

Thailand Energy Sector

น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ

Sector Valuation			Current price	Target price	Market Cap	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div. yield —	
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(US\$ m)	2021F (%)	2022F (%)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (%)	2022F (%)
Bangchak Corp.	BCP TB	BUY	28.50	32.00	1,183	na	169.0	23.3	8.6	0.8	0.7	7.0	7.0
Esso (Thailand)	ESSO TB	HOLD	7.65	8.00	798	na	na	na	11.1	1.4	1.2	0.0	0.0
IRPC Pcl	IRPC TB	BUY	3.82	4.40	2,354	na	9.7	15.7	14.3	0.9	0.8	2.6	3.5
Indorama Ventures	IVL TB	BUY	48.00	60.00	8,127	260.7	22.9	11.6	9.5	1.9	1.7	5.1	5.3
PTT Pcl	PTT TB	BUY	38.75	46.00	33,376	206.6	(13.2)	9.5	10.9	1.1	1.0	5.2	5.2
PTT Exploration	PTTEP TB	BUY	129.00	152.00	15,443	105.6	32.0	11.6	8.8	1.2	1.1	3.9	4.7
PTT Global Chemical	PTTGC TB	HOLD	57.00	56.00	7,750	286.2	(20.5)	8.7	11.0	0.8	0.8	7.0	4.6
Star Petroleum	SPRC TB	SELL	9.65	8.40	1,262	na	na	na	13.2	1.4	1.4	5.0	2.9
Thai Oil	TOP TB	SELL	51.75	46.00	3,184	na	65.3	27.4	16.6	0.9	0.9	4.2	2.4

Source: Thanachart estimates, Based on 3 February 2022 closing prices

เราปรับเพิ่มน้ำหนักลงทุนกลุ่มพลังงานเป็น “OVERWEIGHT” จากราคาน้ำมันที่แข็งแกร่งหนุนให้กลุ่มฯ ยังไปต่อ ขณะที่ petrochemical spreads ที่ใกล้แตะระดับต่ำสุดแล้ว IVL เป็นหุ้นที่เราชอบที่สุดจากเรื่องราวการฟื้นตัว และได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูง

ปรับเพิ่มน้ำหนักลงทุนเป็น “OVERWEIGHT”

เราปรับเพิ่มน้ำหนักลงทุนกลุ่มพลังงานเป็น “OVERWEIGHT” (จาก Neutral) จากราคาน้ำมันที่ยืนอยู่ระดับสูงต่อเนื่อง และ petrochemical spreads ที่ใกล้แตะระดับต่ำสุดแล้ว เมื่ออุปทานมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นจากปี 2023F เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนต์เป็น US\$80/73/71/bbl (จาก US\$65/66/68/bbl) ในปี 2022-24F เทียบกับ US\$70 ในปี 2021 และค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$69 ขณะที่เรามองลบต่อกลุ่มโรงกลั่น ด้วยค่าการกลั่นฟื้นตัวอยู่เหนือระดับก่อนเกิดโควิดแล้ว และมีแรงกดดันด้านอุปทานรอบใหม่เข้ามาในอีกหลายปีข้างหน้า แรงกดดันด้านต้นทุนจากพรีเมียมน้ำมันดิบที่สูงขึ้น และแนวโน้มอุปสงค์ที่อ่อนแอ

แม้วัฏจักรโครงสร้างของไทยอ่อนแอ

เรามองว่าราคาน้ำมันที่แข็งแกร่งช่วยให้สามารถก้าวข้ามวัฏจักรโครงสร้างของไทยที่อ่อนแอ ทศพยากรณ์พลังงานของไทยกำลังจะหมดลง ซึ่งน่าจะเห็นได้ชัดเจนมากขึ้นในปี 2022F ด้วยผลผลิตก๊าซจากแหล่งบงกชและเอราวัณลดลงไปอีก แม้ว่าผลผลิตก๊าซของประเทศจะแตะระดับต่ำสุดในรอบ 12 ปี ในปี 2021 การผลิตพลังงานในประเทศที่หมดลงส่งผลต่อ PTT (กำไรของ GSP ลดลง), PTTGC (มีวัตถุดิบก๊าซราคาถูกลง) และ PTTEP (ค่าใช้จ่ายลงทุนเพิ่มขึ้น)

Valuation และเรื่องราวในระยะสั้นเป็นปัจจัยหนุนหลัก

ข้อดีอย่างหนึ่งคือ valuation ของกลุ่มพลังงานไทยถูก de-rate ไปแล้วจากระดับเฉลี่ยที่ 1.3 เท่า ในปี 2014-19 (ก่อนโควิด-19) โดยเริ่มต้นปี 2022F ด้วยการซื้อขายที่ 1.1 เท่า เนื่องจากแนวโน้มทางโครงสร้างที่อ่อนแอ และการฟื้นตัวหลังจบวิกฤตได้สิ้นสุดลง กลยุทธ์การลงทุนของเราจึงมุ่งเน้นไปที่ valuation และเรื่องราวในระยะสั้น ด้วยเหตุนี้เราจึงเลือก IVL เป็น Top Pick ของเรา รองลงมาคือ PTTEP จากแนวโน้มราคาน้ำมันที่แข็งแกร่ง เราแนะนำ “ซื้อ” ESSO และ BCP ด้วยมีเรื่องราวการเติบโตภายในของบริษัทเอง และ PTT และ IRPC จากการมี valuation ที่น่าสนใจ ขณะที่แนะนำ “ขาย” TOP จากฐานะการเงินที่อ่อนแอ และ SPRC ที่มี valuation ที่สูง

IVL เป็น Top Pick ในกลุ่มฯ

เราชอบ IVL ที่สุดในกลุ่มฯ 1) ตลาด PET แข็งแกร่งและมีความยืดหยุ่น เนื่องจาก การเติบโตของกำลังการผลิตที่จำกัด 2) ผลการดำเนินงานของ Huntsman ที่ฟื้นตัวหลังมีผลการดำเนินงานที่น่าผิดหวังในช่วงปีโควิด และ 3) เราคาดว่า IVL จะเป็นหนึ่งในบริษัทที่มีการเติบโตที่แข็งแกร่งในกลุ่มฯ

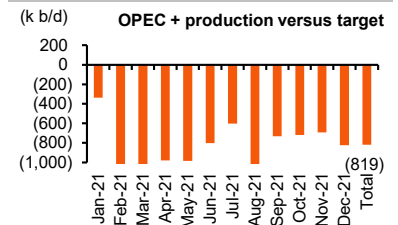


YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

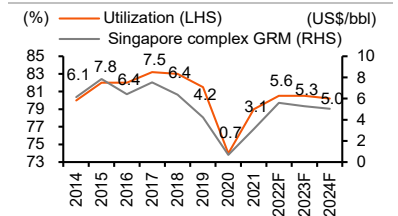
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Opec Output Behind Target



Sources: Reuters, Thanachart estimate

Global Refinery Utilization Vs. GRM

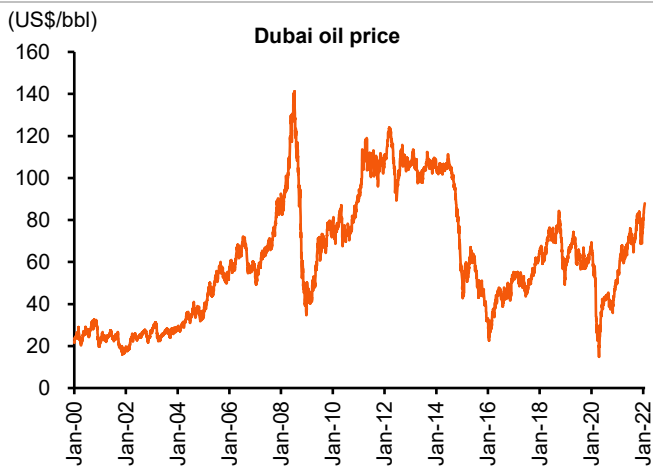


Sources: Bloomberg, TOP, Thanachart estimate

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

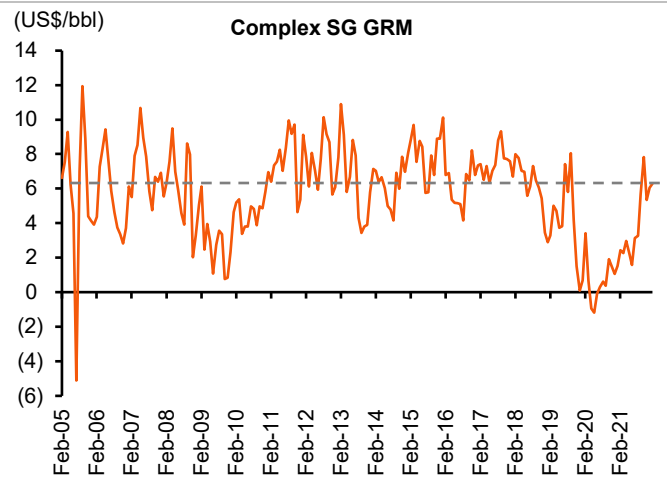


Ex 1: Crude Oil Prices Near US\$90/bbl



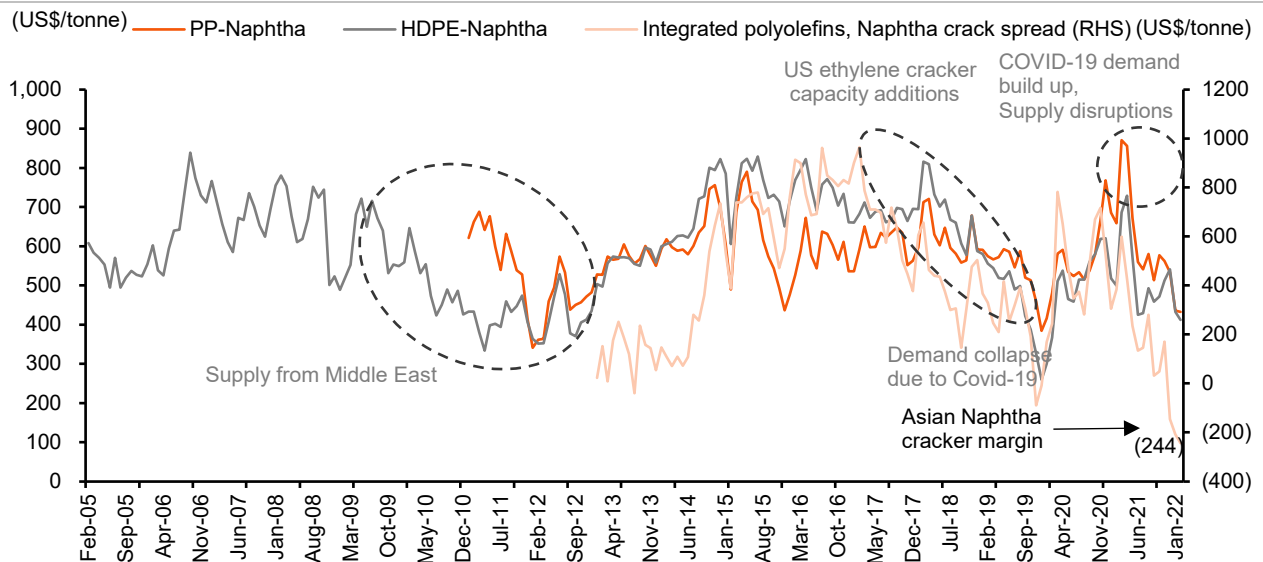
Source: Bloomberg

Ex 2: Refining Margin Back To Normalized Level



Sources: Bloomberg, TOP, Thanachart Estimate

Ex 3: Chemical Margins At Near Trough Levels



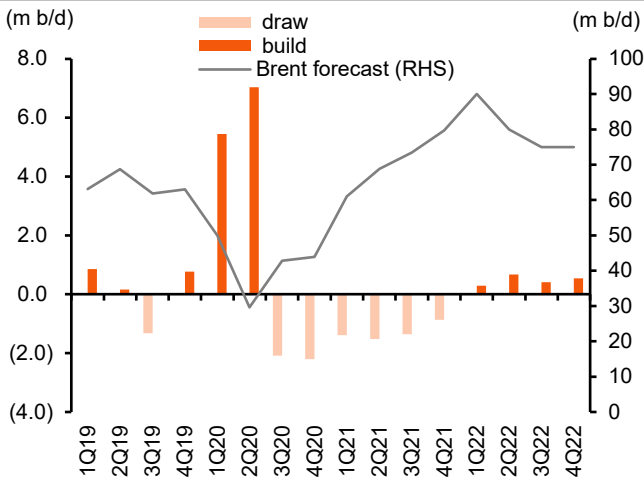
Source: Bloomberg

Ex 4: Our Brent Crude Oil Price Assumptions

(USD/bbl)	2021A	2022F	2023F	2024F
New	69	80	73	71
Old	69	65	66	68

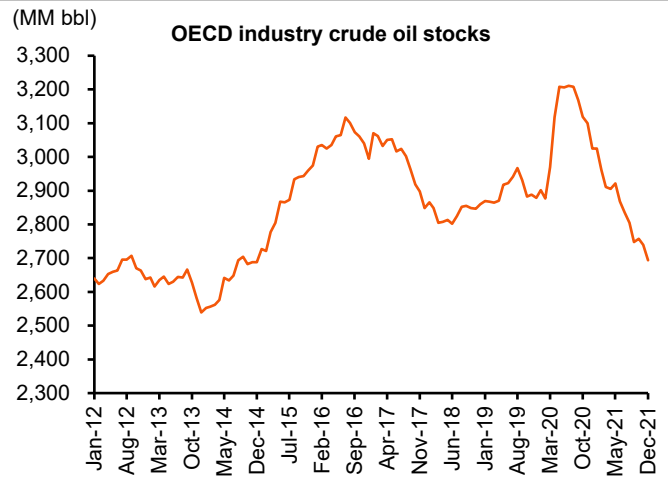
Source: Thanachart estimates

Ex 5: EIA Forecasts A Small Surplus Through 2022F



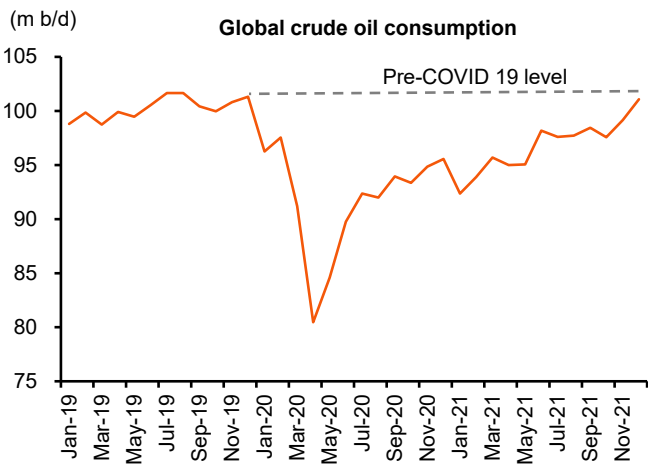
Source: EIA

Ex 6: Low Oil Inventories Support Prices



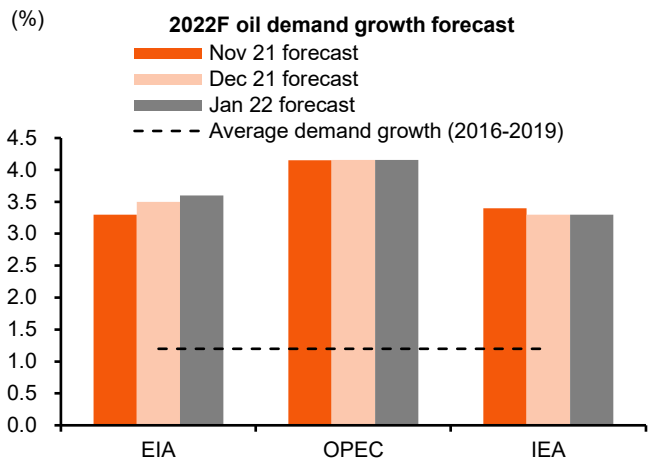
Source: Bloomberg

Ex 7: Global Oil Demand Recovery



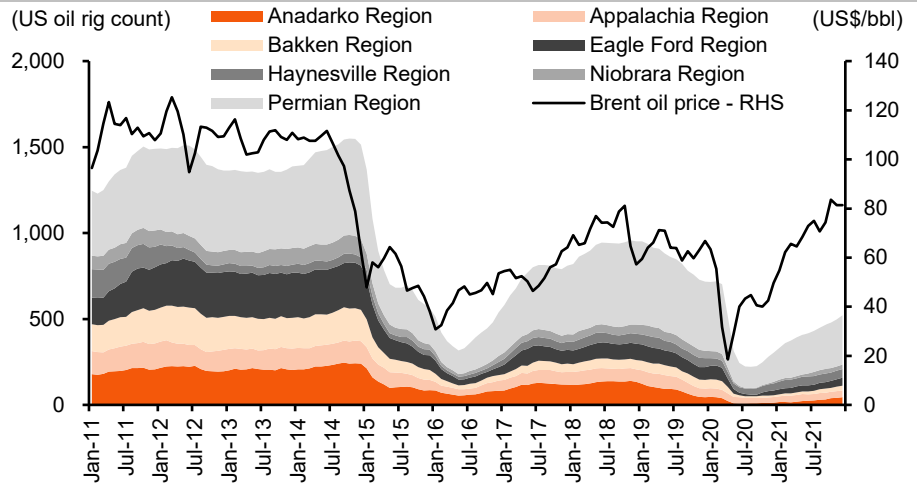
Source: EIA

Ex 8: 2022F Recovery Has Been Stronger Than Expected



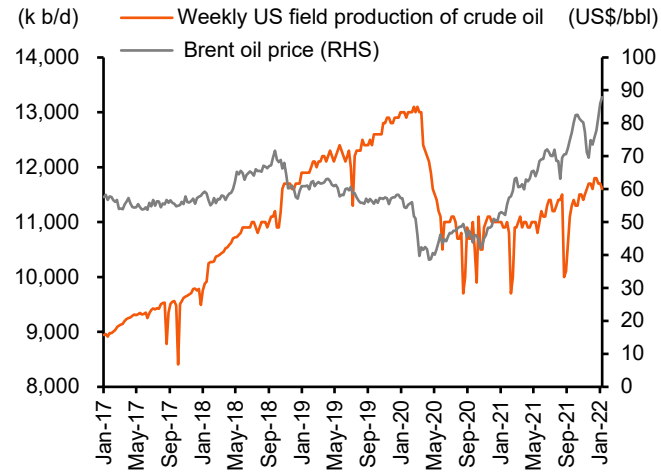
Sources: OPEC, IEA, EIA

Ex 9: Drilling Rigs Have Been Increasing But Only Slowly Since September 2020



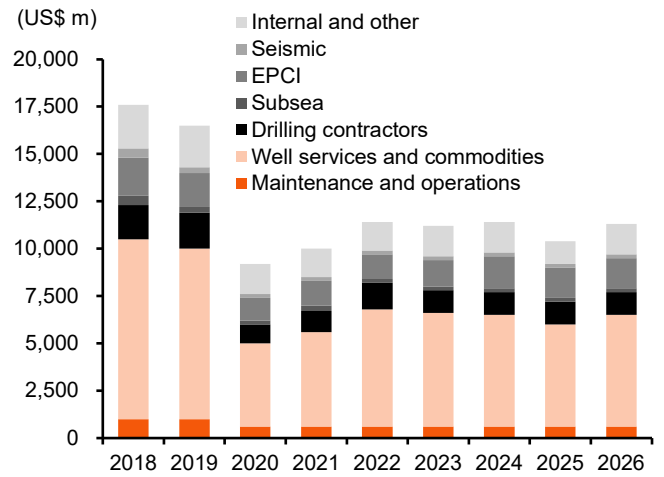
Source: EIA

Ex 10: Low US Oil Output Despite High Oil Prices



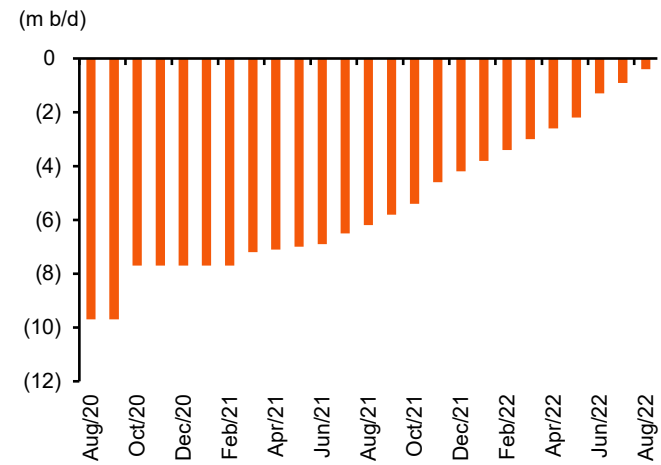
Sources: EIA, Bloomberg

Ex 11: Tame US Upstream Capex



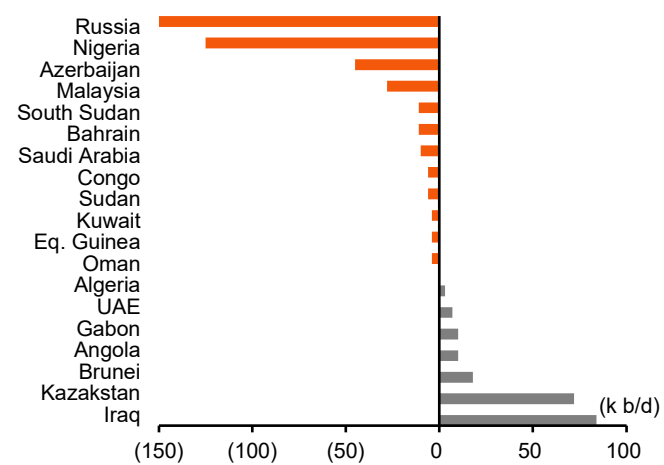
Source: Rystad

Ex 12: OPEC's Output Cut Plan



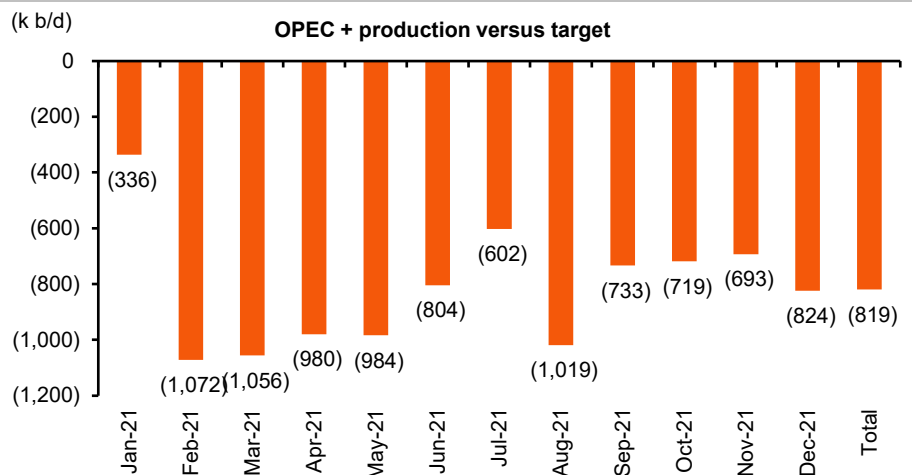
Source: OPEC

Ex 13: OPEC + Actual Output Vs. Target By Country



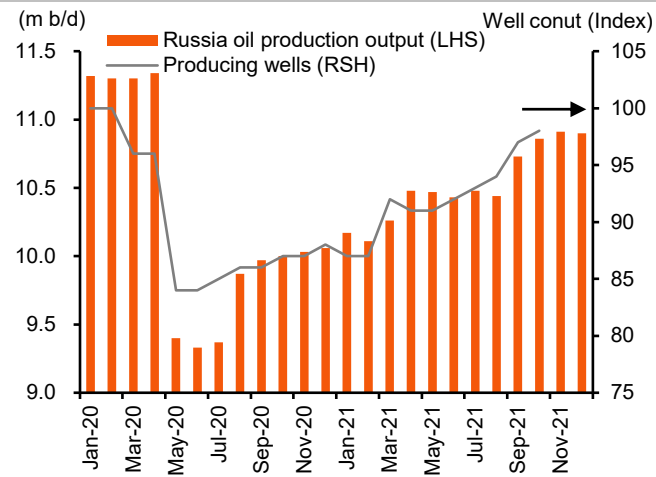
Source: Bloomberg

Ex 14: Ramp-Up Has Been Below Target



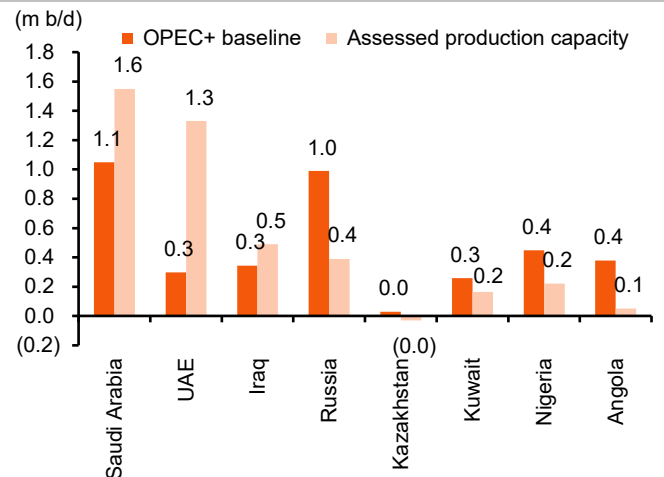
Sources: Reuters, Thanachart estimates

Ex 15: Russia Appears To Have Little Spare Capacity



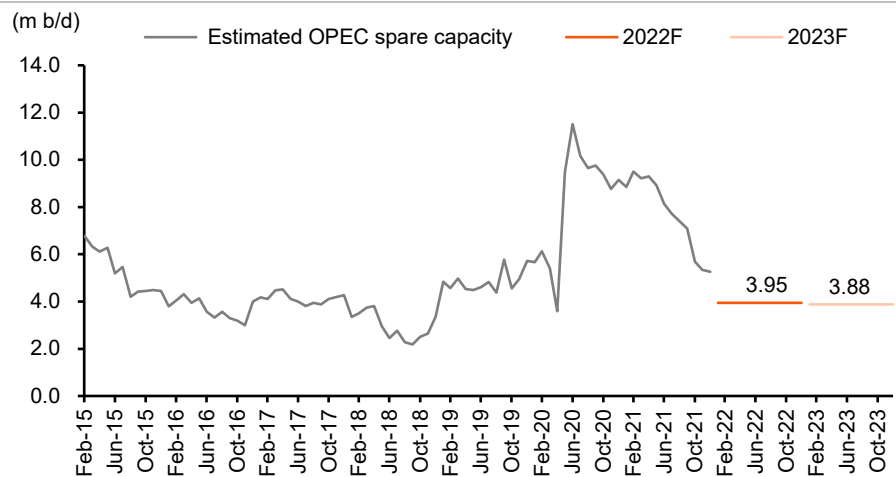
Source: Bloomberg

Ex 16: Spare Capacity Concentrated In Saudi And UAE



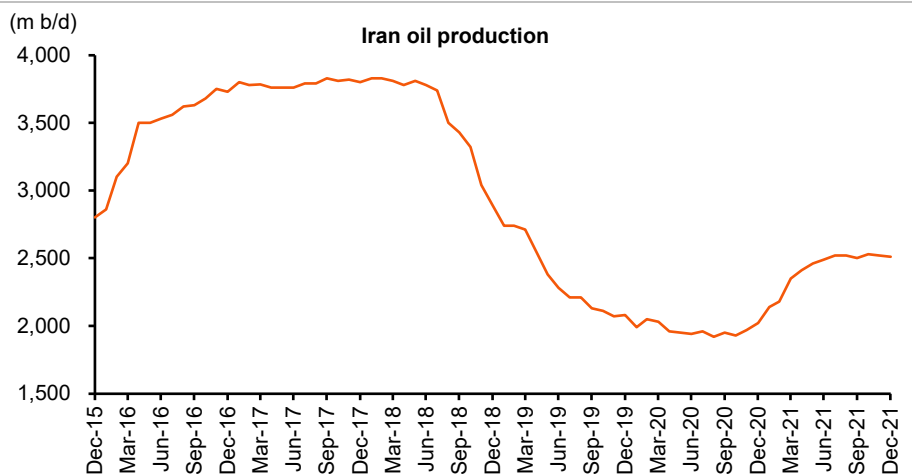
Source: Bloomberg

Ex 17: OPEC's Spare Capacity



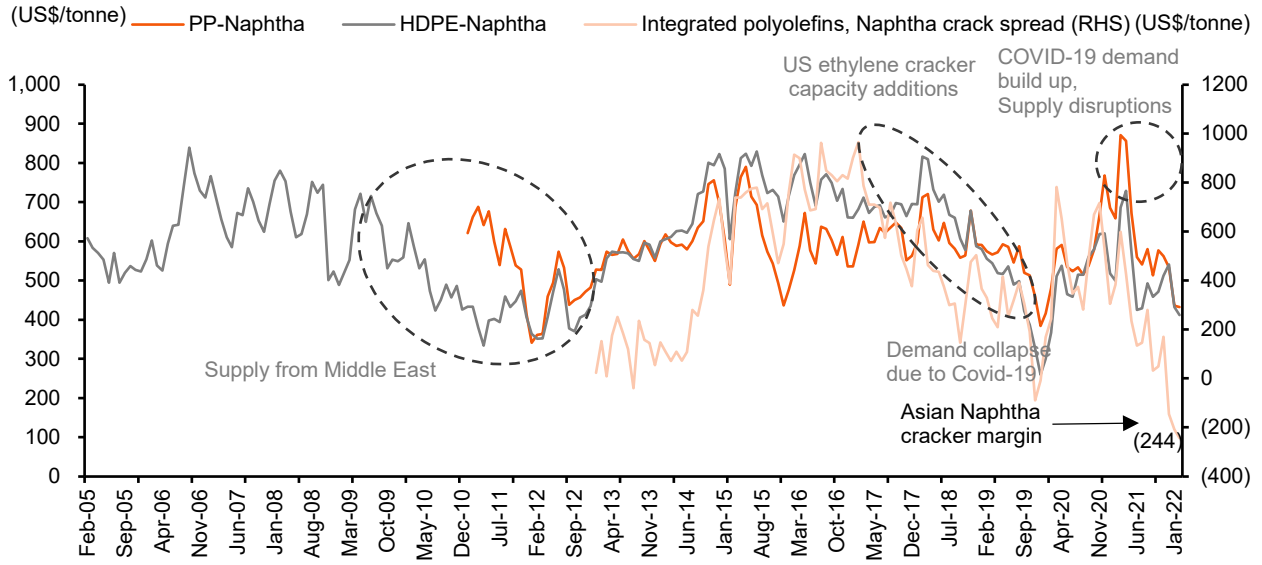
Sources: Bloomberg, EIA

Ex 18: Iran Output Could Add 1.3m b/d To The Market



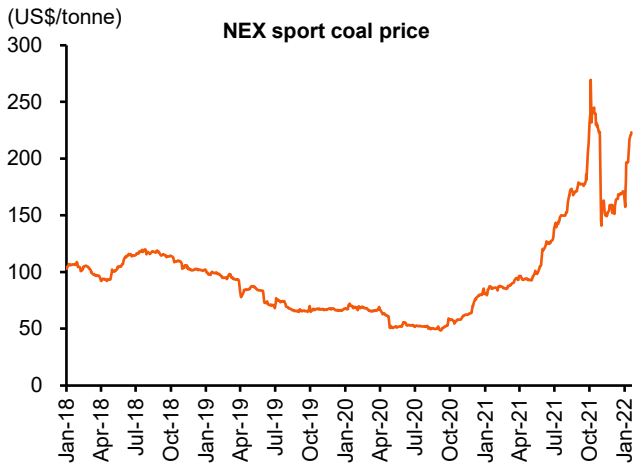
Source: Bloomberg

Ex 19: Chemical Spreads Have Fallen Back Down



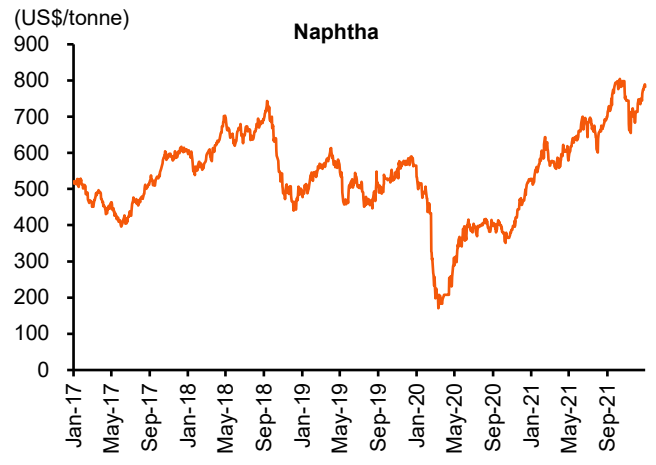
Source: Bloomberg

Ex 20: Coal Price Remains High



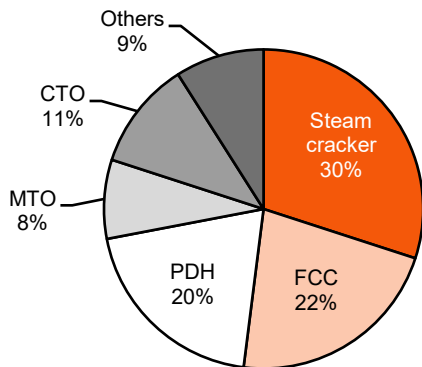
Source: Bloomberg

Ex 21: Rising Oil Prices Push Up Naphtha Cost



Source: Bloomberg

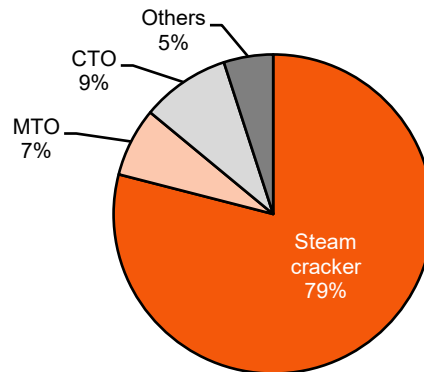
Ex 22: China's Propylene Capacity By Feedstock



Source: PTTGC

Note: FCC stands for Fluid Catalytic Cracking, PDH for propane dehydrogenation, MTO for Methanol to Olefin and CTO for Coal to Olefin

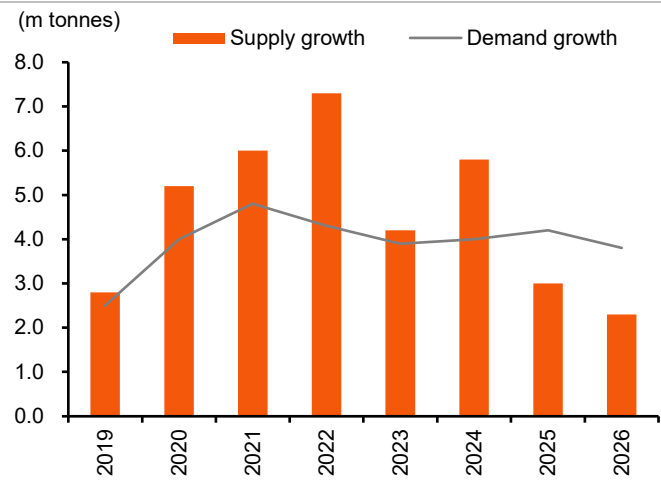
Ex 23: China's Ethylene Capacity By Feedstock



Source: PTTGC

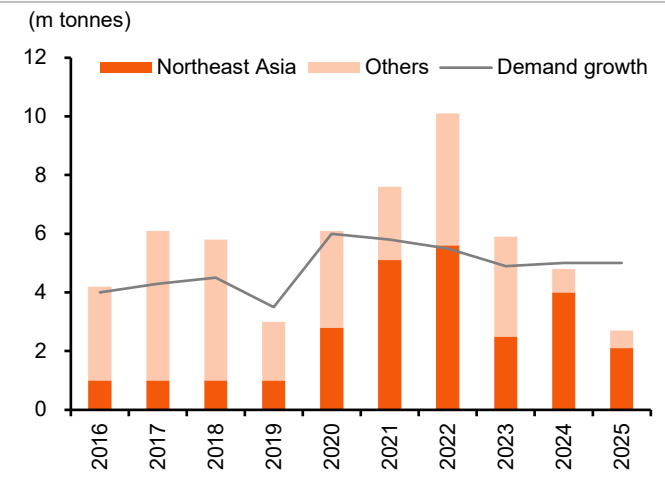
Note: MTO for Methanol to Olefin and CTO for Coal to Olefin

Ex 24: Global PP Supply vs Demand Growth



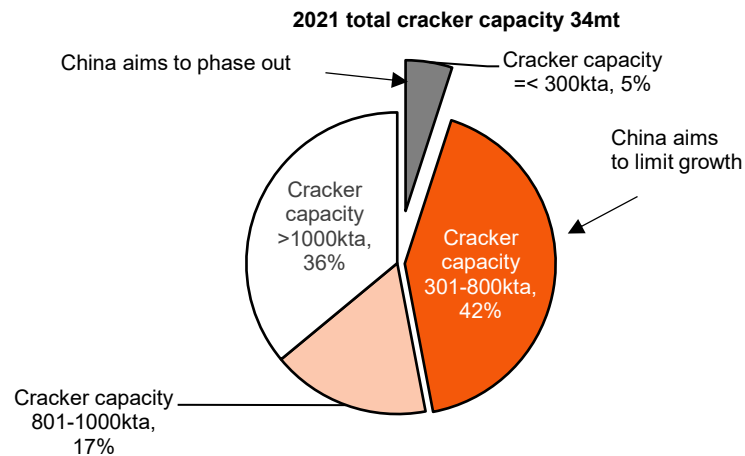
Source: IRPC

Ex 25: Global PE Supply vs Demand Growth



Source: PTTGC

Ex 26: Longer Term, China Aims To Phase Out Inefficient Capacities



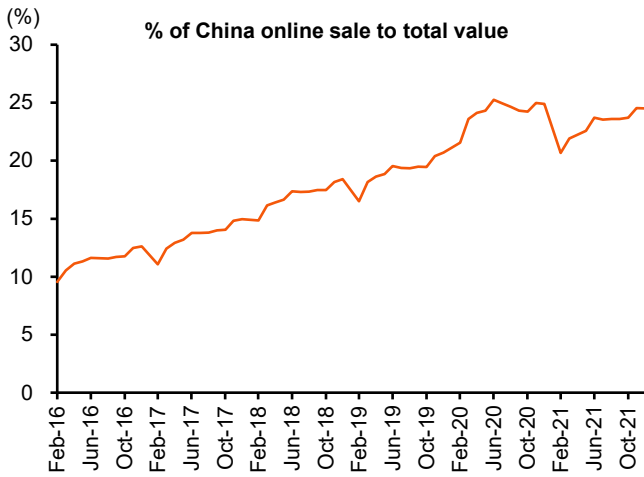
Source: Bloomberg

Ex 27: Key Chemical Spread Assumptions

(US\$/tonne)	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
HDPE-Naphtha	506	630	480	530	590
LDPE-naphtha	626	1,020	750	800	830
LLDPE-naphtha	479	630	500	550	600
PP-Naphtha	616	680	550	600	620
MEG-Ethylene	101	180	150	180	210
BPA-Phenol	639	1,712	800	300	300
ABS-Naphtha	1,137	1,780	1,000	1,100	1,100
PS-Naphtha	725	983	800	800	800
Px-Naphtha	229	259	200	200	250
Bz-Naphtha	106	291	200	200	250
Asia Integrated PET	206	223	227	227	227

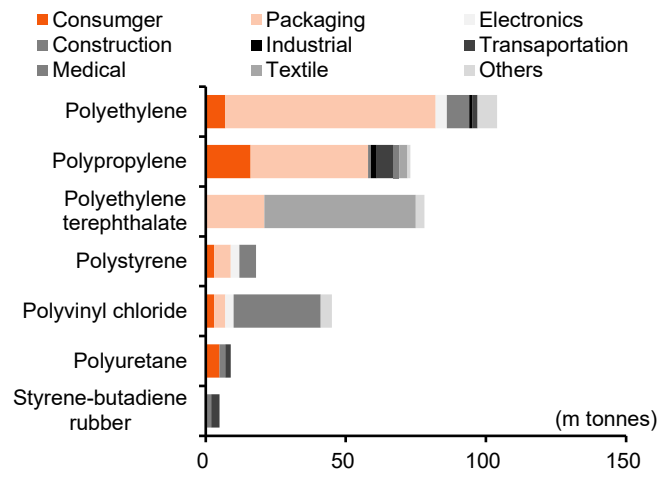
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 28: Online Sales Booming Due To COVID-19



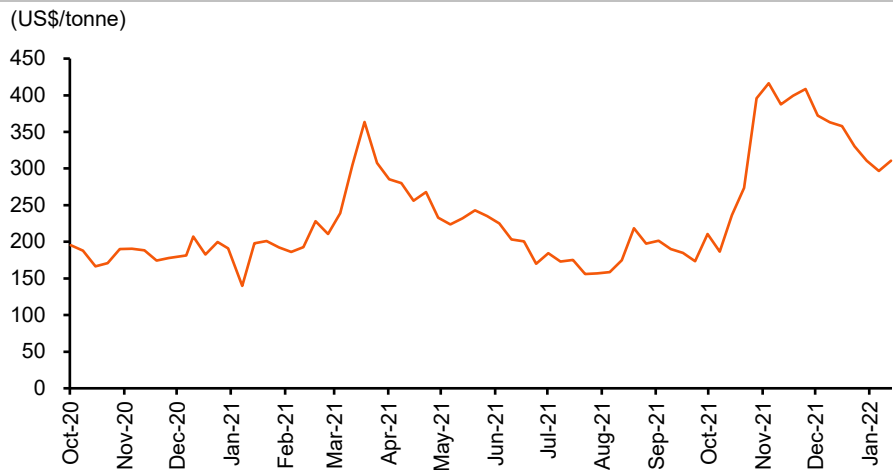
Source: Bloomberg

Ex 29: Chemical Plastics Are Linked More To Consumers



Source: Mckinsey

Ex 30: Asia Integrated PET Spread

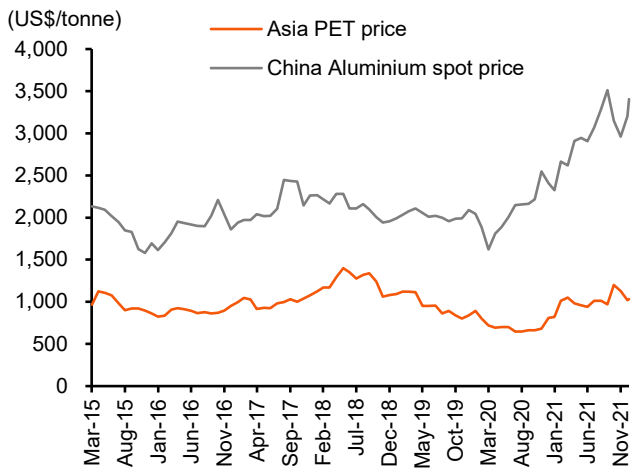


Source: Bloomberg

Note: Asia integrated PET spread = PET spread + 0.86 x PTA spread

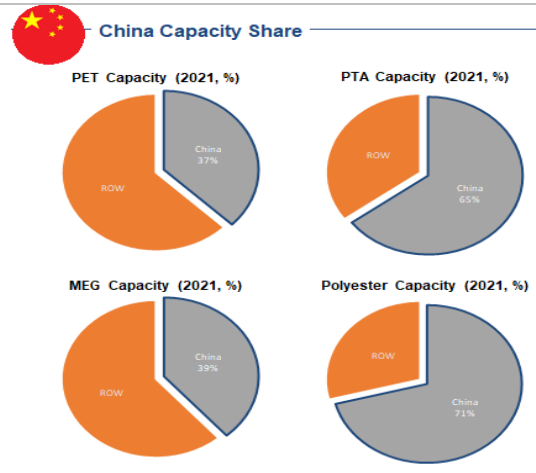
PET is polyethylene terephthalate. PTA is purified terephthalic acid and it is a key feedstock for PET

Ex 31: High Aluminum Price Indirectly Positive For PET



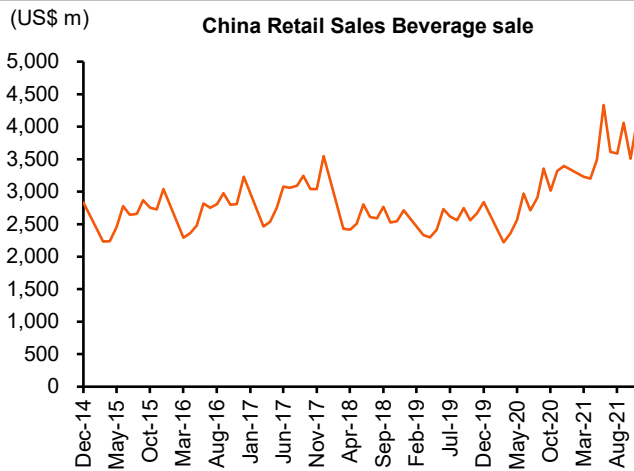
Source: Bloomberg

Ex 32: China Dual Control Policy Impact On PTA/PET



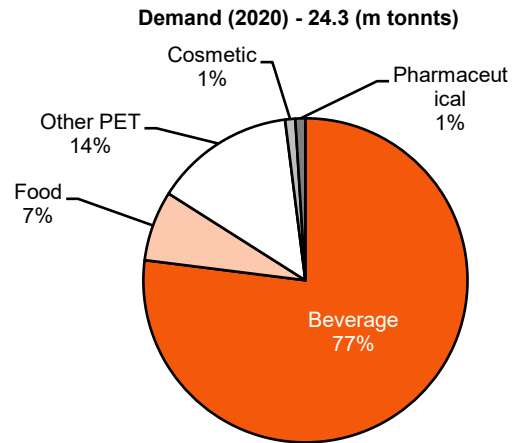
Source: IVL

Ex 33: China Beverage Sales Are Rising



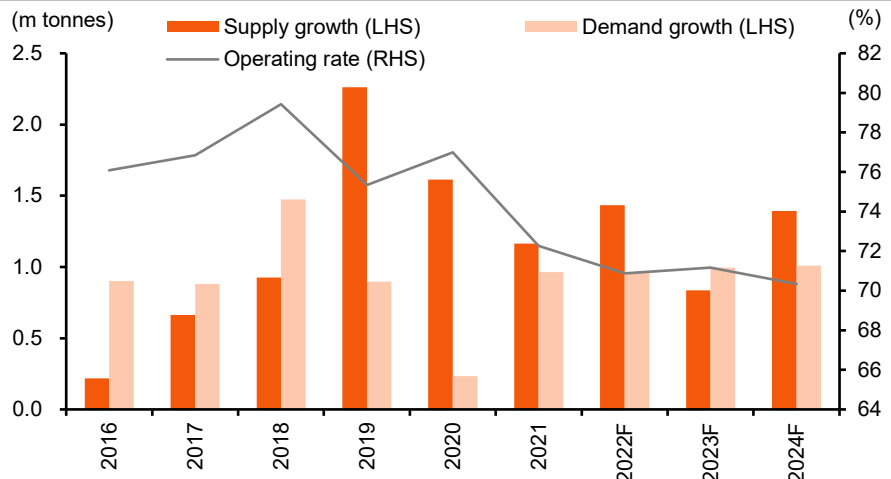
Source: Bloomberg

Ex 34: PET Linked Closely To End-Consumer Demand



Source: IVL

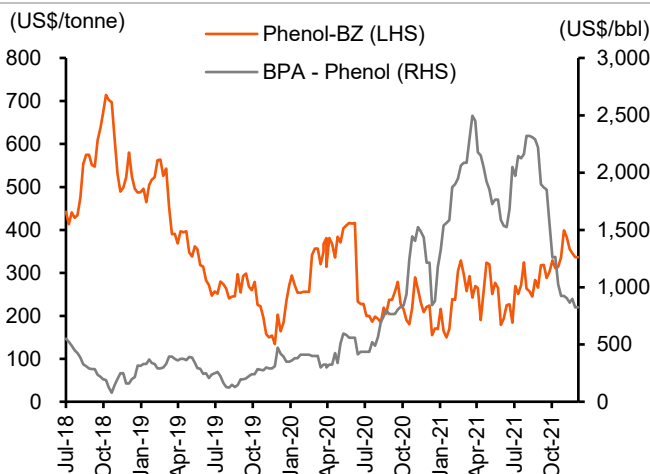
Ex 35: PET Supply Vs. Demand Growth



Source: IVL

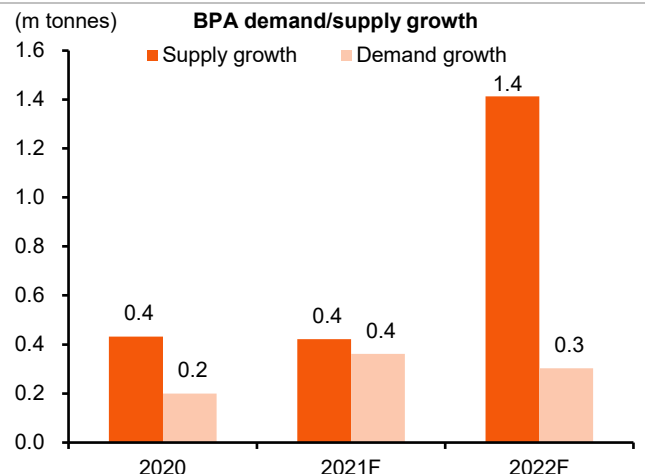
Note: PET is polyethylene terephthalate. PTA is purified terephthalic acid and it is a key feedstock for PET production.

