

BUY (Unchanged)

Transfer of Coverage

TP: Bt 4.40

(From: Bt 5.10)

4 FEBRUARY 2022

Upside : 15.2%

IRPC Public Co Ltd (IRPC TB)

มูลค่าน่าสนใจ

เรามองว่าการซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชีของ IRPC นั้นน่าสนใจ และมีความเสี่ยงต่ออัตรากำไรของปิโตรเคมีที่จำกัด ซึ่งเราคาดว่าจะฟื้นตัวจากการปรับลดการดำเนินงานของแนฟทาแครกเกอร์ และอุปทานปิโตรเคมีที่ลดลงในปีหน้า เราชอบที่ 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 จึงน่าจะมีแนวโน้มฟื้นตัวจากการถดถอยของราคา petrochemical spreads จะฟื้นตัวในปีหน้า แม้ว่าเราจะปรับลดกำไรลง 13% ในปี 2022F 3) เราชอบ IRPC ที่มุ่งไปสู่เคมีภัณฑ์พิเศษ (specialty chemical products) ที่มีอัตรากำไรสูงกว่าผลิตภัณฑ์เคมีภัณฑ์ทั่วไป เราปรับเพิ่มกำไรปี 2023F ขึ้น 5% เนื่องจากเรารวมผลกำไรที่เป็นไปได้จาก specialty products ที่สูงขึ้น และ 4) สำหรับธุรกิจปิโตรเคมี เราชอบ IRPC มากกว่า PTTGC ซึ่งต้นทุนวัตถุดิบมีแนวโน้มสูงขึ้น สำหรับธุรกิจโรงกลั่น เราชอบ 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 ขณะที่มาร์จิ้นของน้ำมันหล่อลื่นกลับมายู่ที่ค่าเฉลี่ยในอดีตแล้ว 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 198KBPD ในปี 2022F เทียบกับ 191KBPD ในปี 2021F นอกจากนี้บริษัทฯ ยังมีแผนลดต้นทุนดำเนินงาน โดยเฉพาะค่าใช้จ่ายพนักงาน ผ่านโครงการเกษียณอายุก่อนกำหนด

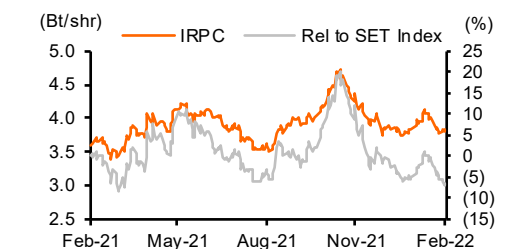
เน้น specialties products มากขึ้น

IRPC ตั้งเป้าเพิ่ม specialties products เป็น 52% ของปริมาณปิโตรเคมีทั้งหมดภายในปี 2025 เทียบกับ 20% ในปัจจุบัน ซึ่งสามารถทำได้ผ่านการอัปเกรดพอร์ตที่มีอยู่ และการควบรวมกิจการที่ต้องใช้เงินลงทุนต่ำ เรามองว่ากลยุทธ์นี้จะช่วยให้บริษัทก้าวไปพร้อมเมกะเทรนด์ระดับโลกได้ เนื่องจากความต้องการเชื่อมโยงกับอุตสาหกรรมการแพทย์ ยานยนต์ และ สุขอนามัย เราคาดว่ามีความเป็นไปได้ 50% ที่บริษัทจะบรรลุเป้าหมาย และคาดว่าจะกำไรขั้นต้นจะเพิ่มขึ้นเป็น 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



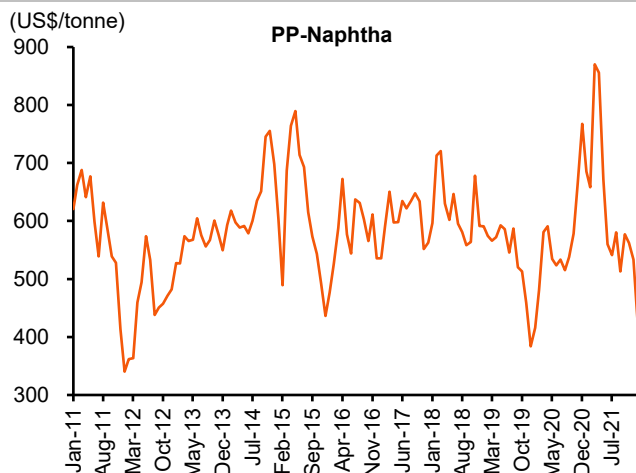
COMPANY INFORMATION

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%

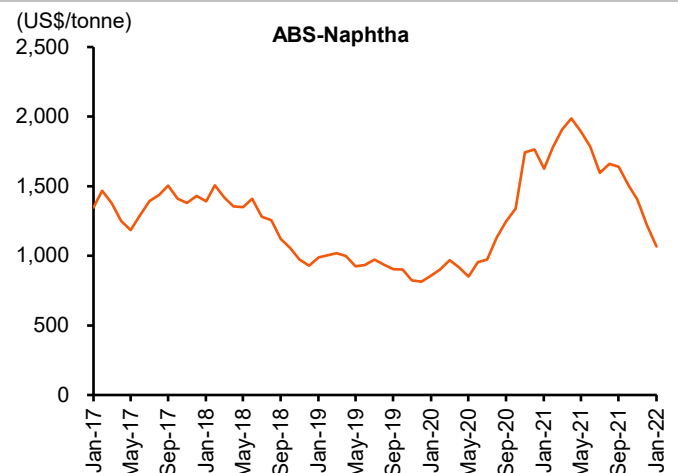
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

