	(126.5)	226.6
Devon Energy	DVN US	USA	na	46.7	13.6	9.3	2.9	2.6	6.4	5.0	2.6	4.9	34.1	32.7
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	68.1	15.8	13.6	11.7	1.3	1.3	4.2	3.8	4.4	5.1	9.9	11.0
Average			68.5	36.4	15.6	11.7	1.7	2.2	7.1	5.7	2.9	3.8	(2.2)	38.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 19 October 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 และน้ำมันหล่อลื่นและปิโตรเมเน 0.3 ล้านตัน อีกด้วย TOP ยังเป็นเจ้าของ และดำเนินโครงการโรงไฟฟ้าเรือบรรทุกน้ำมัน และโรงงานผลิตเอทานอล อีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

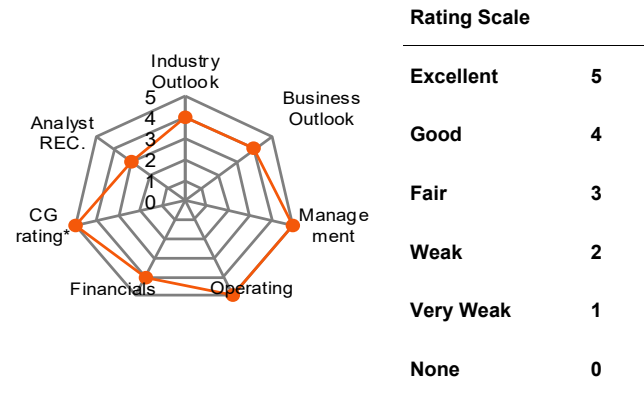
S — Strength

- หนึ่งในผู้ประกอบการที่มีต้นทุนการดำเนินงานต่ำที่สุดในภูมิภาค
- เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่ม PTT
- ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- มีความสามารถในการเติบโตและเข้าซื้อกิจการได้
- ความสามารถในการอัพเกรดผลิตภัณฑ์ขั้นกลางเป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ผลประกอบการผันผวนเนื่องจากได้รับผลกระทบจากราคาสินค้าโภคภัณฑ์ผันผวน
- การทำ debottlenecking มีจำกัด

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัท ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	57.36	57.00	-1%
Net profit 21F (Bt m)	8,602	5,360	-38%
Net profit 22F (Bt m)	8,486	4,735	-44%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 5	SELL: 8

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราสมมติให้ GRM พื้นตัวซ้ำ และคาดว่าจะมีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมลดลง
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่ดีขึ้นในระยะยาว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Upside risk ต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะทำให้ต้นทุนการดำเนินงานลดลงและผลกำไรเพิ่มขึ้น
- ค่าการกลั่น (GRM) และส่วนต่างกำไรกลุ่มอะโรเมติกส์ (โดยเฉพาะ PX) ที่สูงกว่าคาด และค่าพรีเมียมน้ำมันดิบชนิดเบาที่ต่ำกว่าคาดเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงหาก GRM พื้นตัวต่ำกว่าคาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect earnings decline in 2022F on lower equity income

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	363,916	247,913	335,811	368,736	378,442
Cost of sales	355,113	255,300	327,639	358,284	366,420
Gross profit	8,802	(7,387)	8,172	10,452	12,023
% gross margin	2.4%	-3.0%	2.4%	2.8%	3.2%
Selling & administration expenses	2,546	2,650	2,529	2,697	2,825
Operating profit	6,256	(10,037)	5,643	7,755	9,198
% operating margin	1.7%	-4.0%	1.7%	2.1%	2.4%
Depreciation & amortization	7,085	7,554	8,796	9,417	10,043
EBITDA	13,341	(2,483)	14,439	17,173	19,240
% EBITDA margin	3.7%	-1.0%	4.3%	4.7%	5.1%
Non-operating income	1,728	1,115	2,800	2,101	2,144
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,224)	(4,292)	(3,611)	(4,183)	(5,124)
Pre-tax profit	4,760	(13,215)	4,831	5,673	6,217
Income tax	1,657	(360)	843	990	1,084
After-tax profit	3,103	(12,855)	3,989	4,684	5,133
% net margin	0.9%	-5.2%	1.2%	1.3%	1.4%
Shares in affiliates' Earnings	1,276	2,566	1,791	543	619
Minority interests	(240)	(419)	(419)	(492)	(539)
Extraordinary items	2,137	7,407	0	0	0
NET PROFIT	6,277	(3,301)	5,360	4,735	5,212
Normalized profit	4,140	(10,708)	5,360	4,735	5,212
EPS (Bt)	3.1	(1.6)	2.6	2.3	2.6
Normalized EPS (Bt)	2.0	(5.2)	2.6	2.3	2.6

BALANCE SHEET

Balance sheet looks stretched with a major capex and an acquisition

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	134,676	114,229	84,341	90,978	92,836
Cash & cash equivalent	76,611	71,354	15,000	15,000	15,000
Account receivables	22,466	12,702	23,001	25,256	25,921
Inventories	30,292	22,461	35,906	39,264	40,156
Others	5,307	7,712	10,435	11,458	11,759
Investments & loans	33,645	24,521	24,521	24,521	24,521
Net fixed assets	106,559	145,225	186,902	254,076	262,979
Other assets	8,564	22,213	19,847	20,332	20,449
Total assets	283,445	306,188	315,611	389,906	400,784
LIABILITIES:					
Current liabilities:	38,667	28,620	48,153	60,537	61,615
Account payables	25,015	9,517	20,646	22,577	23,089
Bank overdraft & ST loans	1,576	713	650	974	1,007
Current LT debt	2,754	7,952	15,761	23,623	24,431
Others current liabilities	9,322	10,438	11,096	13,363	13,087
Total LT debt	115,287	136,237	115,583	173,235	179,163
Others LT liabilities	5,568	21,212	27,897	29,201	29,559
Total liabilities	159,521	186,069	191,634	262,973	270,336
Minority interest	3,951	3,889	4,309	4,801	5,340
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	99,370	101,833	104,808
Shareholders' equity	119,973	116,229	119,669	122,132	125,107
Liabilities & equity	283,445	306,188	315,611	389,906	400,784