Ex 36: BPA Spread Has Normalized From...



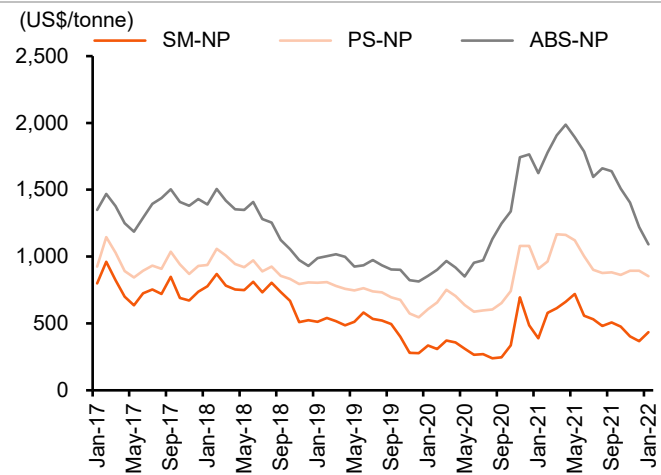
Source: Bloomberg

Ex 37: ...A Supply Jump This Year



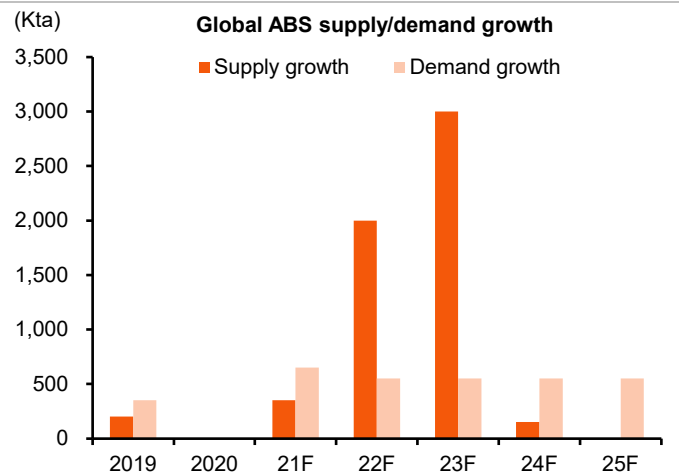
Source: PTTGC

Ex 38: ABS Spread Has Normalized From...



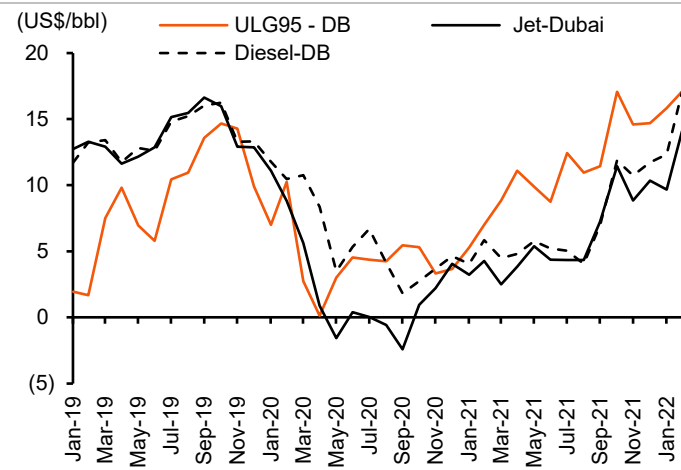
Source: Bloomberg

Ex 39: ...The Prospect Of A Jump In New Supply



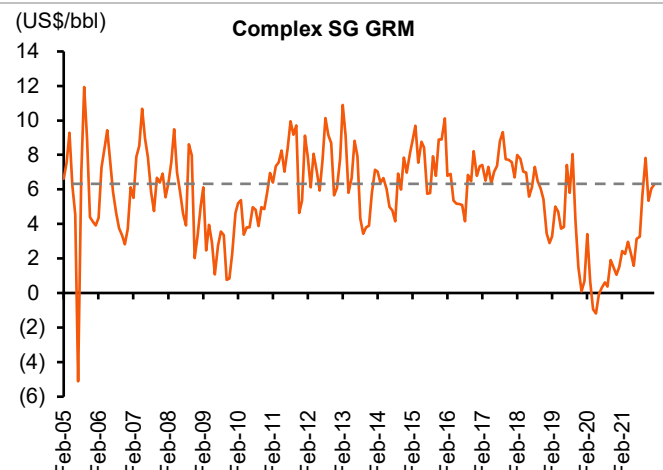
Source: PTTGC

Ex 40: Refined Crack Spreads Have Recovered



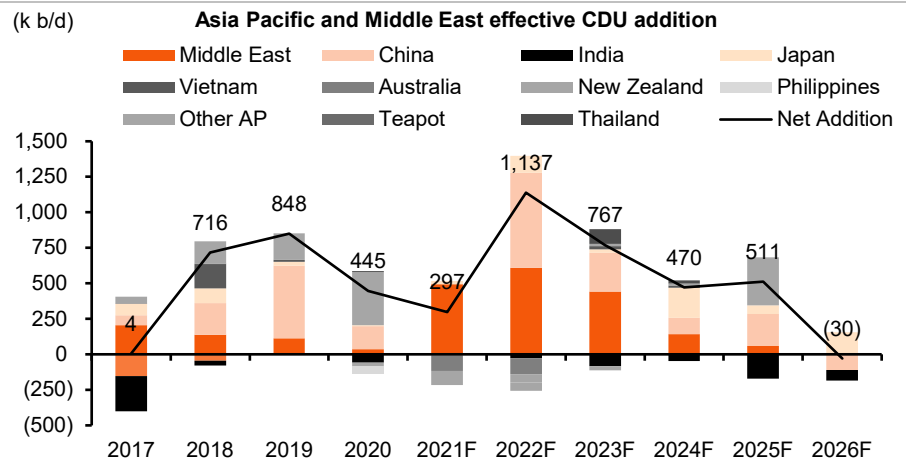
Source: TOP

Ex 41: SG Complex GRM Back To Historical Average



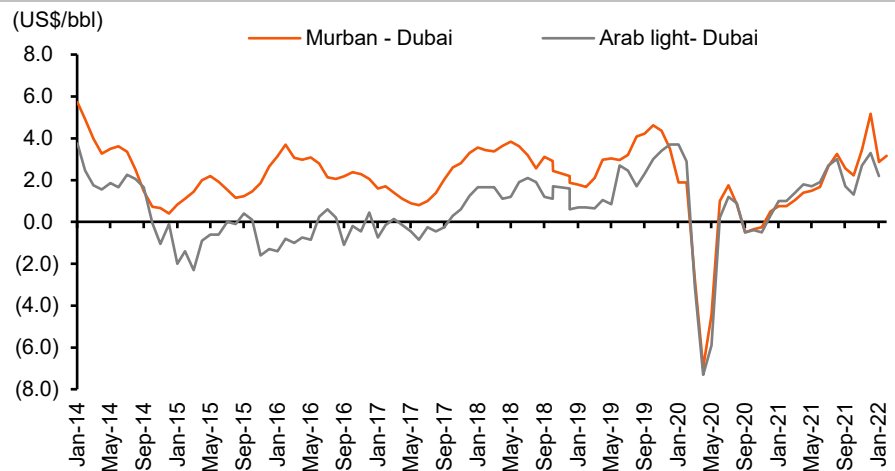
Source: Bloomberg, TOP, Thanachart estimate

Ex 42: Capacity Additions In 2022F To More Than Double The 2020-21 Level



Source: TOP

Ex 43: Crude Premium Could Remain Alleviated Offsetting GRM Recovery



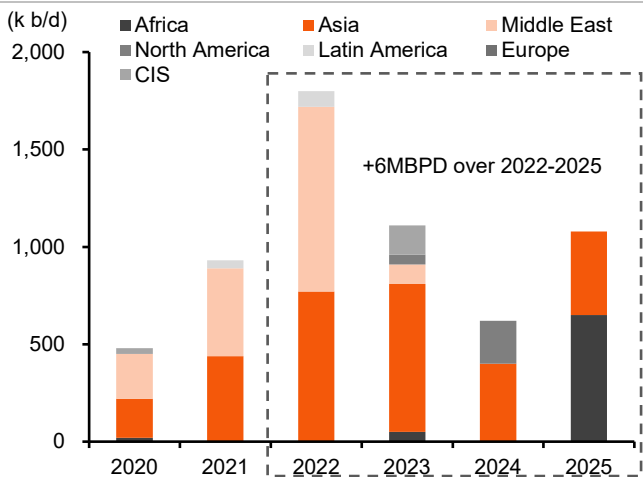
Source: Bloomberg

Ex 44: GRM Likely To Normalize At A Lower Level of USD6.5/bbl

(USD/bbl)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Gasoline-Dubai	4.4	11.0	13.5	12.0	12.0
Diesel-Dubai	6.2	6.7	13.0	13.0	13.0
Jet-Dubai	2.6	5.8	12.5	12.0	12.0
HSFO-Dubai	(3.0)	(4.9)	(8.0)	(8.0)	(8.0)
SG GRM	0.7	3.1	5.6	5.3	5.0

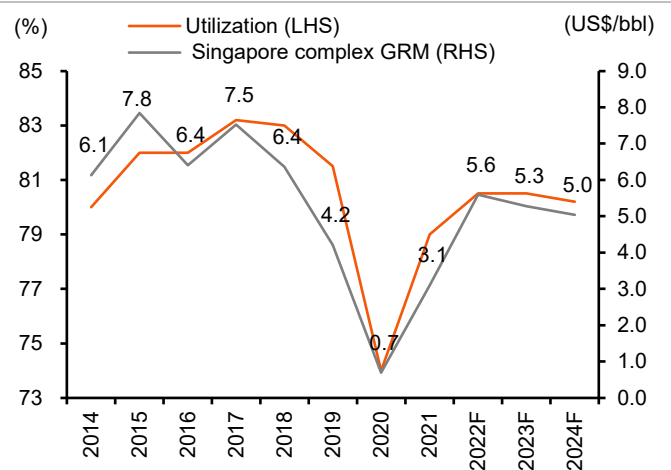
Sources: Bloomberg, TOP, Thanachart estimates

Ex 45: Global Refinery Capacity Addition



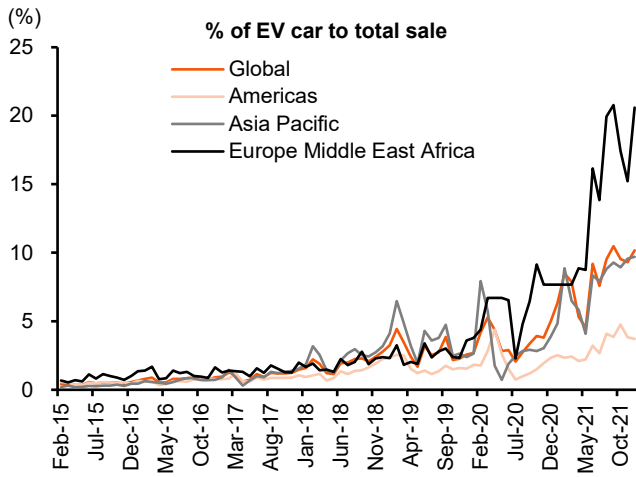
Source: Bloomberg

Ex 46: Global Utilization Rate Vs. Refinery Margins



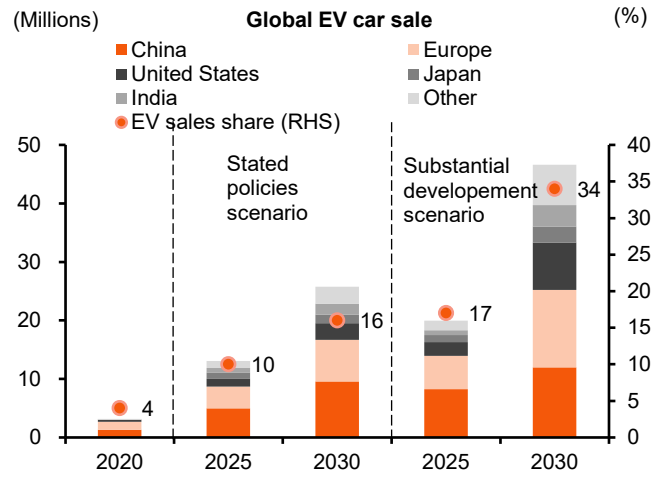
Source: Bloomberg, TOP, Thanachart estimates

Ex 47: EV Car Penetration Is Skyrocketing



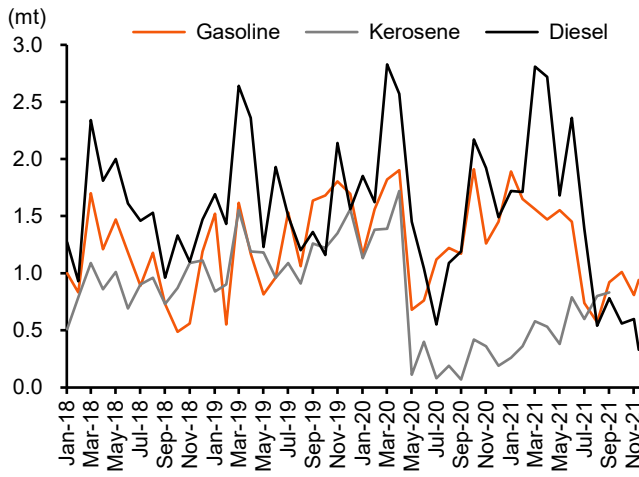
Source: Bloomberg

Ex 48: And Expect To Continue To Rise



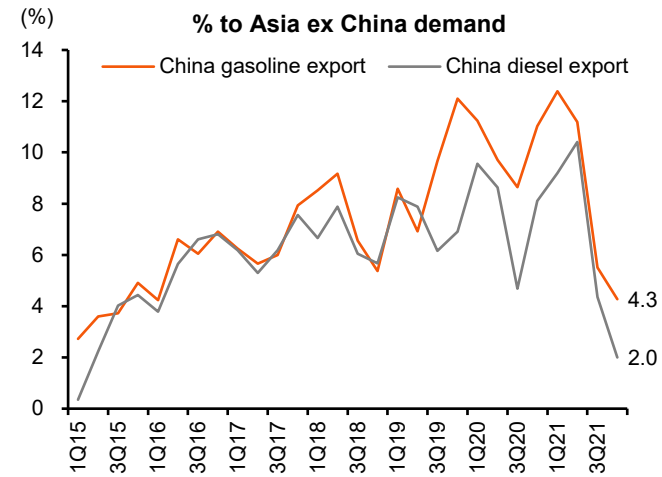
Source: IEA

Ex 49: China's Refined Oil Exports Near Decades Low



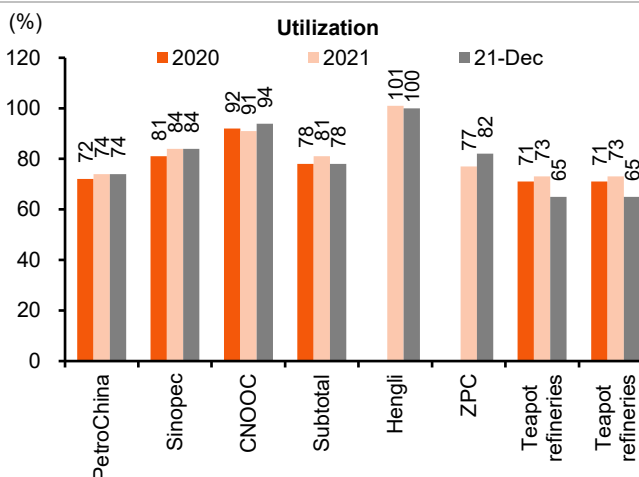
Source: Bloomberg

Ex 50: China's Refined Oil Exports Near Decades Low



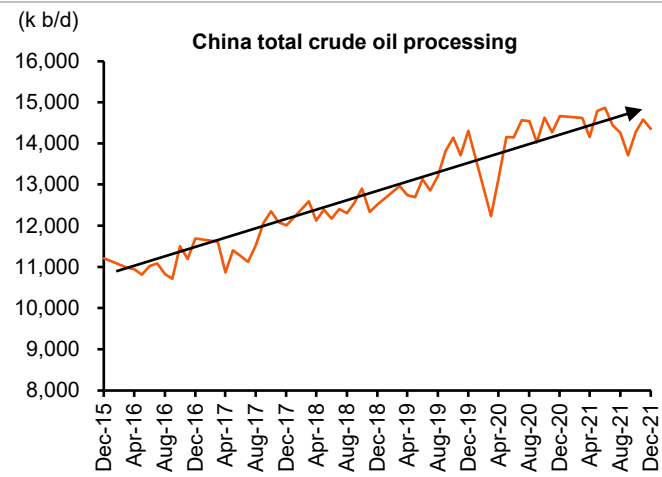
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 51: Lower Teapot U-Rate Offset By Other Increases



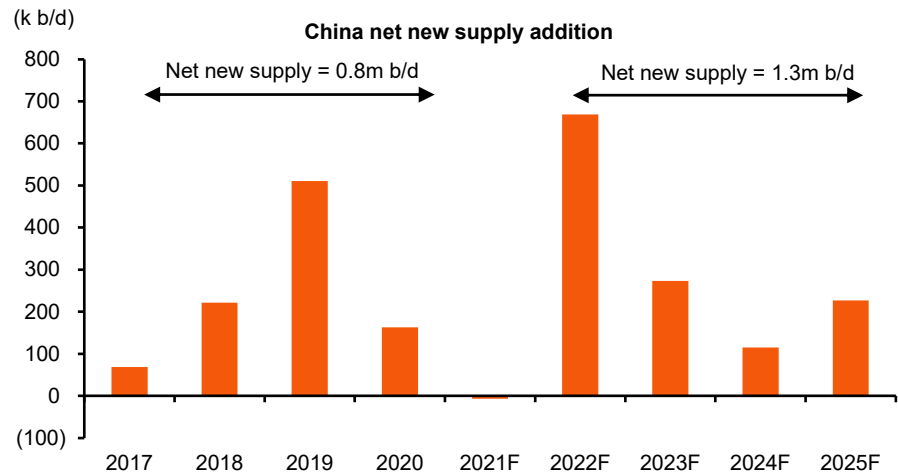
Source: SP Platts

Ex 52: China Crude Oil Processing Still On The Rise



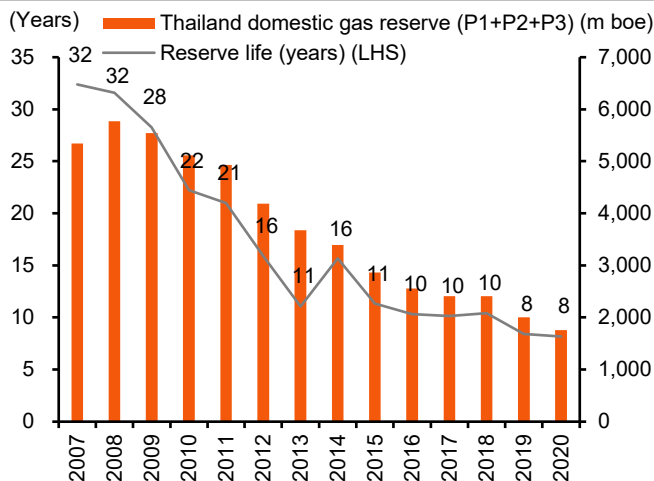
Source: Bloomberg

Ex 53: China Still Sees “Net” Capacity Addition



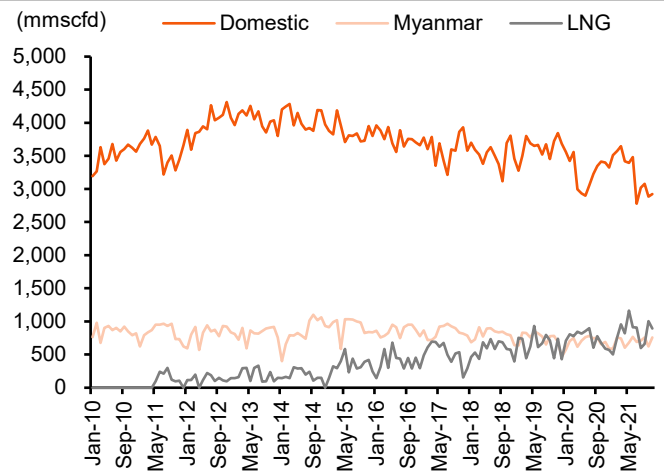
Source: TOP

Ex 54: Thailand’s Declining Gas Reserves



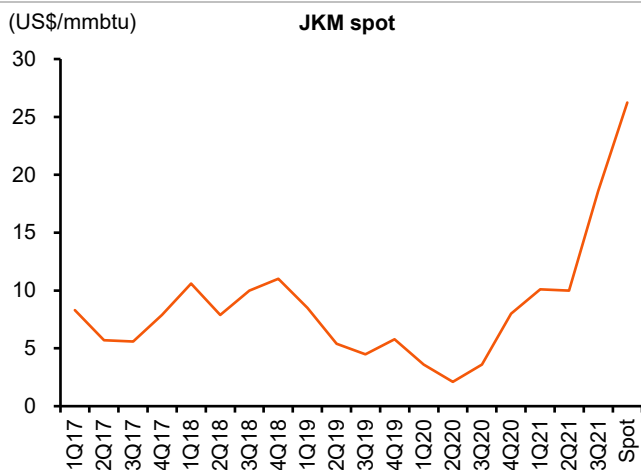
Source: EPPO

Ex 55: Sources Of Thailand’s Gas Supply



Source: EPPO

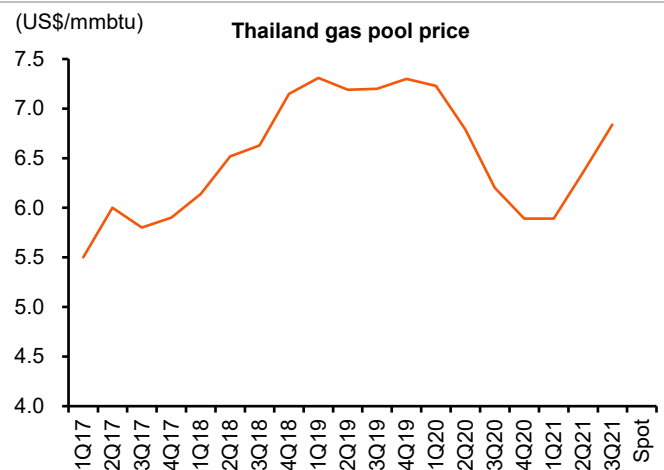
Ex 56: JKM Spot LNG Price



Source: PTT

Note: JKM stands for Japan Korea Marker and is benchmark LNG spot price in Asian region.

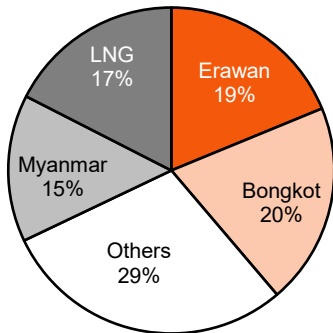
Ex 57: Thailand Domestic Gas Price On The Rise



Source: PTT

Ex 58: Thailand's Gas Supply Breakdown

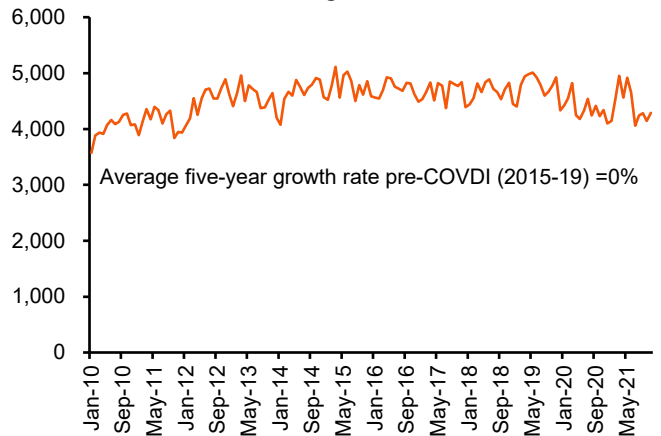
Thailand gas supply - 11M21



Sources: EPPO

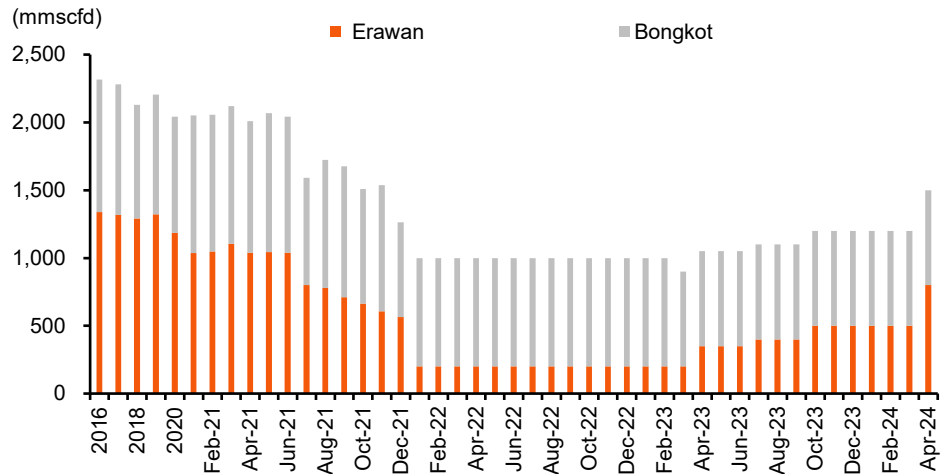
Ex 59: Thailand's Domestic Gas Demand

(mmscfd) Thailand gas demand



Sources: EPPO

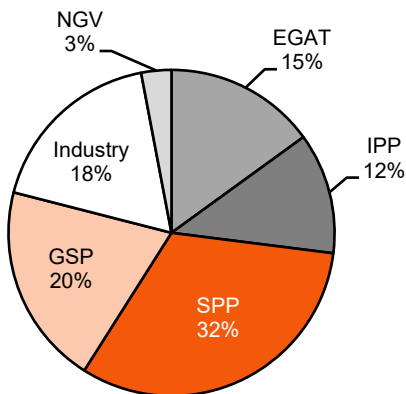
Ex 60: Falling Erawan And Bongkot Output



Sources: EPPO, Thanachart estimates

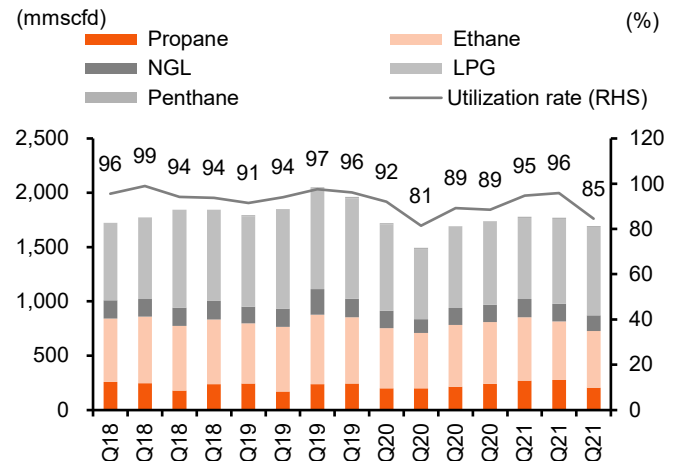
Ex 61: PTT's Gas Sales Volume Breakdown

Sale volume breakdown - 3Q21



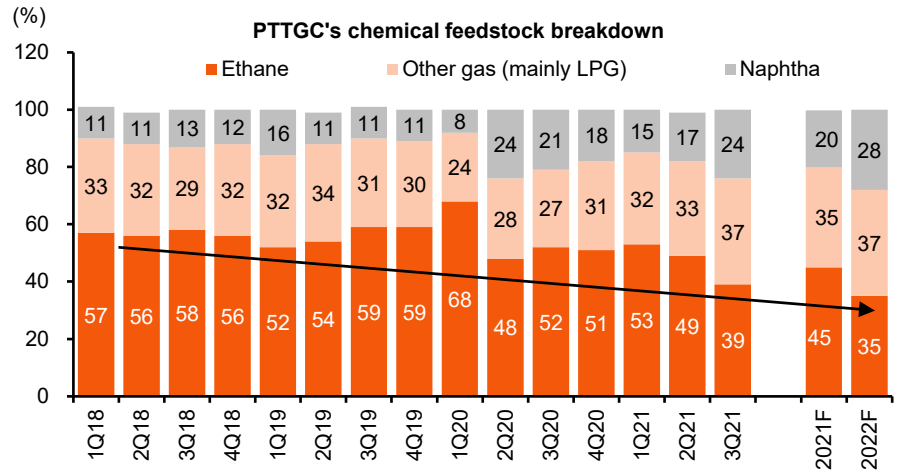
Source: PTT

Ex 62: GSP's Utilization Falls



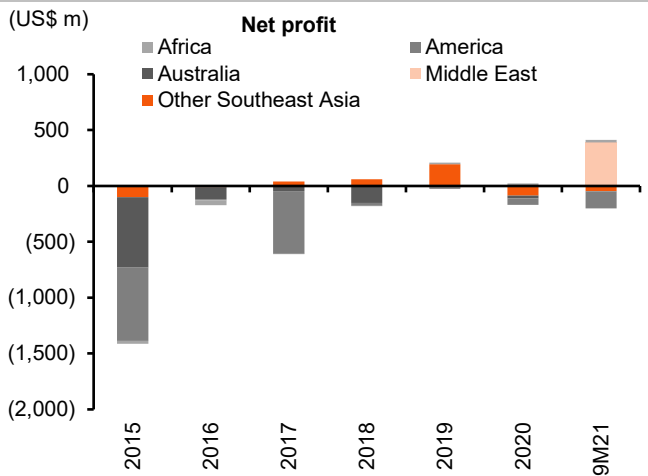
Source: PTT

Ex 63: PTTGC's Feedstock Breakdown



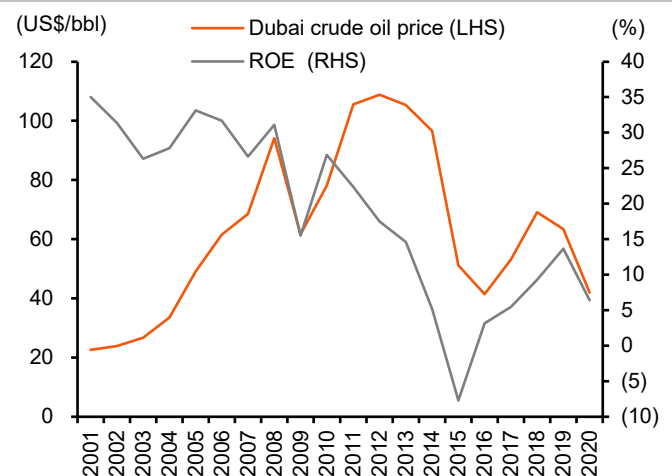
Sources: PTTGC, Thanachart estimate

Ex 64: Losses At Most of PTTEP's Overseas Investments



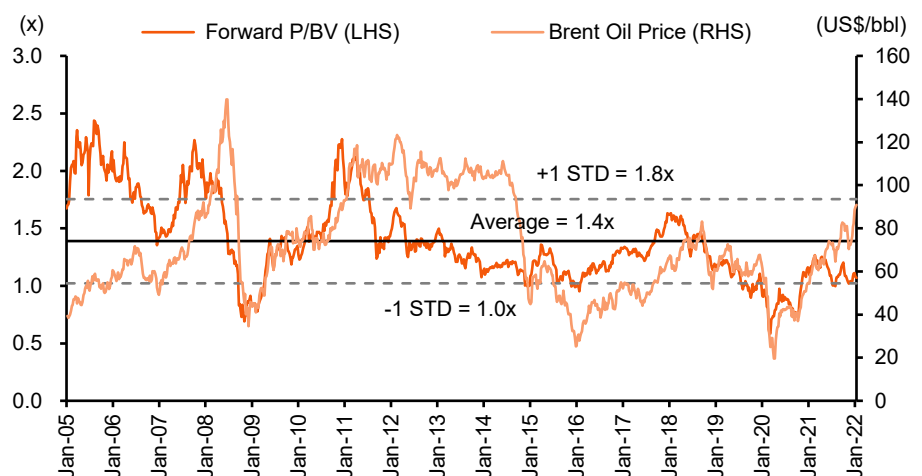
Source: PTTEP

Ex 65: PTTEP's ROE Lower At The Same Oil Price



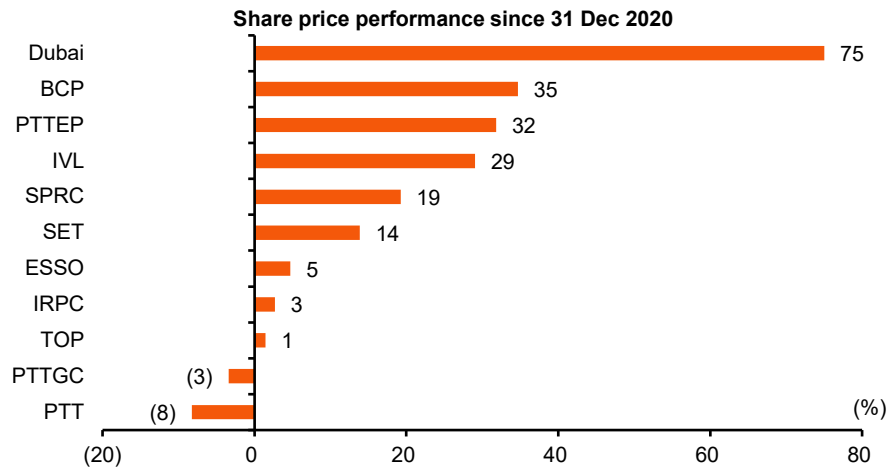
Source: Bloomberg, PTTEP

Ex 66: Thai Energy Company Valuations Still Lag Strong Oil Prices



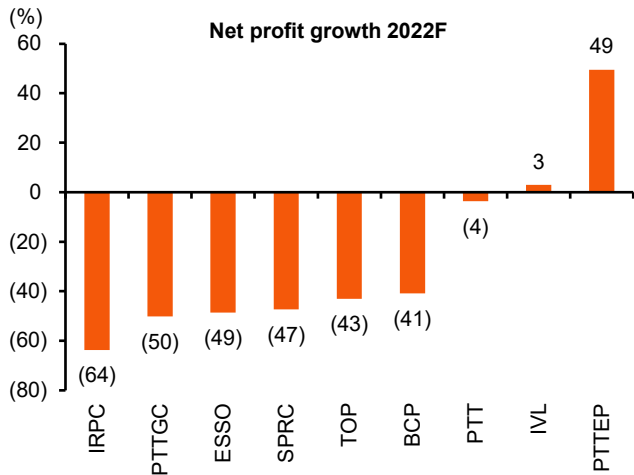
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 67: Thai Energy Share Price Performances



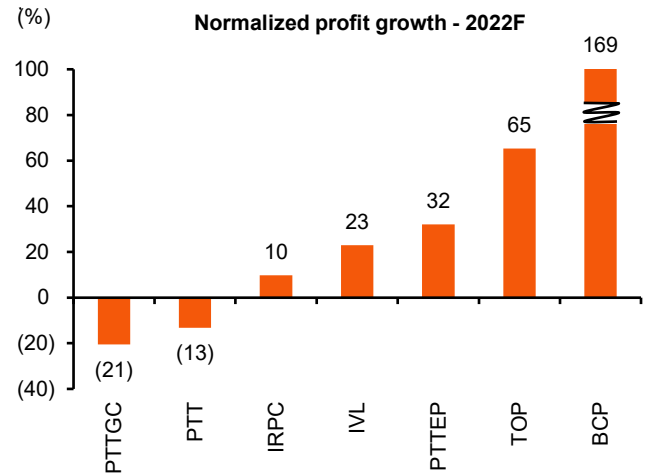
Sources: Bloomberg

Ex 68: We Expect IVL To Deliver Both...