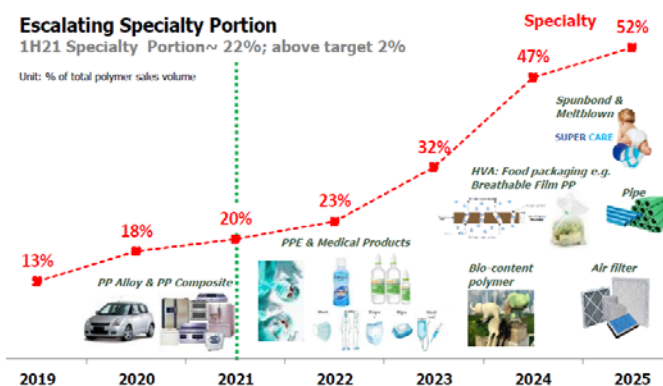
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: PP-Naphtha Towards A Low Base

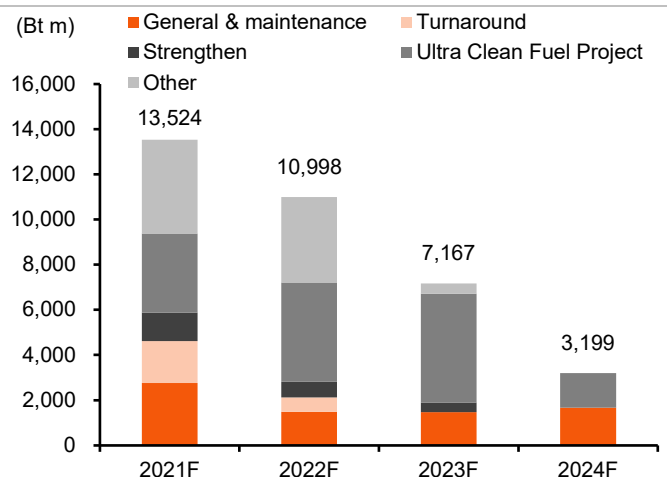
Source: Bloomberg

Ex 2: Same Goes For ABS-Naphtha

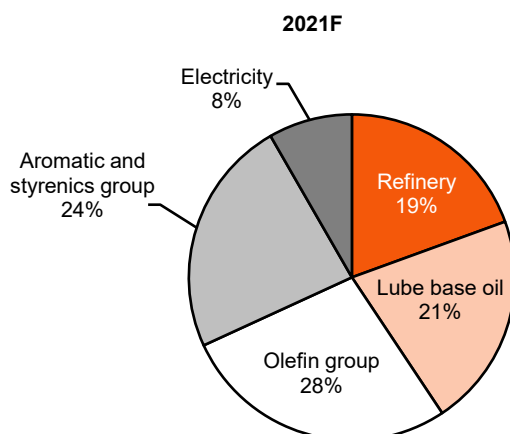
Source: Bloomberg

Ex 3: IRPC's Target For Specialty Products

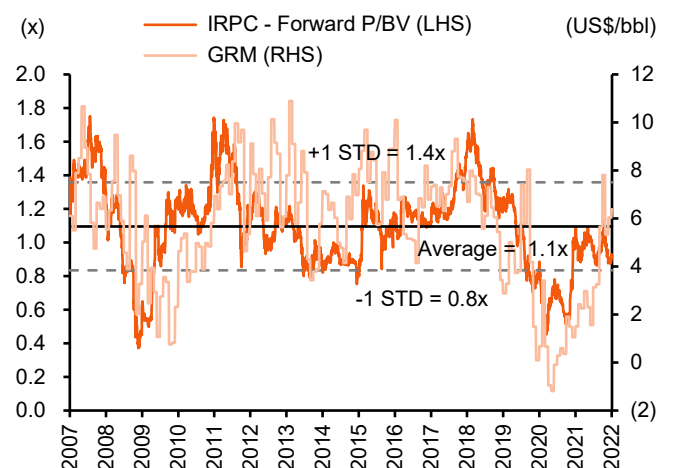
Source: Company data

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 กลยุทธ์การเติบโตของบริษัทฯ มุ่งเน้นไปที่การขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ซึ่งบริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะเพิ่มปริมาณการขายโพลีเมอร์เป็น 52% ภายในปี 2025 จาก 20% ในปัจจุบัน

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

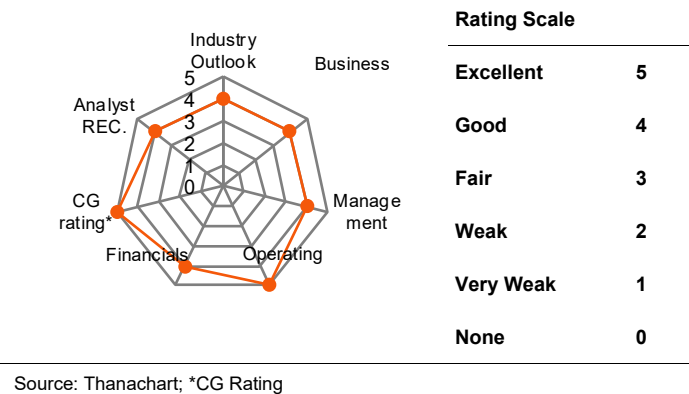
S — Strength

- เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมี complex แบบครบวงจร
- เป็นบริษัทในเครือ PTT

O — Opportunity

- มีโอกาสในการลดต้นทุน และปรับปรุงสัดส่วนการขายในประเทศ
- มีโอกาสที่มาร์จิ้นเพิ่มขึ้นจากการขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ที่ประสบความสำเร็จ

COMPANY RATING



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 จะเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการของเรา
- 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

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net D/E to remain low

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 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, JMAR16C2206A, 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, BGRI, 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). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างองดังกล่าวกว่า จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

บริษัท ทุนธนชาติ 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)

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ 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, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรชดา สรทรง 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 ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง 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 นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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