

HOLD (From: SELL)**TP: Bt 8.80**

(From: Bt 7.20)

Change in Recommendation

Downside : 3.3%

1 DECEMBER 2021

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

ตัวเลือกที่ดีที่สุดในกลุ่มการกลั่น

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ SPRC เป็น “ถือ” จาก ขาย และปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 8.8 บาท จาก 7.2 บาท เนื่องจากเราใช้สมมติฐาน GRM ที่สูงขึ้น เรามองว่า SPRC เป็นตัวเลือกที่ดีที่สุดในกลุ่มการกลั่น แต่เราตระหนักว่า GRM อาจฟื้นตัวช้าและอาจผันผวน การซื้อขายที่ PE ที่ 44/22 เท่า ในปี 2022-23F ทำให้เราเชื่อว่าการฟื้นตัวได้สะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว

**CHAK REUNGSINPINYA**

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

ตลาดรับรู้การฟื้นตัวไปแล้ว

เรามองว่า SPRC เป็นเสมือนตัวแทนที่ดีที่สุดสำหรับการกลั่น รายได้และกำไรทั้งหมดของบริษัท มาจากการกลั่น และไม่มีการดำเนินธุรกิจเคมีภัณฑ์และค้าปลีกน้ำมัน อย่างไรก็ตามเราคิดว่าโอกาสในการฟื้นตัวของ GRM ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นที่ซื้อขายที่ PE ที่ 44/22 เท่า ในปี 2022-23F แล้ว ขณะที่ upside risk ที่อาจเกิดขึ้นอาจมาจากการฟื้นตัวของอุปสงค์น้ำมันที่เร็วกว่าคาด และการจำกัดการส่งออกของจีนอย่างต่อเนื่อง ส่วนความเสี่ยงที่สำคัญที่สุดอาจมาจากผลกระทบของการระบาดของโควิดสายพันธุ์โอไมครอน

GRM ฟื้นตัวช้า, ปริมาณน้ำมันดิบสูงขึ้น

เราปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM สิงคโปร์เป็น US\$2.5/4.0/4.5/bbl ในปี 2021-23F เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ US\$2/3/4/bbl นอกจากนี้เรายังปรับเพิ่มสมมติฐานระยะยาวเป็น US\$5/bbl จาก US\$4.5/bbl เราคิดว่า GRM จะฟื้นตัวช้าและอาจผันผวน และปัจจัยขับเคลื่อนอุปสงค์ที่เป็นบวก (เช่น การเปลี่ยนจากแก๊สเป็นน้ำมัน) จะถูกคูลด้วยความต้องการที่ลดลงจากกลุ่มคนสงเนื่องจากโควิดสายพันธุ์ใหม่ นอกจากนี้เราเห็นว่าการเพิ่มขึ้น GRM อ้างอิงมาตรฐาน (benchmark GRM) อาจไม่ส่งผลอย่างเต็มที่ต่อกำไรเนื่องจากปริมาณน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้น ซึ่งจะผลักดันให้ต้นทุนที่แท้จริงของการจัดซื้อน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นเทียบกับเกณฑ์มาตรฐานของดูไบ

อุปสงค์ยังคงมีแนวโน้มที่ไม่แน่นอน

แนวโน้มความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันมีความไม่แน่นอนมากขึ้นเนื่องจากโควิดสายพันธุ์ใหม่ - โอไมครอน ซึ่งอาจใช้เวลาหลายสัปดาห์และอาจเป็นเดือนสำหรับประเทศที่ได้รับผลกระทบในการออกมาตรการใหม่เพื่อควบคุมการแพร่ระบาด แต่อย่างไรก็ตาม เรามองว่ามีความเป็นไปได้จำกัดที่จะมีการบังคับใช้มาตรการล็อกดาวน์ในวงกว้าง ดังนั้นเราจึงคิดว่าความต้องการใช้แก๊สโซลีนและดีเซลจะยังคงทรงตัวอยู่ ขณะที่ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญคือความต้องการเชื้อเพลิงอากาศยาน แม้ว่าเราจะระมัดระวังในเรื่องนี้อยู่เสมอ และเชื่อว่ายังไม่ฟื้นตัวอย่างเต็มที่จนกว่าจะถึงปี 2023F หรือหลังจากนั้น