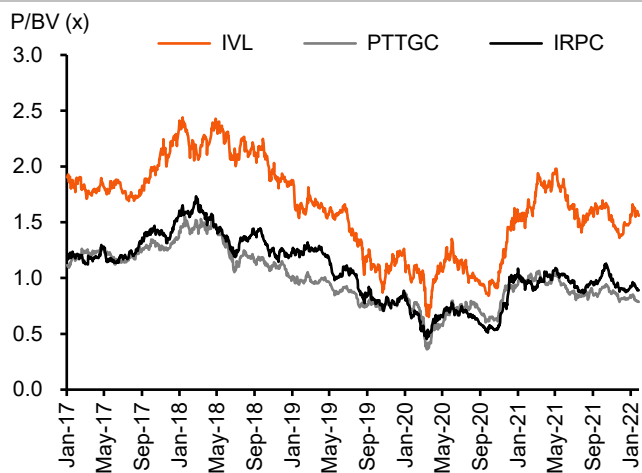
Sources: Company, Thanachart estimates

Ex 69: ...Reported Profit And Core Profit Growth



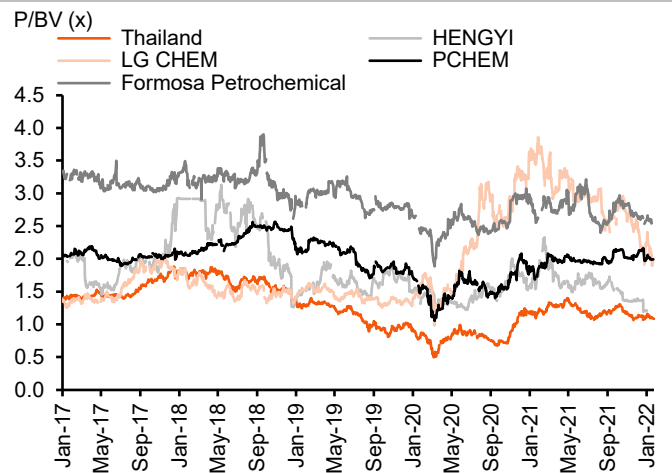
Sources: Company, Thanachart estimates

Ex 70: Chemical Names' P/BV



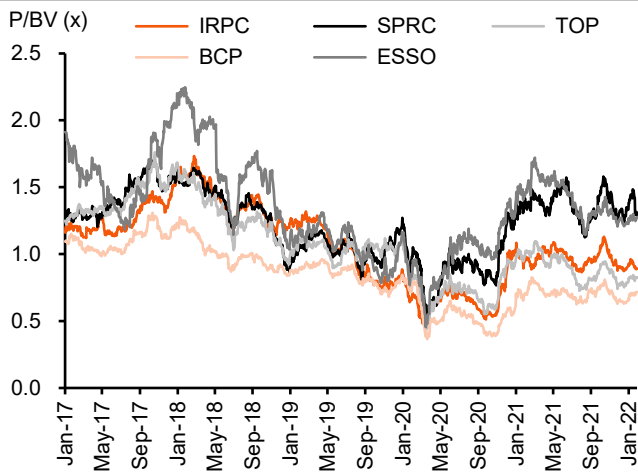
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 71: Thailand Chemical P/BVs Are Below Peers'



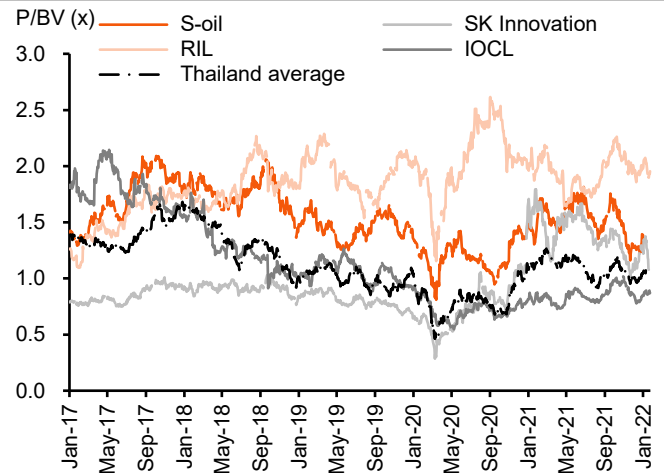
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 72: Among Refiners, We Prefer IRPC And BCP



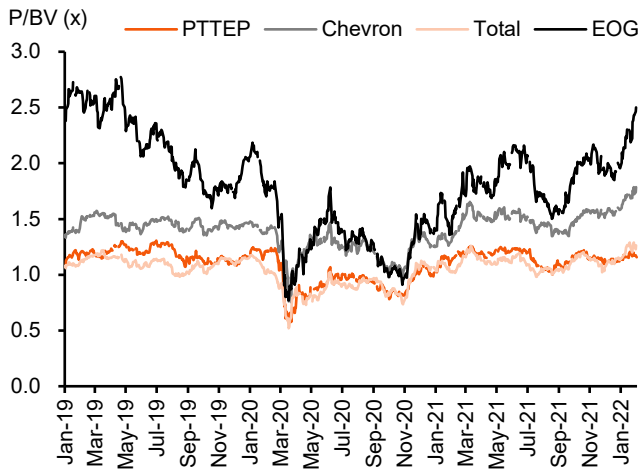
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 73: Thai Refineries Are Also Trading Lower Than Peers



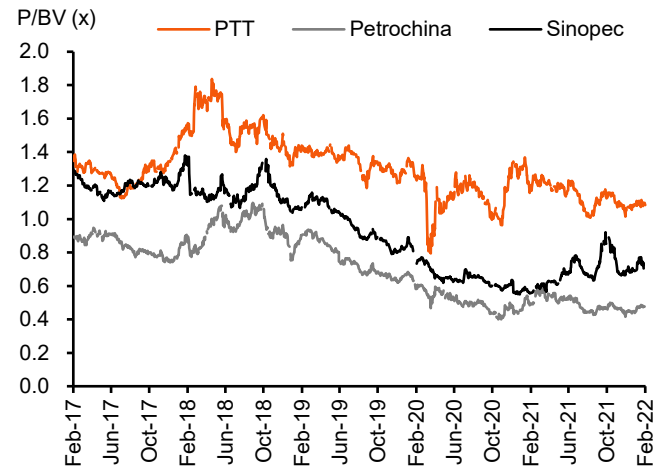
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 74: Shale Gas Players Gaining A Premium



Sources: Bloomberg, Thanachart Estimate

Ex 75: Integrated Oil SOEs See Deratings



Sources: Bloomberg, Thanachart Estimate

Ex 76: Sector Valuation Comparison

		BCP	ESSO	IRPC	IVL	PTT	PTTEP	PTTGC	SPRC	TOP	Industry
Rating		BUY	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	SELL	SELL	
Target price (Bt)	Thanachart	32.00	8.00	4.40	60.00	46.00	152.00	56.00	8.40	46.00	
	Consensus	33.00	8.10	4.30	56.00	49.25	145.00	72.00	11.40	63.00	
Consensus rec.	BUY	12	3	11	20	25	24	16	15	16	
	HOLD	3	1	12	2	2	4	10	3	8	
	SELL	1	4	2	0	0	1	1	1	3	
Sales (Bt m)	2020	136,450	126,672	152,319	331,513	1,615,665	160,401	329,291	130,163	247,913	3,230,387
	2021F	179,392	159,073	216,364	490,610	1,977,624	219,068	414,276	180,793	347,890	4,185,091
	2022F	190,131	169,762	242,065	545,124	2,188,754	274,681	564,750	206,426	374,352	4,756,045
	2023F	187,913	169,343	235,484	538,287	2,110,815	246,589	520,860	205,289	351,198	4,565,779
Norm profits (Bt m)	2020	(4,450)	(7,911)	(5,196)	6,433	38,053	21,397	7,634	(6,325)	(10,421)	39,212
	2021F	1,687	(902)	4,962	23,202	116,669	43,989	29,480	(1,104)	3,850	221,833
	2022F	4,538	2,384	5,440	28,510	101,252	58,083	23,442	3,167	6,363	233,179
	2023F	4,085	2,769	6,638	29,995	94,758	49,469	23,380	2,764	6,621	220,479
Sales growth (%)	2020	(28.4)	(25.2)	(29.7)	(6.0)	(27.2)	(16.0)	(20.2)	(22.9)	(31.9)	(23.1)
	2021F	31.5	25.6	42.0	48.0	22.4	36.6	25.8	38.9	40.3	34.6
	2022F	6.0	6.7	11.9	11.1	10.7	25.4	36.3	14.2	7.6	14.4
	2023F	(1.2)	(0.2)	(2.7)	(1.3)	(3.6)	(10.2)	(7.8)	(0.6)	(6.2)	(3.7)
Norm EPS growth (%)	2020	na	na	na	22.8	(51.0)	(56.2)	(6.5)	na	na	(22.7)
	2021F	na	na	na	260.7	206.6	105.6	286.2	na	na	214.8
	2022F	169.0	na	9.7	22.9	(13.2)	32.0	(20.5)	na	65.3	37.9
	2023F	(10.0)	16.2	22.0	5.2	(6.4)	(14.8)	(0.3)	(12.7)	4.1	0.4
Operating margin (%)	2020	(2.1)	(7.9)	(5.4)	3.0	4.3	27.7	1.8	(6.1)	(4.0)	1.3
	2021F	5.2	0.1	3.9	7.5	12.5	39.5	7.5	0.2	2.1	8.7
	2022F	5.9	1.7	2.5	8.3	9.9	40.8	4.6	2.0	2.3	8.7
	2023F	5.6	1.9	3.1	8.9	9.8	38.7	4.9	1.9	2.7	8.6
ROE (%)	2020	(9.1)	(43.4)	(6.5)	5.0	4.3	6.0	2.7	(21.5)	(8.8)	(7.9)
	2021F	3.4	(5.4)	6.0	17.1	12.3	11.4	9.9	(3.9)	3.3	6.0
	2022F	8.6	11.8	6.0	18.7	9.7	13.2	7.3	10.4	5.3	10.1
	2023F	7.5	12.2	7.1	17.9	8.8	10.4	7.1	8.7	5.4	9.4
Dividend yield (%)	2020	4.9	0.0	1.6	1.5	2.6	3.3	1.8	0.0	1.4	1.9
	2021F	7.0	0.0	2.6	5.1	5.2	3.9	7.0	5.0	4.2	4.5
	2022F	7.0	0.0	3.5	5.3	5.2	4.7	4.6	2.9	2.4	3.9
	2023F	7.0	0.0	4.3	5.6	6.5	5.4	4.5	4.1	2.5	4.4
P/BV (x)	2020	0.8	1.8	1.0	2.1	1.3	1.4	0.9	1.6	0.9	1.3
	2021F	0.8	1.4	0.9	1.9	1.1	1.2	0.8	1.4	0.9	1.1
	2022F	0.7	1.2	0.8	1.7	1.0	1.1	0.8	1.4	0.9	1.1
	2023F	0.7	1.1	0.8	1.5	1.0	1.1	0.8	1.3	0.8	1.0
Norm PE (x)	2020	na	na	na	41.9	29.1	23.9	33.7	na	na	32.1
	2021F	23.3	na	15.7	11.6	9.5	11.6	8.7	na	27.4	15.4
	2022F	8.6	11.1	14.3	9.5	10.9	8.8	11.0	13.2	16.6	11.6
	2023F	9.6	9.6	11.8	9.0	11.7	10.4	11.0	15.1	15.9	11.6
EV/EBITDA (x)	2020	20.2	na	167.7	14.9	6.9	4.6	13.2	na	na	37.9
	2021F	6.5	18.4	7.5	7.7	4.1	3.5	8.6	16.3	15.6	9.8
	2022F	6.6	8.6	8.8	6.9	4.2	2.8	8.7	7.2	16.9	7.8
	2023F	6.7	7.2	7.8	6.6	4.1	3.0	8.2	6.8	15.2	7.3
Net D/E (x)	2020	0.7	1.9	0.7	1.3	0.3	(0.0)	0.3	0.3	0.6	0.7
	2021F	1.2	1.3	0.6	1.2	0.3	0.1	0.7	0.3	1.0	0.7
	2022F	1.3	0.9	0.6	1.3	0.3	0.1	0.6	0.2	1.3	0.7
	2023F	1.2	0.7	0.5	1.1	0.3	0.1	0.5	0.1	1.3	0.6

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 77: 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	77.0	32.0	na	na	na	na	na	na	na	na	11.7	14.9
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(2.2)	8.1	8.3	1.8	1.4	7.3	7.3	5.5	5.6	24.7	18.4
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(11.2)	5.4	6.0	1.2	1.0	5.5	6.4	6.5	6.3	24.1	17.5
IOCL	IOCL IN	India	129.5	36.5	7.7	5.6	1.1	1.0	6.8	5.4	6.6	8.7	14.6	17.1
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	26.5	33.9	26.8	2.6	2.0	21.9	16.3	0.3	0.3	8.6	7.9
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	81.9	28.4	15.6	1.2	1.1	8.5	7.9	0.9	1.5	4.4	7.6
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(9.2)	7.0	7.7	1.5	1.3	5.2	5.8	4.3	4.0	23.5	18.7
Petron	PCOR PM	Philippines	na	200.0	19.5	6.5	0.5	0.5	10.8	7.5	na	na	1.9	5.5
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(8.0)	17.7	19.2	2.6	2.6	11.2	11.7	4.3	3.6	15.3	13.4
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	169.0	23.3	8.6	0.8	0.7	6.5	6.6	7.0	7.0	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	11.1	1.4	1.2	18.4	8.6	0.0	0.0	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.7	15.7	14.3	0.9	0.8	7.5	8.8	2.6	3.5	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	286.2	(20.5)	8.7	11.0	0.8	0.8	8.6	8.7	7.0	4.6	9.9	7.3
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	13.2	1.4	1.4	16.3	7.2	5.0	2.9	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	3.0	23.4	18.7	15.2	1.1	1.1	7.6	6.2	2.7	3.3	5.9	7.1
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	65.3	27.4	16.6	0.9	0.9	15.6	16.9	4.2	2.4	3.3	5.3
Average			96.7	40.3	16.8	12.4	1.4	1.3	10.3	8.6	4.0	3.9	13.0	12.5
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(5.6)	7.7	8.1	0.6	0.5	3.5	3.4	6.4	6.1	7.2	6.5
Sinopec	386 HK	China	112.7	(9.7)	6.6	7.3	0.6	0.6	3.5	3.5	8.9	8.3	9.7	8.4
Total	FP	France	na	12.7	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	16.0
Eni	ENI IM	Italy	na	30.2	11.3	8.7	1.2	1.1	3.9	3.4	6.5	6.8	10.6	13.1
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	30.0	na	na	na	na	4.7	4.0	na	na	11.2	12.8
Repsol	REP SM	Spain	na	20.7	7.5	6.2	0.8	0.7	4.0	3.6	5.4	5.6	11.1	12.6
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	19.4	15.8	13.2	1.9	1.8	6.8	6.0	3.9	4.1	11.7	13.3
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	25.6	15.4	12.2	2.0	1.9	7.4	6.4	4.3	4.4	13.5	15.9
Conoco Phillips	COP US	USA	na	37.7	15.3	11.1	2.7	2.4	6.4	5.1	1.9	2.2	20.8	22.9
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	206.6	(13.2)	9.5	10.9	1.1	1.0	4.1	4.2	5.2	5.2	12.3	9.7
Average			159.6	14.8	11.1	9.7	1.4	1.3	4.9	4.4	5.3	5.3	12.3	13.1
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	168.2	48.9	18.2	12.2	2.0	1.7	7.4	4.6	1.5	2.1	11.0	17.3
Woodside	WPL AU	Australia	194.3	43.5	16.9	11.8	1.8	1.7	5.3	4.0	4.0	5.1	11.2	15.3
Suncor Energy	SU US	Canada	na	73.2	11.7	6.7	1.2	1.2	5.6	4.6	3.5	5.6	10.9	16.7
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	195.9	16.9	5.7	1.0	0.8	6.5	4.3	1.9	5.9	6.1	15.3
RIL	RIL IN	India	(0.6)	26.5	33.9	26.8	2.6	2.0	21.9	16.3	0.3	0.3	8.6	7.9
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	50.0	8.7	5.8	na	na	4.7	3.9	0.4	1.4	(104.9)	(174.8)
Devon Energy	DVN US	USA	na	61.5	15.8	9.8	3.7	2.7	7.4	5.4	1.9	2.7	38.1	40.5
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	105.6	32.0	11.6	8.8	1.2	1.1	3.5	2.8	3.9	4.7	11.4	13.2
Average			84.3	66.4	16.7	11.0	1.9	1.6	7.8	5.7	2.2	3.5	(1.0)	(6.1)

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 3 February 2022 closing prices

Ex 78: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	na	25.4	6.6	5.2	0.6	0.6	6.9	5.5	7.3	9.2
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	na	32.5	17.0	12.8	1.6	1.4	10.1	9.1	0.0	0.0
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	31.9	19.9	13.5	11.3	1.5	1.4	10.1	9.0	3.8	4.4
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	(0.6)	26.5	33.9	26.8	2.6	2.0	21.9	16.3	0.3	0.3
LG Chem	051910 KS	South Korea	175.7	(20.8)	13.1	16.5	2.3	2.1	7.3	7.4	1.6	1.6
SK Energy	096770 KS	South Korea	na	81.9	28.4	15.6	1.2	1.1	8.5	7.9	0.9	1.5
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	na	(15.2)	10.8	12.8	2.1	2.0	7.2	7.7	5.3	4.3
Formasa Chemical	1326 TT	Taiwan	130.6	(17.4)	11.3	13.7	1.2	1.2	8.5	11.2	6.5	5.3
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	32.3	(0.9)	13.0	13.2	0.7	0.7	11.6	11.3	5.9	6.0
IRPC Pcl *	IRPC TB *	Thailand	na	9.7	15.7	14.3	0.9	0.8	7.5	8.8	2.6	3.5
Indorama Ventures *	IVL TB *	Thailand	260.7	22.9	11.6	9.5	1.9	1.7	7.7	6.9	5.1	5.3
PTT Global Chemical *	PTTGC TB *	Thailand	286.2	(20.5)	8.7	11.0	0.8	0.8	8.6	8.7	7.0	4.6
Siam Cement *	SCC TB *	Thailand	29.2	(2.4)	9.4	9.7	1.3	1.2	9.1	8.8	4.8	5.3
TPI Polene	TPIPL TB	Thailand	125.0	(40.7)	6.7	11.3	na	na	8.3	9.9	na	na
Average			119.0	7.2	14.3	13.1	1.4	1.3	9.5	9.2	3.9	3.9

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 3 February 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	0.7	3.5	12.6	0.7	—	—	—	—
Energy	4.3	0.8	4.4	4.3	3.6	(2.7)	(8.2)	3.6
BCP TB	12.9	7.5	10.7	12.9	12.2	4.0	(2.0)	12.2
ESSO TB	4.1	(1.9)	(10.5)	4.1	3.4	(5.5)	(23.2)	3.4
IRPC TB	(0.5)	(8.6)	6.1	(0.5)	(1.2)	(12.2)	(6.5)	(1.2)
IVL TB	11.0	15.0	27.2	11.0	10.3	11.4	14.5	10.3
PTT TB	2.0	2.6	1.3	2.0	1.3	(0.9)	(11.3)	1.3
PTTEP TB	9.3	9.8	20.0	9.3	8.6	6.2	7.4	8.6
PTTGC TB	(3.0)	(7.3)	(6.9)	(3.0)	(3.7)	(10.9)	(19.6)	(3.7)
SPRC TB	(1.5)	(4.5)	1.0	(1.5)	(2.2)	(8.0)	(11.6)	(2.2)
TOP TB	4.5	(5.5)	(8.8)	4.5	3.9	(9.0)	(21.5)	3.9

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- สถานะการเงินที่แข็งแกร่งน่าจะทำให้บริษัทพลังงานไทยรับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ต่ำทำ M&A
- การมี synergies ร่วมกันภายใต้กลุ่ม PTT ช่วยให้ต้นทุนลดลง และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน

O — Opportunity

- โอกาสในการลงทุนในด้านใหม่ๆ เช่น การค้าปลีก การบริโภค เภสัชกรรม EV และชิ้นส่วน และพลังงานหมุนเวียน
- โรงกลั่นไทย อาทิเช่น TOP, PTTGC, IPRC มีโอกาสที่จะอัพเกรดผลิตภัณฑ์ downstream ให้เป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้อีก
- โอกาสในการเข้าซื้อกิจการต่างประเทศซึ่งช่วยผลักดันการเติบโต และมูลค่า

W — Weakness

- โอกาสในการเติบโตที่จำกัดภายในประเทศ และปริมาณสำรองก๊าซในประเทศกำลังหมดลง
- การดำเนินงาน E&P ต้นทุนสูงในประเทศไทย
- ก๊าซและกระแสเงินสดมีความผันผวนสูงตามความผันผวนของราคาน้ำมันในตลาดโลก
- บริษัทในกลุ่ม ปตท. เป็นบริษัทรัฐวิสาหกิจที่มีความยืดหยุ่นในการลงทุนต่ำกว่า

T — Threat

- การนำเข้า LNG ที่มีราคาถูกเป็นภัยคุกคามต่อผู้ผลิตแก๊สในประเทศรวมทั้ง PTTEP
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และค่าใช้จ่ายในการขยายธุรกิจที่สูงกว่าที่คาดไว้
- มีความเสี่ยงในเรื่องกฎระเบียบข้อบังคับ อาทิเช่น การกำหนดราคา

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Australia	146.5	41.5	17.6	12.0	1.9	1.7	6.4	4.3	2.8	3.6
China	112.7	(7.6)	7.1	7.7	0.6	0.6	3.5	3.5	7.7	7.2
India	60.7	45.3	17.6	13.2	1.7	1.4	11.6	9.3	3.5	4.5
S.Korea	na	36.4	17.7	11.6	1.3	1.2	6.8	6.9	2.6	2.8
US	na	38.8	14.2	10.4	2.6	2.2	6.5	5.4	2.5	3.0
Thailand	119.6	34.7	16.1	12.2	1.2	1.2	9.5	7.6	4.1	3.8
Average	109.8	31.5	15.0	11.2	1.6	1.4	7.4	6.2	3.9	4.1

Sources: Bloomberg Consensus

Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (From: SELL)

TP: Bt 32.00

(From: Bt 21.00)

Transfer of Coverage

Upside : 12.3%

4 FEBRUARY 2022

Bangchak Corporation Pcl (BCPTB)

ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูง

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ BCP เป็น "ซื้อ" ด้วยเรามองว่ามี valuation ที่ถูกที่สุดในกลุ่ม และธุรกิจ E&P พื้นตัว นอกจากนี้เรายังคาดว่าธุรกิจค้าปลีกน้ำมันและเชื้อเพลิงชีวภาพของบริษัทฯ จะถึงจุดต่ำสุดในปีนี้ เราให้มูลค่า BCP ที่ 32 บาท



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำ BCP เป็น "ซื้อ"

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ BCP เป็น "ซื้อ" 1) มี Valuation ที่ถูกที่สุดในกลุ่มฯ ที่ 0.7 เท่า P/BV, 8.6 เท่า PE และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.0% 2) มีธุรกิจ E&P ที่ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูงในปัจจุบัน 3) เราคาดว่าธุรกิจค้าปลีกเชื้อเพลิงชีวภาพและน้ำมันจะแตะระดับต่ำสุดในปีนี้ ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับประมาณการกำไรปี 2022-23F ของ BCP ขึ้น 202/101% เพื่อสะท้อนสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงขึ้น (Exhibit 5) และการฟื้นตัวของค่าการกลั่นที่เร็วกว่าที่คาดตั้งแต่ 4Q21 บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ" วันที่ 4 ก.พ.2022

กำไร E&P ได้แรงหนุนจากราคาและปริมาณ

BCP ได้ลงทุนในธุรกิจ E&P โดยการถือหุ้นในสัดส่วน 46% ในบริษัท OKEA ซึ่งเป็นผู้ดำเนินการธุรกิจ E&P ในออร์เวย์ตั้งแต่ปี 2018 และเราคาดว่า จะสร้างกำไรให้ในสัดส่วน 17/14% ของกำไรรวมของ BCP ในปี 2022-23F OKEA ไม่เพียงแต่ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่สูงเท่านั้น แต่เราคาดว่าปริมาณขายจะเติบโต 18% ในปี 2022F อีกด้วย ปริมาณที่เพิ่มขึ้นมาจากการเริ่มดำเนินการของแหล่ง Yme ของ OKEA ในเดือนค.ค.2021 จากการประเมินของเรา ราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้นทุกๆ US\$1/bbl จะทำให้กำไรของ BCP เพิ่มขึ้น 4%

อัตราการใช้กำลังการกลั่นเพิ่มขึ้น

เราคาดว่า BCP จะได้ประโยชน์จากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้นในปี นี้เช่นกัน เนื่องจากไม่มีกำหนดการซ่อมบำรุงเมื่อเทียบกับการปิดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ใน 1Q21 สำหรับค่าการกลั่น เช่นเดียวกับโรงกลั่นอื่น BCP น่าจะมีค่าการกลั่นที่สูงขึ้นในปีนี้ อันเป็นผลมาจากการฟื้นตัวของค่าการกลั่นในปีที่แล้ว ซึ่งทำให้ค่าการกลั่นกลับสู่ระดับปกติ เราคาดว่าค่าการกลั่นของ BCP อยู่ที่ US\$6/5.8/5.7/bbl ในปี 2022-24F จากค่าเฉลี่ยที่ US\$4.2/bbl ในปี 2021F และฟื้นตัวเต็มที่มาอยู่ที่ US\$6 ใน 4Q21 ค่าการกลั่นเฉลี่ย 5 ปีของ BCP อยู่ที่ US\$7/bbl

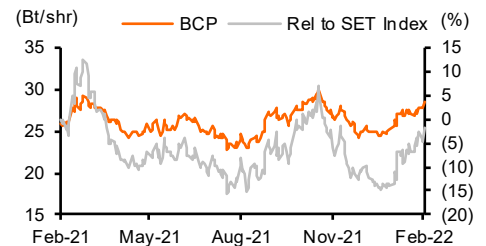
ธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพและธุรกิจการตลาดแตะระดับต่ำสุดแล้ว

ธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพของ BCP คิดเป็น 11% ของ EBITDA ในปี 2019 และธุรกิจค้าปลีกน้ำมันที่ 26% ธุรกิจเหล่านี้ประสบวิกฤตโควิด และล่าสุดรัฐบาลได้เข้าแทรกแซงเพื่อให้ราคาน้ำมันขายปลีกอยู่ในระดับต่ำ ค่าการตลาดของ BCP ลดลงจาก 0.85 บาท/ลิตร ในปี 2020 เป็น 0.73 บาท ในปี 2021 และปัจจุบันอยู่ที่ราว 0.55 บาท จากมุมมองของเราที่มองว่าราคาน้ำมันสูงขึ้นในปีนี้ เราจึงคาดว่าค่าการตลาดของ BCP จะอยู่ที่ 0.7 บาท ในปีนี้ และจะเพิ่มขึ้นกลับไป 0.8 บาท ในปี 2023-24F สำหรับธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพ BCP ผลิตน้ำมันปาล์มสำหรับผสมดีเซล รัฐบาลได้เข้าแทรกแซงเพื่อยุติการขาย B10 (ผสมไบโอดีเซล 10%) และ B20 เป็นการชั่วคราว และเปลี่ยนมาขายน้ำมันดีเซล B5 ซึ่งจะช่วยลดความต้องการเชื้อเพลิงชีวภาพ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า การเปลี่ยนแปลงนี้จะกลับมาเป็นปกติในปี 2023F เมื่อราคาน้ำมันเริ่มลดลง และช่วยชดเชยด้วยมาร์จิ้นที่ดีขึ้นจากราคาน้ำมันปาล์มดิบที่สูงขึ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	136,450	179,392	190,131	187,913
Net profit	(6,967)	7,675	4,538	4,085
Consensus NP	—	6,500	4,941	4,804
Diff frm cons (%)	—	18.1	(8.2)	(15.0)
Norm profit	(4,450)	1,687	4,538	4,085
Prev. Norm profit	—	(77)	1,502	2,037
Chg frm prev (%)	—	na	202.1	100.6
Norm EPS (Bt)	(3.2)	1.2	3.3	3.0
Norm EPS grw (%)	na	na	169.0	(10.0)
Norm PE (x)	na	23.3	8.6	9.6
EV/EBITDA (x)	20.2	6.5	6.6	6.7
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	4.9	7.0	7.0	7.0
ROE (%)	na	3.4	8.6	7.5
Net D/E (%)	71.3	116.5	131.7	120.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

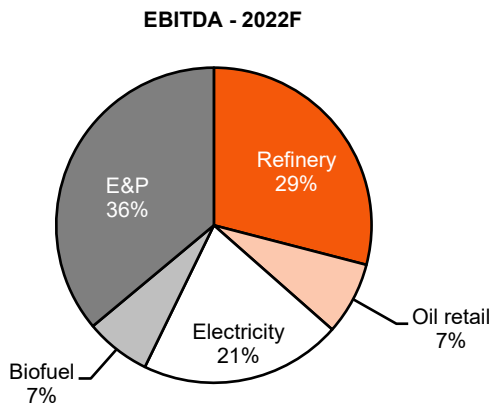
Price as of 3-Feb-22 (Bt)	28.50
Market Cap (US\$ m)	1,183.4
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	64.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.9
12M Price H/L (Bt)	30.25/22.70
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.40%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

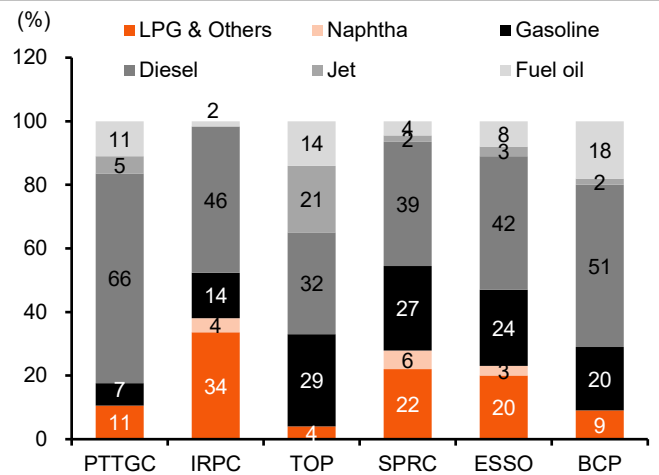


Ex 1: Refinery and E&P Are Driving 2022F Profit Growth



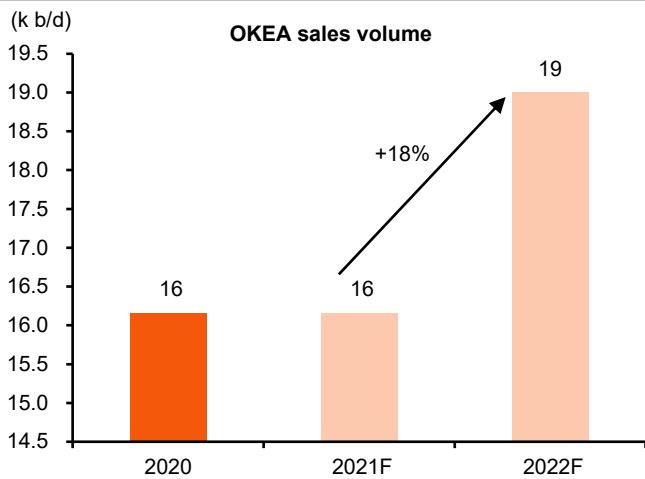
Sources: Thanachart estimates

Ex 2: Refinery Yield Breakdown



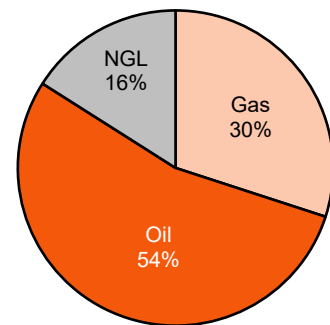
Sources: Company data

Ex 3: OKEA Volume To Jump 18% in 2022F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: OKEA Volume Breakdown In 3Q21



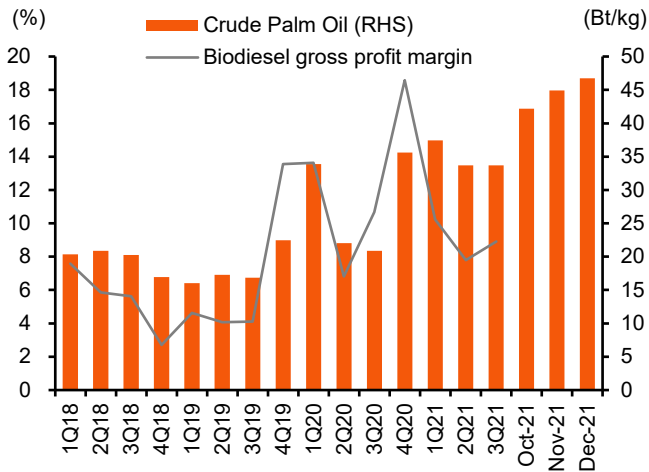
Sources: Company data

Ex 5: Our Brent Crude Oil Price Assumptions

(USD/bbl)	2021	2022F	2023F	2024F
New	69	80	73	71
Old	69	65	66	68

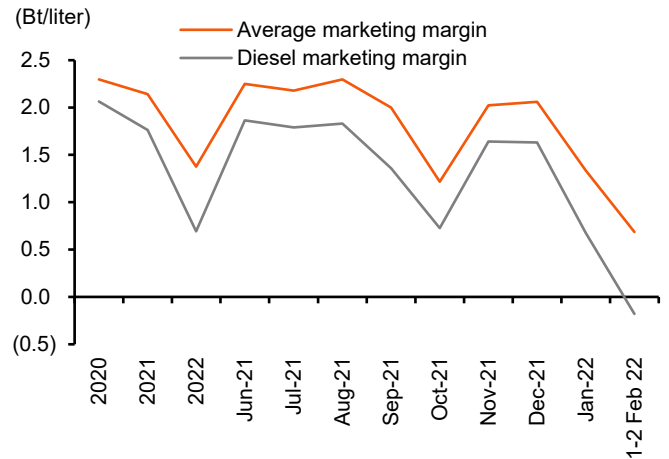
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: Higher CPO Could Lead To Higher Biodiesel Margin



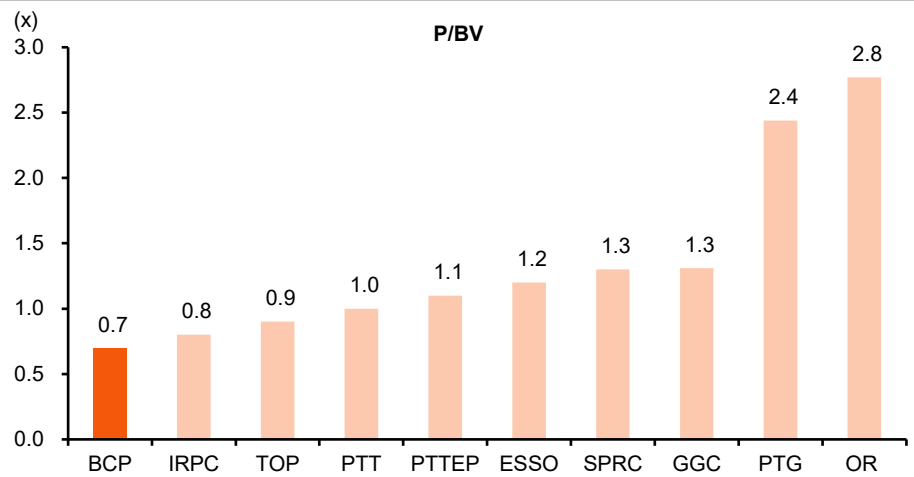
Sources: Company data

Ex 7: Retail Marketing Margin at Rock Bottom



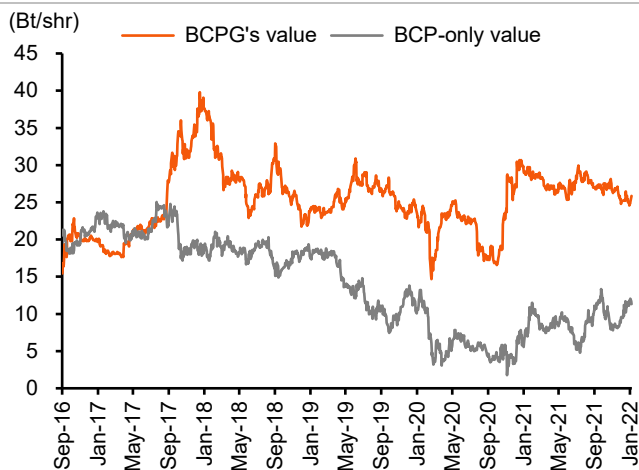
Sources: EPPO

Ex 8: Valuation Looks Inexpensive To Us



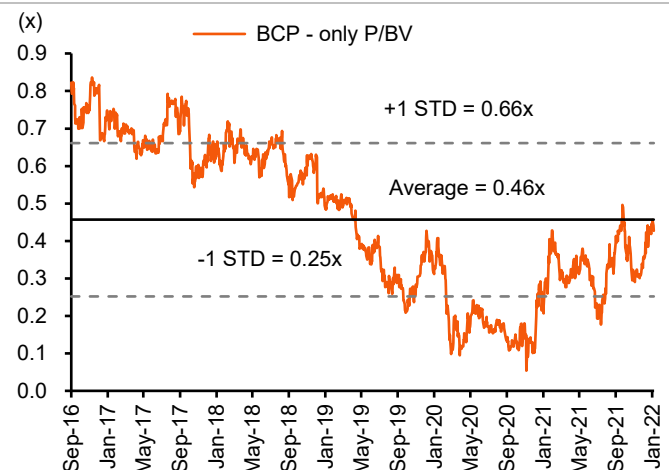
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: BCP-Only Value Vs. Subsidiary BCPG's Value



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: BCP-Only P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: 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	19,666	18,623	17,670	18,258	18,211	17,686	18,378	18,466	17,952	18,655	18,754	
Free cash flow *	(10,806)	7,387	8,455	6,772	10,095	10,921	9,369	10,532	11,364	9,817	10,986	192,036
PV of free cash flow *	(10,106)	6,460	6,913	5,092	7,068	7,120	5,687	5,953	5,981	4,616	4,789	83,723
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	6.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	133,295											
Net debt (2021F)	76,008											
Minority interest	13,524											
Equity value	43,763											
# of shares (m)	1,377											
Equity value/share (Bt)	32											

Sources: Company data, Thanachart estimates

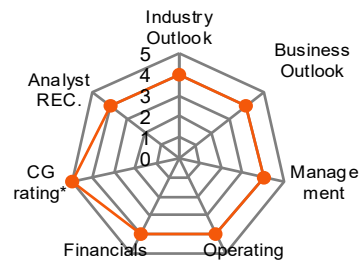
Note: *Excluding solar farm cash flows; our TP is rounded up

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) มีการดำเนินธุรกิจที่หลากหลายแขนง โดยมีธุรกิจหลักคือธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน (กำลังการผลิต 1.2 แสน bkd) และธุรกิจค่าน้ำมัน (เป็นอันดับ 2 ของประเทศ และมีสัดส่วนการตลาด 13%) โดยในช่วงปีที่ผ่านมาทางบริษัทได้มีการลงทุนขนาดใหญ่ในธุรกิจพลังงาน โดยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทนโดยการถือหุ้น 70% ในบริษัทลูก BCPG และยังมีการขายไปในธุรกิจใหม่ๆ เช่นการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ

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

- ความสอดคล้องในธุรกิจการกลั่น และธุรกิจการค่าน้ำมัน ส่งผลใน BCP มีส่วนต่างกำไรสูงสุดในผลผลิตจากการกลั่น
- การเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบภายในประเทศซึ่งมีคุณภาพสูง และราคาต้นทุนต่ำช่วยให้มีค่าการกลั่นสูงกว่าในกลุ่ม

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่น
- การลงทุนในปริมาณมากในธุรกิจใหม่ยังไม่ก่อเกิดผลกำไร
- มีโอกาสจำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น ภายใต้ข้อจำกัดของปริมาณพื้นที่ และที่ดินที่ว่างอยู่

T — Threat

- การแทรกแซงจากภาครัฐต่อส่วนต่างการตลาดในธุรกิจสถานีน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	32.98	32.00	-3%
Net profit 21F (Bt m)	6,500	7,675	18%
Net profit 22F (Bt m)	4,941	4,538	-8%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2022F ของเรต่ำกว่าของ consensus 8% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่ต่ำลง
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่า consensus เล็กน้อย เนื่องจากเราสมมติให้การฟื้นตัวช้าลง และ GRM ในระยะยาวที่ลดลง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- ผลกำไรจากการลงทุนใหม่ที่ต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	190,489	136,450	179,392	190,131	187,913
Cost of sales	180,257	132,122	162,917	171,294	169,926
Gross profit	10,232	4,328	16,476	18,837	17,987
% gross margin	5.4%	3.2%	9.2%	9.9%	9.6%
Selling & administration expenses	7,614	7,141	7,176	7,605	7,517
Operating profit	2,618	(2,813)	9,300	11,232	10,471
% operating margin	1.4%	-2.1%	5.2%	5.9%	5.6%
Depreciation & amortization	5,032	6,821	8,553	8,434	8,152
EBITDA	7,650	4,008	17,853	19,666	18,623
% EBITDA margin	4.0%	2.9%	10.0%	10.3%	9.9%
Non-operating income	495	533	533	533	533
Non-operating expenses	147	0	0	0	0
Interest expense	(1,701)	(1,969)	(1,650)	(2,183)	(2,281)
Pre-tax profit	1,558	(4,250)	8,183	9,582	8,723
Income tax	68	(1,589)	5,858	4,312	3,925
After-tax profit	1,491	(2,661)	2,325	5,270	4,797
% net margin	0.8%	-2.0%	1.3%	2.8%	2.6%
Shares in affiliates' Earnings	404	(592)	936	936	936
Minority interests	(757)	(1,197)	(1,574)	(1,668)	(1,649)
Extraordinary items	593	(2,517)	5,988	0	0
NET PROFIT	1,732	(6,967)	7,675	4,538	4,085
Normalized profit	1,138	(4,450)	1,687	4,538	4,085
EPS (Bt)	1.3	(5.1)	5.6	3.3	3.0
Normalized EPS (Bt)	0.8	(3.2)	1.2	3.3	3.0

Likely to report a profit decline in 2022F due to the absence of stock gains

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	37,621	47,296	52,396	54,167	53,845
Cash & cash equivalent	7,564	21,651	20,000	20,000	20,000
Account receivables	9,038	6,402	8,417	8,920	8,816
Inventories	15,835	16,162	19,929	20,954	20,787
Others	5,184	3,080	4,050	4,292	4,242
Investments & loans	21,142	15,586	15,586	15,586	15,586
Net fixed assets	52,584	54,567	77,514	94,280	93,328
Other assets	16,441	30,874	50,214	50,891	50,751
Total assets	127,788	148,323	195,709	214,923	213,510
LIABILITIES:					
Current liabilities:	27,083	25,502	33,387	36,519	35,718
Account payables	13,447	12,277	15,139	15,917	15,790
Bank overdraft & ST loans	5,051	3,975	4,800	5,521	5,315
Current LT debt	5,198	5,174	9,121	10,491	10,099
Others current liabilities	3,387	4,076	4,328	4,590	4,514
Total LT debt	37,792	54,095	82,087	94,417	90,888
Others LT liabilities	4,098	10,409	15,010	15,312	15,250
Total liabilities	68,973	90,006	130,485	146,247	141,855
Minority interest	7,211	11,950	13,524	15,192	16,841
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,377	1,377	1,377	1,377	1,377
Share premium	11,157	11,157	11,157	11,157	11,157
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	11,338	10,732	10,732	10,732	10,732
Retained earnings	27,732	23,100	28,434	30,218	31,549
Shareholders' equity	51,604	46,366	51,700	53,484	54,815
Liabilities & equity	127,788	148,323	195,709	214,923	213,510

BCP's investment is mainly in its subsidiary, BCPG

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	1,558	(4,250)	8,183	9,582	8,723
Tax paid	(68)	1,589	(5,858)	(4,312)	(3,925)
Depreciation & amortization	5,032	6,821	8,553	8,434	8,152
Chg In working capital	3,997	1,139	(2,920)	(750)	144
Chg In other CA & CL / minorities	(4,837)	6,707	219	955	910
Cash flow from operations	5,682	12,007	8,177	13,909	14,004
Capex	(8,186)	(8,804)	(31,500)	(25,200)	(7,200)
Right of use	0	(11,087)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,080)	5,556	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	(190)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(6,014)	(1,248)	(8,974)	(376)	78
Cash flow from investments	(15,279)	(15,773)	(40,474)	(25,576)	(7,122)
Debt financing	(1,809)	15,935	32,987	14,421	(4,128)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,760)	(743)	(2,341)	(2,754)	(2,754)
Warrants & other surplus	8,917	2,661	0	0	0
Cash flow from financing	5,349	17,854	30,646	11,667	(6,881)
Free cash flow	(2,503)	3,202	(23,323)	(11,291)	6,804

