

SELL (From: HOLD)

Transfer of Coverage

TP: Bt 8.40

Downside : 13.0%

(From: Bt 8.80)

4 FEBRUARY 2022

Small Cap Research

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% และยังสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตอีกด้วย 2) SPRC ดำเนินเฉพาะธุรกิจโรงกลั่นที่มีแนวโน้มอ่อนแอจากวัฏจักรอุปทานใหม่ของอุตสาหกรรมในปี 2022-24F 3) ขณะที่ความต้องการผลิตภัณฑ์โรงกลั่นในระยะยาวกำลังถูกคุกคามจากการนำ EV มาใช้เพิ่มขึ้น SPRC เองก็ไม่มีกลยุทธ์ที่จะสร้างปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตใหม่ เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรขึ้น 254/56% ในปี 2022-23F เนื่องจากค่าการกลั่นที่พุ่งขึ้นเหนือคาดใน 4Q21 และกลับมาอยู่เหนือระดับก่อนเกิดโควิด 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

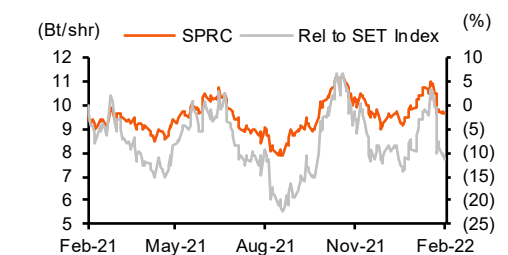
มีประกันครอบคลุมการรั่วไหลของน้ำมัน

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

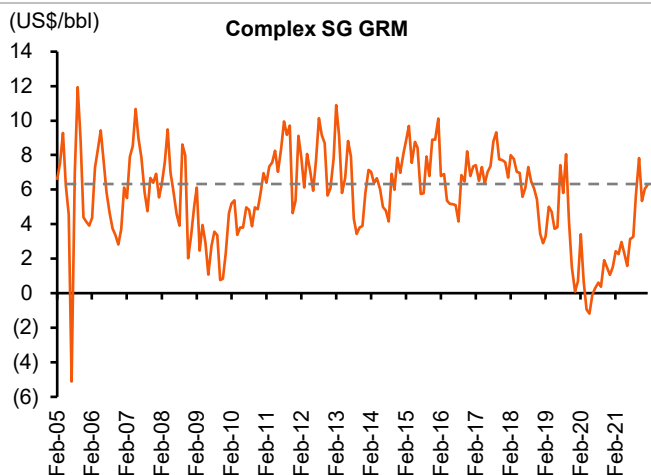


COMPANY INFORMATION

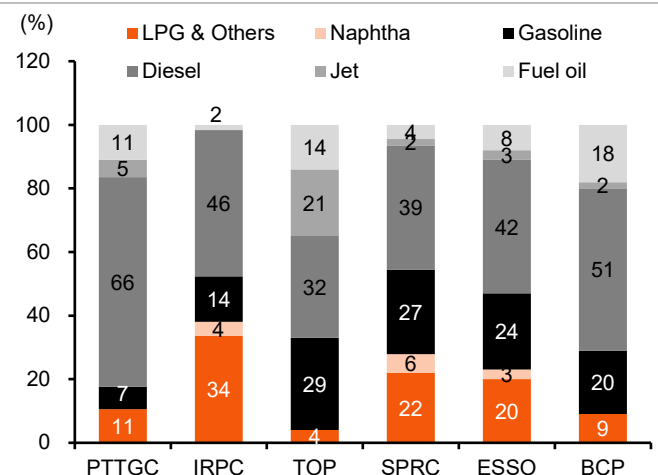
Price as of 3-Feb-22 (Bt)	9.65
Market Cap (US\$ m)	1,261.7
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	8.3
12M Price H/L (Bt)	11.20/7.85
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

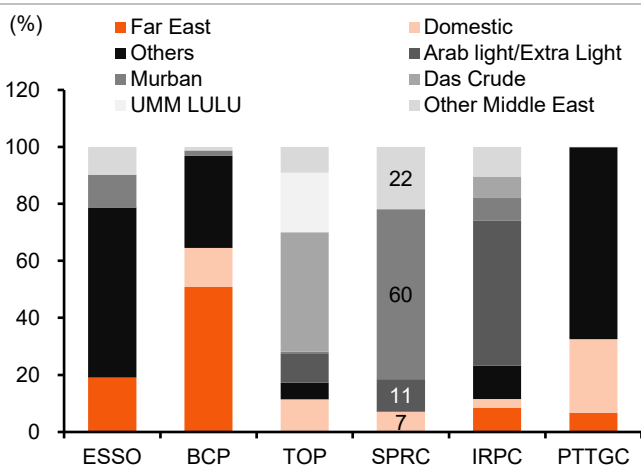
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: GRM Fully Recovered