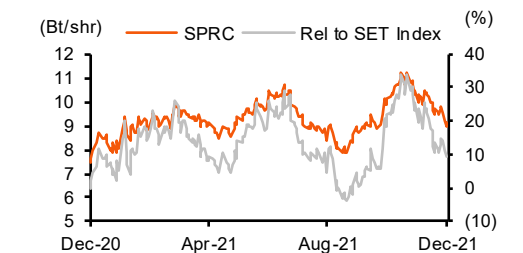
ได้แรงหนุนจากการจำกัดการส่งออกของจีน

ในระยะใกล้ เราคิดว่าการจำกัดการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันของจีนจะเป็นตัวสนับสนุนหลักสำหรับ Asian crack spreads รัฐบาลจีนได้จำกัดโควตาการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมัน ซึ่งหมายความว่า การส่งออกในเดือนพฤศจิกายนและธันวาคมมีแนวโน้มว่าจะอยู่ที่เพียง 1.5 ล้านตันต่อเดือน เมื่อเทียบกับ 2.4 ล้านตัน ในเดือนตุลาคม และเฉลี่ยที่ 3.6 ล้านตันเดือนใน 10M21 วิกฤตพลังงานกอบปรักการควบคุมคุณภาพอากาศน่าจะทำให้โรงกลั่นของจีนมีอัตราการใช้กำลังการผลิตต่ำตลอดช่วงฤดูหนาวที่เหลือ เราไม่คาดว่า การส่งออกจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจนกว่า 2Q22F เมื่อความต้องการเพิ่มขึ้นด้วยเช่นกัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	130,163	176,207	182,790	194,267
Net profit	(6,005)	(992)	896	1,772
Consensus NP	—	4,008	4,004	4,575
Diff frm cons (%)	—	na	(77.6)	(61.3)
Norm profit	(6,468)	(992)	896	1,772
Prev. Norm profit	—	(269)	334	1,277
Chg frm prev (%)	—	na	168.2	38.8
Norm EPS (Bt)	(1.5)	(0.2)	0.2	0.4
Norm EPS grw (%)	na	na	na	97.8
Norm PE (x)	na	na	44.1	22.3
EV/EBITDA (x)	na	31.5	12.2	9.2
P/BV (x)	1.5	1.5	1.5	1.4
Div yield (%)	0.0	0.0	0.8	1.7
ROE (%)	na	na	3.4	6.5
Net D/E (%)	32.6	51.5	38.9	28.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

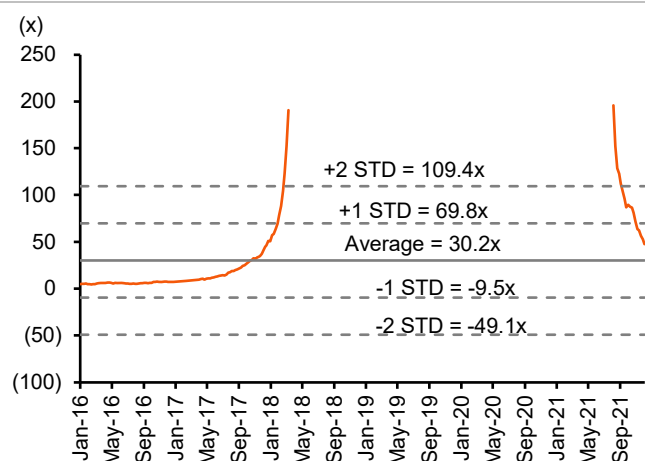
Price as of 1-Dec-21 (Bt)	9.10
Market Cap (US\$ m)	1,169.9
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.2
12M Price H/L (Bt)	11.20/7.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