We project negative FCF over 2022F, due to power subsidiary capex

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	34.5	na	23.3	8.6	9.6
Normalized PE - at target price (x)	38.7	na	26.1	9.7	10.8
PE (x)	22.7	na	5.1	8.6	9.6
PE - at target price (x)	25.4	na	5.7	9.7	10.8
EV/EBITDA (x)	10.4	20.2	6.5	6.6	6.7
EV/EBITDA - at target price (x)	11.1	21.4	6.7	6.8	7.0
P/BV (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
P/CFO (x)	6.9	3.3	4.8	2.8	2.8
Price/sales (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	2.8	4.9	7.0	7.0	7.0
FCF Yield (%)	(6.4)	8.2	(59.4)	(28.8)	17.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.8	(3.2)	1.2	3.3	3.0
EPS	1.3	(5.1)	5.6	3.3	3.0
DPS	0.8	1.4	2.0	2.0	2.0
BV/share	37.5	33.7	37.5	38.8	39.8
CFO/share	4.1	8.7	5.9	10.1	10.2
FCF/share	(1.8)	2.3	(16.9)	(8.2)	4.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(0.8)	(28.4)	31.5	6.0	(1.2)
Net profit (%)	(29.7)	na	na	(40.9)	(10.0)
EPS (%)	(29.7)	na	na	(40.9)	(10.0)
Normalized profit (%)	(52.0)	na	na	169.0	(10.0)
Normalized EPS (%)	(52.0)	na	na	169.0	(10.0)
Dividend payout ratio (%)	63.6	(27.7)	35.9	60.7	67.4
Operating performance					
Gross margin (%)	5.4	3.2	9.2	9.9	9.6
Operating margin (%)	1.4	(2.1)	5.2	5.9	5.6
EBITDA margin (%)	4.0	2.9	10.0	10.3	9.9
Net margin (%)	0.8	(2.0)	1.3	2.8	2.6
D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.1	1.5	1.6	1.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	1.2	1.3	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	1.5	na	5.6	5.1	4.6
Interest coverage - EBITDA (x)	4.5	2.0	10.8	9.0	8.2
ROA - using norm profit (%)	0.9	na	1.0	2.2	1.9
ROE - using norm profit (%)	2.4	na	3.4	8.6	7.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.2	na	4.7	10.0	8.9
- asset turnover (x)	1.6	1.0	1.0	0.9	0.9
- operating margin (%)	1.7	na	5.5	6.2	5.9
- leverage (x)	2.6	2.8	3.5	3.9	4.0
- interest burden (%)	47.8	186.4	83.2	81.4	79.3
- tax burden (%)	95.7	na	28.4	55.0	55.0
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
ROIC (%)	3.1	(3.1)	3.0	4.8	4.0
NOPAT (Bt m)	2,504	(2,813)	2,642	6,178	5,759
invested capital (Bt m)	92,081	87,959	127,708	143,913	141,116

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect D/E to remain elevated

HOLD (From: SELL)**TP: Bt 8.00**

(From: Bt 6.90)

Transfer of Coverage

Upside : 4.6%

4 FEBRUARY 2022

Esso (Thailand) PCL (ESSO TB)

แนวโน้มระยะยาวไม่หวั่นเหิน

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ ESSO เป็น “ถือ” โดยมีราคาเป้าหมายที่ 8.0 บาท โดยได้แรงหนุนจากการปิดหน่วย PX ที่ขาดทุน และราคาหุ้นที่ underperform ในช่วงที่ค่าการกลั่นพื้นตัวตั้งแต่ 4Q21 แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองลบต่อธุรกิจโรงกลั่นในระยะยาว



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำ ESSO เป็น “ถือ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ ESSO เป็น “ถือ” (จาก ขาย) เหตุผลหนึ่งมาจากการตัดสินใจปิดหน่วยพาราไซลีน (PX) ขนาด 500,000 ตัน ซึ่งมีผลขาดทุนในช่วง 6 ปีที่ผ่านมา อีกเหตุผลหนึ่งคือราคาหุ้นของ ESSO underperform กลุ่มฯ -3 ถึง -18% ตั้งแต่เริ่ม 3Q21 เมื่อค่าการกลั่นพื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม เรายังคงมองลบต่อแนวโน้มการดำเนินงานในระยะยาวของกลุ่มธุรกิจค้าปลีกน้ำมันที่มีการเติบโตในระดับปกติของธุรกิจของบริษัทฯ และแนวโน้มการกลั่นที่อ่อนแอจากเริ่มวัฏจักรอุปทานใหม่ เราให้ราคาเป้าหมาย ESSO ที่ 8.0 บาท (จาก 6.9 บาท) ซึ่งมี upside ที่จำกัด แม้ว่าเราจะเพิ่มกำไรปี 2022-23F ขึ้น 1,162/22% เพื่อสะท้อนการปิดโรง PX และการเพิ่มขึ้นของฐานค่าการกลั่นใน 4Q21 บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ” วันที่ 4 ก.พ.2022

ปิดหน่วย PX

ESSO ตัดสินใจยุติการดำเนินงานของหน่วย PX ในเดือนเมษายน 2021 หน่วยนี้สร้างผลขาดทุนให้ราว 1.4 พันลบ. ต่อปี ในช่วงห้าปีที่ผ่านมานี้เนื่องจาก PX-naphtha spread ที่อ่อนแอ (Exhibit 1) และความจริงที่ว่าหน่วยอะโรเมติกส์โดยรวมของ ESSO ไม่ได้ครบวงจร หากไม่มีการผลิต PX และอุปสงค์ในประเทศดีขึ้น ผลผลิตน้ำมันเบนซินก็เพิ่มขึ้น ผลผลิตผลิตภัณฑ์กลั่นของ ESSO เพิ่มขึ้น 4% ในปี 2021F และเราคาดว่าจะเติบโต 8% ในปี 2022F (กระทบทั้งปี) ผลผลิตที่เพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เป็นน้ำมันเบนซิน

ค้าปลีกน้ำมันเติบโตเพียงระดับปกติของธุรกิจ (organic growth)

เราคาดว่ากำไรขั้นต้นของ ESSO ราว 70% มาจากการกลั่น และ 30% จากค้าปลีกน้ำมัน ธุรกิจขายปลีกน้ำมันได้รับผลกระทบจากวิกฤตโควิดเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ธุรกิจได้ฟื้นตัวในปี 2021F โดยมีกำไรขั้นต้นกลับมาที่ 7% ของระดับปี 2019 ด้วยมีความเสี่ยงจากการล็อกดาวน์ในปีที่จำกัดพร้อมกับกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เริ่มมากขึ้น เราคาดว่ากำไรขั้นต้นจะเติบโต 13/14% ในปี 2022-23F แต่อย่างไรก็ตาม ในระยะยาว นี่เป็นธุรกิจที่เติบโตเพียงระดับปกติของธุรกิจที่ 3-4% ต่อปี กลยุทธ์ของ ESSO ไม่ใช่การขายธุรกิจในเชิงรุก แต่เป็นการเปลี่ยนสัดส่วนผลิตภัณฑ์ไปสู่ผลิตภัณฑ์ระดับพรีเมียมที่มีอัตรากำไรสูง เช่น แก๊สโซฮอล์ และดีเซลสุพรีมพลัส ซึ่งยังคงคิดเป็นเพียง 3% ของปริมาณขายปลีกน้ำมันทั้งหมด แต่ ESSO ตั้งเป้าหมายที่จะเพิ่มส่วนนี้เป็น 15% ในห้าปี

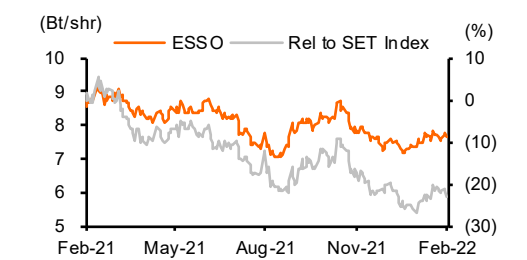
โรงกลั่นแตะจุดสูงสุดไปแล้ว

เนื่องจากเข้าสู่วัฏจักรอุปทานใหม่ของอุตสาหกรรมโรงกลั่น เราคาดว่า GRM ของ ESSO อยู่ที่ US\$5.2/5.1/5.0/bbl ในปี 2022-24F เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิด 5 ปีที่ US\$7.3/bbl นอกจากนี้ปัจจัยหนุนจากการกลั่นแล้ว เราไม่เห็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตอื่นๆ สำหรับ ESSO ในธุรกิจนี้ เนื่องจากบริษัทฯ ไม่มีแผนที่จะขยายธุรกิจ

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	126,672	159,073	169,762	169,343
Net profit	(7,911)	4,642	2,384	2,769
Consensus NP	—	4,263	4,154	4,777
Diff frm cons (%)	—	8.9	(42.6)	(42.0)
Norm profit	(7,911)	(902)	2,384	2,769
Prev. Norm profit	—	(896)	189	2,264
Chg frm prev (%)	—	na	1,162.4	22.3
Norm EPS (Bt)	(2.3)	(0.3)	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	na	na	na	16.2
Norm PE (x)	na	na	11.1	9.6
EV/EBITDA (x)	na	18.4	8.6	7.2
P/BV (x)	1.8	1.4	1.2	1.1
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	na	na	11.8	12.2
Net D/E (%)	194.6	125.4	94.0	65.5

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

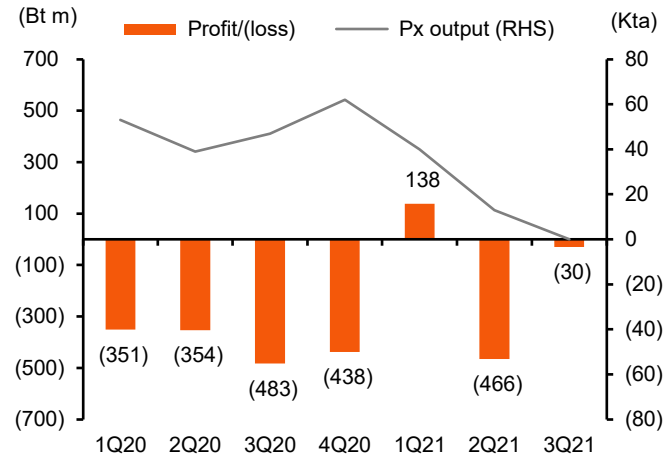
Price as of 3-Feb-22 (Bt)	7.65
Market Cap (US\$ m)	798.4
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	34.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.7
12M Price H/L (Bt)	9.25/7.05
Sector	Energy
Major Shareholder	ExxonMobil Int'l 65.99%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

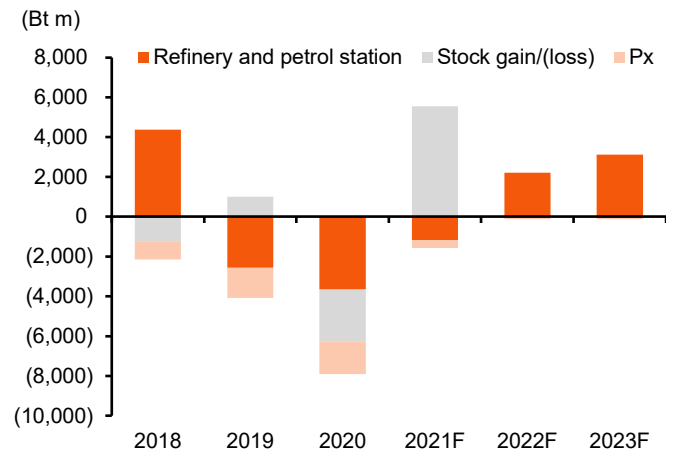


Ex 1: ESSO Ended Loss Making Px Operation In 3Q21



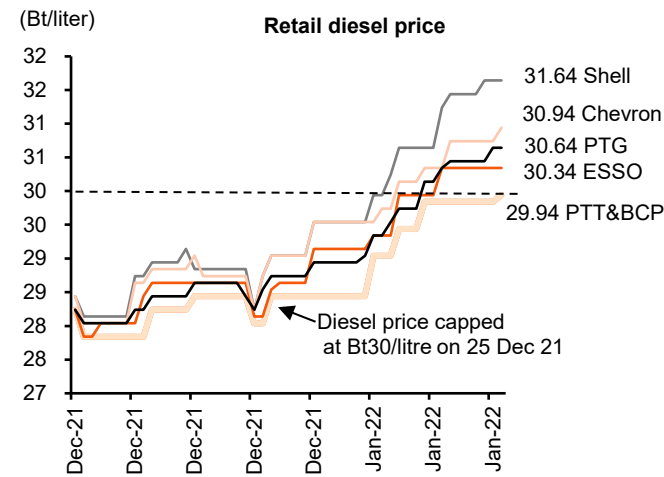
Sources: Company data

Ex 2: Core Profit Set To Improve in 2022F



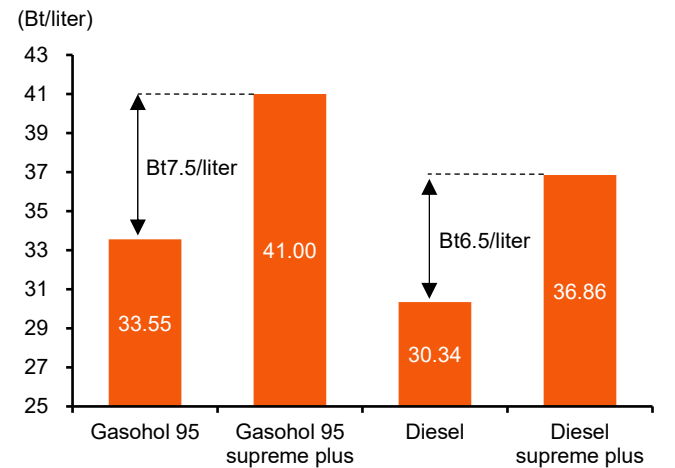
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: ESSO Didn't Cap Oil Prices As Per Govt Guideline



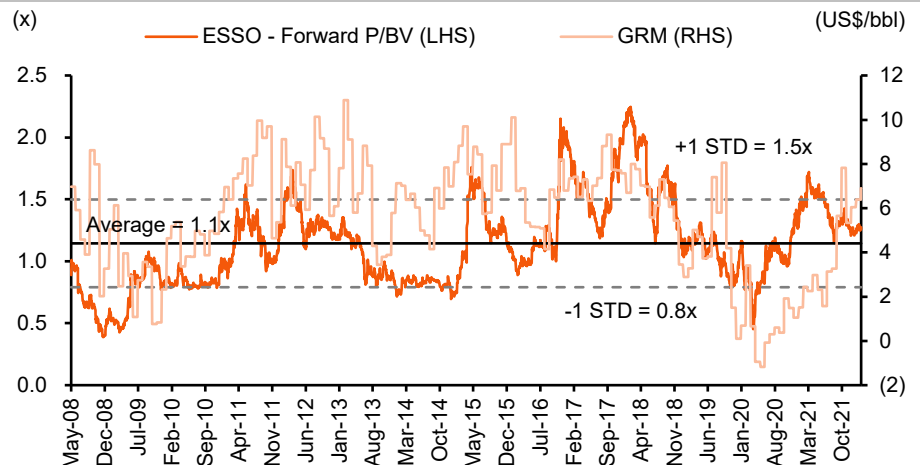
Sources: EPPO

Ex 4: ESSO's Premium Products Command Higher Margin



Sources: Company data

Ex 5: ESSO's P/BV Vs GRM



Sources: Bloomberg, TOP, Thanachart estimates

Ex 6: 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	5,434	5,891	5,706	4,980	5,175	5,605	5,369	4,878	5,308	5,737	5,502	
Free cash flow	3,018	4,402	4,525	3,566	3,792	4,159	3,935	3,534	3,946	4,297	4,066	59,894
PV of free cash flow	2,795	3,774	3,591	2,576	2,525	2,554	2,227	1,844	1,898	1,827	1,587	23,376
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	8.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	50,573											
Net debt (2021F)	23,835											
Minority interest	8											
Equity value	26,729											
# of shares (m)	3,461											
Equity value/share (Bt)	8.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (ESSO) เป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำในประเทศไทย บริษัทฯ ประกอบกิจการโรงงานกลั่นน้ำมันแบบ complex ขนาดใช้น้ำมันดิบวันละ 177,000 บาร์เรล และ Nelson Complexity index ที่ 6.6 กำลังการผลิตของ ESSO คิดเป็น 13% ของกำลังการผลิตของประเทศไทย และมีส่วนแบ่งการตลาดน้ำมันค่าปลีกราว 15% นอกจากนี้ ESSO ยังมีกำลังการผลิต PX ที่ 0.5 ล้านตัน บริษัทฯ เป็นบริษัทย่อยของ ExxonMobil (ถือหุ้น 65%) ขณะที่กระทรวงการคลังถือหุ้น 7% ESSO มีปริมาณการขายสูงสุดในตลาดภายในประเทศที่มากกว่า 90% เนื่องจาก ExxonMobil บริษัทแม่วางตำแหน่งเชิงกลยุทธ์ให้ ESSO เป็นผู้จัดหาหลักสำหรับประเทศไทย ขณะที่โรงกลั่น และ petrochemical complex ขนาดใหญ่ของ ExxonMobil ในสิงคโปร์ถูกใช้สำหรับตลาดส่งออก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

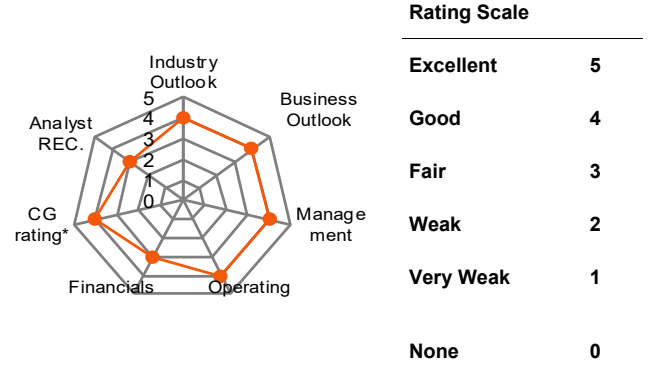
S — Strength

- ข้อได้เปรียบด้านการถ่ายโอนเทคโนโลยีการจัดการน้ำมันดิบจาก Exxon ซึ่งเป็นบริษัทแม่

O — Opportunity

- มีการเติบโตได้ตามอุตสาหกรรม แต่เป็นการเติบโตแบบจำกัดในมุมมองของเรา

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- นโยบายของบริษัทแม่ที่เฉื่อยชาจำกัดโอกาสในการเติบโต
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่สูงกว่าของกลุ่ม
- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายต่ำกว่าราคาขายส่งผ่านทางควบคุม marketing margin

T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ความเสี่ยงด้านกฎหมาย เนื่องจากมีความกังวลในเรื่องโลกร้อนมากขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	8.43	8.00	-5%
Net profit 21F (Bt m)	4,263	4,642	9%
Net profit 22F (Bt m)	4,154	2,384	-43%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 1	SELL: 4

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการ EPS ปี 2022F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่ต่ำลง ซึ่งเราสมมติให้อยู่ระดับใกล้เคียงกับเกิดโควิด
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นหรือส่วนต่างกำไร PX ที่สูงกว่าคาด เป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา
- ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อค่าการกลั่นของ ESSO ซึ่งจะเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ ESSO และประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	169,348	126,672	159,073	169,762	169,343
Cost of sales	167,344	131,408	153,873	161,551	160,721
Gross profit	2,004	(4,736)	5,200	8,211	8,622
% gross margin	1.2%	-3.7%	3.3%	4.8%	5.1%
Selling & administration expenses	6,110	5,217	5,063	5,404	5,390
Operating profit	(4,106)	(9,953)	137	2,808	3,232
% operating margin	-2.4%	-7.9%	0.1%	1.7%	1.9%
Depreciation & amortization	2,019	2,568	2,593	2,626	2,659
EBITDA	(2,087)	(7,385)	2,730	5,434	5,891
% EBITDA margin	-1.2%	-5.8%	1.7%	3.2%	3.5%
Non-operating income	90	70	70	70	70
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(322)	(360)	(330)	(280)	(223)
Pre-tax profit	(4,337)	(10,243)	(123)	2,598	3,079
Income tax	(893)	(2,048)	1,161	596	693
After-tax profit	(3,445)	(8,195)	(1,284)	2,001	2,387
% net margin	-2.0%	-6.5%	-0.8%	1.2%	1.4%
Shares in affiliates' Earnings	380	285	384	384	384
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	0	5,544	0	0
NET PROFIT	(3,066)	(7,911)	4,642	2,384	2,769
Normalized profit	(3,066)	(7,911)	(902)	2,384	2,769
EPS (Bt)	(0.9)	(2.3)	1.3	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	(0.9)	(2.3)	(0.3)	0.7	0.8

Core profit to improve in 2022F on higher GRM, absence of loss-making Px unit

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	31,978	22,921	27,602	29,173	29,058
Cash & cash equivalent	277	262	262	262	262
Account receivables	6,464	5,083	6,383	6,812	6,795
Inventories	19,085	13,144	15,391	16,159	16,076
Others	6,152	4,432	5,565	5,939	5,925
Investments & loans	3,708	5,649	5,649	5,649	5,649
Net fixed assets	25,600	24,750	23,057	21,331	19,572
Other assets	4,957	8,058	9,022	9,340	9,328
Total assets	66,243	61,378	65,331	65,494	63,607
LIABILITIES:					
Current liabilities:	36,676	35,446	33,662	32,041	28,358
Account payables	5,020	4,452	5,213	5,473	5,445
Bank overdraft & ST loans	6,488	16,703	14,271	12,062	9,520
Current LT debt	16,289	5,167	4,415	3,731	2,945
Others current liabilities	8,878	9,125	9,763	10,774	10,447
Total LT debt	4,167	6,333	5,411	4,574	3,610
Others LT liabilities	3,282	5,239	7,255	7,491	7,482
Total liabilities	44,125	47,019	46,328	44,106	39,449
Minority interest	7	7	8	9	10
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
Share premium	4,032	4,032	4,032	4,032	4,032
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	173	325	325	325	325
Retained earnings	831	(7,080)	(2,438)	(54)	2,715
Shareholders' equity	22,110	14,352	18,995	21,379	24,148
Liabilities & equity	66,243	61,378	65,331	65,494	63,607

With low capex, higher profit should improve the balance sheet

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

Strong cash-flow generation due to limited capex and lower working capital requirements

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(4,337)	(10,243)	(123)	2,598	3,079
Tax paid	893	2,048	(1,161)	(596)	(693)
Depreciation & amortization	2,019	2,568	2,593	2,626	2,659
Chg In working capital	(2,818)	6,754	(2,786)	(937)	72
Chg In other CA & CL / minorities	(3,645)	2,269	(112)	1,021	71
Cash flow from operations	(7,889)	3,394	(1,589)	4,712	5,189
Capex	(1,619)	(1,718)	(900)	(900)	(900)
Right of use	0	(4,287)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(976)	(1,941)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	586	(163)	6,595	(82)	3
Cash flow from investments	(2,009)	(8,110)	5,695	(982)	(897)
Debt financing	11,599	1,259	(4,106)	(3,730)	(4,292)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(346)	0	0	0	0
Warrants & other surplus	(302)	153	0	0	0
Cash flow from financing	10,950	1,411	(4,106)	(3,730)	(4,292)
Free cash flow	(9,508)	1,676	(2,489)	3,812	4,289

VALUATION

We think ESSO looks attractive on 11x PE.

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	na	11.1	9.6
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	11.6	10.0
PE (x)	na	na	5.7	11.1	9.6
PE - at target price (x)	na	na	6.0	11.6	10.0
EV/EBITDA (x)	na	na	18.4	8.6	7.2
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	18.9	8.8	7.4
P/BV (x)	1.2	1.8	1.4	1.2	1.1
P/BV - at target price (x)	1.3	1.9	1.5	1.3	1.1
P/CFO (x)	(3.4)	7.8	(16.7)	5.6	5.1
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	(35.9)	6.3	(9.4)	14.4	16.2
(Bt)					
Normalized EPS	(0.9)	(2.3)	(0.3)	0.7	0.8
EPS	(0.9)	(2.3)	1.3	0.7	0.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	6.4	4.1	5.5	6.2	7.0
CFO/share	(2.3)	1.0	(0.5)	1.4	1.5
FCF/share	(2.7)	0.5	(0.7)	1.1	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(15.7)	(25.2)	25.6	6.7	(0.2)
Net profit (%)	na	na	na	(48.6)	16.2
EPS (%)	na	na	na	(48.6)	16.2
Normalized profit (%)	na	na	na	na	16.2
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	16.2
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating performance					
Gross margin (%)	1.2	(3.7)	3.3	4.8	5.1
Operating margin (%)	(2.4)	(7.9)	0.1	1.7	1.9
EBITDA margin (%)	(1.2)	(5.8)	1.7	3.2	3.5
Net margin (%)	(2.0)	(6.5)	(0.8)	1.2	1.4
D/E (incl. minor) (x)	1.2	2.0	1.3	1.0	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.9	1.3	0.9	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	0.4	10.0	14.5
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	8.3	19.4	26.4
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	3.6	4.3
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	11.8	12.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	9.9	10.5
- asset turnover (x)	2.6	2.0	2.5	2.6	2.6
- operating margin (%)	na	na	na	1.7	1.9
- leverage (x)	2.7	3.5	3.8	3.2	2.8
- interest burden (%)	108.0	103.6	(59.7)	90.3	93.2
- tax burden (%)	na	na	na	77.0	77.5
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	(10.1)	(20.4)	3.4	5.1	6.0
NOPAT (Bt m)	(4,106)	(9,953)	1,424	2,163	2,505
invested capital (Bt m)	48,778	42,293	42,830	41,484	39,961

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net gearing to improve over the next few years

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 4.40 (From: Bt 5.10)

Upside : 15.2%

4 FEBRUARY 2022

IRPC Public Co Ltd (IRPC TB)

มูลค่าน่าสนใจ

เรามองว่าการซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีของ IRPC นั้นน่าสนใจ และมีความเสี่ยงต่ออัตรากำไรของปิโตรเคมีที่จำกัด ซึ่งเราคาดว่า จะฟื้นตัวจากการปรับลดการดำเนินงานของแนฟทาแครกเกอร์ และอุปทานปิโตรเคมีที่ลดลงในปีหน้า เรชอบที่ IRPC หันมาเน้น specialty chemical products มากขึ้น คงคำแนะนำ "ซื้อ"



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

มีมูลค่าไม่แพง

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" IRPC ราคาเป้าหมาย 4.4 บาท (จากเดิม 5.1 บาท) 1) เรามองว่า IRPC ไม่แพงที่ 0.8 เท่า P/BV เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนโควิดที่ 1.2 เท่า 2) เนื่องจาก 51% ของ EBITDA ปี 2021 มาจากธุรกิจปิโตรเคมี จึงน่าจะมีแนวโน้มฟื้นตัวจากคาดการณ์ของเราที่คาดว่า petrochemical spreads จะฟื้นตัวในปีหน้า แม้ว่าเราจะปรับลดกำไรลง 13% ในปี 2022F 3) เรชอบ IRPC ที่มุ่งไปสู่เคมีภัณฑ์พิเศษ (specialty chemical products) ที่มีอัตรากำไรสูงกว่าผลิตภัณฑ์เคมีภัณฑ์ทั่วไป เราปรับเพิ่มกำไรปี 2023F ขึ้น 5% เนื่องจากเรารวมผลกำไรที่เป็นไปได้จาก specialty products ที่สูงขึ้น และ 4) สำหรับธุรกิจปิโตรเคมี เรชอบ IRPC มากกว่า PTTGC ซึ่งต้นทุนวัตถุดิบมีแนวโน้มสูงขึ้น สำหรับธุรกิจโรงกลั่น เรชอบ IRPC มากกว่า TOP ที่กำลังเผชิญกับอุปทานการกลั่นรอบใหม่เต็มๆ บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ" วันที่ 4 ก.พ.2022

มีความเสี่ยงต่ออัตรากำไรของปิโตรเคมีที่จำกัด

เราคาดว่าสเปรดสำหรับเคมีภัณฑ์ที่สำคัญของ IRPC (PP, ABS และ น้ำมันหล่อลื่น) จะแตะระดับต่ำสุดใน 1Q22F โดยลดลงแล้วราว 40% จากจุดสูงสุดในปี 2021 จากการเพิ่มกำลังการผลิตของอุตสาหกรรมในระดับสูงสุดแล้ว PP-naphtha และ ABS-naphtha spreads อยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต 5 ปีที่ US\$590/ton และ US\$1,269/ton ขณะที่มาร์จิ้นของน้ำมันหล่อลื่นกลับมาอยู่ที่ค่าเฉลี่ยในอดีตแล้ว เราคาดว่า chemical spreads จะฟื้นตัวในปลายปีนี้ เนื่องจากแรงกดดันด้านอุปทานที่ลดลง อีกทั้งแนฟทาแครกเกอร์ยังลดอัตราการดำเนินการลง 5-15% ท่ามกลางสเปรดที่ต่ำ ผลิตภัณฑ์หลักของ IRPC คือ PP และ ABS ซึ่งคิดเป็น 20% และ 8% ของ EBITDA รวม ตามลำดับ

อัตราการใช้จ่ายกำลังการกลั่นสูงขึ้น แม้มีแผนซ่อมบำรุง

แม้จะมีแผนซ่อมบำรุงใน 4Q22 แต่ IRPC คาดว่าอัตราการใช้จ่ายกำลังการกลั่นจะเพิ่มขึ้นในปี 2022F เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศที่ฟื้นตัว บริษัทฯ คาดว่าอัตราการใช้จ่ายกำลังการกลั่นอยู่ที่ 198KBDP ในปี 2022F เทียบกับ 191KBDP ในปี 2021F นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีแผนลดต้นทุนดำเนินงาน โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายพนักงาน ผ่านโครงการเกษียณอายุก่อนกำหนด

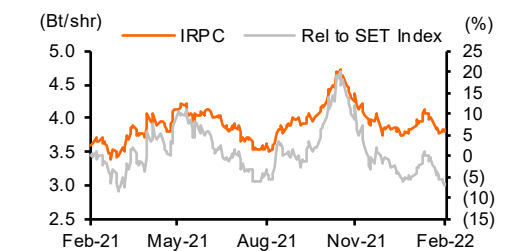
เน้น specialties products มากขึ้น

IRPC ตั้งเป้าเพิ่ม specialties products เป็น 52% ของปริมาณปิโตรเคมีทั้งหมดภายในปี 2025 เทียบกับ 20% ในปัจจุบัน ซึ่งสามารถทำได้ผ่านการอัปเกรดพอร์ตที่มีอยู่ และการควบรวมกิจการที่ต้องใช้เงินลงทุนต่ำ เรามองว่ากลยุทธ์นี้จะช่วยให้บริษัทก้าวไปพร้อมเมกะเทรนด์ระดับโลกได้ เนื่องจากความต้องการเชื่อมโยงกับอุตสาหกรรมการแพทย์ ยานยนต์ และ สุขอนามัย เราคาดว่ามีความเป็นไปได้ 50% ที่บริษัทฯ จะบรรลุเป้าหมาย และคาดว่าจะกำไรขึ้นต้นจะเพิ่มขึ้นเป็น 375-844 ลบ. ในปี 2023-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	152,319	216,364	242,065	235,484
Net profit	(6,152)	14,999	5,440	6,638
Consensus NP	—	13,276	6,147	6,854
Diff frm cons (%)	—	13.0	(11.5)	(3.1)
Norm profit	(5,196)	4,962	5,440	6,638
Prev. Norm profit	—	5,721	6,271	6,344
Chg frm prev (%)	—	(13.3)	(13.2)	4.6
Norm EPS (Bt)	(0.3)	0.2	0.3	0.3
Norm EPS grw (%)	na	na	9.7	22.0
Norm PE (x)	na	15.7	14.3	11.8
EV/EBITDA (x)	167.7	7.5	8.8	7.8
P/BV (x)	1.0	0.9	0.8	0.8
Div yield (%)	1.6	2.6	3.5	4.3
ROE (%)	na	6.0	6.0	7.1
Net D/E (%)	70.2	58.6	56.2	48.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Feb-22 (Bt)	3.82
Market Cap (US\$ m)	2,353.9
Listed Shares (m shares)	20,434.4
Free Float (%)	51.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	18.0
12M Price H/L (Bt)	4.72/3.38
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.05%

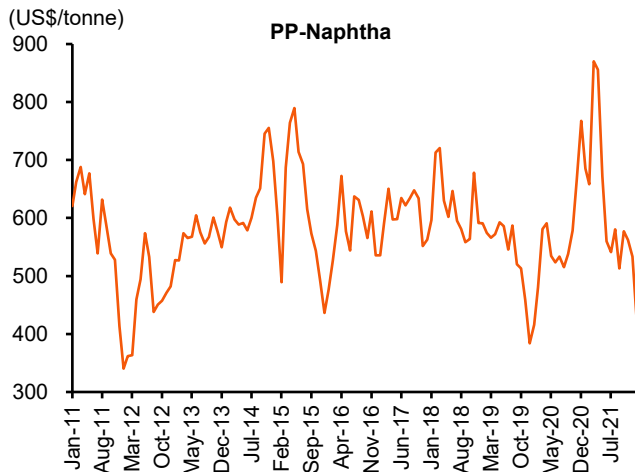
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

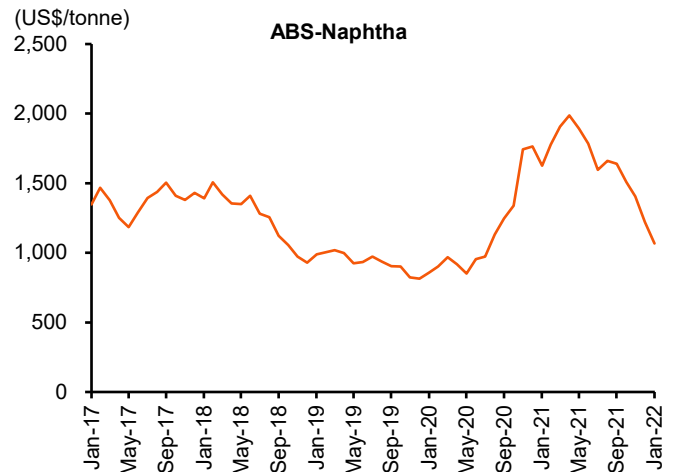


Ex 1: PP-Naphtha Towards A Low Base



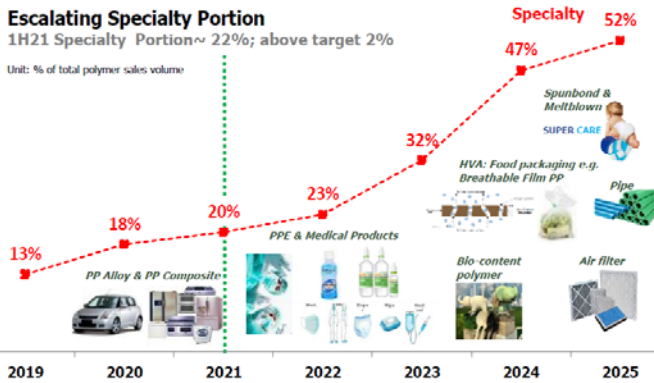
Source: Bloomberg

Ex 2: Same Goes For ABS-Naphtha



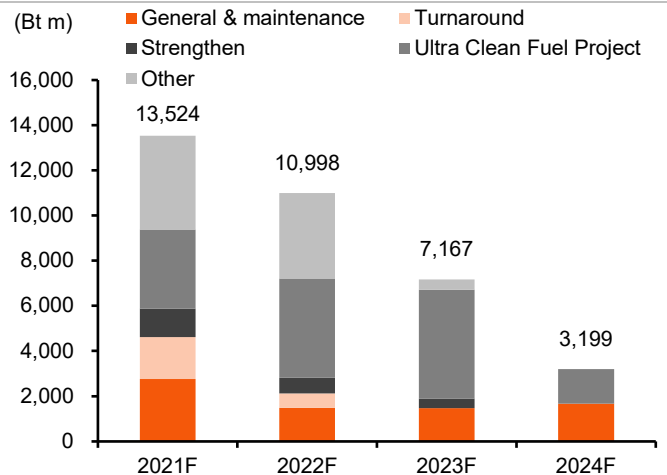
Source: Bloomberg

Ex 3: IRPC's Target For Specialty Products



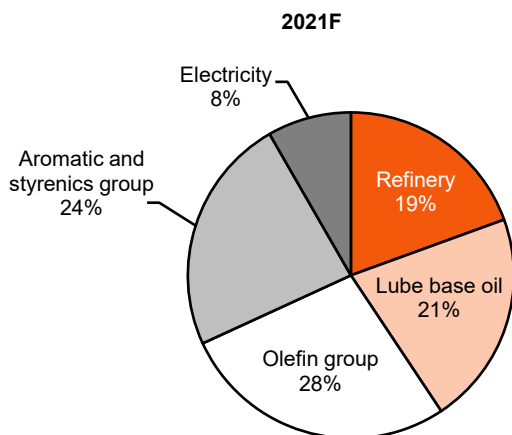
Source: Company data

Ex 4: IRPC's Capex



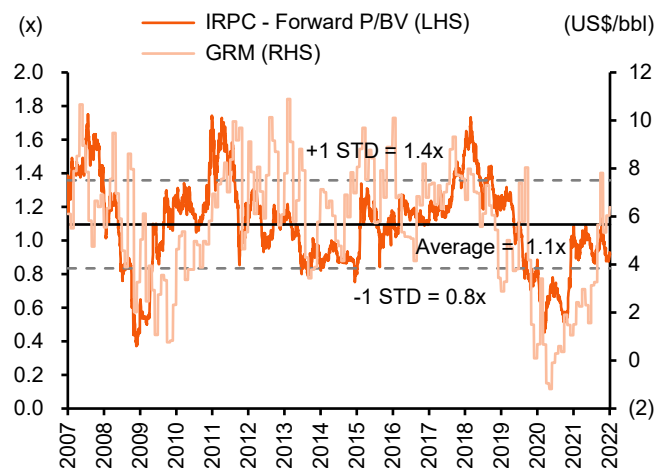
Source: IRPC

Ex 5: IRPC's Gross Integrated Margin (GIM) breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: IRPC's P/BV And GRM



Sources: Bloomberg, TOP, Thanachart estimates

Ex 7: 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	14,794	16,012	19,185	18,792	18,590	18,590	18,590	18,590	18,590	18,590	18,590	
Free cash flow	3,090	9,929	14,084	13,130	13,447	13,489	13,529	13,570	13,611	13,652	13,692	179,516
PV of free cash flow	2,839	8,381	10,917	9,193	8,612	7,903	7,249	6,651	6,102	5,368	4,903	64,287
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	142,406											
Net debt (2021F)	52,165											
Minority interest	171											
Equity value	90,071											
# of shares (m)	20,434											
Equity value/share (Bt)	4.4											

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมีครบวงจรตั้งอยู่ในพื้นที่ชายฝั่งทะเลทางภาคตะวันออกของประเทศไทย บริษัท มีกำลังการกลั่นน้ำมันดิบ 215 kbd กำลังการผลิตโอเลฟิน 1.2MTA และอะโรเมติกและสไตรีนิกส์ 0.6MTA กลยุทธ์การเติบโตของบริษัท มุ่งเน้นไปที่การขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ซึ่งบริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะเพิ่มปริมาณการขายโพลีเมอร์เป็น 52% ภายในปี 2025 จาก 20% ในปัจจุบัน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

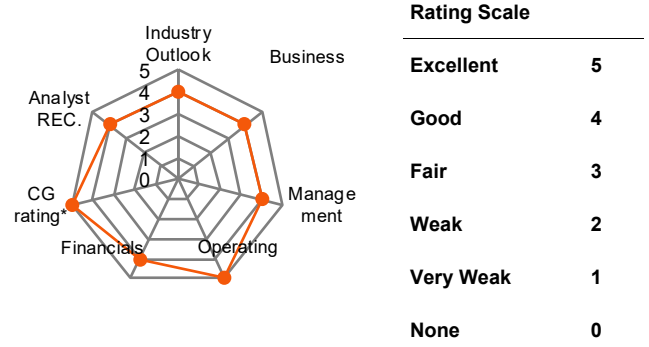
S — Strength

- เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมี complex แบบครบวงจร
- เป็นบริษัทในเครือ PTT

O — Opportunity

- มีโอกาสในการลดต้นทุน และปรับปรุงสัดส่วนการขายในประเทศ
- มีโอกาสที่มาร์จิ้นเพิ่มขึ้นจากการขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ที่ประสบความสำเร็จ

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- โครงสร้างต้นทุนเดิม
- ทำเลที่ตั้งค่อนข้างแยกออกจากมาบตาพุด

T — Threat

- ค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่อ่อนแอกว่าที่คาดจากทั้งความต้องการที่อ่อนแอและอุปทานใหม่ที่เติบโตอย่างมาก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	4.49	4.40	-2%
Net profit 21F (Bt m)	13,276	14,999	13%
Net profit 22F (Bt m)	6,147	5,440	-11%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 12	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2022F ของเรต่ำกว่า consensus เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่ระมัดระวังมากขึ้น
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาดเล็กน้อย

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Petrochemical spreads หรือ refining margin ที่อ่อนแอกว่าคาด เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- หากราคาน้ำมันดิบคงอยู่ในระดับสูง ซึ่งจะนำไปสู่ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้น จะเป็ความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- การเพิ่มขึ้นของมาร์จิ้นที่ต่ำกว่าที่คาดจากการขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty
- การประหยัดต้นทุน และ/หรือ การปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตที่ลดลงจะเป็นความเสี่ยงด้านลบอีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	216,577	152,319	216,364	242,065	235,484
Cost of sales	205,090	145,180	192,791	220,686	212,077
Gross profit	11,487	7,139	23,573	21,379	23,407
% gross margin	5.3%	4.7%	10.9%	8.8%	9.9%
Selling & administration expenses	16,250	15,309	15,049	15,362	16,037
Operating profit	(4,763)	(8,170)	8,524	6,017	7,370
% operating margin	-2.2%	-5.4%	3.9%	2.5%	3.1%
Depreciation & amortization	8,542	8,952	8,748	8,777	8,642
EBITDA	3,779	782	17,272	14,794	16,012
% EBITDA margin	1.7%	0.5%	8.0%	6.1%	6.8%
Non-operating income	2,036	2,177	2,309	2,121	2,214
Non-operating expenses	140	773	(1,209)	0	0
Interest expense	(934)	(1,847)	(1,213)	(1,633)	(1,584)
Pre-tax profit	(3,521)	(7,067)	8,411	6,505	8,001
Income tax	(779)	(1,554)	3,757	1,369	1,668
After-tax profit	(2,742)	(5,513)	4,654	5,136	6,333
% net margin	-1.3%	-3.6%	2.2%	2.1%	2.7%
Shares in affiliates' Earnings	368	339	339	339	339
Minority interests	(28)	(22)	(31)	(35)	(34)
Extraordinary items	1,228	(956)	10,037	0	0
NET PROFIT	(1,174)	(6,152)	14,999	5,440	6,638
Normalized profit	(2,402)	(5,196)	4,962	5,440	6,638
EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	0.7	0.3	0.3
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	(0.3)	0.2	0.3	0.3

Core profit set to improve from 2021F due to GRM recovery.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	43,647	43,371	58,851	63,592	64,557
Cash & cash equivalent	3,036	8,851	14,000	12,699	15,421
Account receivables	10,100	9,626	11,989	13,413	13,048
Inventories	25,995	21,169	27,571	31,560	30,329
Others	4,515	3,725	5,291	5,920	5,759
Investments & loans	9,667	8,071	8,071	8,071	8,071
Net fixed assets	121,069	114,551	119,327	121,548	120,073
Other assets	3,467	7,498	10,241	11,342	11,060
Total assets	177,850	173,491	196,490	204,554	203,762
LIABILITIES:					
Current liabilities:	45,707	44,059	43,775	49,336	47,012
Account payables	24,871	23,983	26,630	30,483	29,294
Bank overdraft & ST loans	6,900	0	0	0	0
Current LT debt	8,190	13,335	9,925	9,669	9,334
Others current liabilities	5,745	6,741	7,220	9,184	8,384
Total LT debt	43,881	48,597	56,240	54,791	52,891
Others LT liabilities	4,860	5,169	7,414	8,271	8,052
Total liabilities	94,448	97,825	107,429	112,399	107,955
Minority interest	146	140	171	206	240
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434
Share premium	28,554	28,554	28,554	28,554	28,554
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(130)	(110)	(110)	(110)	(110)
Retained earnings	34,397	26,648	40,012	43,070	46,689
Shareholders' equity	83,256	75,526	88,890	91,949	95,567
Liabilities & equity	177,850	173,491	196,490	204,554	203,762