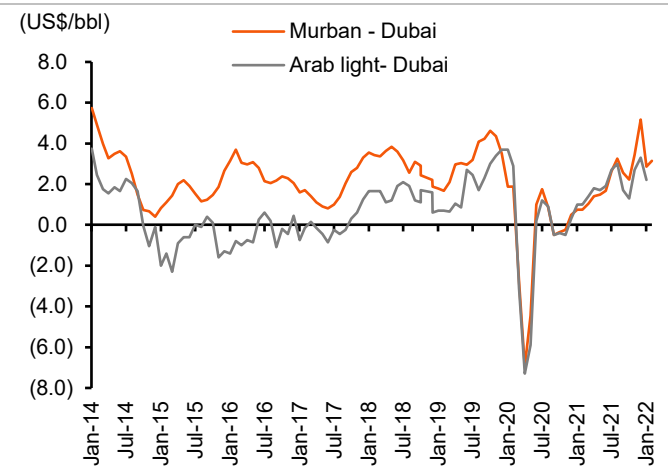
Sources: Bloomberg, TOP, Thanachart estimate

Ex 2: Thai Refineries' Yield

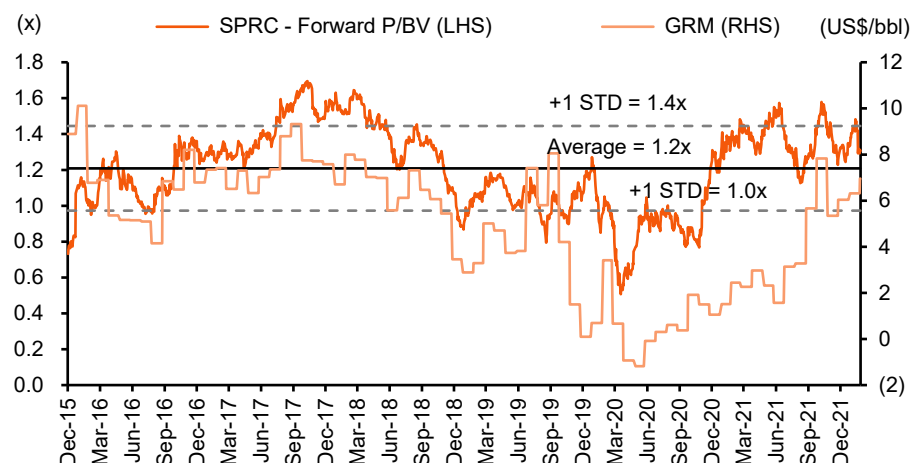
Sources: Company data

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 ไรสารตะกั่วเกรดพิเศษและเกรดธรรมดา น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว น้ำมันเตา และยางมะตอย รวมทั้งผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีซึ่งใช้เป็นผลิตภัณฑ์ตั้งต้นในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้แก่ โพรพิลีนเกรดโพลิเมอร์ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว แนฟทาเกรดปิโตรเคมี ก๊าซผสม C4 และรีฟอร์มเมท

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

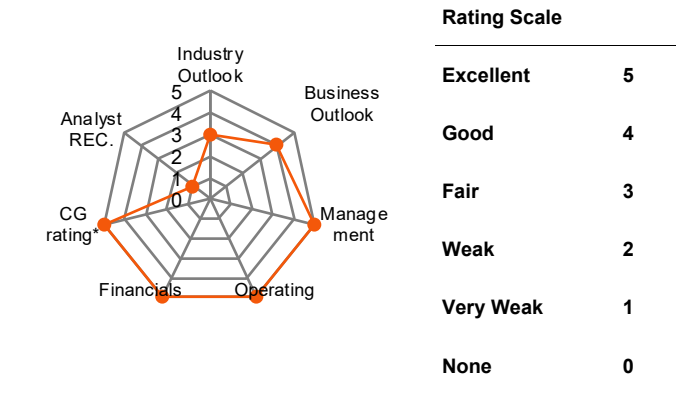
S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานน่าเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขายสู่ธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

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 ของเรต่ำกว่ากว่า Bloomberg consensus อย่างมาก เนื่องจากเราสมมติให้ GRM ลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

Balance sheet remains strong despite a difficult operating environment

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

We believe a GRM recovery looks priced in

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

*ROE to remain in low
territory despite an
improving outlook*

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). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างองดังกล่าว 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 ปทุมโรสมิล 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 หมุศิริเลิศ 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 สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Thematic Research, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม 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, แพลตฟอร์ม 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 ภัทรวลลีย์ 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 นลินกรณ 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 ลิมาวงษ์ปราณี Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพ 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