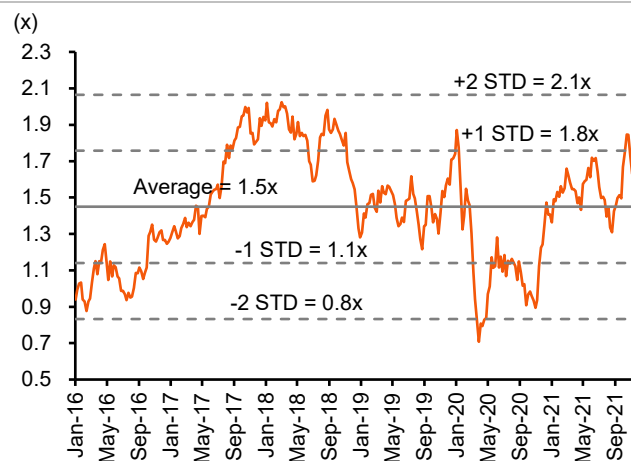


Ex 1: PE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Key Assumption Changes – Higher GRM Partially Offset By Lower Utilization Rate

Assumption	Unit	2021F	2022F	2023F	2024F
New					
GRM	(USD/bbl)	2.5	4.0	4.5	5.0
Crude intake	Kbd	136.5	140.0	148.8	148.8
Old					
GRM	(USD/bbl)	2.0	3.0	4.0	4.5
Crude intake	Kbd	148.8	148.8	148.8	148.8
Change					
GRM	(USD/bbl)	0.5	1.0	0.5	0.5
Crude intake	(%)	(8.2)	(5.9)	0.0	0.0

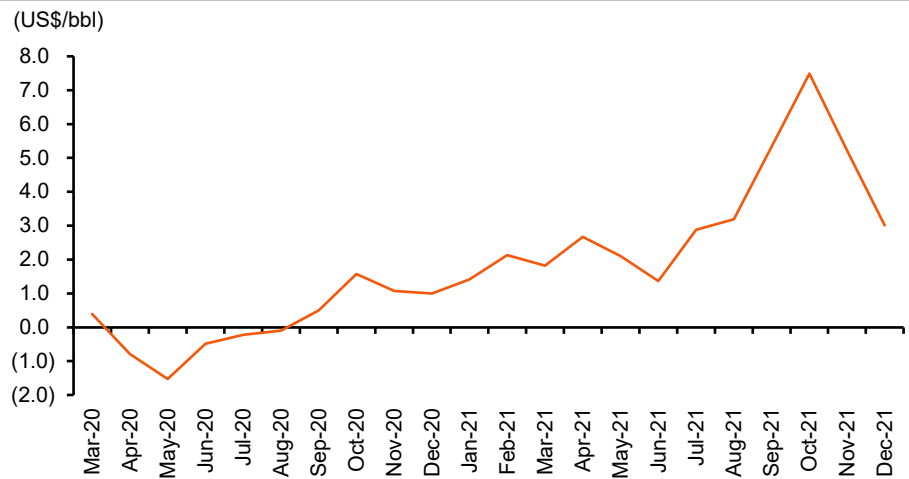
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: EPS Revisions

(Bt/shr)	2019	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
New/Actual	(0.93)	(1.49)	(0.23)	0.21	0.41	0.55
Old			(0.06)	0.08	0.29	0.45
Change (%)			na	168.2	38.8	23.2

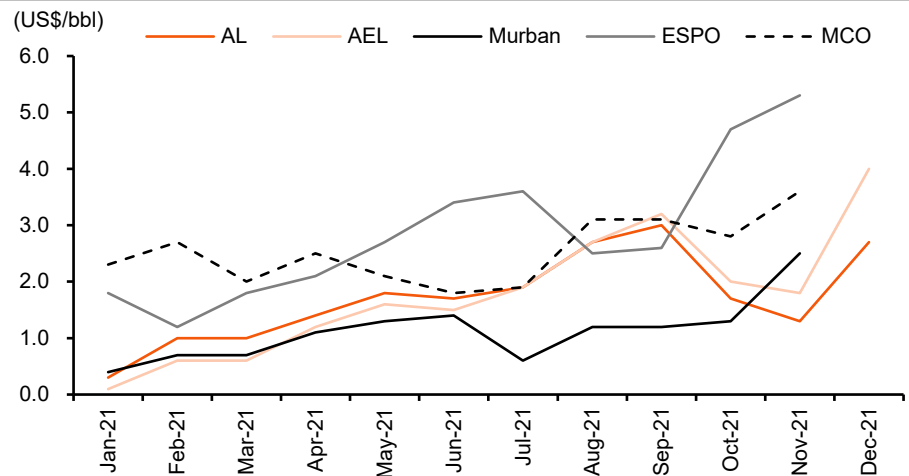
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Singapore GRM – October Surge Not Sustainable