Balance sheet is strong given limited capex

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	(3,521)	(7,067)	8,411	6,505	8,001
Tax paid	779	1,554	(3,757)	(1,369)	(1,668)
Depreciation & amortization	8,542	8,952	8,748	8,777	8,642
Chg In working capital	3,220	4,412	(6,118)	(1,560)	407
Chg In other CA & CL / minorities	(3,128)	3,509	(748)	1,674	(300)
Cash flow from operations	5,892	11,361	6,536	14,027	15,081
Capex	(4,874)	(2,434)	(13,524)	(10,998)	(7,167)
Right of use	0	(198)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,226)	1,596	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,699	(5,890)	10,082	(244)	62
Cash flow from investments	(4,401)	(6,926)	(3,442)	(11,242)	(7,105)
Debt financing	2,064	2,958	3,689	(1,704)	(2,235)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,837)	(2,041)	(1,635)	(2,382)	(3,020)
Warrants & other surplus	(1,020)	464	0	0	0
Cash flow from financing	(792)	1,381	2,054	(4,086)	(5,255)
Free cash flow	1,018	8,927	(6,988)	3,029	7,914

We expect FCF to be positive over the next few years with limited capex

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	15.7	14.3	11.8
Normalized PE - at target price (x)	na	na	18.1	16.5	13.5
PE (x)	na	na	5.2	14.3	11.8
PE - at target price (x)	na	na	6.0	16.5	13.5
EV/EBITDA (x)	35.5	167.7	7.5	8.8	7.8
EV/EBITDA - at target price (x)	38.6	182.9	8.2	9.6	8.5
P/BV (x)	0.9	1.0	0.9	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
P/CFO (x)	13.2	6.9	11.9	5.6	5.2
Price/sales (x)	0.4	0.5	0.4	0.3	0.3
Dividend yield (%)	2.6	1.6	2.6	3.5	4.3
FCF Yield (%)	1.3	11.4	(9.0)	3.9	10.1
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	(0.3)	0.2	0.3	0.3
EPS	(0.1)	(0.3)	0.7	0.3	0.3
DPS	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
BV/share	4.1	3.7	4.4	4.5	4.7
CFO/share	0.3	0.6	0.3	0.7	0.7
FCF/share	0.0	0.4	(0.3)	0.1	0.4

Valuation looks enticing to us

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.4)	(29.7)	42.0	11.9	(2.7)
Net profit (%)	na	na	na	(63.7)	22.0
EPS (%)	na	na	na	(63.7)	22.0
Normalized profit (%)	na	na	na	9.7	22.0
Normalized EPS (%)	na	na	na	9.7	22.0
Dividend payout ratio (%)	(174.1)	(19.9)	13.6	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	5.3	4.7	10.9	8.8	9.9
Operating margin (%)	(2.2)	(5.4)	3.9	2.5	3.1
EBITDA margin (%)	1.7	0.5	8.0	6.1	6.8
Net margin (%)	(1.3)	(3.6)	2.2	2.1	2.7
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	7.0	3.7	4.7
Interest coverage - EBITDA (x)	4.0	0.4	14.2	9.1	10.1
ROA - using norm profit (%)	na	na	2.7	2.7	3.3
ROE - using norm profit (%)	na	na	6.0	6.0	7.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	5.7	5.7	6.8
- asset turnover (x)	1.2	0.9	1.2	1.2	1.2
- operating margin (%)	na	na	4.4	3.4	4.1
- leverage (x)	2.1	2.2	2.3	2.2	2.2
- interest burden (%)	136.1	135.4	87.4	79.9	83.5
- tax burden (%)	na	na	55.3	79.0	79.2
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	(3.3)	(5.9)	3.7	3.4	4.1
NOPAT (Bt m)	(4,763)	(8,170)	4,716	4,751	5,834
invested capital (Bt m)	139,191	128,607	141,055	143,710	142,371

We expect net D/E to remain low

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 60.00 (From: Bt 52.00)

Upside : 25.0%

4 FEBRUARY 2022

Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

มีเรื่องราวการฟื้นตัวแข็งแกร่ง

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” IVL และกลายหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มฯ เราเห็นเรื่องราวการฟื้นตัวที่ยั่งยืนของ IVL จากทั้งทางด้านห่วงโซ่อุปทาน PET และ Huntsman อีกทั้งเรายังมองว่า IVL เป็นบริษัทที่มีความยืดหยุ่นที่สุดในกลุ่มฯ ด้วยผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ มีความเชื่อมโยงอย่างมากกับผู้บริโภคขั้นสุดท้าย และอยู่ในตลาด PET ที่มีความแข็งแกร่งกว่าตลาดอื่น



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

IVL เป็น Top Pick ของเรา

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” IVL โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ที่ 60 บาท (จาก 52 บาท) และถือเป็นหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ เนื่องจาก 1) เราเห็นแนวโน้มการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งที่ 23/5% ในปี 2022-23F 2) เรามองว่ามีการฟื้นตัวอย่างยั่งยืนจากความสมดุลของอุปสงค์-อุปทาน PET ที่ดีขึ้น และการลดลงของราคาน้ำมันที่สิ้นสุดทำให้ธุรกิจของ Huntsman เข้าสู่ภาวะปกติ เราปรับประมาณการกำไรขึ้น 66/80% ในปี 2022-23F 3) เราชอบที่ผลิตภัณฑ์ของ IVL มีความยืดหยุ่นมากขึ้น ด้วยมีความเชื่อมโยงอย่างมากกับสินค้าอุปโภคบริโภคขั้นสุดท้าย และธุรกิจ PET หลักของบริษัทฯ อยู่ในตลาดที่มีการรวมตัวกันมากขึ้น (consolidated market) ซึ่งจะส่งผลให้อุปทานมีแนวโน้มที่ดีขึ้น และ 4) IVL ไม่แพง ซื้อขายที่ 7 เท่า EV/EBITDA และ 9.5 เท่า PE เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 10 เท่า และ 15 เท่า ตามลำดับ บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ” วันที่ 4 ก.พ.2022

PET ฟื้นตัว

ด้วยแนวโน้มความต้องการที่เพิ่มขึ้นและการหยุดชะงักของอุปทาน PET spread ในเอเชียเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ปลายปี 2021 ขณะที่เราคาดว่า IVL จะได้ประโยชน์ในปีนี้จากผลกระทบอย่างเต็มที่จากการเพิ่มขึ้นของ PET spread ในตลาดตะวันตกตั้งแต่ปีที่แล้ว สำหรับ IVL การผลิตในสหรัฐฯ คิดเป็น 23% ของ PET EBITDA รวมในปี 2Q21, ยุโรป 17% และเอเชีย 13% เทียบกับสัดส่วนปริมาณขายในแต่ละภูมิภาคที่อยู่ที่ราวหนึ่งในสาม PET EBITDA คิดเป็น 54% ของ EBITDA รวมในปี 2021F

IOD, ปัจจัยพลิกฟื้นที่สำคัญ

IVL เข้าซื้อธุรกิจออกไซด์และอนุพันธ์แบบบูรณาการ (Integrated Oxide and Derivatives : IOD) ของ Huntsman ในปี 2019 การเข้าซื้อกิจการคาดว่าจะทำให้ EBITDA ของ IVL ในปี 2020 เติบโตราว 30% แต่กลับทำให้เติบโตเพียง 2% เนื่องจากการเกิดวิกฤตโควิดทำให้ราคาน้ำมันตกต่ำ ธุรกิจปัจจุบันกำลังฟื้นตัว 1) ราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวได้ผลักดัน IOD spread (Exhibit 13) 2) อุปสงค์ฟื้นตัว โดยเฉพาะสารเติมแต่งน้ำมันเบนซิน MTBE และการหยุดชะงักของอุปทานที่เกิดจากสภาพอากาศที่น้อยลง น่าจะหนุนให้ปริมาณขายเติบโต 18% ในปีนี้ 3) กำไรจาก Oxiteno ซึ่งเป็นผู้ผลิตสารลดแรงตึงผิวชั้นนำระดับโลก น่าจะทำให้ EBITDA เติบโตไปอีกราว 6% ในปี 2022F

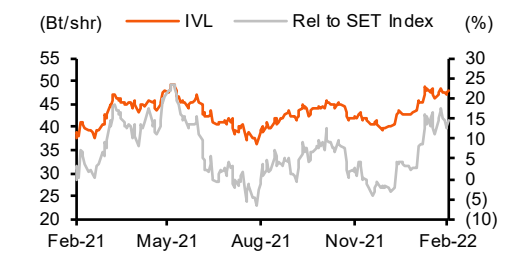
ปัจจัยผลักดันในระยะยาว

การเติบโตของปริมาณขายในระยะยาวมีปัจจัยผลักดันดังนี้ อย่างแรกคือโรงงานสาร Surfactant แห่งใหม่ภายใต้บริษัทใหม่ Oxiteno ที่จะดำเนินงานในปี 2022F อีกทั้งบริษัทฯ ยังมีแผนที่จะขยายพอร์ตอนุพันธ์ของ IOD ได้แก่ EO และสาร Surfactant ไปยังแอปพลิเคชันใหม่ นอกจากนี้ IVL ยังมีแผนที่จะเพิ่มกำลังการผลิต recycling PET (rPET) ที่ให้อัตรากำไรสูงเป็นสองเท่ามาอยู่ที่ 750k tpa ในปี 2025 สำหรับธุรกิจ PET หลักที่มีอยู่ เราคาดว่าความต้องการจะเติบโตในระดับปกติของธุรกิจที่ 4% ต่อปี

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	331,513	490,610	545,124	538,287
Net profit	2,414	27,707	28,510	29,995
Consensus NP	—	26,811	27,227	28,756
Diff frm cons (%)	—	3.3	4.7	4.3
Norm profit	6,433	23,202	28,510	29,995
Prev. Norm profit	—	17,307	17,156	16,672
Chg frm prev (%)	—	34.1	66.2	79.9
Norm EPS (Bt)	1.1	4.1	5.1	5.3
Norm EPS grw (%)	22.8	260.7	22.9	5.2
Norm PE (x)	41.9	11.6	9.5	9.0
EV/EBITDA (x)	14.9	7.7	6.9	6.6
P/BV (x)	2.1	1.9	1.7	1.5
Div yield (%)	1.5	5.1	5.3	5.6
ROE (%)	5.0	17.1	18.7	17.9
Net D/E (%)	134.1	117.7	126.7	108.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Feb-22 (Bt)	48.00
Market Cap (US\$ m)	8,126.7
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	27.8
12M Price H/L (Bt)	49.25/36.25
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 62.43%

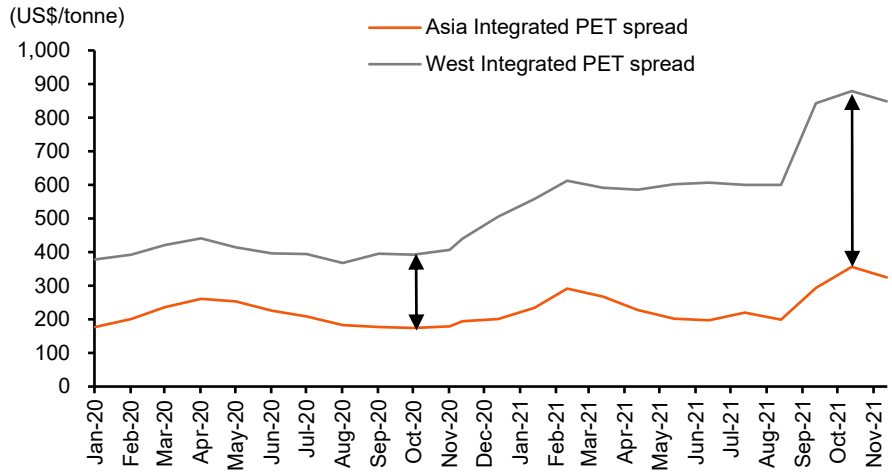
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

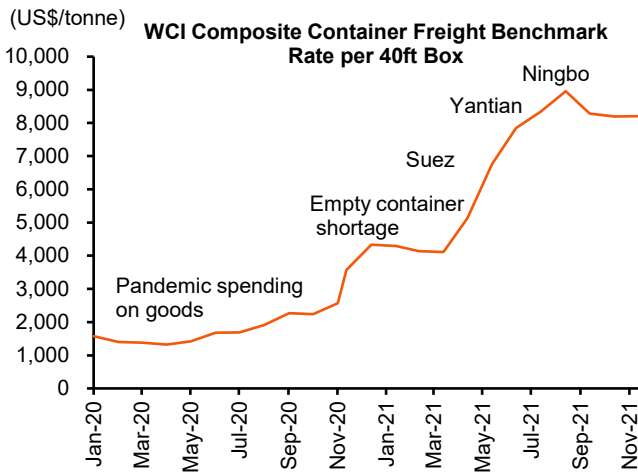


Ex 1: West PET Premium Surged Due To Supply Disruption And High Freight Rates



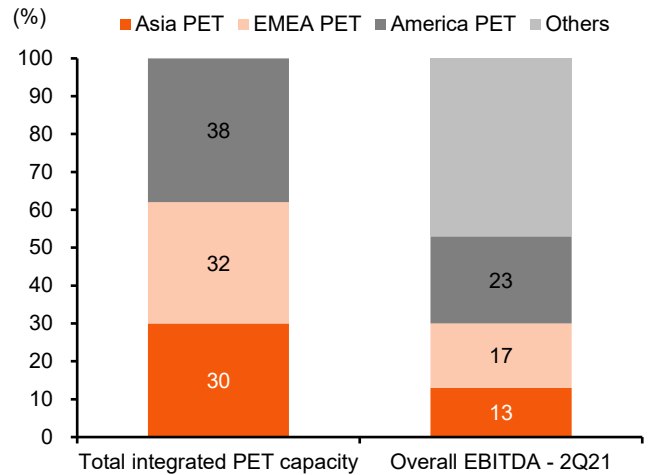
Source: Company Data

Ex 2: Freight Rate Likely To Remain High In 2022F



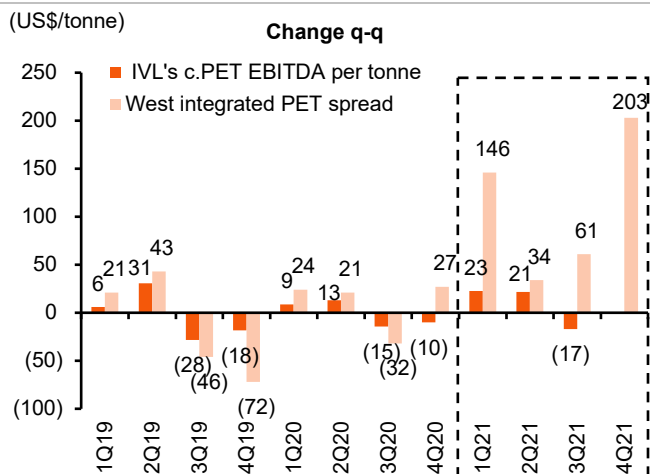
Source: Bloomberg

Ex 3: West PET Is The Largest Contributor



Source: Company data

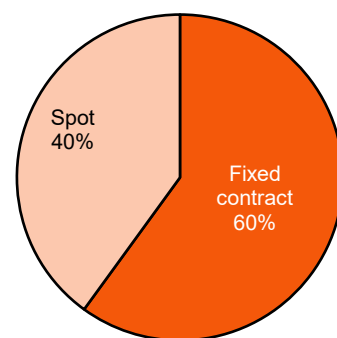
Ex 4: Yet To Fully Benefit From Strong West PET...



Source: Company data

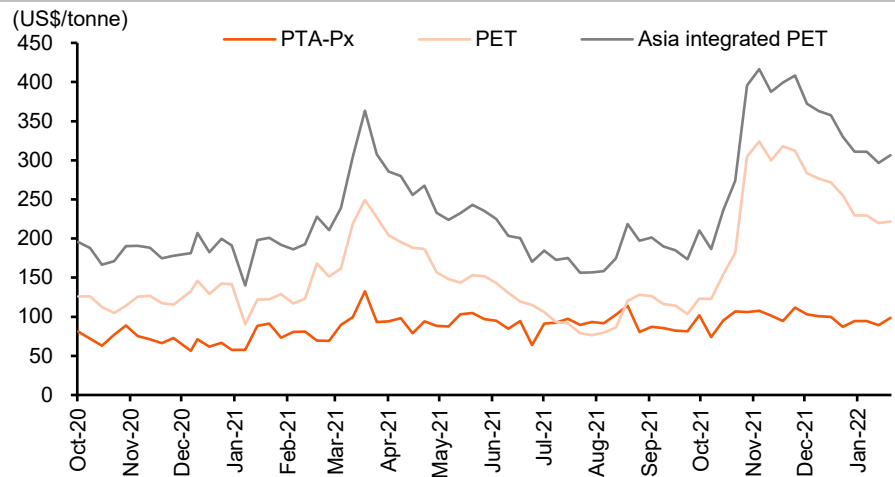
Ex 5: ...As 60-70% Is Based On Fixed Contract Prices

West PET volume breakdown



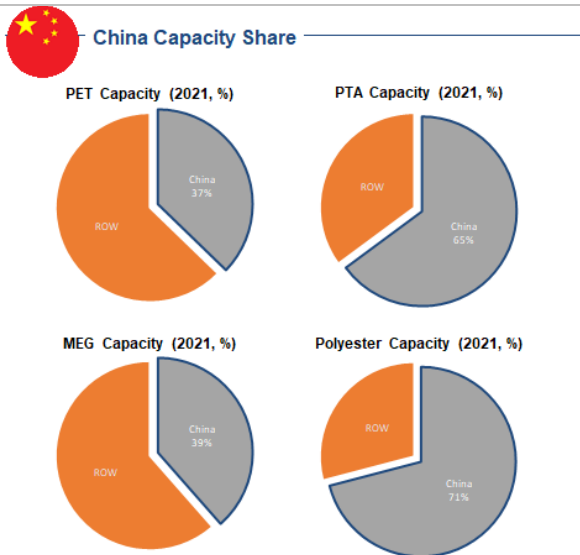
Source: Company data

Ex 6: High Asia Integrated PET Spread Despite 4Q Low Season



Source: Bloomberg

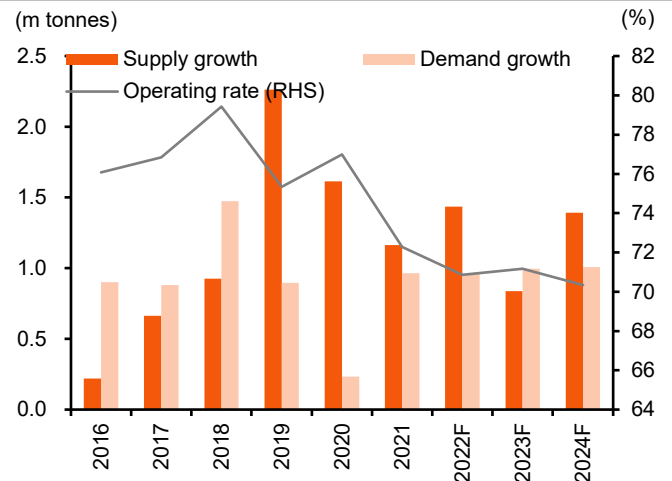
Ex 7: China's Dual Control Policy Has Its Say



10-15% of China's petrochemical industry is currently shut down or running at reduced rates. Jiangsu and Zhejiang which host 75% of China polyester capacity have also been impacted

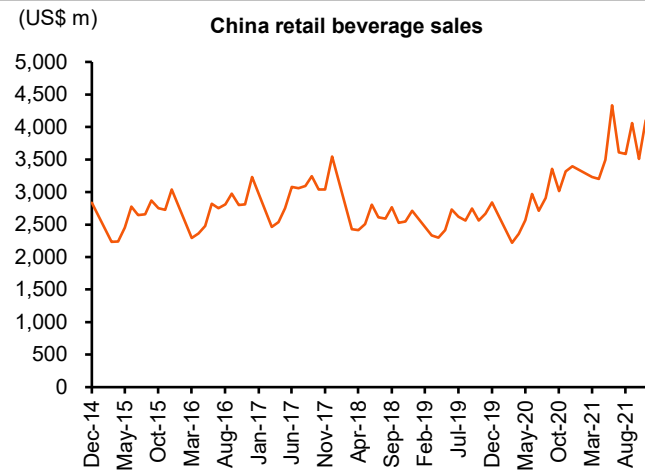
Source: Company data

Ex 8: Limited PET New Capacity



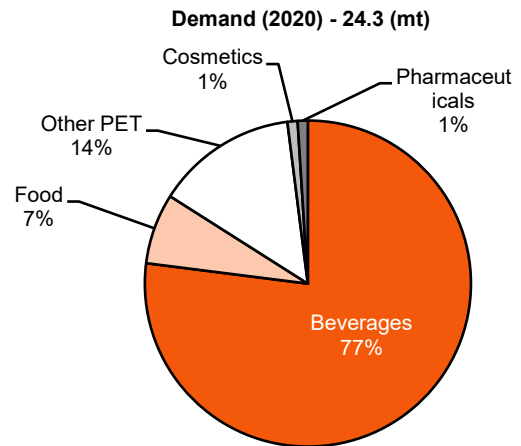
Source: Company data

Ex 9: China Retail Beverage Sales Trending Up...



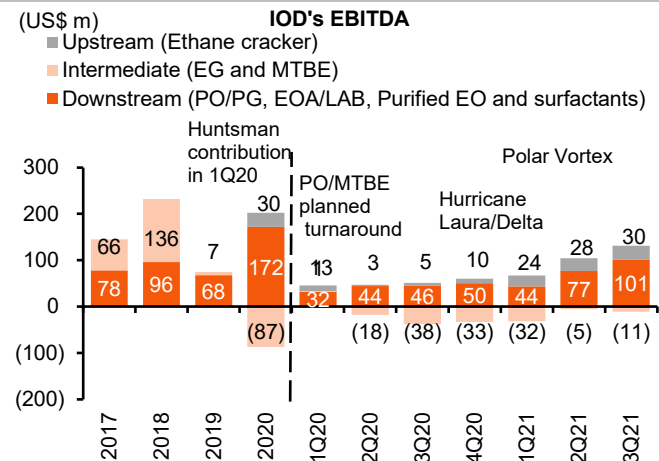
Source: Bloomberg

Ex 10: ...A Key Factor For Strong PET Demand



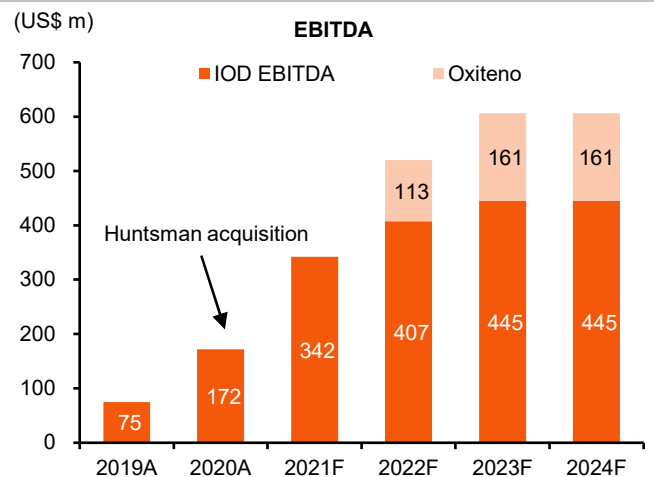
Source: Bloomberg

Ex 11: IOD's EBITDA Suffered During COVID Years



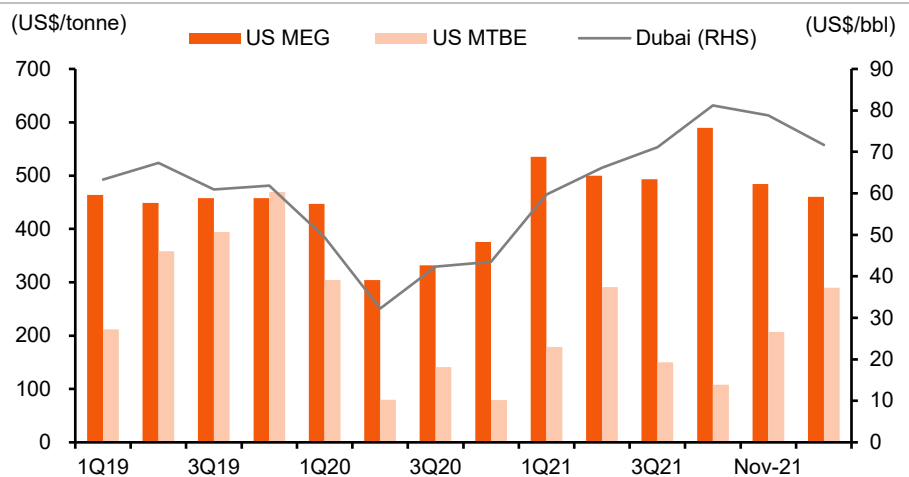
Source: Company data

Ex 12: IOD's And Oxiteno's EBITDA Contribution



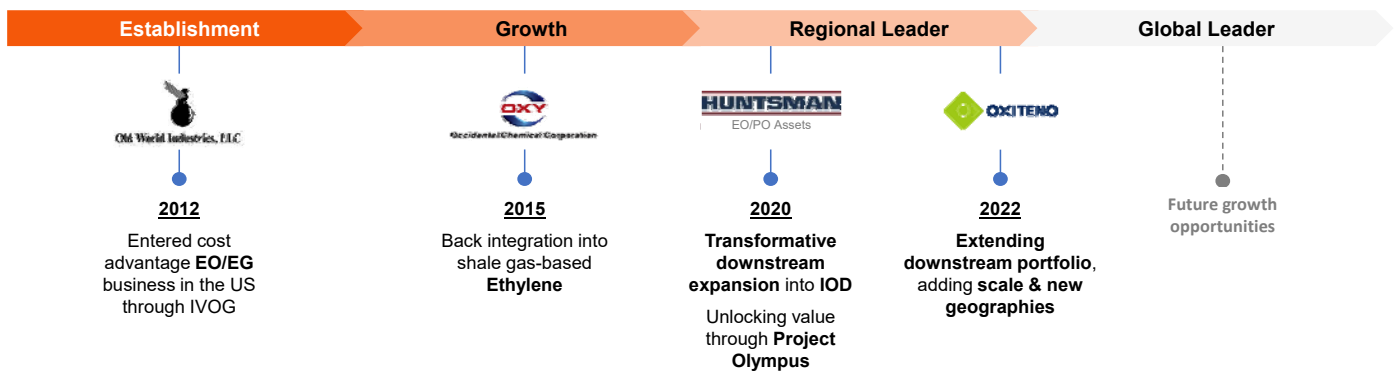
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: MTBE And MEG Spreads Up With Oil Prices



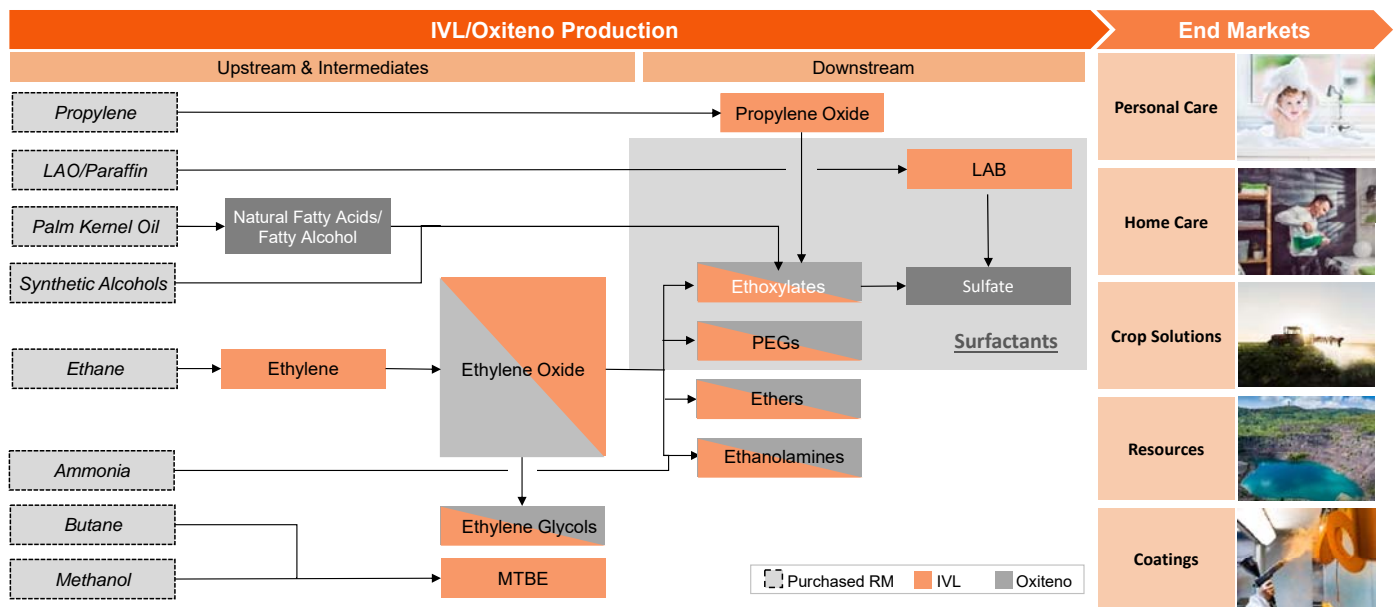
Source: Company data

Ex 14: Evolution Of IOD Segment



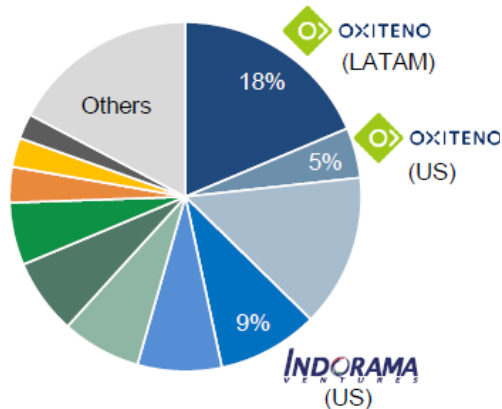
Source: Company data

Ex 15: IVL's Integrated Oxide (IOD) Value Chain



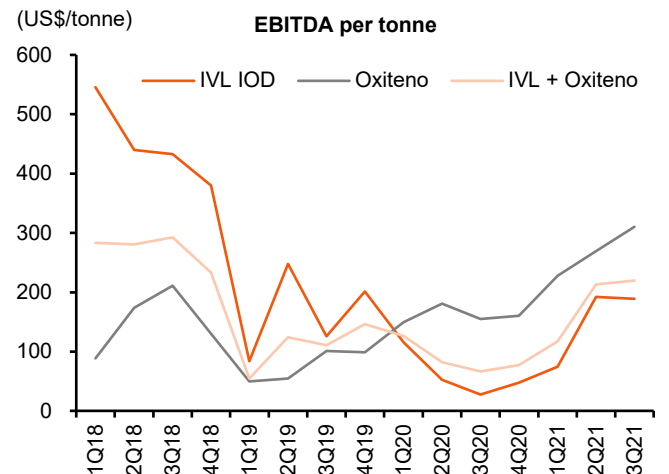
Source: Company data

Ex 16: Americas' Nonionic Surfactants Capacity



Source: Company data

Ex 17: Oxiteno Will Likely Enhance IVL's Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

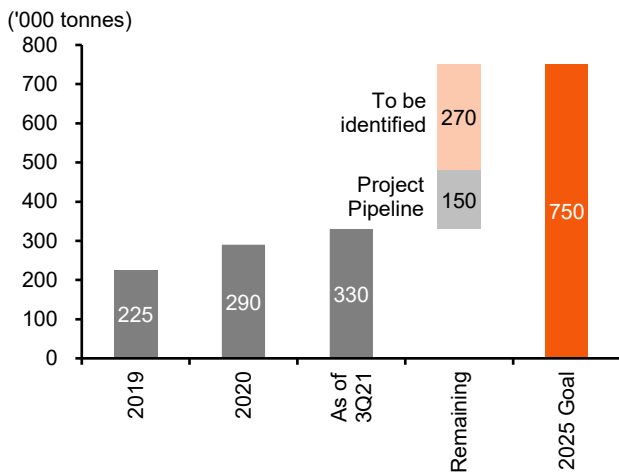
Ex 18: IVL's IOD Capacity Breakdown

Kta	IVL's existing	Huntsman	Oxiteno	Total
Upstream (gas based)				
Ethylene	420	218		638
Propylene	20	25		45
Intermediate				
MEG	350	400	325	1,075
MTBE		740		740
Downstream				
Surfactants		360	1,200	1,560
Purified EO (PEO)	170	100		
PO		250		250
Ethanolamine (EOA, MEA,DEA,TEA,LAB)		180		180
Lab		180	100	280
Total	990	3,147	1,625	4,577
Crude EO capacity*	420	690	440	1,550

Sources: Company data, Thanachart estimates

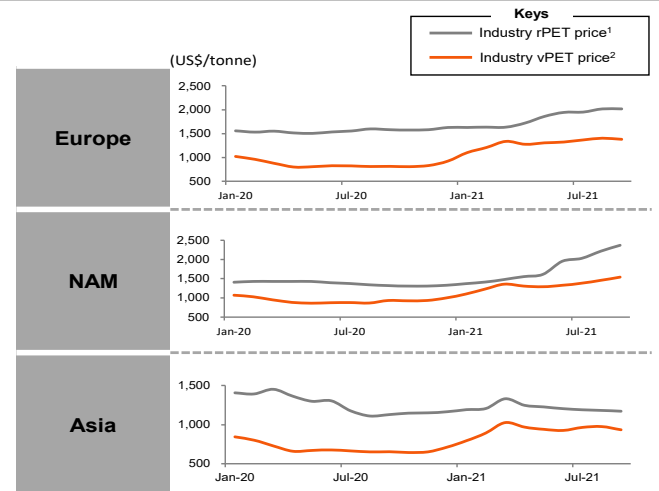
Note: *Ethylene Oxide is produced from ethylene and it is a feedstock used to produce downstream and intermediate products such as surfactant, EOA, MEA,DEA,TEA,LAB, and MEG.

Ex 19: IVL's rPET capacity



Source: Company data

Ex 20: rPET's Price Premium To Virgin PET's



Source: Company data

Ex 21: PET Is The Preferred Choice In The Packaging Sector

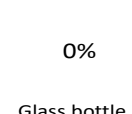
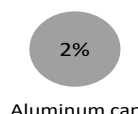
Price ratio (cents per bottle, PET = 1X)



GHG ratio (GHG per 100 Koz liquid, PET = 1X)

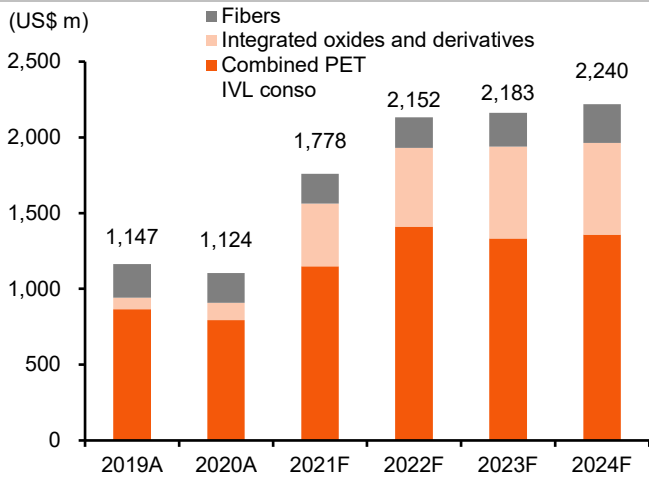


Demand growth (2010-2020 CAGR)



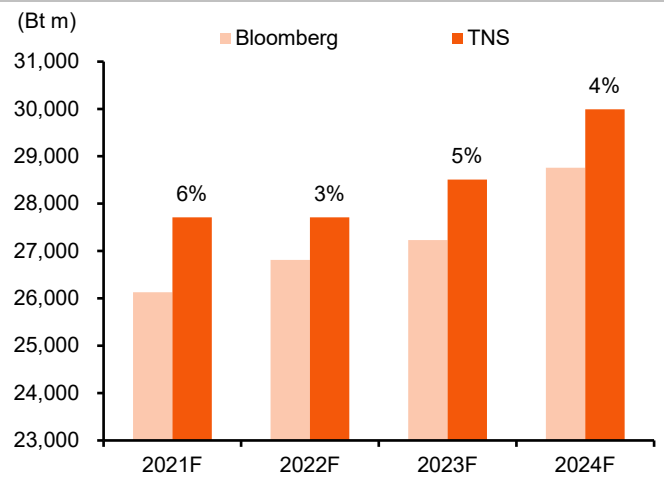
Sources: Company data, Thanachart
Note: GHG is greenhouse gas

Ex 22: Core EBITDA Breakdown



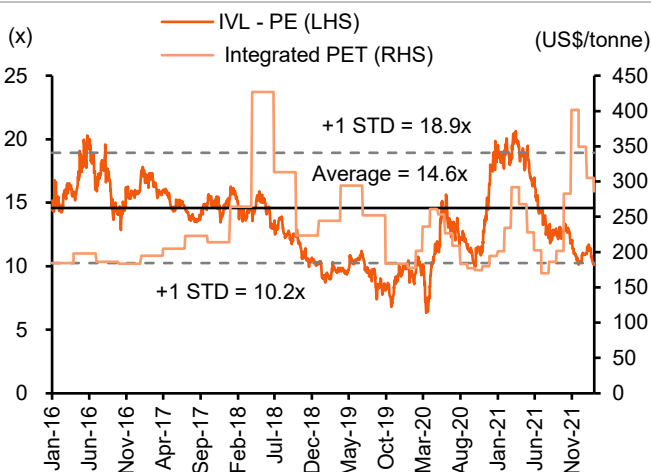
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 23: TNS's Profit Forecasts Vs. Consensus



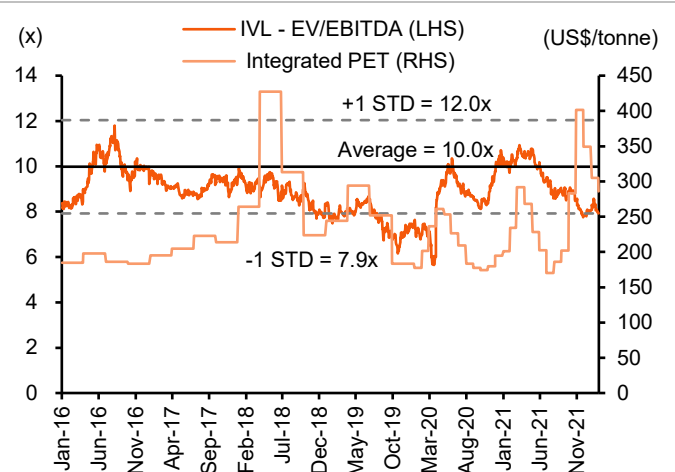
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 24: PE STD Chart



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 25: EV/EBITDA STD Chart



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 26: Our Key Spread Assumptions

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	2024F
Combined PET	866	794	1,149	1,411	1,333	1,357
Integrated oxides and derivatives	75	115	414	520	606	606
Fibers	222	195	195	201	224	257
Holdings	(16)	20	20	20	20	20
IVL conso	1,147	1,124	1,778	2,152	2,183	2,240
Key assumptions						
EBITDA per tonne (US\$/t)	93	82	117	135	133	133
Industry margin (US\$/t)						
Asia PTA	137	80	100	90	90	90
Asia PET	126	137	137	150	150	150
Industry spread: Asia Integrated PET	243	206	223	227	227	227
West PTA	238	191	376	350	300	250
West PET	234	233	320	300	280	280
Industry spread: West Integrated PET	439	397	643	601	538	495
US MEG Over Ethane	457	365	500	460	460	460
US MTBE (C-Factor)	358	151	200	230	300	300

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 27: 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	71,011	72,047	73,911	75,927	78,020	80,194	82,451	84,794	87,228	89,754	92,378	
Free cash flow	(17,866)	35,852	43,786	45,534	47,345	49,219	51,156	53,161	55,234	57,380	59,601	767,098
PV of free cash flow	(16,392)	30,175	33,797	31,707	30,116	28,600	27,147	25,770	24,459	22,268	21,036	270,748
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.5											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	529,431											
Net debt	183,550											
Minority interest	10,442											
Equity value	335,439											
# of shares	5,615											
Equity value/share (Bt)	60											

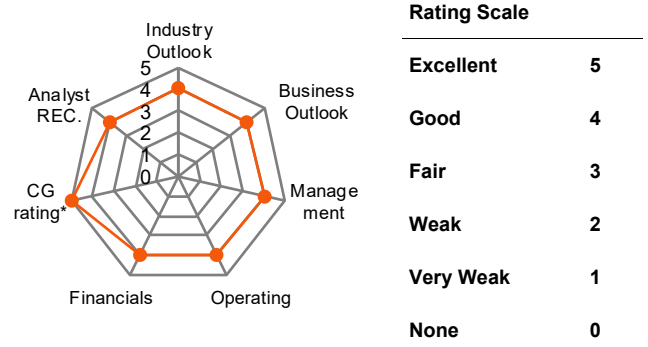
Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตพอลิเอทิลีนเทเรฟทาเลต (PET) เส้นใยและเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์ กระจกเทอร์พาทาลิกบริสุทธิ์ (PTA) และ โมโนเอทิลีน ไกลคอล (MEG) IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแนวตั้งของห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยอดขายมีการกระจายอยู่ในตลาดสำคัญๆ ทั่วโลก เช่น อเมริกาและยุโรป และมีผลิตภัณฑ์ในหลายตลาดเช่น อาหาร เครื่องดื่ม การดูแลส่วนบุคคลและที่บ้าน การดูแลสุขภาพ ยานยนต์ สิ่งทอและผลิตภัณฑ์ในกลุ่มอุตสาหกรรม เราเชื่อว่า IVL อยู่ในจุดเปลี่ยนสำหรับการเติบโตระยะที่สาม ผ่านการขยายสู่บริษัทบรรจุภัณฑ์, โอลิฟินส์ครบวงจร

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

Rating Scale

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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- โรงงานที่มีขนาดใหญ่และมีประสิทธิภาพสูงทำให้ IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในโลก
- ปริมาณการผลิตที่มาก และความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าช่วยให้ IVL สามารถคงอัตราการผลิตไว้ได้ในระดับสูง และได้รับผลจากการประหยัดต่อขนาดมาก
- การสร้างโรงงานในตลาดสำคัญๆ ช่วยให้ IVL สามารถลดค่าใช้จ่ายการขนส่งไปได้มาก และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการตั้งกำแพงการค้า

O — Opportunity

- IVL ยังคงมีโอกาสด้านศักยภาพในการเติบโตเพิ่มเติมจากการขยายพอร์ต IOD
- มี upside ที่อาจเกิดขึ้นจากธุรกิจ rPET
- การควบรวมกิจการในสหรัฐฯ และในยุโรปช่วยให้ส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ยังคงตัวอยู่ได้

W — Weakness

- IVL พึ่งพาต่อสายการผลิตผลิตภัณฑ์ PET/polyester เป็นอย่างมาก
- สำหรับกลุ่ม PET ลูกค้าส่วนใหญ่ของ IVL เป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งมีอำนาจการต่อรองสูง