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

*FCF to remain negative
for many years due to a
heavy capex schedule*

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	4,760	(13,215)	4,831	5,673	6,217
Tax paid	(5,313)	584	(885)	(842)	(1,126)
Depreciation & amortization	7,085	7,554	8,796	9,417	10,043
Chg In working capital	3,510	2,096	(12,614)	(3,682)	(1,044)
Chg In other CA & CL / minorities	503	(3,353)	(3,851)	(3,473)	(6,181)
Cash flow from operations	10,544	(6,334)	(3,723)	7,094	7,910
Capex	(33,715)	(46,220)	(49,972)	(76,074)	(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	12,660	5,914	6,473
Cash flow from investments	(47,513)	(25,551)	(37,803)	(70,660)	(12,441)
Debt financing	14,335	27,070	(12,908)	65,838	6,769
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,626)	(1,020)	(1,920)	(2,271)	(2,238)
Warrants & other surplus	(3,336)	578	0	0	0
Cash flow from financing	6,373	26,628	(14,828)	63,567	4,531
Free cash flow	(23,171)	(52,554)	(53,695)	(68,980)	(10,504)

VALUATION

*GRM recovery looks
priced in, in our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	28.1	na	21.7	24.6	22.3
Normalized PE - at target price (x)	28.1	na	21.7	24.6	22.3
PE (x)	18.5	na	21.7	24.6	22.3
PE - at target price (x)	18.5	na	21.7	24.6	22.3
EV/EBITDA (x)	11.9	na	16.2	17.4	15.9
EV/EBITDA - at target price (x)	11.9	na	16.2	17.4	15.9
P/BV (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	0.9
P/CFO (x)	11.0	(18.4)	(31.2)	16.4	14.7
Price/sales (x)	0.3	0.5	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	2.6	1.2	2.1	1.8	2.0
FCF Yield (%)	(19.9)	(45.2)	(46.2)	(59.3)	(9.0)
(Bt)					
Normalized EPS	2.0	(5.2)	2.6	2.3	2.6
EPS	3.1	(1.6)	2.6	2.3	2.6
DPS	1.5	0.7	1.2	1.0	1.1
BV/share	58.8	57.0	58.7	59.9	61.3
CFO/share	5.2	(3.1)	(1.8)	3.5	3.9
FCF/share	(11.4)	(25.8)	(26.3)	(33.8)	(5.1)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

ROE to remain in single-digit territory for many years

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(6.5)	(31.9)	35.5	9.8	2.6
Net profit (%)	(38.2)	na	na	(11.7)	10.1
EPS (%)	(38.2)	na	na	(11.7)	10.1
Normalized profit (%)	(60.0)	na	na	(11.7)	10.1
Normalized EPS (%)	(60.0)	na	na	(11.7)	10.1
Dividend payout ratio (%)	48.8	(43.3)	45.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	2.4	(3.0)	2.4	2.8	3.2
Operating margin (%)	1.7	(4.0)	1.7	2.1	2.4
EBITDA margin (%)	3.7	(1.0)	4.3	4.7	5.1
Net margin (%)	0.9	(5.2)	1.2	1.3	1.4
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.2	1.1	1.6	1.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.6	0.9	1.4	1.5
Interest coverage - EBIT (x)	1.9	na	1.6	1.9	1.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	na	4.0	4.1	3.8
ROA - using norm profit (%)	1.5	na	1.7	1.3	1.3
ROE - using norm profit (%)	3.4	na	4.5	3.9	4.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.6	na	3.4	3.9	4.2
- asset turnover (x)	1.3	0.8	1.1	1.0	1.0
- operating margin (%)	2.2	na	2.5	2.7	3.0
- leverage (x)	2.3	2.5	2.6	2.9	3.2
- interest burden (%)	59.6	148.1	57.2	57.6	54.8
- 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)	2.5	2.7	2.5
NOPAT (Bt m)	4,079	(10,037)	4,658	6,403	7,593
invested capital (Bt m)	162,978	189,777	236,663	304,965	314,708

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 124 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2110A, ADVA16C2201A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, BAM16C2110A, BAM16C2112A, BANP16C2110A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BBL16C2201A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2110A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, COM716C2110A, COM716C2112A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DTAC16C2112A, EA16C2110A, EA16C2201A, EGCO16C2110A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GPSC16C2110A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2110A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2110A, IRPC16C2112A, IVL16C2110A, IVL16C2111A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMT16C2110A, JMT16C2201A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KCE16C2110A, KCE16C2201A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, KTC16C2112A, KTC16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MTC16C2112A, OR16C2112A, OR16C2202A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTL16C2201A, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTTE16C2112A, PTTG16C2110A, PTTG16C2111A, RBF16C2110A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016P2112C, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016C2203A, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCC16C2112A, SCGP16C2202A, SCGP16C2201A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2110A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TU16C2110A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRI, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASCO, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ 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)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิวิเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอศิณี ไตรลัดนะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิजारุน, 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 ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา ศรีทรง 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 ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ 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, แพล ลาภินี ทิพย์มณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุลชล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัตร Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร 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