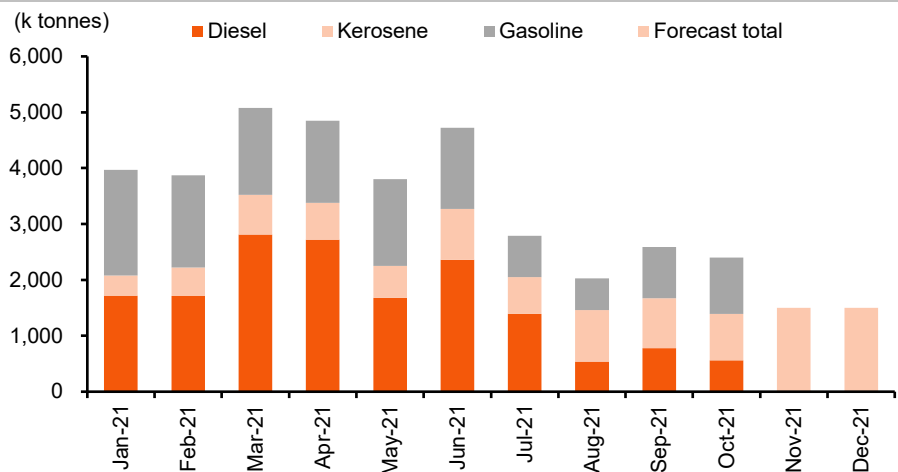
Sources: Thaioil, Thanachart estimates

Ex 6: Crude Premiums On The Rise



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Chinese Exports Of Oil Products Could Slow In November/December