T — Threat

- ภัยคุกคามจากการตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมที่สูงขึ้น จะนำไปสู่ความต้องการ PET ที่ลดลง
- เทคโนโลยีใหม่ๆ ที่ช่วยลดต้นทุนการผลิตลง จะทำให้ผู้เล่นรายอื่นเลือกลงทุนเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	56.61	60.00	6%
Net profit 21F (Bt m)	26,811	27,707	3%
Net profit 22F (Bt m)	27,227	28,510	5%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2021-22F ของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานมาร์จิ้นของ PET ในตะวันตกที่สูงขึ้น
- ตั้งนั้ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Spreads ที่ต่ำกว่าคาด และ/หรือ การควบคุมต้นทุนที่ต่ำกว่าคาดเป็นปัจจัยหลักที่จะก่อให้เกิดความเสี่ยงด้านลบต่อมุมมองบวกของเรา
- การลดลงของราคาน้ำมัน ซึ่งจะทำให้สเปรด MTBE และ MEG ลดลง เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การรวมกิจการล่าสุดที่ไม่ประสบความสำเร็จจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	352,692	331,513	490,610	545,124	538,287
Cost of sales	309,345	282,538	396,164	435,448	427,139
Gross profit	43,348	48,975	94,446	109,676	111,148
% gross margin	12.3%	14.8%	19.3%	20.1%	20.6%
Selling & administration expenses	34,221	39,092	57,853	64,281	63,475
Operating profit	9,127	9,883	36,593	45,395	47,672
% operating margin	2.6%	3.0%	7.5%	8.3%	8.9%
Depreciation & amortization	17,040	20,487	22,080	25,616	24,375
EBITDA	26,168	30,370	58,673	71,011	72,047
% EBITDA margin	7.4%	9.2%	12.0%	13.0%	13.4%
Non-operating income	2,367	3,224	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(5,615)	(7,674)	(7,234)	(7,840)	(8,287)
Pre-tax profit	5,879	5,432	29,359	37,555	39,385
Income tax	1,534	(1,243)	4,819	7,541	7,907
After-tax profit	4,345	6,676	24,540	30,014	31,478
% net margin	1.2%	2.0%	5.0%	5.5%	5.8%
Shares in affiliates' Earnings	5	143	151	151	151
Minority interests	888	(386)	(1,489)	(1,654)	(1,634)
Extraordinary items	14	(4,018)	4,506	0	0
NET PROFIT	5,252	2,414	27,707	28,510	29,995
Normalized profit	5,239	6,433	23,202	28,510	29,995
EPS (Bt)	0.9	0.4	4.9	5.1	5.3
Normalized EPS (Bt)	0.9	1.1	4.1	5.1	5.3

We foresee a sharp earnings turnaround in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	118,757	119,835	159,709	179,835	177,293
Cash & cash equivalent	10,454	19,390	15,442	20,442	20,442
Account receivables	34,305	33,422	49,461	54,957	54,268
Inventories	62,165	53,938	75,631	83,130	81,544
Others	11,833	13,084	19,176	21,307	21,039
Investments & loans	2,548	3,229	3,229	3,229	3,229
Net fixed assets	212,423	264,291	272,811	321,995	324,820
Other assets	46,840	65,817	76,720	80,457	79,988
Total assets	380,568	453,172	512,470	585,516	585,330
LIABILITIES:					
Current liabilities:	112,991	117,161	145,297	181,211	188,399
Account payables	57,173	57,783	81,021	89,055	87,355
Bank overdraft & ST loans	30,379	20,726	20,488	24,549	23,196
Current LT debt	10,271	16,503	19,635	38,500	50,526
Others current liabilities	15,167	22,150	24,154	29,108	27,322
Total LT debt	105,611	164,073	158,869	175,388	151,577
Others LT liabilities	23,799	36,329	52,392	56,895	56,330
Total liabilities	242,401	317,564	356,558	413,494	396,306
Minority interest	8,455	8,953	10,442	12,096	13,730
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Share premium	60,331	60,331	60,331	60,331	60,331
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6,731)	(6,852)	(6,852)	(6,852)	(6,852)
Retained earnings	70,497	67,561	86,376	100,832	116,201
Shareholders' equity	129,712	126,655	145,470	159,926	175,295
Liabilities & equity	380,568	453,172	512,470	585,516	585,330

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	5,879	5,432	29,359	37,555	39,385
Tax paid	(3,459)	1,643	(4,466)	(7,151)	(8,029)
Depreciation & amortization	17,040	20,487	22,080	25,616	24,375
Chg In working capital	13,860	9,719	(14,493)	(4,961)	576
Chg In other CA & CL / minorities	4,748	9,035	(4,417)	2,584	(1,247)
Cash flow from operations	38,069	46,317	28,062	53,643	55,061
Capex	(21,584)	(69,625)	(30,600)	(74,800)	(27,200)
Right of use	0	(11,865)	0	0	0
ST loans & investments	(3)	48	127	0	0
LT loans & investments	2,789	(682)	0	0	0
Adj for asset revaluation	(9,796)	(141)	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,850)	(4,945)	9,665	767	(96)
Cash flow from investments	(32,444)	(87,210)	(20,808)	(74,033)	(27,296)
Debt financing	9,700	55,160	(2,310)	39,445	(13,138)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(7,860)	(3,930)	(8,892)	(14,054)	(14,626)
Warrants & other surplus	(2,722)	(1,400)	0	0	0
Cash flow from financing	(883)	49,830	(11,202)	25,390	(27,764)
Free cash flow	16,485	(23,309)	(2,538)	(21,157)	27,861

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	51.4	41.9	11.6	9.5	9.0
Normalized PE - at target price (x)	64.3	52.4	14.5	11.8	11.2
PE (x)	51.3	111.6	9.7	9.5	9.0
PE - at target price (x)	64.1	139.5	12.2	11.8	11.2
EV/EBITDA (x)	15.5	14.9	7.7	6.9	6.6
EV/EBITDA - at target price (x)	18.1	17.1	8.9	7.8	7.5
P/BV (x)	2.1	2.1	1.9	1.7	1.5
P/BV - at target price (x)	2.6	2.7	2.3	2.1	1.9
P/CFO (x)	7.1	5.8	9.6	5.0	4.9
Price/sales (x)	0.8	0.8	0.5	0.5	0.5
Dividend yield (%)	2.6	1.5	5.1	5.3	5.6
FCF Yield (%)	6.1	(8.6)	(0.9)	(7.9)	10.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.9	1.1	4.1	5.1	5.3
EPS	0.9	0.4	4.9	5.1	5.3
DPS	1.2	0.7	2.5	2.5	2.7
BV/share	23.1	22.6	25.9	28.5	31.2
CFO/share	6.8	8.2	5.0	9.6	9.8
FCF/share	2.9	(4.2)	(0.5)	(3.8)	5.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

IVL trades well below its long-term average PE multiple

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	1.6	(6.0)	48.0	11.1	(1.3)
Net profit (%)	(80.2)	(54.0)	1,047.7	2.9	5.2
EPS (%)	(80.7)	(54.0)	1,047.7	2.9	5.2
Normalized profit (%)	(78.2)	22.8	260.7	22.9	5.2
Normalized EPS (%)	(78.8)	22.8	260.7	22.9	5.2
Dividend payout ratio (%)	131.0	162.8	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	12.3	14.8	19.3	20.1	20.6
Operating margin (%)	2.6	3.0	7.5	8.3	8.9
EBITDA margin (%)	7.4	9.2	12.0	13.0	13.4
Net margin (%)	1.2	2.0	5.0	5.5	5.8
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.5	1.3	1.4	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.3	1.2	1.3	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	1.3	5.1	5.8	5.8
Interest coverage - EBITDA (x)	4.7	4.0	8.1	9.1	8.7
ROA - using norm profit (%)	1.4	1.5	4.8	5.2	5.1
ROE - using norm profit (%)	3.8	5.0	17.1	18.7	17.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.2	5.2	18.0	19.7	18.8
- asset turnover (x)	0.9	0.8	1.0	1.0	0.9
- operating margin (%)	3.3	4.0	7.5	8.3	8.9
- leverage (x)	2.8	3.3	3.5	3.6	3.5
- interest burden (%)	51.1	41.4	80.2	82.7	82.6
- tax burden (%)	73.9	122.9	83.6	79.9	79.9
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	2.4	4.6	9.9	11.0	10.1
NOPAT (Bt m)	6,745	12,144	30,586	36,279	38,101
invested capital (Bt m)	265,520	308,567	329,021	377,921	380,152

Sources: Company data, Thanachart estimates

Leverage remains manageable despite a major acquisition

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 46.00 (From: Bt 50.00)

Upside : 18.7%

4 FEBRUARY 2022

PTT Public Co Ltd (PTT TB)

มูลค่าที่น่าสนใจ

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” PTT ราคาเป้าหมาย 46 บาท เรามองว่า PTT เป็นหุ้น big-cap ที่มีมูลค่าที่น่าสนใจในสภาพแวดล้อมที่ราคาน้ำมันสูงขึ้น โดย PTT ซื้อขายที่ valuation ที่ถูก de-rated แล้วที่ 1.0 เท่า P/BV, 11.0 เท่า PE และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5%



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

มูลค่าที่น่าสนใจ

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” PTT และเป็นหุ้น big-cap ที่มีมูลค่าที่น่าสนใจ เราเชื่อว่าราคาหุ้นของ PTT ถูก de-rate มากพอที่จะสะท้อนถึงโครงสร้างบริษัทโฮลดิ้งที่ 1.0 เท่า P/BV (เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปี ก่อนเกิดโควิดที่ 1.3 เท่า ในปี 2015-19), และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5% (เทียบกับเฉลี่ย 5 ปีที่ 4%) เราปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 46 บาท (จาก 50 บาท) PTT เป็นหุ้นอีกตัวที่น่าสนใจในสภาพแวดล้อมของราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้นในปัจจุบัน โดยราคาน้ำมันอาจพุ่งขึ้นจากความกังวลต่อประเด็นรัสเซีย ด้วยการ valuation ที่ถูก de-rated เพื่อสะท้อนถึงโครงสร้างบริษัทโฮลดิ้ง เรามองว่าการกระจายความเสี่ยงของ PTT ออกจากธุรกิจพลังงานจากฟอสซิลเป็นแนวคิดที่เป็นบวก ปัจจุบันบริษัท ได้ก้าวเข้าสู่ธุรกิจค้าปลีก การบริโภคเภสัชกรรม EV และชิ้นส่วน และพลังงานทดแทน

ปันผลสูง และกระแสเงินสดแข็งแกร่ง

แม้ว่าจะมีแรงต้านจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น และกำไรของบริษัทที่ย่อยที่ลดลงก็ตาม เรายังคงคาดว่า PTT จะมีกำไรในช่วง 1 แสนลบ. ในอีก 3 ปีข้างหน้า ลักษณะธุรกิจที่ครบวงจรของบริษัทฯ ช่วยให้กำไรของบริษัทฯ มีความยืดหยุ่นมากกว่าเมื่อเทียบกับบริษัทในเครือ บริษัทฯ มีงบดุลที่แข็งแกร่งที่สุดในกลุ่มฯ โดยมีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนเพียง 0.3 เท่า และสร้างกระแสเงินสดอิสระที่เป็นบวกในช่วง 2 ปีข้างหน้า นอกจากนี้เรายังคาดว่าบริษัทฯ จะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดีที่ 5-6.4% ในปี 2022-24F เทียบกับค่าเฉลี่ยของบริษัทอื่นในกลุ่มฯ ที่ 3.9%

แปลงร่างธุรกิจ

PTT กำลังกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจออกจากธุรกิจพลังงานจากฟอสซิลแผนลงทุน 5 ปี ของบริษัทฯ มีมูลค่า 2.38 แสนลบ. โดยตั้งเป้ากำไรจากแนวทางการลงทุนในธุรกิจพลังงานแห่งอนาคต “Future Energy and Beyond” ที่ 30% ของกำไรรวมภายในปี 2030 ธุรกิจใหม่ของบริษัทฯ ได้แก่ รถยนต์ไฟฟ้าและชิ้นส่วน พลังงานทดแทน (จาก 2.6GW ถึง 12GW) และกลุ่ม life sciences (ยา เครื่องมือแพทย์ และโภชนาการ) ในธุรกิจ EV, PTT กำลังจัดตั้งบริษัทร่วมทุนกับ Foxconn เพื่อผลิต EV โดยใช้แพลตฟอร์ม MIH ของ Foxconn โดยมีการผลิต EVs เฟสแรกปี 2023 ที่ 50,000 คันต่อปี เงินลงทุนโดยประมาณอยู่ที่ US\$0.7bn-1.0bn โดยคาดว่า IRR จะอยู่ที่ 9.5-10% เรายังไม่รวม upside นี้ในประมาณการของเรา

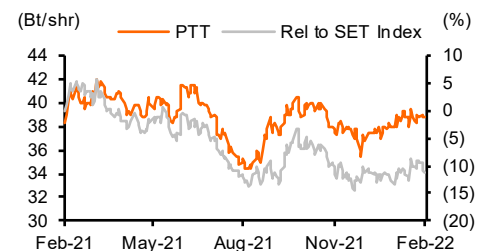
มีความเสี่ยงด้านการอุดหนุนน้อยลง

แม้ว่าจะมีการกระจายตัวทางธุรกิจพลังงาน แต่ PTT ยังคงเป็นผู้ได้ประโยชน์สุทธิจากสภาวะราคาน้ำมันที่สูง Exhibit 3 แสดงโครงสร้างกำไรในฐานะเป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ PTT มีความเสี่ยงจากการให้บริการระดับประเทศผ่านการอุดหนุนราคาพลังงาน อย่างไรก็ตาม เราเห็นความเสี่ยงที่ต่ำกว่าเมื่อก่อนมาก เนื่องจาก NGV และ LPG ได้เปิดเสรีบางส่วนแล้ว และกำหนดราคาจากต้นทุน (Cost Based Pricing) เราคาดว่า การอุดหนุน LPG และ NGV อยู่ที่ 1.2 พันลบ. ต่อปี เทียบกับ 3.0 หมื่นลบ. ต่อปี ในปี 2013-15

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	1,615,665	1,977,624	2,188,754	2,110,815
Net profit	37,766	105,132	101,252	94,758
Consensus NP	—	106,767	110,665	113,126
Diff frm cons (%)	—	(1.5)	(8.5)	(16.2)
Norm profit	38,053	116,669	101,252	94,758
Prev. Norm profit	—	107,325	112,935	125,265
Chg frm prev (%)	—	8.7	(10.3)	(24.4)
Norm EPS (Bt)	1.3	4.1	3.5	3.3
Norm EPS grw (%)	(51.0)	206.6	(13.2)	(6.4)
Norm PE (x)	29.1	9.5	10.9	11.7
EV/EBITDA (x)	6.9	4.1	4.2	4.1
P/BV (x)	1.3	1.1	1.0	1.0
Div yield (%)	2.6	5.2	5.2	6.5
ROE (%)	4.3	12.3	9.7	8.8
Net D/E (%)	25.3	34.3	33.4	29.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Feb-22 (Bt)	38.75
Market Cap (US\$ m)	33,376.0
Listed Shares (m shares)	28,563.0
Free Float (%)	48.9
Avg Daily Turnover (US\$ m)	64.3
12M Price H/L (Bt)	42.00/34.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Ministry of Finance 51.11%

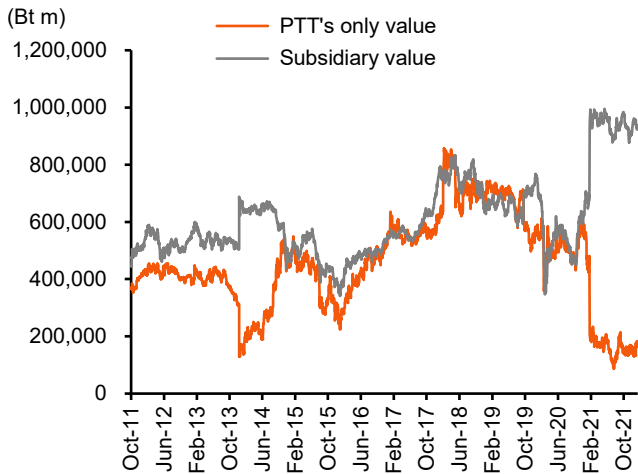
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือลอกเลียนแบบ การนำข้อมูลไปใช้โดยไม่ได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

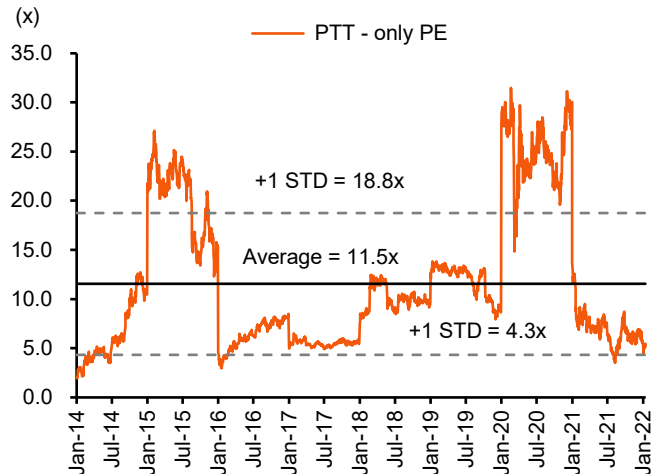


Ex 1: PTT-only's Value Has De-rated...



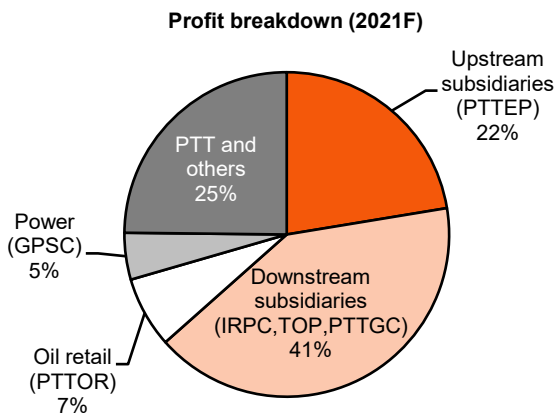
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: ...Due To Concern Over Lower Gas Returns



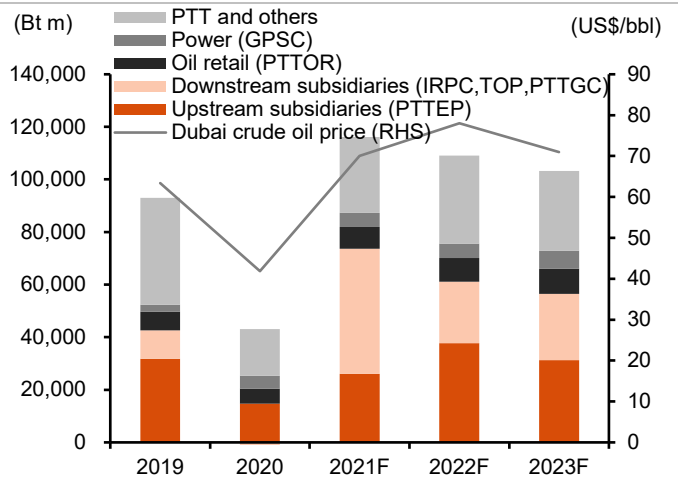
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: PTT's Profit Breakdown



Sources: Thanachart estimates

Ex 4: Higher Oil Price Lead To Higher Profit For PTT



Sources: Company, Thanachart estimates

Ex 5: 12-month DCF-derived SOTP-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	87,876	88,454	85,286	84,399	83,518	82,644	81,776	80,915	80,060	79,211	78,369	
Free cash flow	35,181	73,872	81,852	83,573	73,070	74,032	73,356	72,706	72,004	71,412	70,750	766,711
PV of free cash flow	32,131	61,603	62,308	57,248	45,536	41,972	37,826	34,107	30,729	26,737	24,005	260,136
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	9.5											
Terminal growth (%)	1.0											
Enterprise value - add investments	714,337											
Net debt	(18,306)											
Minority interest	0											
Equity value	732,643											
# of shares (m)	28,563											
Equity value/sh (Bt)	26											

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Gas and other core operations	732,643	26	56%	DCF
Oil & retail	212,471	7	16%	EV/EBITDA
Upstream	392,235	14	30%	DCF
Refining & chemical	209,927	7	16%	DCF
Power	58,613	2	4%	DCF
Other investments	26,424	1	2%	Earnings multiples
Holding discount		20%		
Total equity value	1,313,898	46	100%	SOTP

Sources: Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทน้ำมันครบวงจร และมีหุ้นขนาดใหญ่ที่สุดในตลาดไทย ภาครัฐถือหุ้นใน PTT ทั้งโดยตรง และโดยอ้อม 66% ธุรกิจของ PTT สามารถแบ่งออกได้เป็น 7 กลุ่ม ได้แก่ 1) E&P ซึ่งดำเนินธุรกิจโดยบริษัทย่อย PTTEP ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65% 2) ปิโตรเคมี ซึ่งดำเนินธุรกิจโดย PTTGC 3) โรงกลั่น ซึ่งมีบริษัทในเครือซึ่งจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ TOP และ IRPC 4) ธุรกิจการตลาดน้ำมันผ่าน PTTOR ที่ถือหุ้น 75% 5) ธุรกิจไฟฟ้าผ่านการถือหุ้น GPSC ในสัดส่วน 43%; 6) ธุรกิจท่อส่งก๊าซ และ GSP ที่ดำเนินการโดย PTT บริษัทแม่ และ 7) การค้าถ่านหินและการค้าระหว่างประเทศ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้จัดจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทยที่ดำเนินธุรกิจท่อส่งก๊าซ และโรงแยกก๊าซของประเทศไทย
- ธุรกิจครบวงจร : upstream E&P ผลิตก๊าซ ปิโตรเคมี โรงกลั่น และค้าปลีก

O — Opportunity

- กระแสเงินสดอิสระที่แข็งแกร่งทำให้สามารถขยายตัวไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่ และต่างประเทศ
- ทำ M&As ภายในกลุ่ม หรือ ทำ M&As ในต่างประเทศ เพื่อทำให้โครงสร้างธุรกิจแข็งแกร่ง

CONSENSUS COMPARISON

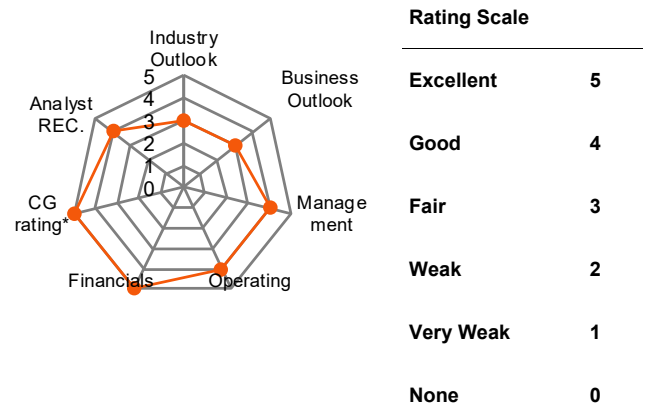
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	48.97	46.00	-6%
Net profit 21F (Bt m)	106,767	105,132	-2%
Net profit 22F (Bt m)	110,665	101,252	-9%
Consensus REC	BUY: 25	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการผลกำไรของเราในปี 2021-22F ต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากสมมติฐานกำไรจากบริษัทย่อยปลายน้ำที่ลดลง
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาดเช่นกัน

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- PTT พึ่งพาดตลาดประเทศไทยเป็นอย่างมาก ซึ่งมีโอกาสเติบโตจำกัดสำหรับธุรกิจ O&G เดิม
- PTT ด้วยเป็นองค์กรของรัฐ จึงถูกควบคุมอย่างมาก และบริษัทฯ อาจต้องให้ดำเนินการเพื่อชาติ เช่น ให้การอุดหนุนราคาพลังงาน

T — Threat

- รัฐบาลจะอนุญาตให้บุคคลที่สามนำเข้า LNG และอาจส่งผลกระทบต่อความเป็นตัวแทนจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวของ PTT
- ปริมาณสำรองก๊าซในประเทศหมดลง ซึ่งอาจเป็นภัยคุกคามต่อกำไรของโรงแยกก๊าซ
- การลงทุนที่อาจนำไปสู่การทำลายมูลค่า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าสมมติฐานของเราจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้เกิดการดำเนินมาตรการกำกับดูแลที่ไม่พึงประสงค์
- มีความเสี่ยงจากค่าการกลั่นและเคมีคอลสเปรตที่ต่ำกว่าคาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	2,219,739	1,615,665	1,977,624	2,188,754	2,110,815
Cost of sales	1,967,529	1,437,093	1,595,972	1,824,000	1,761,847
Gross profit	252,210	178,572	381,652	364,754	348,968
% gross margin	11.4%	11.1%	19.3%	16.7%	16.5%
Selling & administration expenses	110,458	109,389	133,896	148,190	142,913
Operating profit	141,751	69,183	247,756	216,563	206,054
% operating margin	6.4%	4.3%	12.5%	9.9%	9.8%
Depreciation & amortization	133,204	139,880	149,058	169,286	182,365
EBITDA	274,955	209,063	396,814	385,849	388,419
% EBITDA margin	12.4%	12.9%	20.1%	17.6%	18.4%
Non-operating income	19,980	20,579	22,415	24,808	23,925
Non-operating expenses	0	0	(31,858)	0	0
Interest expense	(27,971)	(28,536)	(32,211)	(38,455)	(38,115)
Pre-tax profit	133,760	61,225	206,103	202,917	191,864
Income tax	32,989	25,166	61,162	63,667	60,351
After-tax profit	100,771	36,059	144,941	139,250	131,513
% net margin	4.5%	2.2%	7.3%	6.4%	6.2%
Shares in affiliates' Earnings	6,008	4,178	9,306	9,306	9,306
Minority interests	(29,141)	(2,184)	(37,578)	(47,304)	(46,061)
Extraordinary items	15,313	(287)	(11,537)	0	0
NET PROFIT	92,951	37,766	105,132	101,252	94,758
Normalized profit	77,638	38,053	116,669	101,252	94,758
EPS (Bt)	3.3	1.3	3.7	3.5	3.3
Normalized EPS (Bt)	2.7	1.3	4.1	3.5	3.3

Profit set to decline due to weaker gas profit in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	717,099	720,930	807,996	851,131	837,197
Cash & cash equivalent	330,806	416,921	450,990	450,990	450,990
Account receivables	167,641	110,528	135,290	149,733	144,401
Inventories	152,126	129,779	144,127	164,719	159,107
Others	66,526	63,703	77,589	85,689	82,699
Investments & loans	87,657	85,312	85,312	85,312	85,312
Net fixed assets	1,294,979	1,292,717	1,642,799	1,761,147	1,799,885
Other assets	387,230	445,224	488,066	504,805	498,626
Total assets	2,486,965	2,544,183	3,024,173	3,202,395	3,221,019
LIABILITIES:					
Current liabilities:	379,785	298,026	330,177	368,533	353,586
Account payables	160,669	108,189	120,150	137,317	132,637
Bank overdraft & ST loans	44,441	4,223	5,416	5,516	5,320
Current LT debt	50,440	73,778	94,624	96,367	92,938
Others current liabilities	124,236	111,837	109,987	129,334	122,691
Total LT debt	562,746	664,732	852,553	868,259	837,362
Others LT liabilities	243,394	295,579	377,404	410,134	398,052
Total liabilities	1,185,925	1,258,338	1,560,134	1,646,927	1,588,999
Minority interest	422,436	403,805	441,383	488,687	534,747
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(52,287)	(49,116)	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	873,117	873,383	935,671	979,796	1,010,288
Shareholders' equity	878,604	882,040	1,022,656	1,066,782	1,097,273
Liabilities & equity	2,486,965	2,544,183	3,024,173	3,202,395	3,221,019

PTT has plenty of cash for future investments

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	133,760	61,225	206,103	202,917	191,864
Tax paid	(49,340)	(36,073)	(55,198)	(61,893)	(60,869)
Depreciation & amortization	133,204	139,880	149,058	169,286	182,365
Chg In working capital	9,335	26,980	(27,149)	(17,869)	6,266
Chg In other CA & CL / minorities	(32,924)	(20,069)	(14,090)	18,780	6,171
Cash flow from operations	194,035	171,943	258,725	311,220	325,796
Capex	(314,009)	(137,617)	(499,140)	(287,633)	(221,104)
Right of use	0	(70,831)	0	0	0
ST loans & investments	(886)	951	0	0	0
LT loans & investments	(8,109)	2,345	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(14,705)	59,277	40,750	15,991	(5,903)
Cash flow from investments	(337,709)	(145,875)	(458,390)	(271,642)	(227,006)
Debt financing	129,304	94,377	198,252	17,549	(34,523)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(81,351)	(51,624)	(42,844)	(57,126)	(64,267)
Warrants & other surplus	(8,079)	17,295	78,328	0	0
Cash flow from financing	39,874	60,047	233,735	(39,577)	(98,790)
Free cash flow	(119,973)	34,325	(240,416)	23,587	104,693

Free cash flows positive despite heavy capex for downstream subsidiaries

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	14.3	29.1	9.5	10.9	11.7
Normalized PE - at target price (x)	16.9	34.5	11.3	13.0	13.9
PE (x)	11.9	29.3	10.5	10.9	11.7
PE - at target price (x)	14.1	34.8	12.5	13.0	13.9
EV/EBITDA (x)	5.2	6.9	4.1	4.2	4.1
EV/EBITDA - at target price (x)	6.0	7.8	4.6	4.8	4.6
P/BV (x)	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
P/BV - at target price (x)	1.5	1.5	1.3	1.2	1.2
P/CFO (x)	5.7	6.4	4.3	3.6	3.4
Price/sales (x)	0.5	0.7	0.6	0.5	0.5
Dividend yield (%)	5.2	2.6	5.2	5.2	6.5
FCF Yield (%)	(10.8)	3.1	(21.7)	2.1	9.5
(Bt)					
Normalized EPS	2.7	1.3	4.1	3.5	3.3
EPS	3.3	1.3	3.7	3.5	3.3
DPS	2.0	1.0	2.0	2.0	2.5
BV/share	30.8	30.9	35.8	37.3	38.4
CFO/share	6.8	6.0	9.1	10.9	11.4
FCF/share	(4.2)	1.2	(8.4)	0.8	3.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(5.0)	(27.2)	22.4	10.7	(3.6)
Net profit (%)	(22.3)	(59.4)	178.4	(3.7)	(6.4)
EPS (%)	(22.3)	(59.4)	178.4	(3.7)	(6.4)
Normalized profit (%)	(31.5)	(51.0)	206.6	(13.2)	(6.4)
Normalized EPS (%)	(31.5)	(51.0)	206.6	(13.2)	(6.4)
Dividend payout ratio (%)	61.5	75.6	54.3	56.4	75.4
Operating performance					
Gross margin (%)	11.4	11.1	19.3	16.7	16.5
Operating margin (%)	6.4	4.3	12.5	9.9	9.8
EBITDA margin (%)	12.4	12.9	20.1	17.6	18.4
Net margin (%)	4.5	2.2	7.3	6.4	6.2
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.6	0.7	0.6	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	5.1	2.4	7.7	5.6	5.4
Interest coverage - EBITDA (x)	9.8	7.3	12.3	10.0	10.2
ROA - using norm profit (%)	3.2	1.5	4.2	3.3	3.0
ROE - using norm profit (%)	8.9	4.3	12.3	9.7	8.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	11.5	4.1	15.2	13.3	12.2
- asset turnover (x)	0.9	0.6	0.7	0.7	0.7
- operating margin (%)	7.3	5.6	12.1	11.0	10.9
- leverage (x)	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0
- interest burden (%)	82.7	68.2	86.5	84.1	83.4
- tax burden (%)	75.3	58.9	70.3	68.6	68.5
WACC (%)	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
ROIC (%)	10.9	3.4	14.4	9.7	8.9
NOPAT (Bt m)	106,791	40,745	174,234	148,615	141,240
invested capital (Bt m)	1,205,425	1,207,853	1,524,259	1,585,934	1,581,902

ROE to drop in 2022F due to the absence of one-off gains in 2021F

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 152.00 (From: Bt 140.00)

Upside : 17.8%

4 FEBRUARY 2022

PTT Exp & Production Pcl (PTTEP TB)

เล่นตามราคาน้ำมันที่แข็งแกร่ง

เราคาดว่าราคาน้ำมันจะยังคงมีปัจจัยหนุนในระยะสั้นใน 1H22F และ PTTEP เป็นหุ้นที่ได้ประโยชน์โดยตรงที่สุดในกลุ่มฯ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ 152 บาท ซึ่งปรับขึ้นเพื่อสะท้อนสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงขึ้นของเรา



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

เล่นตามราคาน้ำมันที่สูงขึ้น

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" PTTEP โดยมองว่าเป็นการซื้อขายเชิงกลยุทธ์ตามแนวโน้มราคาน้ำมันที่แข็งแกร่งในระยะสั้น ปัจจัยผลักดันราคาน้ำมันในระยะสั้นมีดังนี้ 1) สินค้าคงคลังที่ต่ำในรอบหลายปี 2) การเติบโตของอุปทานที่จำกัดท่ามกลางการลงทุนที่อ่อนแอ กำลังการผลิตสำรองของโอเปกที่ลดลง และอาจความเสี่ยงจากการหยุดชะงักของอุปทาน 3) ความต้องการกลับมาปกติหลังช่วงโควิด บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ" วันที่ 4 ก.พ.2022 ซึ่งเราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์เป็น US\$80/73/71/bbl (จาก US\$65/66/68) ในปี 2022-24F เราปรับกำไรของ PTTEP ขึ้น 39/17% และปรับราคาเป้าหมายเป็น 152 บาท (จาก 140 บาท) PTTEP ซื้อขายที่ 1.5-1.6 เท่า P/BV (เทียบกับปัจจุบันที่ 1.1 เท่า) ในปี 2018 ซึ่งเป็นช่วงที่ราคาน้ำมันอยู่ใกล้ระดับปัจจุบันที่ US\$80-90/bbl ราคาหุ้นปัจจุบันหมายถึงระดับราคาน้ำมันเบรนท์ที่ US\$65-70/bbl และจากการวิเคราะห์ sensitivity ของเรา ราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น US\$5/bbl จะทำให้ราคาหุ้นของ PTTEP เพิ่มขึ้น 10 บาท

ผลผลิตสามารถเติบโต แม้ที่แหล่งเอราวัณจะลดลง

PTTEP คาดว่าผลผลิตก๊าซของแหล่งเอราวัณจะอยู่ที่ 250-300 mmscfd เมื่อถึงเวลาที่บริษัท ควบคุมการดำเนินงานจากเซฟรอนภายใต้สัญญาสัญญาแบ่งปันผลผลิตฉบับใหม่ (PSC) ในเดือนเม.ย.2022 เทียบกับ 607 mmscfd ในเดือนพ.ย.2021 และ 1,322 mmscfd ในปี 2019 PTTEP คาดว่าจะเพิ่มการผลิตถึง 800mmscfd ในสองปี แม้ว่าผลผลิตของเอราวัณจะลดลง แต่เรายังคงคาดว่า PTTEP จะมีปริมาณผลผลิตรวมเติบโต 12% ในปีนี้ จากการเพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นในแหล่งบงกช (จาก 67% เป็น 100%) และเอราวัณ (จาก 0% เป็น 60%)

ราคาขายเฉลี่ยเพิ่มขึ้นทั้งราคาน้ำมันและก๊าซ

เราคาดว่า PTTEP จะยังคงได้ประโยชน์จากราคาขายเฉลี่ยที่เพิ่มขึ้น 8% ในปีนี้ ก่อนที่เราจะสมมติฐานให้ลดลง 10/1% ในปี 2023-24F ตามราคาพลังงานที่กลับสู่สภาวะปกติ การเพิ่มขึ้นของราคาขายเฉลี่ยมีสาเหตุมาจากทั้งราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และราคาก๊าซที่เพิ่มขึ้น 5% ซึ่งปรับตัวตามแนวโน้มราคาน้ำมัน แต่จะล่าช้าราว 6-9 เดือน

ความเสี่ยงอยู่ที่แนวโน้มในระยะยาว

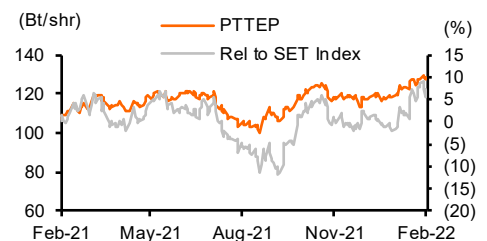
เรามองว่า PTTEP เป็นหุ้นที่เล่นตามแนวโน้มระยะสั้น เนื่องจากเรามีความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มในระยะยาว เหตุผลประการหนึ่งคือ เรามองว่าในระยะยาวราคาน้ำมันมี upside จากปัจจุบันที่จำกัด ประการที่สองคือ ความเสี่ยงที่จะเกิดการด้อยค่าจากโครงการไม่ซัมบิกมากขึ้น หากการดำเนินโครงการล่าช้าจากปี 2025 และผู้ดำเนินโครงการ - Total Energies (Total) ได้เลื่อนวันเริ่มต้นอย่างเป็นทางการเป็นปี 2026 PTTEP ทบทวนโครงการนี้ทุกปีสิ้นปี ความเสี่ยงอีกประการคือ ต้นทุนที่สูงกว่าที่คาดไว้ในสัญญา PSC ฉบับใหม่ หลังจากที่เซฟรอนดูเหมือนจะไม่ได้ใส่ค่าใช้จ่ายลงทุนให้เพียงพอที่จะรักษาระดับการผลิต และสุดท้าย การถอนตัวของ Total ออกจากแหล่ง Yanada อาจเพิ่มความเสี่ยงด้านการดำเนินงานของสินทรัพย์เมียนมาร์ ซึ่ง PTTEP ถือหุ้น 25.5% ใน Yanada

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	219,068	274,681	246,589	248,432
Net profit	38,864	58,083	49,469	45,414
Consensus NP	—	50,977	48,972	49,239
Diff frm cons (%)	—	13.9	1.0	(7.8)
Norm profit	43,989	58,083	49,469	45,414
Prev. Norm profit	—	41,656	42,151	46,528
Chg frm prev (%)	—	39.4	17.4	(2.4)
Norm EPS (Bt)	11.1	14.6	12.5	11.4
Norm EPS grw (%)	105.6	32.0	(14.8)	(8.2)
Norm PE (x)	11.6	8.8	10.4	11.3
EV/EBITDA (x)	3.5	2.8	3.0	3.1
P/BV (x)	1.2	1.1	1.1	1.0
Div yield (%)	3.9	4.7	5.4	5.4
ROE (%)	11.4	13.2	10.4	9.2
Net D/E (%)	7.2	5.6	6.4	8.6

PRICE PERFORMANCE



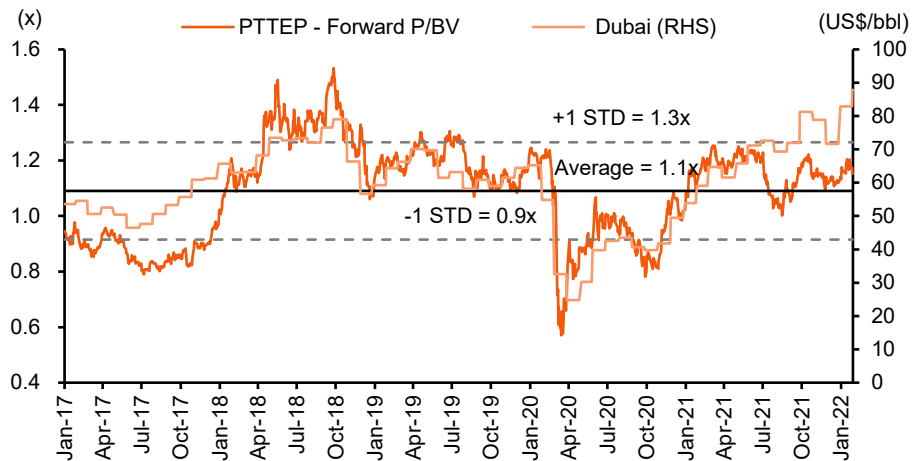
COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Feb-22 (Bt)	129.00
Market Cap (US\$ m)	15,443.2
Listed Shares (m shares)	3,970.0
Free Float (%)	34.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	34.7
12M Price H/L (Bt)	129.50/100.50
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 63.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

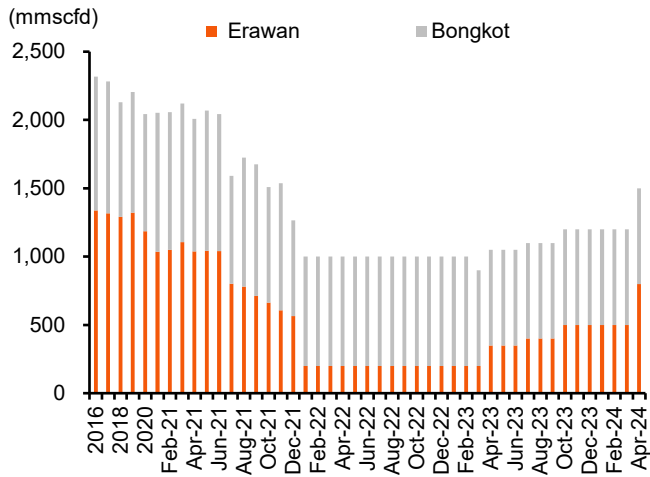
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: PTTEP's Share Price Lag Reflects Concern Over Erawan Output Shortfall



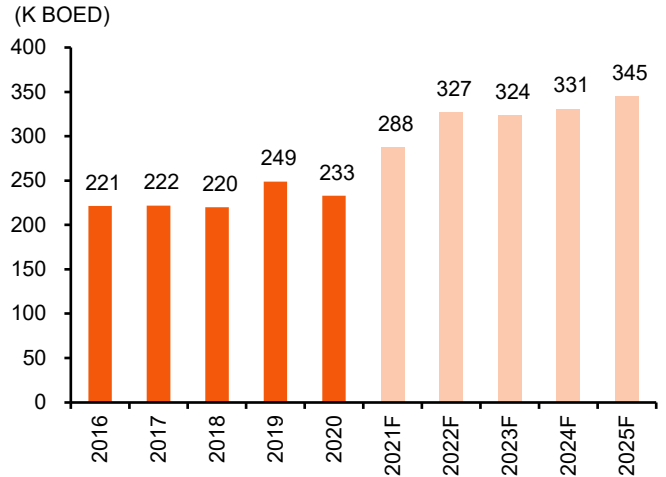
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Erawan, Bongkot Volume Will Have A Lower Base



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: But PTTEP Volume Still Trend Higher in 2022F



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: 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	193,979	178,641	179,187	186,637	206,127	195,971	186,322	177,155	168,447	160,174	152,315	144,849
Free cash flow	34,693	27,369	20,418	31,047	60,663	92,058	88,259	84,902	81,801	78,943	76,319	73,920
PV of free cash flow	34,598	22,728	15,446	21,400	37,301	51,359	44,664	38,983	34,078	29,839	24,982	21,862
Risk-free (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
Wacc (%)	9.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	634,146											
Net debt	29,871											
Minority interest	0											
Equity value	604,275											
# of shares	3,970											
Equity value / share	152											

Sources: Company data, Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทต้นน้ำในการสำรวจและผลิตปิโตรเลียม ซึ่งมีปริมาณการผลิต 300,000 boe ต่อวัน 70% ของการผลิตเป็นก๊าซธรรมชาติและเกือบทั้งหมดของการผลิตมาจากแหล่งในประเทศไทยและประเทศอื่นในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ บริษัทฯ มีปริมาณสำรองที่พิสูจน์แล้วกว่า 2,123 ล้าน boe และมีอายุ 11.7 ปี PTTEP เป็นบริษัทในเครือ PTT ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65%

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มี PTT ซึ่งเป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ และเป็นผู้ซื้อก๊าซรายใหญ่ที่สุดของประเทศ และเป็นลูกค้ารายใหญ่ที่สุดของ PTTEP
- ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมของบริษัทได้ทำสัญญาซื้อขายไว้แล้ว จึงมีความเสี่ยงต่อปริมาณการผลิตต่ำ