Sources: GACC, Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA + dividend	4,058	5,119	5,843	6,045	5,929	5,812	5,692	5,570	5,446	5,320	5,192	
Free cash flow	2,795	3,174	4,887	3,612	4,460	4,361	4,260	4,158	4,053	3,947	3,839	36,043
PV of free cash flow	2,665	2,752	3,853	2,590	2,867	2,542	2,251	1,991	1,760	1,714	1,466	13,768
Risk-free rate (%)	5.0%											
Market risk premium (%)	8.0%											
Beta	1.25											
WACC (%)	10.0%											
Terminal growth (%)	0.0%											
Enterprise value - add Investments	51,133											
Net debt (2021F)	13,172											
Minority interest	-											
Equity value	37,961											
# of shares (m)	4,336											
Equity value/sh (Bt)	8.80											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)	21F (%)	22F (%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	69.3	32.0	na	na	na	na	na	na	na	na	11.6	14.6
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(1.5)	7.9	8.0	1.7	1.4	7.2	7.3	5.7	5.5	24.7	18.5
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(9.4)	5.6	6.2	1.3	1.1	5.7	6.9	6.2	6.7	24.1	17.8
IOCL	IOCL IN	India	129.5	22.8	7.3	5.9	1.0	0.9	6.6	5.5	6.9	8.5	14.6	15.0
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	24.7	35.6	28.5	2.7	2.1	22.2	16.5	0.3	0.3	8.6	7.7
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	77.8	25.2	14.2	1.1	1.0	7.9	7.3	0.9	1.5	4.6	8.3
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(7.7)	6.2	6.7	1.4	1.2	4.9	5.4	4.7	4.3	24.3	19.5
Petron	PCOR PM	Philippines	na	200.0	18.3	6.1	0.5	0.5	10.7	7.4	na	na	1.9	5.5
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(11.1)	17.9	20.1	2.7	2.6	11.1	12.5	4.1	3.2	15.5	12.7
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	na	na	22.8	0.7	0.7	8.5	6.6	0.0	2.4	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	133.8	1.9	1.9	35.8	20.2	0.0	0.4	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	(3.6)	11.8	13.6	12.2	2.8	2.5	6.8	6.4	3.7	4.1	21.5	21.4
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	10.6	10.7	0.9	0.8	6.5	6.3	5.7	5.6	8.5	8.0
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	44.1	1.5	1.5	31.5	12.2	0.0	0.8	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	3.0	23.4	15.4	12.4	0.9	0.9	6.5	5.3	3.3	4.0	5.9	7.1
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	(11.7)	18.1	20.5	0.8	0.8	14.8	16.3	2.5	2.2	4.5	3.9
Average			87.4	25.7	15.0	22.8	1.4	1.3	12.2	9.4	3.2	3.6	13.1	12.3
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(9.0)	6.7	7.4	0.5	0.5	3.4	3.1	7.2	6.9	7.3	6.8
Sinopec	386 HK	China	116.4	(8.4)	5.6	6.1	0.5	0.5	3.4	3.5	10.6	9.8	10.1	8.9
Total	FP	France	na	5.5	na	na	na	na	na	na	na	na	15.1	14.8
Eni	ENI IM	Italy	na	22.8	10.2	8.3	1.1	1.0	3.7	3.2	7.1	7.4	10.7	12.4
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	32.9	7.6	5.7	0.9	0.8	4.3	3.8	4.6	5.2	11.2	13.3
Repsol	REP SM	Spain	na	17.3	6.8	5.8	0.7	0.7	3.8	3.5	6.1	6.2	11.1	12.0
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	13.6	13.4	11.8	1.6	1.5	5.9	5.5	4.7	4.9	11.8	12.9
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	17.4	11.8	10.1	1.5	1.4	5.9	5.3	5.8	6.0	13.2	14.7
Conoco Philips	COP US	USA	na	31.8	11.9	9.0	2.0	1.8	5.1	4.3	2.5	2.6	20.7	22.7
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	182.0	5.2	9.8	9.3	1.1	1.0	4.4	4.0	5.1	5.4	11.7	11.6
Average			149.2	12.9	9.3	8.2	1.1	1.0	4.4	4.0	6.0	6.0	12.3	13.0
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	190.1	38.6	14.4	10.4	1.7	1.5	4.5	3.7	1.9	2.3	11.8	14.8
Woodside	WPL AU	Australia	149.9	46.5	16.4	11.2	1.6	1.5	5.2	4.2	4.4	5.8	9.6	14.5
Suncor Energy	SU US	Canada	na	54.2	8.6	5.6	1.0	0.9	5.0	4.2	4.3	6.8	11.4	16.4
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	170.9	14.4	5.3	0.8	0.7	5.9	4.1	2.2	6.8	6.1	14.9
RIL	RIL IN	India	(0.6)	24.7	35.6	28.5	2.7	2.1	22.2	16.5	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	23.9	6.4	5.2	na	na	4.0	3.8	0.7	2.2	(119.1)	(236.5)
Devon Energy	DVN US	USA	na	60.5	12.5	7.8	3.0	2.1	6.0	4.5	2.3	3.6	38.1	34.7
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	68.1	15.8	13.0	11.2	1.3	1.2	4.1	3.7	4.6	5.3	9.9	11.0
Average			72.3	54.4	15.2	10.7	1.7	1.4	7.1	5.6	2.6	4.1	(3.0)	(15.3)

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 1 December 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

โรงงานของ SPRC ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งได้แก่ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว น้ำมันเบนซิน ไร้สารตะกั่วเกรดพิเศษและเกรดธรรมดา น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว น้ำมันเตา และยางมะตอย รวมทั้งผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีซึ่งใช้เป็นผลิตภัณฑ์ตั้งต้นในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้แก่ โพรพิลีนเกรดโพลีเมอร์ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว แนฟทาเกรดปิโตรเคมี ก๊าซผสม C4 และรีฟอร์มเมท

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

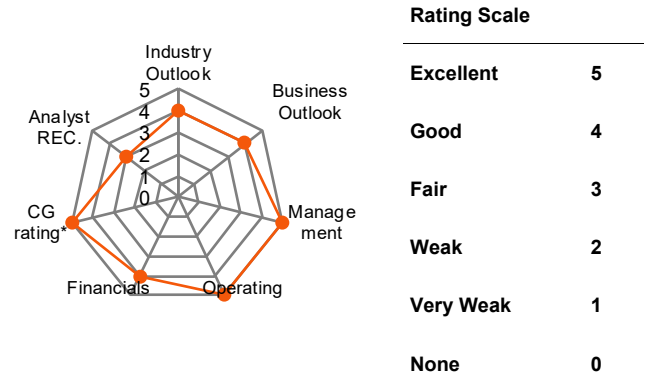
S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานนำเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถในการทำกำไรจากการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด

T — Threat

- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.34	8.80	-22%
Net profit 21F (Bt m)	4,008	(992)	na
Net profit 22F (Bt m)	4,004	896	-78%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 3	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022F ของเราน่าต่ำกว่า Bloomberg consensus อย่างมาก เนื่องจากเราสมมติให้ GRM พื้นตัวซ้ำ
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของ consensus

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นของค่าการกลั่นสิงคโปร์อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ SPRC และเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา
- การลดลงอย่างมากของราคาน้ำมันน่าจะทำให้มีต้นทุนเงินลดลงและส่งผลกระทบต่อกำไร ซึ่งเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา
- upside risk อีกประการน่าจะเป็น GRM ที่ฟื้นตัวเร็วกว่าคาด และการควบคุมต้นทุนที่ดีขึ้น
- การฟื้นตัวของอุปสงค์ และการส่งออกของเงินที่เพิ่มขึ้นเป็นความเสี่ยงหลักต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	168,840	130,163	176,207	182,790	194,267
Cost of sales	172,051	137,169	176,421	180,618	191,044
Gross profit	(3,211)	(7,006)	(214)	2,172	3,223
% gross margin	-1.9%	-5.4%	-0.1%	1.2%	1.7%
Selling & administration expenses	1,690	911	919	929	938
Operating profit	(4,901)	(7,916)	(1,133)	1,243	2,285
% operating margin	-2.9%	-6.1%	-0.6%	0.7%	1.2%
Depreciation & amortization	2,565	2,832	2,803	2,837	2,871
EBITDA	(2,336)	(5,084)	1,670	4,081	5,157
% EBITDA margin	-1.4%	-3.9%	0.9%	2.2%	2.7%
Non-operating income	36	71	150	159	166
Non-operating expenses	(7)	(1)	0	0	0
Interest expense	(46)	(177)	(257)	(283)	(236)
Pre-tax profit	(4,919)	(8,024)	(1,240)	1,120	2,215
Income tax	(885)	(1,555)	(248)	224	443
After-tax profit	(4,034)	(6,468)	(992)	896	1,772
% net margin	-2.4%	-5.0%	-0.6%	0.5%	0.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	1,225	464	0	0	0
NET PROFIT	(2,809)	(6,005)	(992)	896	1,772
Normalized profit	(4,034)	(6,468)	(992)	896	1,772
EPS (Bt)	(0.6)	(1.4)	(0.2)	0.2	0.4
Normalized EPS (Bt)	(0.9)	(1.5)	(0.2)	0.2	0.4

We expect earnings recovery from 2022F onward

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	25,524	19,323	25,775	26,499	27,974
Cash & cash equivalent	20	1,635	2,000	2,000	2,000
Account receivables	7,192	8,515	11,527	11,957	12,708
Inventories	17,856	9,052	12,084	12,371	13,085
Others	456	121	164	171	181
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	26,686	24,156	21,890	19,604	17,300
Other assets	2,084	3,062	3,355	3,747	4,209
Total assets	54,294	46,541	51,019	49,850	49,483
LIABILITIES:					
Current liabilities:	21,334	10,740	11,097	11,283	11,427
Account payables	13,567	7,821	7,734	7,918	8,375
Bank overdraft & ST loans	6,819	0	0	0	0
Current LT debt	0	1,380	1,821	1,475	1,190
Others current liabilities	949	1,539	1,543	1,890	1,862
Total LT debt	0	8,857	13,352	10,820	8,728
Others LT liabilities	484	517	986	1,284	1,587
Total liabilities	21,818	20,114	25,435	23,387	21,742
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	30,004	30,004	30,004	30,004	30,004
Share premium	978	978	978	978	978
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(7,674)	(7,447)	(7,447)	(7,447)	(7,447)
Retained earnings	9,168	2,892	2,049	2,928	4,206
Shareholders' equity	32,476	26,427	25,584	26,463	27,741
Liabilities & equity	54,294	46,541	51,019	49,850	49,483