O — Opportunity

- ยังมีแหล่งทรัพยากรในมืออีกมากที่ยังไม่ได้ดำเนินการ
- โอกาสในการลงทุนในต่างประเทศ หรือขยายไปยังธุรกิจใหม่

CONSENSUS COMPARISON

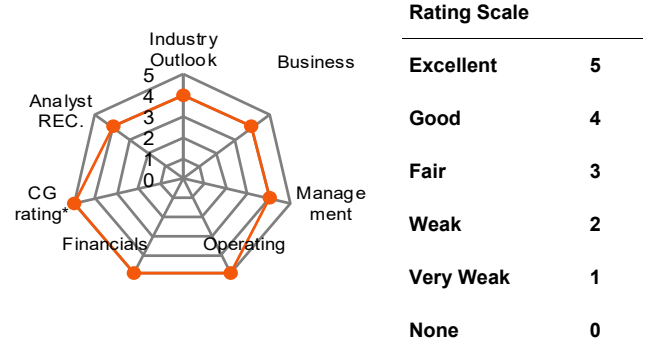
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	146.02	152.00	4%
Net profit 22F (Bt m)	50,977	58,083	14%
Net profit 23F (Bt m)	48,972	49,469	1%
Consensus REC	BUY: 24	HOLD: 4	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการ EPS ปี 2021-22F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงกว่า
- ดังนั้นราคาเป้าหมาย DCF ของเราจึงสูงกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ปริมาณสำรองในอ่าวไทยที่เริ่มลดลง โดยปริมาณสำรองเหลือเพียง 8 ปี
- ขาดประสบการณ์และทักษะด้านเทคนิคการลงทุนในต่างประเทศ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในต่างประเทศ

T — Threat

- การนำเข้าก๊าซ LNG ราคาถูกจากต่างประเทศ
- ความเสี่ยงจากการด้อยค่าที่อาจเกิดขึ้นกับธุรกิจอื่นในประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในต่างประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงทางการเมือง และกฎระเบียบเกี่ยวกับการให้สัมปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่กำลังจะหมดอายุ
- การจ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ ส่งผลให้ ROI ลดลง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Downside risks ต่อประมาณการของเราจากราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่ต่ำลง
- ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา น่าจะมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	160,401	219,068	274,681	246,589	248,432
Cost of sales	106,143	121,020	145,760	134,370	141,444
Gross profit	54,258	98,048	128,921	112,219	106,988
% gross margin	33.8%	44.8%	46.9%	45.5%	43.1%
Selling & administration expenses	9,754	11,416	16,875	16,731	17,092
Operating profit	44,503	86,631	112,046	95,488	89,896
% operating margin	27.7%	39.5%	40.8%	38.7%	36.2%
Depreciation & amortization	65,250	69,192	81,933	83,153	89,291
EBITDA	109,753	155,824	193,979	178,641	179,187
% EBITDA margin	68.4%	71.1%	70.6%	72.4%	72.1%
Non-operating income	2,306	4,869	1,620	1,706	1,858
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,956)	(6,472)	(8,360)	(7,551)	(9,483)
Pre-tax profit	38,854	85,029	105,306	89,643	82,271
Income tax	18,764	41,528	47,522	40,474	37,157
After-tax profit	20,090	43,500	57,783	49,169	45,114
% net margin	12.5%	19.9%	21.0%	19.9%	18.2%
Shares in affiliates' Earnings	1,307	489	300	300	300
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	1,267	(5,125)	0	0	0
NET PROFIT	22,664	38,864	58,083	49,469	45,414
Normalized profit	21,397	43,989	58,083	49,469	45,414
EPS (Bt)	5.7	9.8	14.6	12.5	11.4
Normalized EPS (Bt)	5.4	11.1	14.6	12.5	11.4

Despite Erawan volume shortfall, we foresee a strong earnings turnaround in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	152,716	139,584	156,911	180,473	211,623
Cash & cash equivalent	114,261	85,528	90,000	120,000	150,000
Account receivables	23,752	33,430	41,917	37,630	37,911
Inventories	10,156	14,069	16,772	15,462	16,276
Others	4,547	6,557	8,222	7,381	7,436
Investments & loans	15,774	15,795	15,815	15,836	15,857
Net fixed assets	295,491	380,307	404,535	432,824	463,884
Other assets	211,656	247,850	283,566	265,524	266,708
Total assets	675,637	783,536	860,827	894,656	958,071
LIABILITIES:					
Current liabilities:	56,257	104,502	101,052	84,368	100,764
Account payables	26,844	36,660	44,154	40,704	42,846
Bank overdraft & ST loans	0	12,738	0	0	0
Current LT debt	4,069	0	15,840	6,053	19,800
Others current liabilities	25,344	55,105	41,058	37,612	38,118
Total LT debt	102,878	102,661	100,136	145,267	173,462
Others LT liabilities	162,091	161,022	196,123	177,842	179,041
Total liabilities	321,226	368,186	397,311	407,477	453,267
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Share premium	105,418	105,418	105,418	105,418	105,418
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(21,049)	18,955	30,873	30,873	30,873
Retained earnings	266,073	287,007	323,255	346,918	364,543
Shareholders' equity	354,411	415,350	463,516	487,179	504,804
Liabilities & equity	675,637	783,536	860,827	894,656	958,071

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	38,854	85,029	105,306	89,643	82,271
Tax paid	(29,624)	(30,528)	(44,300)	(41,945)	(37,722)
Depreciation & amortization	65,250	69,192	81,933	83,153	89,291
Chg In working capital	3,691	(3,775)	(3,696)	2,147	1,048
Chg In other CA & CL / minorities	14,082	15,904	(18,633)	(835)	1,315
Cash flow from operations	92,254	135,822	120,609	132,163	136,203
Capex	(39,239)	(154,009)	(106,161)	(111,441)	(120,351)
Right of use	(14,501)	(2,867)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	480	(21)	(21)	(21)	(21)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	5,074	(36,873)	(615)	(240)	16
Cash flow from investments	(48,186)	(193,769)	(106,796)	(111,702)	(120,356)
Debt financing	4,352	7,139	577	35,344	41,943
Capital increase	0	(0)	0	0	0
Dividends paid	(20,986)	(19,325)	(21,835)	(25,805)	(27,790)
Warrants & other surplus	(4,326)	41,400	11,918	0	0
Cash flow from financing	(20,960)	29,214	(9,340)	9,539	14,153
Free cash flow	53,015	(18,187)	14,448	20,722	15,852

PTTEP continues to generate high cash flows from operations

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	23.9	11.6	8.8	10.4	11.3
Normalized PE - at target price (x)	28.2	13.7	10.4	12.2	13.3
PE (x)	22.6	13.2	8.8	10.4	11.3
PE - at target price (x)	26.6	15.5	10.4	12.2	13.3
EV/EBITDA (x)	4.6	3.5	2.8	3.0	3.1
EV/EBITDA - at target price (x)	5.4	4.1	3.2	3.6	3.6
P/BV (x)	1.4	1.2	1.1	1.1	1.0
P/BV - at target price (x)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.2
P/CFO (x)	5.6	3.8	4.2	3.9	3.8
Price/sales (x)	3.2	2.3	1.9	2.1	2.1
Dividend yield (%)	3.3	3.9	4.7	5.4	5.4
FCF Yield (%)	10.4	(3.6)	2.8	4.0	3.1
(Bt)					
Normalized EPS	5.4	11.1	14.6	12.5	11.4
EPS	5.7	9.8	14.6	12.5	11.4
DPS	4.3	5.0	6.0	7.0	7.0
BV/share	89.3	104.6	116.8	122.7	127.2
CFO/share	23.2	34.2	30.4	33.3	34.3
FCF/share	13.4	(4.6)	3.6	5.2	4.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.0)	36.6	25.4	(10.2)	0.7
Net profit (%)	(53.6)	71.5	49.5	(14.8)	(8.2)
EPS (%)	(53.6)	71.5	49.5	(14.8)	(8.2)
Normalized profit (%)	(56.2)	105.6	32.0	(14.8)	(8.2)
Normalized EPS (%)	(56.2)	105.6	32.0	(14.8)	(8.2)
Dividend payout ratio (%)	74.4	51.1	41.0	56.2	61.2
Operating performance					
Gross margin (%)	33.8	44.8	46.9	45.5	43.1
Operating margin (%)	27.7	39.5	40.8	38.7	36.2
EBITDA margin (%)	68.4	71.1	70.6	72.4	72.1
Net margin (%)	12.5	19.9	21.0	19.9	18.2
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	5.6	13.4	13.4	12.6	9.5
Interest coverage - EBITDA (x)	13.8	24.1	23.2	23.7	18.9
ROA - using norm profit (%)	3.2	6.0	7.1	5.6	4.9
ROE - using norm profit (%)	6.0	11.4	13.2	10.4	9.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.6	11.3	13.1	10.3	9.1
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	29.2	41.8	41.4	39.4	36.9
- leverage (x)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9
- interest burden (%)	83.0	92.9	92.6	92.2	89.7
- tax burden (%)	51.7	51.2	54.9	54.8	54.8
WACC (%)	9.8	9.8	9.8	9.8	9.8
ROIC (%)	6.2	12.8	13.8	10.7	9.5
NOPAT (Bt m)	23,011	44,320	61,482	52,375	49,295
invested capital (Bt m)	347,097	445,221	489,491	518,499	548,066

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see room for ROE improvement on higher gearing and margin expansion

HOLD (From: BUY)

Transfer of Coverage

TP: Bt 56.00 (From: Bt 92.00)

Downside: 1.8%

4 FEBRUARY 2022

PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

สูญเสียความสามารถในการแข่งขัน

เราปรับลดคำแนะนำ PTTGC เป็น “ถือ” เราคาดว่า การซ่อมบำรุงโรงงานมากมายในปีนี้จะกระทบกำไร และมองว่าบริษัท จะสูญเสียความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนก๊าซที่ต่ำ ด้วยมีสัดส่วนวัตถุดิบเนฟทา/LPG ราคาแพงที่สูงขึ้น เราให้ราคาเป้าหมาย PTTGC ที่ 56 บาท



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

สูญเสียความน่าสนใจ

เราปรับลดคำแนะนำ PTTGC เป็น “ถือ” (จาก ซื้อ) 1) PTTGC ได้ประโยชน์น้อยลงจากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูง เนื่องจากอุปทานก๊าซในประเทศที่ลดลง PTTGC จึงเดินเครื่องโรงวัตถุดิบเนฟทามากขึ้น ซึ่งหมายความว่าอัตรากำไรของผลิตภัณฑ์ลดลง Exhibit 2 แสดงสัดส่วนวัตถุดิบของบริษัท ซึ่งทำให้ PTTGC ได้ประโยชน์จากส่วนต่างน้ำมันและก๊าซจำกัด 2) กำไรที่ลดลงจากรูทริก HVS (ส่วนใหญ่คือ BPA spread) ซึ่งมีกำไรที่เติบโตแข็งแกร่งในปีที่แล้ว และ 3) PTTGC มีแผนซ่อมบำรุงโรงงานมากมายในปี (ดู Exhibit 5) เราปรับลดประมาณการกำไรลง 34/33% ในปี 2022-23F และปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 56 บาท (จาก 92 บาท) บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ” วันที่ 4 ก.พ.2022

ได้ประโยชน์จากก๊าซน้อยลง

เราคาดว่าความได้เปรียบในการแข่งขันจากการเป็นบริษัทปิโตรเคมีที่ใช้ก๊าซของ PTTGC จะน้อยลงมาก ด้วยเหตุผล 2 ประการ 1) ต้นทุนที่เพิ่มขึ้นจากการมีสัดส่วน LPG ที่มีราคาแพงเพิ่มขึ้น และ 2) การใช้วัตถุดิบเนฟทาที่เพิ่มขึ้นเนื่องจากก๊าซในประเทศกำลังหมดลง อีกทั้ง PTTGC ยังต้องแบกรับต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากอุปทานก๊าซที่ลดลง บริษัท จึงต้องสร้างโรงงานฟทาแคแรกเกอร์ใหม่ขนาด 0.5 ล้านตัน ภายใต้โครงการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต (Olefins Reconfiguration Project : ORP) ใน 2Q21 เพื่อผลิตโอเลฟินส์เพื่อใช้ในการผลิตโพลีโอเลฟินส์ สัดส่วนวัตถุดิบก๊าซ/เนฟทา และ LPG จะเพิ่มขึ้นจาก 45/55% ในปี 2021F เป็น 35/65% ในปี 2022F เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 56/44% ในช่วงปี 2018-20 (ทั้งเนฟทา และ LPG มีความเชื่อมโยงอย่างมากกับราคาน้ำมัน

แนวโน้มการเติบโตไม่น่าสนใจ

เราคาดว่า PTTGC จะมีการเติบโตของกำไรปกติต่อหุ้นที่ไม่น่าตื่นเต้นที่ -21% ในปี 2022F และทรงตัวในปี 2023F สำหรับปัจจัยผลักดันการเติบโต ได้แก่ การรวมบของ Allnex Holdings GmbH (Allnex) ที่เพิ่งเข้าซื้อหุ้น 100% ซึ่งเราคาดว่าจะทำให้กำไรปกติของ PTTGC เพิ่มขึ้น 7% ในปีนี้ สำหรับปัจจัยกดดันกำไร เราคาดว่า product spreads จะลดลงจากต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น และสัดส่วนวัตถุดิบเนฟทาที่สูงขึ้น กำไรที่ลดลงจากส่วนธุรกิจปลายน้ำที่มีมูลค่าเพิ่มสูง (HVS) และอะโรเมติกส์ที่อ่อนแอจากสถานการณ์อุปทานล้นตลาด เราคาดว่ากำไรจาก HVS จะลดลงจาก 31% ของกำไรรวมในปี 2021F เป็น 13% ในปีนี้ สัดส่วนกำไรจากอะโรเมติกส์ลดลงจาก 14% เป็น 3%

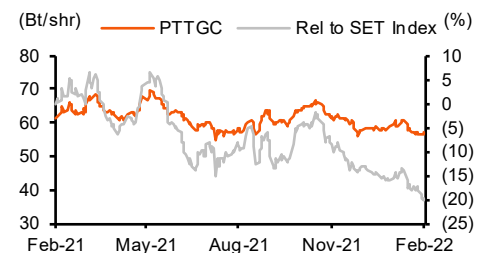
แต่เรามองว่ามีมูลค่าที่ไม่แพง

ราคาหุ้น PTTGC นั้น underperformed คู่แข่ง โดยเพิ่มขึ้นเพียง 4% ตั้งแต่สิ้นปี 2020 แม้ว่าราคาน้ำมันดิบดูไบจะสูงขึ้นถึง 65% บริษัท ซื้อขายที่ 0.8 เท่า P/BV ซึ่งอยู่ที่ -STD แล้ว อีกทั้งยังซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 1.1 เท่า P/BV อีกด้วย

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	329,291	414,276	564,750	520,860
Net profit	200	47,020	23,442	23,380
Consensus NP	—	46,161	28,010	29,663
Diff frm cons (%)	—	1.9	(16.3)	(21.2)
Norm profit	7,634	29,480	23,442	23,380
Prev. Norm profit	—	34,795	35,409	35,045
Chg frm prev (%)	—	(15.3)	(33.8)	(33.3)
Norm EPS (Bt)	1.7	6.5	5.2	5.2
Norm EPS grw (%)	(6.5)	286.2	(20.5)	(0.3)
Norm PE (x)	33.7	8.7	11.0	11.0
EV/EBITDA (x)	13.2	8.6	8.7	8.2
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	1.8	7.0	4.6	4.5
ROE (%)	2.7	9.9	7.3	7.1
Net D/E (%)	30.3	65.2	61.9	51.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 3-Feb-22 (Bt)	57.00
Market Cap (US\$ m)	7,750.0
Listed Shares (m shares)	4,508.8
Free Float (%)	54.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	33.7
12M Price H/L (Bt)	69.50/54.75
Sector	PETRO
Major Shareholder	PTT Pcl 45.18%

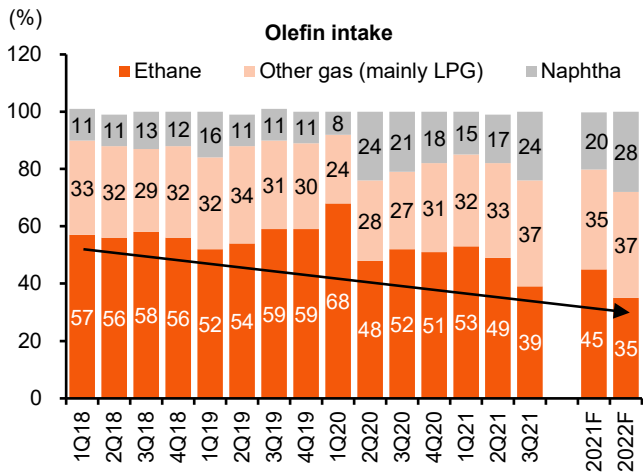
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

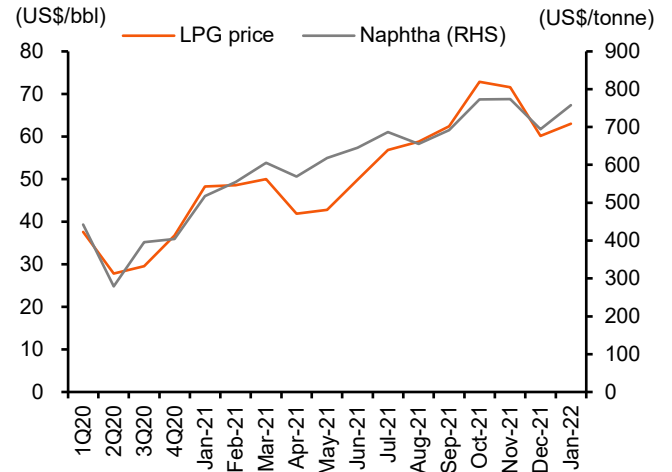


Ex 1: PTTGC Depends More On Naphtha



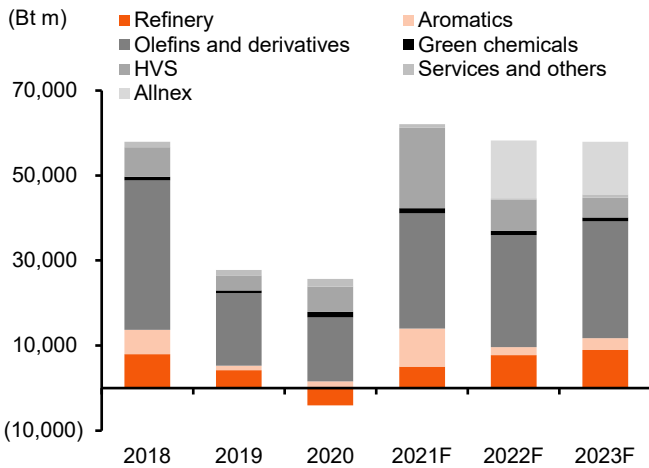
Source: Company data, Thanachart estimate

Ex 2: Both LPG And Naphtha Links Closely To Oil



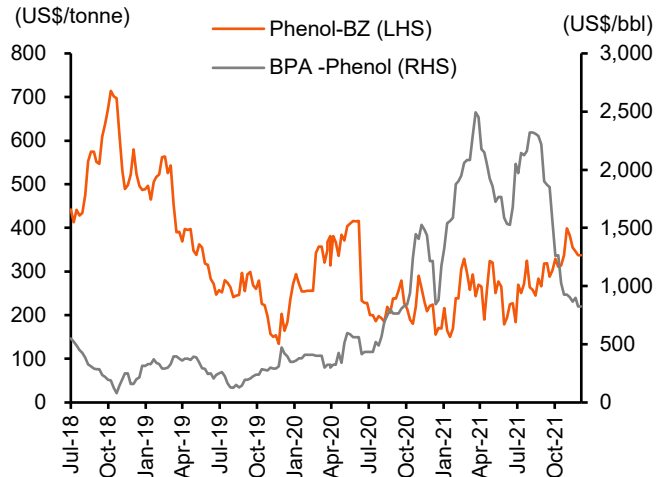
Source: Bloomberg

Ex 3: EBITDA Drop Despite Allnex Contribution



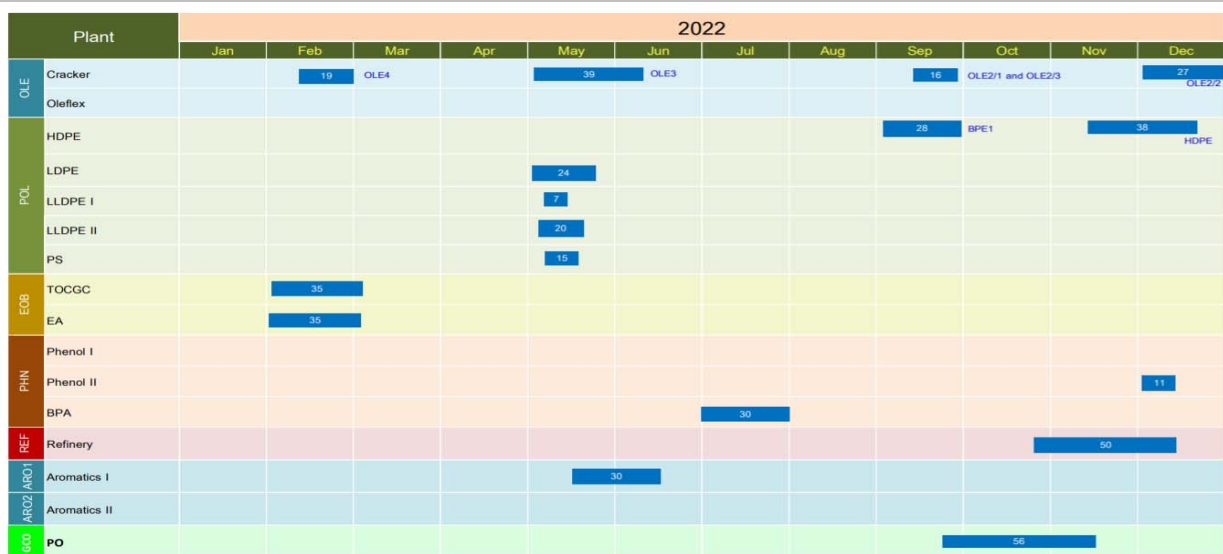
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: BPA Spread, 2021F Driver, Slumps



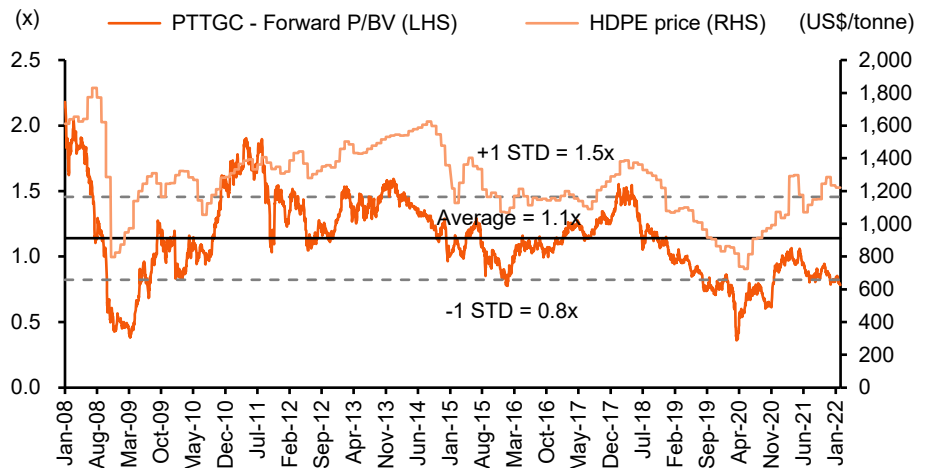
Source: Bloomberg

Ex 5: PTTGC's Maintenance Schedule



Source: Company data

Ex 6: P/BV Vs. HDPE Price



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

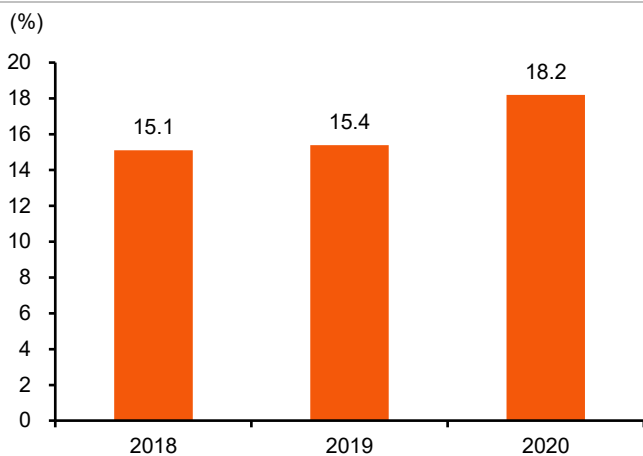
Ex 7: Sensitivity Of Allnex EBITDA Margin To PTTGC's Profit

EBITDA margin (%)	14%	15%	16%	17%	18%	19%	20%
Allnex EBITDA (m Euro)	311	333	356	378	400	422	444
PTTGC expense	(156)	(167)	(178)	(189)	(200)	(211)	(222)
Allnex's profit at 40-50% EBITDA	156	167	178	189	200	211	222
Depreciation and interest expense	(135)	(135)	(135)	(135)	(135)	(135)	(135)
Net profit to PTTGC (m Euro)	21	32	43	54	65	76	87
Net profit to PTTGC (Btm)	781	1,203	1,626	2,048	2,470	2,892	3,314

Source: Thanachart estimates

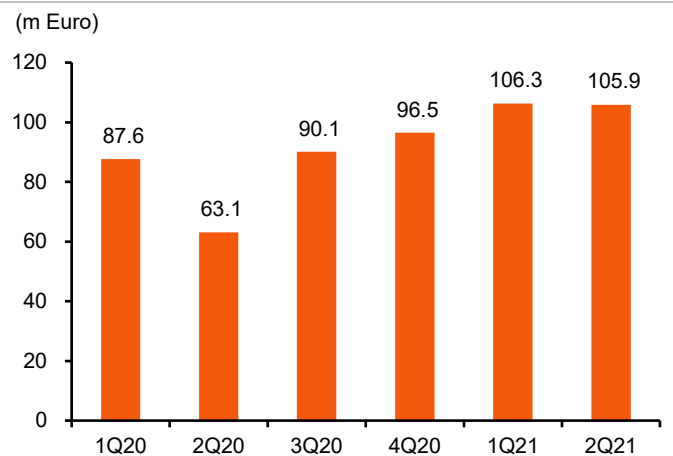
Note: Allnex's historical upcycle of EBITDA margin was 18%.

Ex 8: Allnex's Adjusted EBITDA Margin



Sources: Company data

Ex 9: Allnex's EBITDA



Sources: Company data

Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2018F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA & equity income	53,357	53,036	58,840	58,419	58,730	58,793	58,104	58,295	58,433	58,474	58,619	
Free cash flow	8,088	42,787	47,142	44,631	45,455	44,972	44,493	44,616	44,783	44,745	44,921	582,945
PV of free cash flow	7,426	36,061	36,462	31,158	29,006	26,232	23,717	21,739	19,946	17,468	15,958	207,094
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.4											
WACC (%)	8.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	472,269											
Net debt (end-2021F)	212,227											
Minority interest	8,548											
Equity value	251,494											
# of shares (m)	4,509											
Equity value/share (Bt)	56											

Source: Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

PTTGC เป็นบริษัทปิโตรเคมีและโรงกลั่นที่มีฐานการผลิตครบวงจรหลังเกิดการควบรวมระหว่าง PTTCH และ PTTAR ในปลายปี 2011 ผลิตภัณฑ์ของบริษัทคือ olefins และ derivatives โดยที่ผลิตภัณฑ์หลักคือ ethylene, propylene, HDPE, LDPE, LLDPE, และ MEG และด้วยธุรกิจโอเลฟินคิดเป็นส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของ EBITDA ปี 2022 PTTGC เป็นหนึ่งในแครกเกอร์ที่ใช้ก๊าซเป็นส่วนประกอบเพียงไม่กี่แห่งในเอเชีย และมีโครงสร้างต้นทุนที่แข่งขันได้เมื่อเทียบกับแครกเกอร์ที่ใช้แก๊สอื่น ๆ บริษัท ยังมีโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์แบบครบวงจร ซึ่งผลิตพาราไซลีน และเบนซินเป็นหลัก นอกจากนี้ บริษัท ยังได้ย้ายเข้าสู่ธุรกิจสารเคลือบพิเศษด้วยการลงทุนใน Allnex Holdings GmbH (Allnex)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ผู้ผลิต gas-based และมีความยืดหยุ่นในด้านการผลิต ได้เปรียบในด้านต้นทุน
- ประหยัดจากขนาดด้วยมี synergy จากฐานการผลิตที่ครบวงจร
- เป็นเครือบริษัท PTT ซึ่งช่วยให้มีวัตถุดิบที่แน่นอน และฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

O — Opportunity

- ความต้องการเคมีภัณฑ์ที่เติบโตอย่างมากในภูมิภาค
- เพิ่มมูลค่าจาก synergies และการทำ debottlenecking และ downstream ที่ครบวงจรมากขึ้น
- กิจกรรม M&A ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่นักลงทุน

CONSENSUS COMPARISON

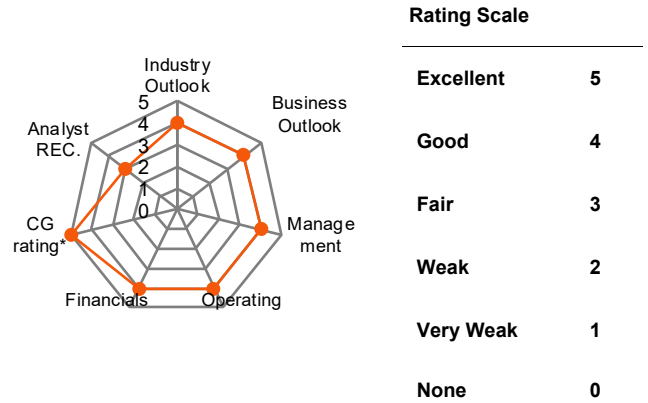
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	71.71	56.00	-22%
Net profit 21F (Bt m)	46,161	47,020	2%
Net profit 22F (Bt m)	28,010	23,442	-16%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 10	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2022F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากสมมติฐาน GRM ของเรที่ลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- เป็นวัฏจักรธุรกิจ กำไรและกระแสเงินสดจึงมีความผันผวน
- ผลกระทบต่อกำไรจากการขาดทุนสต็อก (หลักๆ จากราคาน้ำมัน)
- การพึ่งพาเคมีภัณฑ์จำนวนมาก และมีเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษจำกัด

T — Threat

- การลดอุปทานก๊าซธรรมชาติที่มีต้นทุนต่ำจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในการเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำลดลง
- ราคาน้ำมันที่ตกต่ำบั่นทอนความได้เปรียบทางการแข่งขัน
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในตะวันออกกลางและแครกเกอร์ในสหรัฐฯ
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และ synergies ที่จำกัด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมัน และ/หรือ chemical spreads ที่ต่ำ/สูงกว่าคาด น่าจะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ขาดอุปทานก๊าซที่ได้รับจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐานการผลิตที่ไม่ได้เป็นไปตามแผน เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	412,810	329,291	414,276	564,750	520,860
Cost of sales	390,619	308,527	366,364	516,029	474,288
Gross profit	22,191	20,764	47,912	48,721	46,572
% gross margin	5.4%	6.3%	11.6%	8.6%	8.9%
Selling & administration expenses	16,469	14,881	16,647	22,694	20,931
Operating profit	5,722	5,883	31,265	26,027	25,641
% operating margin	1.4%	1.8%	7.5%	4.6%	4.9%
Depreciation & amortization	19,198	20,292	23,163	27,330	27,395
EBITDA	24,920	26,174	54,428	53,357	53,036
% EBITDA margin	6.0%	7.9%	13.1%	9.4%	10.2%
Non-operating income	2,319	2,283	4,942	4,942	4,942
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,119)	(3,511)	(4,882)	(6,111)	(5,888)
Pre-tax profit	4,922	4,654	31,324	24,858	24,696
Income tax	649	(109)	8,796	6,215	6,174
After-tax profit	4,272	4,763	22,529	18,644	18,522
% net margin	1.0%	1.4%	5.4%	3.3%	3.6%
Shares in affiliates' Earnings	4,559	3,323	7,520	5,574	5,574
Minority interests	(667)	(452)	(569)	(776)	(715)
Extraordinary items	3,518	(7,434)	17,540	0	0
NET PROFIT	11,682	200	47,020	23,442	23,380
Normalized profit	8,164	7,634	29,480	23,442	23,380
EPS (Bt)	2.6	0.0	10.4	5.2	5.2
Normalized EPS (Bt)	1.8	1.7	6.5	5.2	5.2

Earnings likely to remain flattish in the next two years

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	104,494	129,911	114,088	146,429	152,203
Cash & cash equivalent	25,560	60,658	30,000	30,000	45,000
Account receivables	34,157	29,277	36,833	50,211	46,309
Inventories	36,252	33,445	39,715	55,939	51,414
Others	8,525	6,531	7,540	10,279	9,480
Investments & loans	65,901	65,675	65,675	65,675	65,675
Net fixed assets	264,564	269,177	430,538	427,067	414,159
Other assets	17,556	24,620	24,620	24,620	24,620
Total assets	452,514	489,383	634,921	663,790	656,657
LIABILITIES:					
Current liabilities:	53,033	59,041	78,401	95,453	88,389
Account payables	25,479	20,114	23,885	33,642	30,921
Bank overdraft & ST loans	2,021	19	0	0	0
Current LT debt	8,149	22,017	36,334	35,555	33,711
Others current liabilities	17,384	16,892	18,182	26,256	23,757
Total LT debt	96,918	126,261	205,893	201,478	191,029
Others LT liabilities	8,968	15,086	25,315	32,209	30,198
Total liabilities	158,919	200,389	309,610	329,140	309,616
Minority interest	7,765	7,979	8,548	9,324	10,039
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	36,937	36,937	36,937	36,937	36,937
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3,005)	(3,618)	(3,618)	(3,618)	(3,618)
Retained earnings	206,810	202,608	238,355	246,919	258,594
Shareholders' equity	285,830	281,015	316,763	325,327	337,001
Liabilities & equity	452,514	489,383	634,921	663,790	656,657

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	4,922	4,654	31,324	24,858	24,696
Tax paid	(1,190)	203	(8,814)	(6,091)	(6,223)
Depreciation & amortization	19,198	20,292	23,163	27,330	27,395
Chg In working capital	1,910	2,322	(10,055)	(19,845)	5,706
Chg In other CA & CL / minorities	(1,318)	4,056	7,282	10,785	3,922
Cash flow from operations	23,521	31,527	42,901	37,038	55,496
Capex	(38,740)	(24,905)	(184,524)	(23,859)	(14,487)
Right of use	0	(7,039)	0	0	0
ST loans & investments	(2,681)	2,144	537	0	0
LT loans & investments	(8,995)	226	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(8,979)	(3,192)	31,634	6,894	(2,011)
Cash flow from investments	(59,395)	(32,766)	(152,353)	(16,965)	(16,498)
Debt financing	14,806	41,352	90,066	(5,194)	(12,293)
Capital increase	(1,387)	0	0	0	0
Dividends paid	(16,336)	(5,024)	(11,272)	(14,878)	(11,706)
Warrants & other surplus	(4,175)	9	0	0	0
Cash flow from financing	(7,092)	36,338	78,794	(20,073)	(23,998)
Free cash flow	(15,219)	6,622	(141,623)	13,179	41,009

With a lack of capacity expansion, we expect positive FCF over the next two years

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	31.5	33.7	8.7	11.0	11.0
Normalized PE - at target price (x)	30.9	33.1	8.6	10.8	10.8
PE (x)	22.0	1,287.6	5.5	11.0	11.0
PE - at target price (x)	21.6	1,265.0	5.4	10.8	10.8
EV/EBITDA (x)	13.6	13.2	8.6	8.7	8.2
EV/EBITDA - at target price (x)	13.4	13.0	8.5	8.6	8.1
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	10.9	8.2	6.0	6.9	4.6
Price/sales (x)	0.6	0.8	0.6	0.5	0.5
Dividend yield (%)	3.5	1.8	7.0	4.6	4.5
FCF Yield (%)	(5.9)	2.6	(55.1)	5.1	16.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.8	1.7	6.5	5.2	5.2
EPS	2.6	0.0	10.4	5.2	5.2
DPS	2.0	1.0	4.0	2.6	2.6
BV/share	63.4	62.3	70.3	72.2	74.7
CFO/share	5.2	7.0	9.5	8.2	12.3
FCF/share	(3.4)	1.5	(31.4)	2.9	9.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(20.4)	(20.2)	25.8	36.3	(7.8)
Net profit (%)	(70.8)	(98.3)	23,456.8	(50.1)	(0.3)
EPS (%)	(70.8)	(98.3)	23,456.8	(50.1)	(0.3)
Normalized profit (%)	(79.9)	(6.5)	286.2	(20.5)	(0.3)
Normalized EPS (%)	(79.9)	(6.5)	286.2	(20.5)	(0.3)
Dividend payout ratio (%)	77.2	2,258.9	38.4	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	5.4	6.3	11.6	8.6	8.9
Operating margin (%)	1.4	1.8	7.5	4.6	4.9
EBITDA margin (%)	6.0	7.9	13.1	9.4	10.2
Net margin (%)	1.0	1.4	5.4	3.3	3.6
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.5	0.7	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.7	0.6	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	1.8	1.7	6.4	4.3	4.4
Interest coverage - EBITDA (x)	8.0	7.5	11.1	8.7	9.0
ROA - using norm profit (%)	1.8	1.6	5.2	3.6	3.5
ROE - using norm profit (%)	2.8	2.7	9.9	7.3	7.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.5	1.7	7.5	5.8	5.6
- asset turnover (x)	0.9	0.7	0.7	0.9	0.8
- operating margin (%)	1.9	2.5	8.7	5.5	5.9
- leverage (x)	1.6	1.7	1.9	2.0	2.0
- interest burden (%)	61.2	57.0	86.5	80.3	80.7
- tax burden (%)	86.8	102.3	71.9	75.0	75.0
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	1.5	1.6	6.1	3.7	3.6
NOPAT (Bt m)	4,967	6,021	22,486	19,520	19,231
invested capital (Bt m)	367,357	368,653	528,990	532,360	516,742

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net D/E to creep up due to an acquisition though it remains relatively low

SELL (From: HOLD)

TP: Bt 8.40

(From: Bt 8.80)

Transfer of Coverage

Downside : 13.0%

4 FEBRUARY 2022

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

ค่าการกลั่นกวดตันการเติบโต

เราปรับลดคำแนะนำ SPRC เป็น “ขาย” เนื่องจากต้องเผชิญกับแนวโน้มที่อ่อนแอของตลาดโรงกลั่นจากวัฏจักรอุปทานใหม่ บริษัทฯ ไม่มีกลยุทธ์ที่หลักในการสร้างการเติบโตในอนาคต และยังมีความเสี่ยงจากผลกระทบจากการรั่วไหลของน้ำมันอีกด้วย



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำ SPRC เป็น “ขาย”

เราปรับลดคำแนะนำ SPRC เป็น “ขาย” (จาก ถือ) 1) เรามองว่า SPRC นั้นแพงที่ 1.4 เท่า P/BV ซึ่งสูงกว่าคู่แข่งถึง 41% และยิ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตอีกด้วย 2) SPRC ดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงกลั่นที่มีแนวโน้มอ่อนแอจากวัฏจักรอุปทานใหม่ของอุตสาหกรรมในปี 2022-24F 3) ขณะที่ความต้องการผลิตภัณฑ์โรงกลั่นในระยะยาวกำลังถูกคุกคามจากการนำ EV มาใช้เพิ่มขึ้น SPRC เองก็ไม่มีกลยุทธ์ที่จะสร้างปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตใหม่ เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 254/56% ในปี 2022-23F เนื่องจากค่าการกลั่นที่พุ่งขึ้นเหนือคาดใน 4Q21 และกลับมาอยู่ในระดับก่อนเกิดโควิด บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “น้ำมันแข็งแกร่งหนุนให้ไปต่อ” วันที่ 4 ก.พ.2022

GRM พื้นตัวเต็มที่แล้ว

เราคาดว่าค่าการกลั่นของ SPRC อยู่ที่ US\$5.2/5.1/4.8/bbl ในปี 2022-24F เทียบกับ US\$3.6 ในปี 2021F เราเชื่อว่าค่าการกลั่นสิงคโปร์พื้นตัวเต็มที่แล้วใน 4Q21-1Q22 และมองว่าการเพิ่มขึ้นในปัจจุบันเป็นผลจากประเด็นรัสเซียและอุปสงค์ในช่วงฤดูหนาว โดยปัจจัยพื้นฐานแล้ว เราคาดว่าค่าการกลั่นจะลดลงจากปีนี้ เนื่องจากการเพิ่มกำลังการผลิตรอบใหม่ของอุตสาหกรรมในอีกไม่กี่ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตามพื้นที่ที่อุปสงค์ยังไม่ฟื้นตัวเต็มที่คือน้ำมันอากาศยาน อย่างไรก็ตาม SPRC มีน้ำมันอากาศยานในสัดส่วนที่ต่ำ โดยคิดเป็น 2% ของปริมาณทั้งหมด เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นที่ 5% Exhibit ที่ 2 แสดงโครงสร้างผลิตภัณฑ์ของ SPRC เทียบกับคู่แข่ง

พรีเมียมน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น

พรีเมียมน้ำมันดิบที่สูงขึ้นน่าจะกระทบ SPRC มากกว่าบริษัทโรงกลั่นคู่แข่ง Exhibit 4 แสดงพรีเมียมน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นตลอดปี 2021 ซึ่งเกิดจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ พรีเมียมน้ำมันดิบ Murban ซึ่งคิดเป็น 60% ของแหล่งน้ำมันดิบทั้งหมดของ SPRC เพิ่มขึ้น US\$1.9/bbl เป็น US\$3.7 YTD เมื่อเปรียบเทียบกับ product crack spread ที่เพิ่มขึ้น US\$3.2/bbl มีความเสี่ยงที่พรีเมียมน้ำมันดิบจะยังคงอยู่ในระดับสูง หากการผลิตของ OPEC ไม่บรรลุเป้าหมาย ขณะที่ความต้องการดีขึ้นต่อเนื่อง

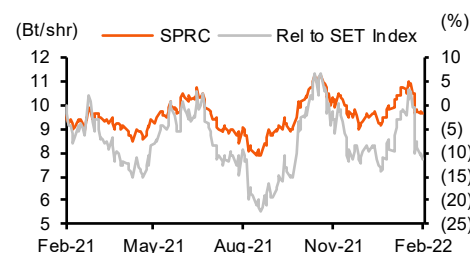
มีประกันครอบคลุมการรั่วไหลของน้ำมัน

เมื่อวันที่ 25 ม.ค. 2022 SPRC รายงานว่ามีน้ำมันรั่วในอ่าวไทย การรั่วไหลของน้ำมันคาดว่าจะอยู่ในช่วง 22,000-60,000 ลิตร เทียบกับปริมาณน้ำมันที่รั่วไหลของ PTTGC ที่ 54,000 ลิตร ในปี 2013 ซึ่งตอนนั้น PTTGC จ่ายเงินชดเชยจำนวน 1 พันลบ. ผู้บริหารกล่าวว่าค่าชดเชยอาจต่ำกว่าของ PTTGC และน่าจะไม่มีประกันคุ้มครองบุคคลที่สามที่มีมูลค่า US\$100m เรารวมความเสียหายจากการรั่วไหลของน้ำมันที่ 700 ลบ. ในปี 2022F และคาดว่าจะสามารถเรียกชดเชยค่าสินไหมทดแทนได้ในปีหน้า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	130,163	180,793	206,426	205,289
Net profit	(12,280)	4,688	2,467	3,431
Consensus NP	—	3,597	3,642	4,492
Diff frm cons (%)	—	30.3	(32.3)	(23.6)
Norm profit	(6,325)	(1,104)	3,167	2,764
Prev. Norm profit	—	(992)	896	1,772
Chg frm prev (%)	—	na	253.7	56.0
Norm EPS (Bt)	(1.5)	(0.3)	0.7	0.6
Norm EPS grw (%)	na	na	na	(12.7)
Norm PE (x)	na	na	13.2	15.1
EV/EBITDA (x)	na	16.3	7.2	6.8
P/BV (x)	1.6	1.4	1.4	1.3
Div yield (%)	0.0	5.0	2.9	4.1
ROE (%)	na	na	10.4	8.7
Net D/E (%)	32.6	26.6	22.7	9.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