Balance sheet remains strong despite a difficult operating environment

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(4,919)	(8,024)	(1,240)	1,120	2,215
Tax paid	753	1,555	248	(224)	(443)
Depreciation & amortization	2,565	2,832	2,803	2,837	2,871
Chg In working capital	1,754	1,736	(6,131)	(534)	(1,008)
Chg In other CA & CL / minorities	(2,994)	572	(40)	341	(38)
Cash flow from operations	(2,840)	(1,329)	(4,359)	3,539	3,597
Capex	(506)	(253)	(480)	(480)	(480)
Right of use	0	0	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,508)	(498)	420	134	54
Cash flow from investments	(2,014)	(750)	(360)	(646)	(726)
Debt financing	8,044	3,738	4,935	(2,877)	(2,378)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(521)	(271)	149	(17)	(494)
Warrants & other surplus	(2,723)	227	0	0	0
Cash flow from financing	4,801	3,694	5,084	(2,894)	(2,871)
Free cash flow	(3,346)	(1,582)	(4,839)	3,059	3,117

We expect a FCF improvement next year

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	na	44.1	22.3
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	42.6	21.5
PE (x)	na	na	na	44.1	22.3
PE - at target price (x)	na	na	na	42.6	21.5
EV/EBITDA (x)	na	na	31.5	12.2	9.2
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	30.7	11.9	8.9
P/BV (x)	1.2	1.5	1.5	1.5	1.4
P/BV - at target price (x)	1.2	1.4	1.5	1.4	1.4
P/CFO (x)	(13.9)	(29.7)	(9.1)	11.1	11.0
Price/sales (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	2.0	0.0	0.0	0.8	1.7
FCF Yield (%)	(8.5)	(4.0)	(12.3)	7.8	7.9
(Bt)					
Normalized EPS	(0.9)	(1.5)	(0.2)	0.2	0.4
EPS	(0.6)	(1.4)	(0.2)	0.2	0.4
DPS	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2
BV/share	7.5	6.1	5.9	6.1	6.4
CFO/share	(0.7)	(0.3)	(1.0)	0.8	0.8
FCF/share	(0.8)	(0.4)	(1.1)	0.7	0.7

We believe a GRM recovery looks priced in

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(19.3)	(22.9)	35.4	3.7	6.3
Net profit (%)	na	na	na	na	97.8
EPS (%)	na	na	na	na	97.8
Normalized profit (%)	na	na	na	na	97.8
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	97.8
Dividend payout ratio (%)	(28.2)	0.0	30.0	37.0	37.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(1.9)	(5.4)	(0.1)	1.2	1.7
Operating margin (%)	(2.9)	(6.1)	(0.6)	0.7	1.2
EBITDA margin (%)	(1.4)	(3.9)	0.9	2.2	2.7
Net margin (%)	(2.4)	(5.0)	(0.6)	0.5	0.9
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.4	0.6	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	na	4.4	9.7
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	6.5	14.4	21.8
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	1.8	3.6
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	3.4	6.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	3.4	6.5
- asset turnover (x)	3.1	2.6	3.6	3.6	3.9
- operating margin (%)	na	na	na	0.8	1.3
- leverage (x)	1.5	1.7	1.9	1.9	1.8
- interest burden (%)	100.9	102.3	126.2	79.8	90.4
- tax burden (%)	na	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
ROIC (%)	(12.7)	(20.2)	(2.6)	2.6	5.0
NOPAT (Bt m)	(4,901)	(7,916)	(906)	995	1,828
invested capital (Bt m)	39,275	35,029	38,757	36,759	35,660

ROE to remain in single-digit territory despite an improving outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 136 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, PTTG16C2111A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทูธนชาติ 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)

บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล 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 นางอศิณี ไตรลัดจะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิควิปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิควิปเม้นท์ 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)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

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

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระดาษ
จักร เรื่องสิทธิปัญญา
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, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุญนา
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชชา 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 ผู้พิพัฒนศิริกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

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

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

นักวิเคราะห์, แพล

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

Data Support Team

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

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

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

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

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

สุจินตนา สดาพร
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