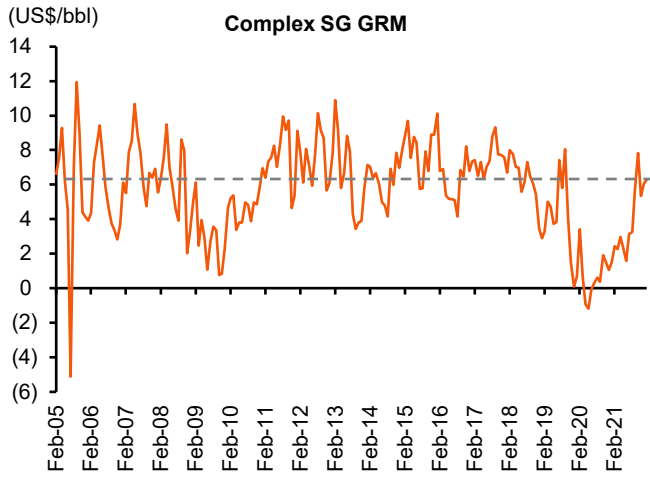
Price as of 3-Feb-22 (Bt)	9.65
Market Cap (US\$ m)	1,261.7
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.3
12M Price H/L (Bt)	11.20/7.85
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

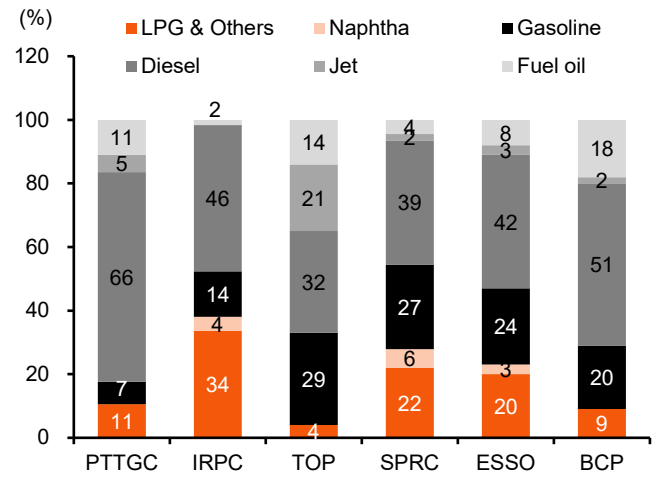


Ex 1: GRM Fully Recovered



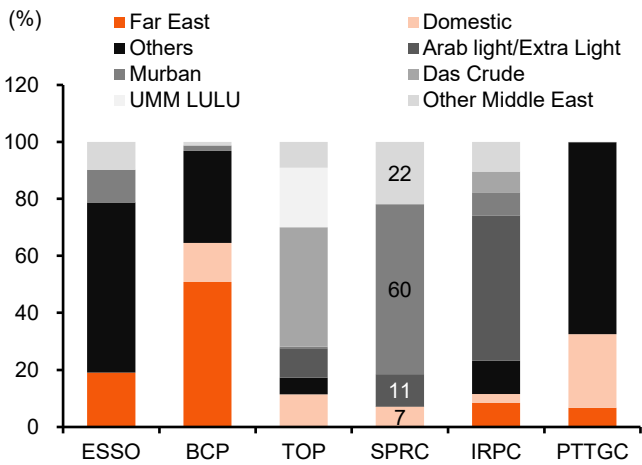
Sources: Bloomberg, TOP, Thanachart estimate

Ex 2: Thai Refineries' Yield



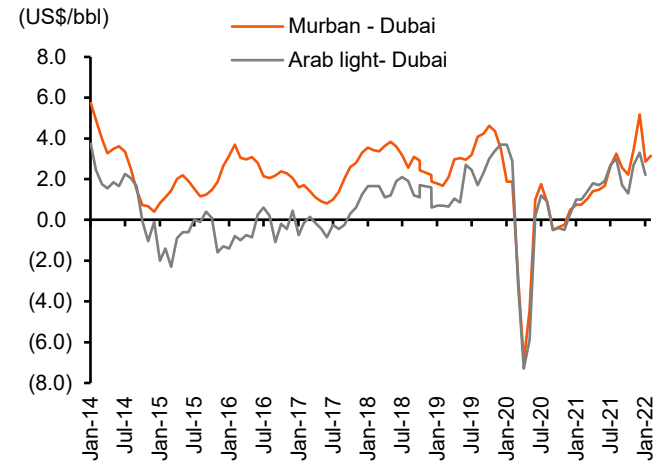
Sources: Company data

Ex 3: SPRC's And Peer's Crude Source



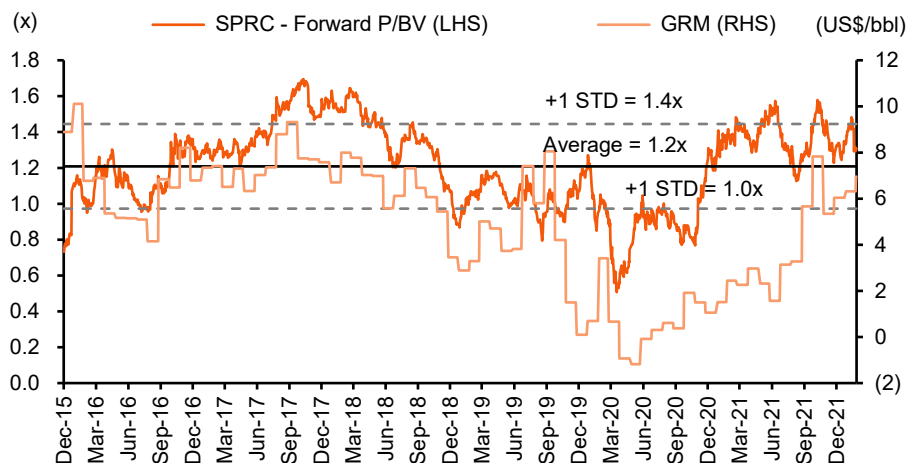
Sources: Department of Energy Business, (DOEB)

Ex 4: Murban And Arab Light Crude Premium



Sources: Bloomberg

Ex 5: P/BV Vs. GRM



Sources: Bloomberg, TOP, Thanachart estimates

Ex 6: 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	6,821	6,631	7,279	5,503	7,462	7,486	7,502	7,507	7,534	5,537	7,689	
Free cash flow	3,436	5,255	5,145	3,513	2,413	5,806	5,825	5,835	5,863	4,448	2,661	36,806
PV of free cash flow	3,169	4,469	4,034	2,497	1,575	3,479	3,204	2,947	2,719	1,815	993	13,728
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add	44,629											
Investments												
Net debt (2021F)	8,006											
Minority interest	0											
Equity value	36,623											
# of shares (m)	4,336											
Equity value/sh (Bt)	8.4											

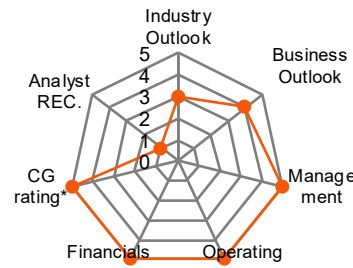
Sources: Thanachart estimates

COMPANY DESCRIPTION

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

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

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานนำเชื้อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจการกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงงาน เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.42	8.40	-26%
Net profit 21F (Bt m)	3,597	4,688	30%
Net profit 22F (Bt m)	3,642	2,467	-32%
Consensus REC	BUY: 15	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022F ของเราน่าต่ำกว่า Bloomberg consensus อย่างมาก เนื่องจากเราสมมติให้ GRM ลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเพิ่มขึ้นของค่าการกลั่นสิงคโปร์อาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของ SPRC และเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา
- การลดลงอย่างมากของราคาน้ำมันจะทำให้มีต้นทุนเงินสดลดลง และส่งผลกระทบต่อกำไร ซึ่งเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	168,840	130,163	180,793	206,426	205,289
Cost of sales	172,051	137,169	179,611	201,502	200,583
Gross profit	(3,211)	(7,006)	1,182	4,923	4,706
% gross margin	-1.9%	-5.4%	0.7%	2.4%	2.3%
Selling & administration expenses	1,690	911	881	881	881
Operating profit	(4,901)	(7,916)	301	4,043	3,825
% operating margin	-2.9%	-6.1%	0.2%	2.0%	1.9%
Depreciation & amortization	2,565	2,832	2,751	2,778	2,806
EBITDA	(2,336)	(5,084)	3,052	6,821	6,631
% EBITDA margin	-1.4%	-3.9%	1.7%	3.3%	3.2%
Non-operating income	36	71	18	22	32
Non-operating expenses	(46)	143	0	0	0
Interest expense	(7)	(177)	(301)	(289)	(244)
Pre-tax profit	(4,919)	(7,880)	19	3,776	3,613
Income tax	(885)	(1,555)	1,123	609	849
After-tax profit	(4,034)	(6,325)	(1,104)	3,167	2,764
% net margin	-2.4%	-4.9%	-0.6%	1.5%	1.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	2,340	(5,955)	5,792	(700)	667
NET PROFIT	(1,694)	(12,280)	4,688	2,467	3,431
Normalized profit	(4,034)	(6,325)	(1,104)	3,167	2,764
EPS (Bt)	(0.4)	(2.8)	1.1	0.6	0.8
Normalized EPS (Bt)	(0.9)	(1.5)	(0.3)	0.7	0.6

We expect a core earnings recovery from 2022F.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	25,524	19,323	27,418	31,161	32,550
Cash & cash equivalent	20	1,635	2,000	2,426	3,958
Account receivables	7,192	8,515	10,839	12,376	12,308
Inventories	17,856	9,052	14,410	16,166	16,092
Others	456	121	169	193	192
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	26,686	24,156	22,105	20,027	17,921
Other assets	2,084	3,062	4,217	4,802	4,776
Total assets	54,294	46,541	53,740	55,990	55,247
LIABILITIES:					
Current liabilities:	21,334	10,740	14,557	16,350	15,770
Account payables	13,567	7,821	11,553	12,961	12,902
Bank overdraft & ST loans	6,819	0	0	0	0
Current LT debt	0	1,380	1,501	1,415	1,047
Others current liabilities	949	1,539	1,503	1,974	1,822
Total LT debt	0	8,857	8,505	8,021	5,934
Others LT liabilities	484	517	618	763	730
Total liabilities	21,818	20,114	23,680	25,134	22,434
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	6,525	7,321	9,277
Shareholders' equity	32,476	26,427	30,061	30,856	32,813
Liabilities & equity	54,294	46,541	53,740	55,990	55,247

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)	(7,880)	19	3,776	3,613
Tax paid	753	1,555	(1,123)	(609)	(849)
Depreciation & amortization	2,565	2,832	2,751	2,778	2,806
Chg In working capital	1,754	1,736	(3,951)	(1,885)	83
Chg In other CA & CL / minorities	(2,962)	847	(87)	444	(154)
Cash flow from operations	(2,809)	(910)	(2,391)	4,505	5,499
Capex	(506)	(253)	(700)	(700)	(700)
Right of use	0	0	0	0	0
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	(425)	(7,191)	4,742	(1,137)	663
Cash flow from investments	(931)	(7,444)	4,042	(1,837)	(37)
Debt financing	8,044	3,738	(231)	(569)	(2,456)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(521)	(271)	(1,055)	(1,672)	(1,475)
Warrants & other surplus	(3,837)	6,502	0	0	0
Cash flow from financing	3,686	9,969	(1,286)	(2,241)	(3,930)
Free cash flow	(3,315)	(1,163)	(3,091)	3,805	4,799

We expect a FCF improvement next year

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	na	na	na	13.2	15.1
Normalized PE - at target price (x)	na	na	na	11.5	13.2
PE (x)	na	na	8.9	17.0	12.2
PE - at target price (x)	na	na	7.8	14.8	10.6
EV/EBITDA (x)	na	na	16.3	7.2	6.8
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	14.6	6.4	5.9
P/BV (x)	1.3	1.6	1.4	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	1.1	1.4	1.2	1.2	1.1
P/CFO (x)	(14.9)	(46.0)	(17.5)	9.3	7.6
Price/sales (x)	0.2	0.3	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	1.9	0.0	5.0	2.9	4.1
FCF Yield (%)	(7.9)	(2.8)	(7.4)	9.1	11.5
(Bt)					
Normalized EPS	(0.9)	(1.5)	(0.3)	0.7	0.6
EPS	(0.4)	(2.8)	1.1	0.6	0.8
DPS	0.2	0.0	0.5	0.3	0.4
BV/share	7.5	6.1	6.9	7.1	7.6
CFO/share	(0.6)	(0.2)	(0.6)	1.0	1.3
FCF/share	(0.8)	(0.3)	(0.7)	0.9	1.1

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)	38.9	14.2	(0.6)
Net profit (%)	na	na	na	(47.4)	39.0
EPS (%)	na	na	na	(47.4)	39.0
Normalized profit (%)	na	na	na	na	(12.7)
Normalized EPS (%)	na	na	na	na	(12.7)
Dividend payout ratio (%)	(46.8)	0.0	45.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(1.9)	(5.4)	0.7	2.4	2.3
Operating margin (%)	(2.9)	(6.1)	0.2	2.0	1.9
EBITDA margin (%)	(1.4)	(3.9)	1.7	3.3	3.2
Net margin (%)	(2.4)	(4.9)	(0.6)	1.5	1.3
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.4	0.3	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.3	0.2	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	1.0	14.0	15.7
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	10.2	23.6	27.2
ROA - using norm profit (%)	na	na	na	5.8	5.0
ROE - using norm profit (%)	na	na	na	10.4	8.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	na	10.4	8.7
- asset turnover (x)	3.1	2.6	3.6	3.8	3.7
- operating margin (%)	na	na	0.2	2.0	1.9
- leverage (x)	1.5	1.7	1.8	1.8	1.7
- interest burden (%)	100.1	102.3	5.9	92.9	93.7
- tax burden (%)	na	na	na	83.9	76.5
WACC (%)	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
ROIC (%)	(12.7)	(20.2)	0.7	8.5	8.1
NOPAT (Bt m)	(4,901)	(7,916)	243	3,243	3,066
invested capital (Bt m)	39,275	35,029	38,067	37,866	35,835

ROE to remain in low territory despite an improving outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (From: HOLD)

Transfer of Coverage

TP: Bt 46.00 (From: Bt 57.00)

Downside : 11.1%

4 FEBRUARY 2022

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

ยังอยู่ในภาวะซบเซา

เราปรับลดคำแนะนำ TOP เป็น “ขาย” โดยคาดว่ากำไรจะลดลงในทุกธุรกิจในปี 2022F ขณะที่ค่าการกลั่นสิงคโปร์ได้ฟื้นตัวจากวิกฤตโควิด แต่กลุ่มโรงกลั่นกำลังเผชิญกับกำลังการผลิตใหม่จำนวนมากในอีกสองปีข้างหน้า และความต้องการที่ลดลง เราให้มูลค่า TOP ที่ 46 บาท/หุ้น

สมควรซื้อขายที่ valuation ที่ต่ำ

เราปรับลดคำแนะนำ TOP เป็น “ขาย” (จาก ถือ) โดยมีราคาเป้าหมายใหม่ที่ 46 บาท (จาก 57 บาท) 1) เรามองลบต่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมโรงกลั่น โดยคาดว่าค่าการกลั่นจะมีแนวโน้มอ่อนแอในปี 2022-24F จากกำลังการผลิตใหม่ที่เพิ่มเข้ามาอย่างมาก 2) มีความเสี่ยงจากการที่ TOP อาจเพิ่มทุน ซึ่งเราเชื่อว่าจะนำไปใช้ในโครงการพลังงานสะอาด (CFP) 3) เรามีมุมมองที่ไม่เป็นบวกต่อการเข้าซื้อหุ้น 15% ใน Chandra Asri Petrochemical (CAP) ซึ่งเงินทุนมาจากการขายหุ้น 10.8% ไบโอมจ. โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี (GPSC, “ซีโอ”) และ 4) เราเชื่อว่าการซื้อขายที่ valuation ที่ต่ำของ TOP ที่ 0.9 เท่า P/BV นั้นสมเหตุสมผล เนื่องจากปัจจัยข้างต้น แต่ดูแพงเมื่อพิจารณาที่ PE ซึ่งอยู่ที่ 16.9 เท่า

ค่าการกลั่นมี upside จำกัด

ค่าการกลั่นสิงคโปร์ได้กลับสู่ระดับก่อนโควิดที่ US\$6/bbl แล้ว และเราคาดว่าจะมี upside จำกัด เนื่องจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นอย่างมากในอนาคต และหลังปี 2022F เราคาดว่าค่าการกลั่นจะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต เราคาดว่าค่าการกลั่นของ TOP อยู่ที่ US\$4/bbl ในปี 2022-24F ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตช่วง 10 ปีก่อนโควิดที่ US\$5.4/bbl โครงการ CFP มีกำหนดจะเริ่มดำเนินการในปี 2023F ประโยชน์หลักที่ได้จากโครงการนี้ คือ สัดส่วนของน้ำมันดิบ (crude slate) ของ TOP ที่ดีขึ้น ซึ่งทำให้สามารถใช้น้ำมันดิบชนิดหนักราคาถูกได้มากขึ้น แต่อย่างไรก็ตาม เราเห็นผลตอบแทนทางเศรษฐกิจของโครงการลดลงอย่างมาก เนื่องจากส่วนต่างราคาน้ำมันดิบชนิดหนัก-เบา ที่แคบลง ย้อนไปเมื่อ TOP ประกาศลงทุนในโครงการ CFP Maya-Murban spread อยู่ที่ -US\$11/bbl แต่ปัจจุบันสเปรดแคบลงเหลือ US\$6/bbl

อัตรากำไรของน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานแตะจุดสูงสุดแล้ว

น้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานคิดเป็นราว 38% ของกำไรขั้นต้นจากการผลิตของกลุ่ม (GIM) ของ TOP ใน 9M21 เทียบกับระดับก่อนเกิดโควิดที่ 13% เรามองว่าอัตรากำไรของน้ำมันหล่อลื่นที่เพิ่มขึ้นจากการขาดแคลนวัตถุดิบจากการดำเนินงานของโรงกลั่นที่ต่ำในช่วงวิกฤตโควิด เป็นปัจจัยสนับสนุน GIM ของ TOP ในปีที่แล้ว Lube base – HSFO spread ลดลงแล้ว 46% เหลือ US\$569/tonne จากจุดสูงสุดในปี 2021 ซึ่งมีสาเหตุมาจากการดำเนินงานโรงกลั่นที่เพิ่มขึ้น ซึ่งทำให้มีวัตถุดิบเพียงพอสำหรับการผลิตน้ำมันหล่อลื่น

Chandra Asri ไม่น่าจะเพิ่มผลกำไร

TOP เสร็จสิ้นการเข้าซื้อหุ้น 15% ใน CAP ในเดือน ก.ย. 2021 และ TOP มีแผนที่จะปันทิ๊กส่วนแบ่งกำไรจาก CAP ภายใต้วิธีส่วนแบ่งกำไรของบริษัทร่วม (Equity Income) นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีแผนที่จะขายหุ้น 10.8% ใน GPSC เพื่อนำมาเป็นเงินทุนในการเข้าซื้อกิจการภายใน 2H22 และสัดส่วนการถือหุ้นใน GPSC จะลดลงเหลือ 10.0% จาก 20.8% ในปัจจุบัน ซึ่งทำให้ TOP ต้องเปลี่ยนวิธีการปันทิ๊กกำไรจากส่วนแบ่งกำไรของบริษัทร่วม (Equity Income) เป็นวิธีรับรายได้เงินปันผล ซึ่งสุทธิแล้วกำไรจาก 2 บริษัทร่วมนี้จึงไม่น่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ



YUPAPAN POLPORNPRASERT

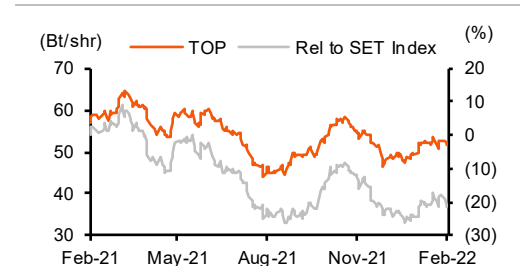
662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	247,913	347,890	374,352	351,198
Net profit	(3,301)	11,177	6,363	6,621
Consensus NP	—	11,011	10,269	10,200
Diff frm cons (%)	—	1.5	(38.0)	(35.1)
Norm profit	(10,421)	3,850	6,363	6,621
Prev. Norm profit	—	5,360	4,735	5,212
Chg frm prev (%)	—	(28.2)	34.4	27.0
Norm EPS (Bt)	(5.1)	1.9	3.1	3.2
Norm EPS grw (%)	na	na	65.3	4.1
Norm PE (x)	na	27.4	16.6	15.9
EV/EBITDA (x)	na	15.6	16.9	15.2
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
Div yield (%)	1.4	4.2	2.4	2.5
ROE (%)	na	3.3	5.3	5.4
Net D/E (%)	61.2	104.4	129.8	125.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

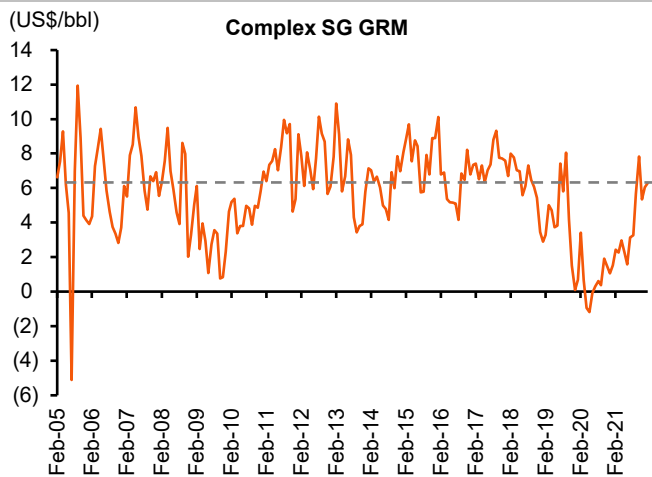
Price as of 3-Feb-22 (Bt)	51.75
Market Cap (US\$ m)	3,183.5
Listed Shares (m shares)	2,040.0
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	20.8
12M Price H/L (Bt)	64.50/44.00
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

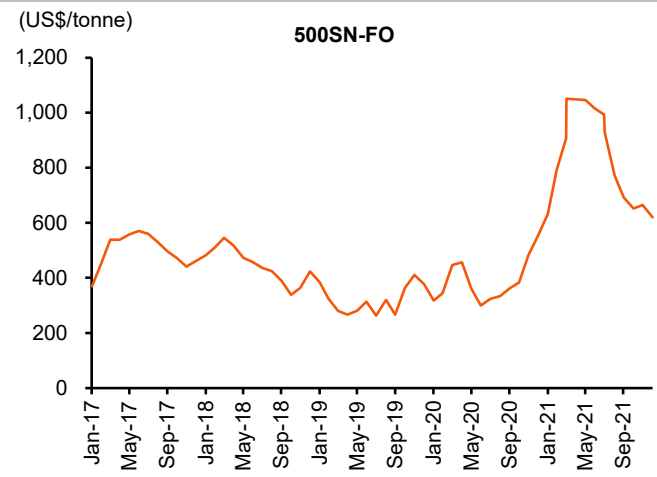
**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปทำทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

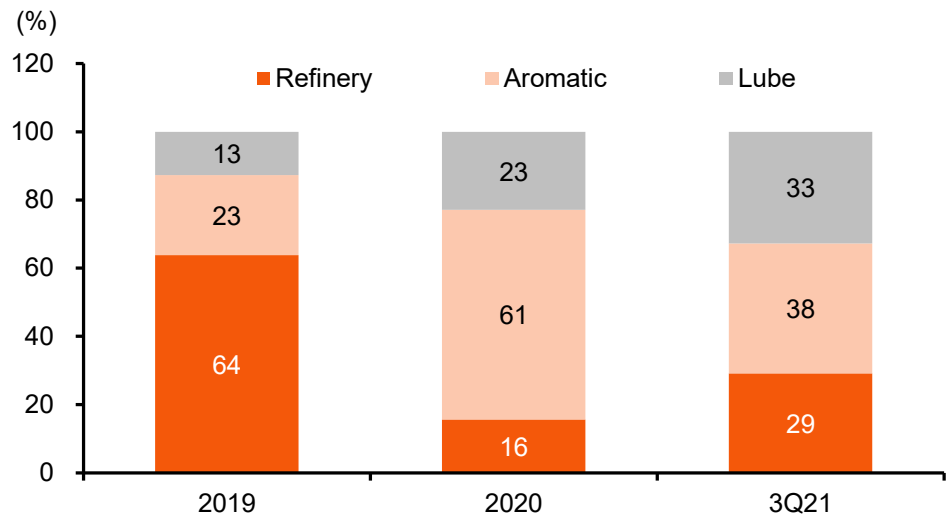


Ex 1: GRM Fully Recovers

Source: Bloomberg, TOP, Thanachart estimate

Ex 2: Lube Base Margin Starts To Fall Back Down

Source: Bloomberg

Ex 3: TOP's Gross Integrated Margin (GIM) Breakdown

Sources: Company data

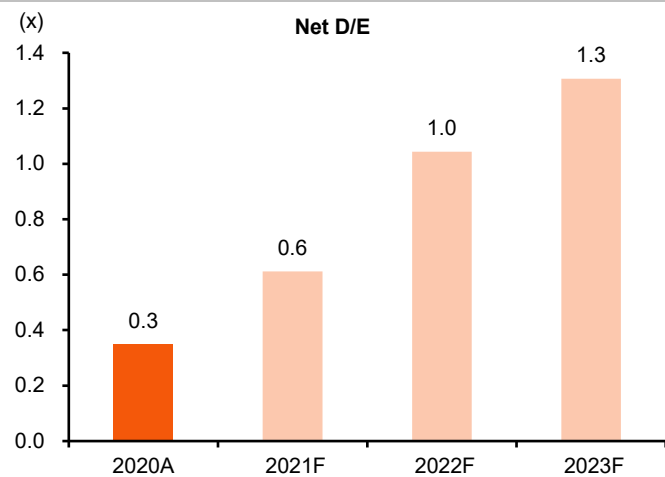
Ex 4: Expected Small Contribution From Chandra Asri

Btm	2020	2021F	2022F	2023F	2024F
Chandra Asri's profit	1,606	7,319	7,419	9,215	9,215
% stake			15%	15%	15%
To TOP			1,113	1,382	1,382
GPSC's profit	7,508	8,314	8,344	10,514	11,096
% stake	21%	21%	12%	10%	10%
To TOP	1,783	1,729	993	315*	333
Net income to TOP	2,566	2,029	2,406	1,998	2,015

Sources: Company data, Thanachart estimates

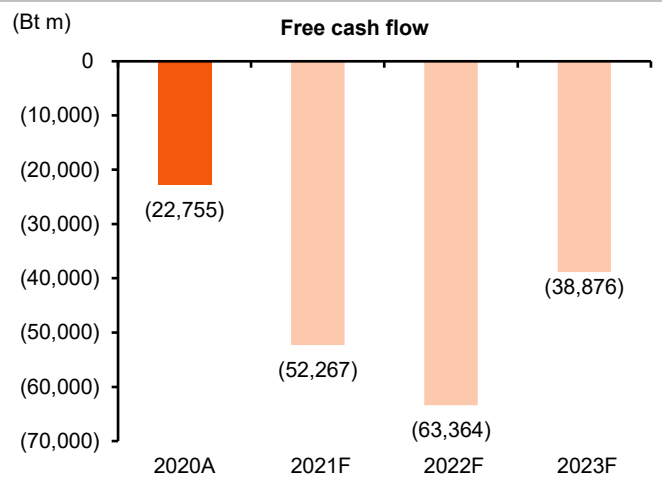
Note: *Change to dividend income post GPSC divestment in 2H22

Ex 5: Net D/E Is On A Rising Trend



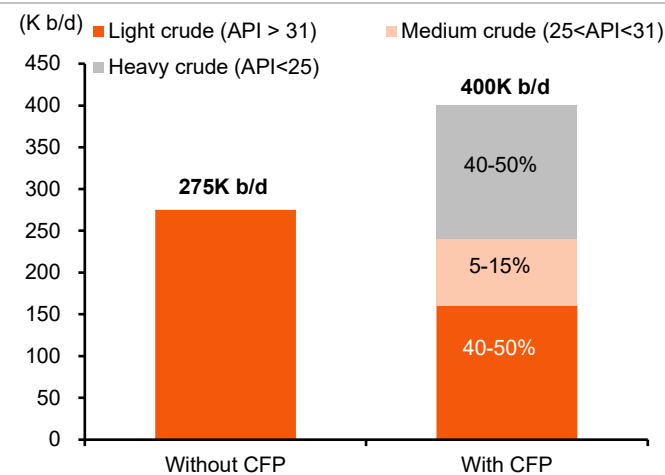
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: FCF Remains Negative Despite New Acquisition



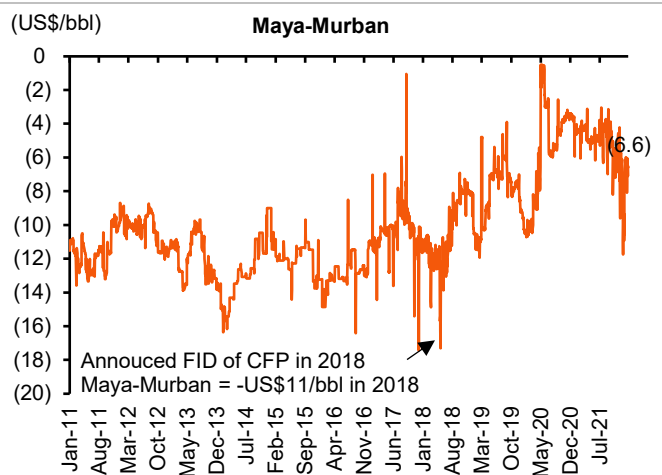
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Crude Flexibility Post CFP



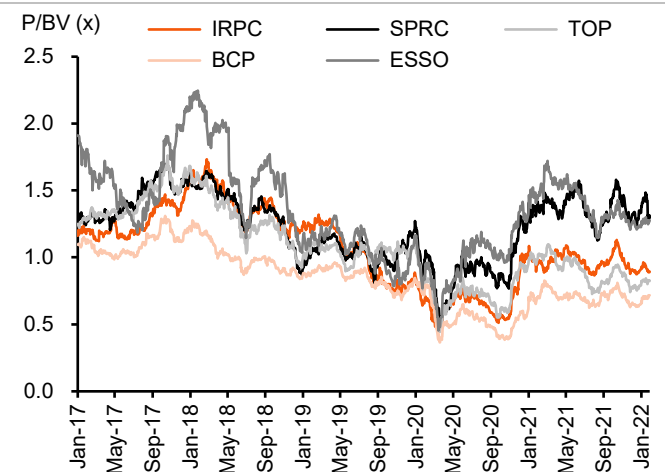
Sources: Company data

Ex 8: But Heavy-Light Differential Appears Lower



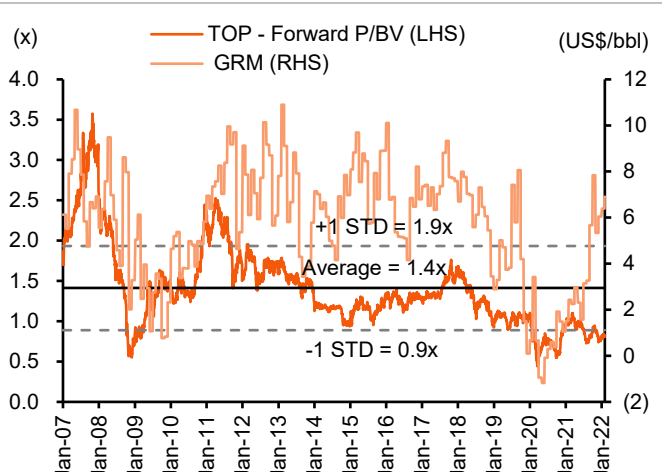
Sources: Bloomberg

Ex 9: P/BV Vs. Peers'



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: P/BV Vs. GRM



Sources: TOP, Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: 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	15,990	17,709	23,211	26,937	26,229	26,229	26,229	26,229	24,579	26,229	26,229	
Free cash flow	(32,777)	5,873	19,540	21,847	21,042	21,148	21,217	21,280	19,852	21,466	21,452	287,150
PV of free cash flow	(30,160)	4,971	15,214	15,386	13,576	12,499	11,485	10,553	9,019	8,566	7,807	104,497
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.3											
WACC (%)	8.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	183,412											
Net cash/(debt) (2021F)	128,717											
Minority interest	4,478											
Equity value	50,216											
# of shares (m)	2,040											
Equity value/share (Bt)	25											

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Downstream	50,216	25	55%	DCF
Power (GPSC)	13,782	7	15%	DCF
Chandra Asri	28,291	14	30%	BBG consensus
Total value per share	92,289	46		

Sources: Thanachart estimates

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

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) (TOP) เป็นบริษัทที่ทำธุรกิจโรงกลั่นที่สำคัญของกลุ่ม PTT ซึ่งถือหุ้น 49% โดยดำเนินธุรกิจโรงกลั่นแบบครบวงจร รายใหญ่ที่สุดของไทย มีกำลังการกลั่นน้ำมันราว 275,000 บาร์เรลต่อวัน (25% ของกำลังการผลิตรวมของประเทศไทย) และ 9.8 Nelson complexity และยังผลิตอะโรเมติกส์กำลังการผลิต 0.8 ล้านตัน และน้ำมันหล่อลื่นและปิโตรเม็น 0.3 ล้านตัน อีกด้วย นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเพิ่งเข้าซื้อหุ้น 15% ใน Chandra Asri ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มธุรกิจปิโตรเคมีชั้นนำในอินโดนีเซีย ซึ่ง SCC เป็นเจ้าของด้วยสัดส่วนการถือหุ้น 30.5% ธุรกิจอื่นๆ ได้แก่ ไฟฟ้า การขนส่งทางทะเล และการผลิตเอทานอล

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- หนึ่งในผู้ประกอบการที่มีต้นทุนการดำเนินงานต่ำที่สุดในภูมิภาค
- เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่ม PTT

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายธุรกิจปิโตรเคมีเพิ่มเติมภายหลังการลงทุนใน Chandra Asri
- ความสามารถในการอัพเกรดผลิตภัณฑ์ขั้นกลางเป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

CONSENSUS COMPARISON

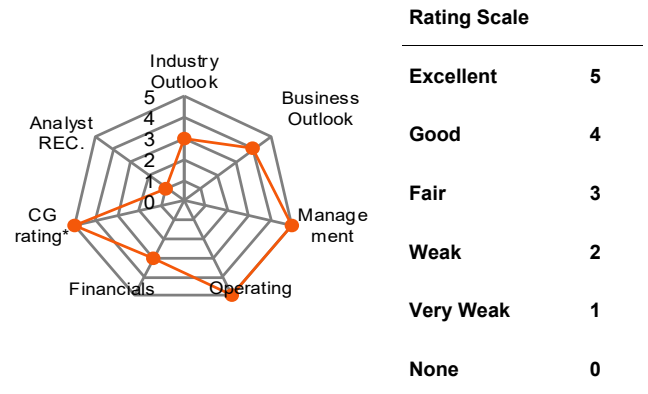
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	60.90	46.00	-24%
Net profit 21F (Bt m)	11,011	11,177	2%
Net profit 22F (Bt m)	10,269	6,363	-38%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 8	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราสมมติให้ GRM พื้นตัวซ้ำ และคาดว่ามีส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวมลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะในธุรกิจการกลั่น ซึ่งอุปสงค์มีแนวโน้มอ่อนแอ
- งบดุลที่อ่อนแอ และมี Capex สูงในช่วงสองปีข้างหน้า อันเนื่องมาจากการลงทุน US\$4bn ในโครงการซื้อเพลิงสะอาด (CFP)

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัทฯ ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

We expect earnings to decline in 2022F on weaker chemical margins

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	363,916	247,913	347,890	374,352	351,198
Cost of sales	355,113	255,300	337,001	361,871	337,802
Gross profit	8,802	(7,387)	10,890	12,481	13,396
% gross margin	2.4%	-3.0%	3.1%	3.3%	3.8%
Selling & administration expenses	2,546	2,650	3,719	4,002	3,755
Operating profit	6,256	(10,037)	7,170	8,479	9,642
% operating margin	1.7%	-4.0%	2.1%	2.3%	2.7%
Depreciation & amortization	7,085	7,554	7,894	7,511	8,067
EBITDA	13,341	(2,483)	15,065	15,990	17,709
% EBITDA margin	3.7%	-1.0%	4.3%	4.3%	5.0%
Non-operating income	1,728	1,115	1,564	1,683	1,579
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,224)	(4,292)	(4,249)	(4,323)	(4,839)
Pre-tax profit	4,760	(13,215)	4,485	5,839	6,381
Income tax	1,240	(647)	2,076	1,332	1,374
After-tax profit	3,519	(12,568)	2,409	4,506	5,007
% net margin	1.0%	-5.1%	0.7%	1.2%	1.4%
Shares in affiliates' Earnings	1,276	2,566	2,029	2,489	2,208
Minority interests	(240)	(419)	(588)	(633)	(594)
Extraordinary items	1,721	7,120	7,327	0	0
NET PROFIT	6,277	(3,301)	11,177	6,363	6,621
Normalized profit	4,556	(10,421)	3,850	6,363	6,621
EPS (Bt)	3.1	(1.6)	5.5	3.1	3.2
Normalized EPS (Bt)	2.2	(5.1)	1.9	3.1	3.2

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	71,981	81,627	77,355
Cash & cash equivalent	76,611	71,354	10,000	15,000	15,000
Account receivables	22,466	12,702	21,022	22,621	21,222
Inventories	30,292	22,461	30,148	32,373	30,220
Others	5,307	7,712	10,810	11,632	10,913
Investments & loans	33,645	24,521	24,521	24,521	24,521
Net fixed assets	106,559	145,225	200,031	227,885	234,975
Other assets	8,564	22,213	24,731	25,765	25,798
Total assets	283,445	306,188	321,263	359,798	362,649
LIABILITIES:					
Current liabilities:	38,667	28,620	37,906	45,181	44,102
Account payables	25,015	9,517	19,239	9,914	10,180
Bank overdraft & ST loans	1,576	713	683	885	883
Current LT debt	2,754	7,952	6,902	21,457	21,423
Others current liabilities	9,322	10,438	11,082	12,925	11,614
Total LT debt	115,287	136,237	131,133	157,354	157,105
Others LT liabilities	5,568	21,212	28,873	30,424	29,986
Total liabilities	159,521	186,069	197,912	232,960	231,192
Minority interest	3,951	3,889	4,478	5,111	5,705
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)	(8,141)	(8,141)	(8,141)
Retained earnings	100,281	95,930	104,157	107,012	111,036
Shareholders' equity	119,973	116,229	118,873	121,728	125,752
Liabilities & equity	283,445	306,188	321,263	359,798	362,649

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)	4,485	5,839	6,381
Tax paid	(4,897)	871	(2,104)	(1,191)	(1,460)
Depreciation & amortization	7,085	7,554	7,894	7,511	8,067
Chg In working capital	3,510	2,096	(6,285)	(13,149)	3,818
Chg In other CA & CL / minorities	503	(3,353)	(4,654)	(1,916)	(4,212)
Cash flow from operations	10,960	(6,047)	(664)	(2,906)	12,595
Capex	(33,715)	(46,220)	(62,700)	(35,366)	(15,157)
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	3,304	25,995	22,337	6,301	5,944
Cash flow from investments	(47,930)	(25,838)	(40,855)	(29,565)	(9,713)
Debt financing	14,335	27,070	(11,303)	40,979	(285)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,626)	(1,020)	(2,949)	(3,508)	(2,597)
Warrants & other surplus	(3,336)	578	(5,583)	0	0
Cash flow from financing	6,373	26,628	(19,835)	37,471	(2,882)
Free cash flow	(22,755)	(52,267)	(63,364)	(38,272)	(2,562)

VALUATION

*GRM recovery looks
priced in, in our view*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	23.2	na	27.4	16.6	15.9
Normalized PE - at target price (x)	20.6	na	24.4	14.7	14.2
PE (x)	16.8	na	9.4	16.6	15.9
PE - at target price (x)	15.0	na	8.4	14.7	14.2
EV/EBITDA (x)	11.1	na	15.6	16.9	15.2
EV/EBITDA - at target price (x)	10.3	na	14.8	16.2	14.6
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	9.6	(17.5)	(159.0)	(36.3)	8.4
Price/sales (x)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	2.9	1.4	4.2	2.4	2.5
FCF Yield (%)	(21.6)	(49.5)	(60.0)	(36.3)	(2.4)
(Bt)					
Normalized EPS	2.2	(5.1)	1.9	3.1	3.2
EPS	3.1	(1.6)	5.5	3.1	3.2
DPS	1.5	0.7	2.2	1.2	1.3
BV/share	58.8	57.0	58.3	59.7	61.6
CFO/share	5.4	(3.0)	(0.3)	(1.4)	6.2
FCF/share	(11.2)	(25.6)	(31.1)	(18.8)	(1.3)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*ROE to remain in low
single-digit territory for
many years*

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	(6.5)	(31.9)	40.3	7.6	(6.2)
Net profit (%)	(38.2)	na	na	(43.1)	4.1
EPS (%)	(38.2)	na	na	(43.1)	4.1
Normalized profit (%)	(56.0)	na	na	65.3	4.1
Normalized EPS (%)	(56.0)	na	na	65.3	4.1
Dividend payout ratio (%)	48.8	(43.3)	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	2.4	(3.0)	3.1	3.3	3.8
Operating margin (%)	1.7	(4.0)	2.1	2.3	2.7
EBITDA margin (%)	3.7	(1.0)	4.3	4.3	5.0
Net margin (%)	1.0	(5.1)	0.7	1.2	1.4
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.2	1.1	1.4	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.6	1.0	1.3	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	1.9	na	1.7	2.0	2.0
Interest coverage - EBITDA (x)	4.1	na	3.5	3.7	3.7
ROA - using norm profit (%)	1.7	na	1.2	1.9	1.8
ROE - using norm profit (%)	3.8	na	3.3	5.3	5.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	2.9	na	2.0	3.7	4.0
- asset turnover (x)	1.3	0.8	1.1	1.1	1.0
- operating margin (%)	2.2	na	2.5	2.7	3.2
- leverage (x)	2.3	2.5	2.7	2.8	2.9
- interest burden (%)	59.6	148.1	51.4	57.5	56.9
- tax burden (%)	73.9	na	53.7	77.2	78.5
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
ROIC (%)	3.8	(6.2)	2.0	2.6	2.6
NOPAT (Bt m)	4,626	(10,037)	3,851	6,544	7,565
invested capital (Bt m)	162,978	189,777	247,591	286,424	290,164

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่รับมาเปลี่ยนแปลงไป 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 110 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JAS16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิง 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 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thematic Research, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

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, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

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

สรชดา 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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

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 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
