

**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



**YUPAPAN POLPORNPRASERT**

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

#### 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% ในบมจ. 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

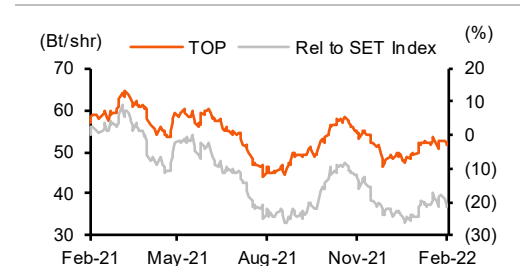
#### Chandra Asri ไม่น่าจะเพิ่มผลกำไร

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

#### 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

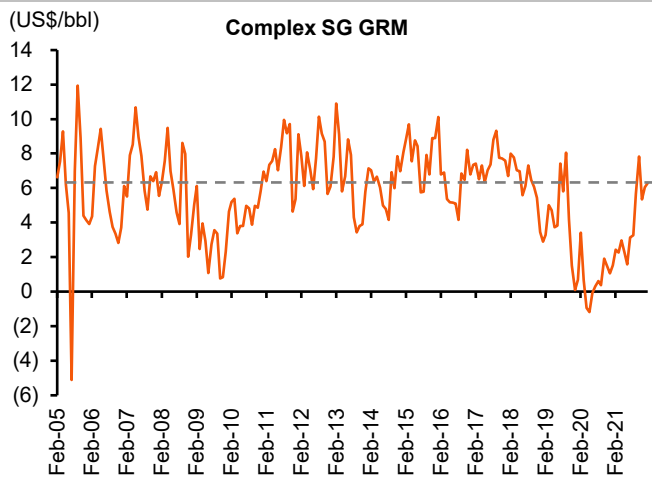
Price as of 3-Feb-22 (Bt)	51.75
Market Cap (US\$ m)	3,183.5
Listed Shares (m shares)	2,040.0
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	20.8
12M Price H/L (Bt)	64.50/44.00
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

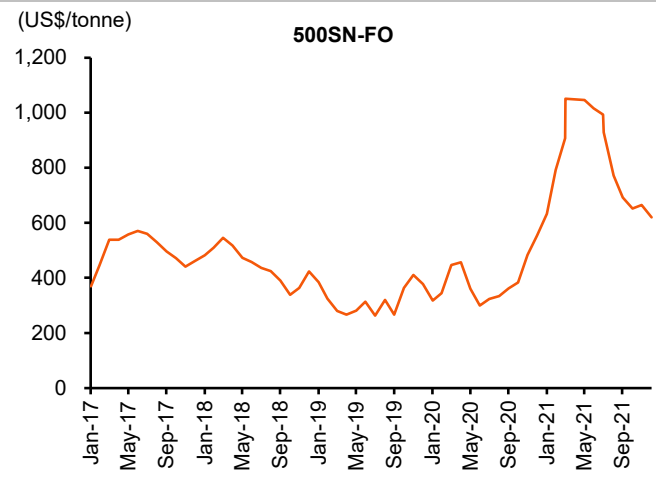
**กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ**

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

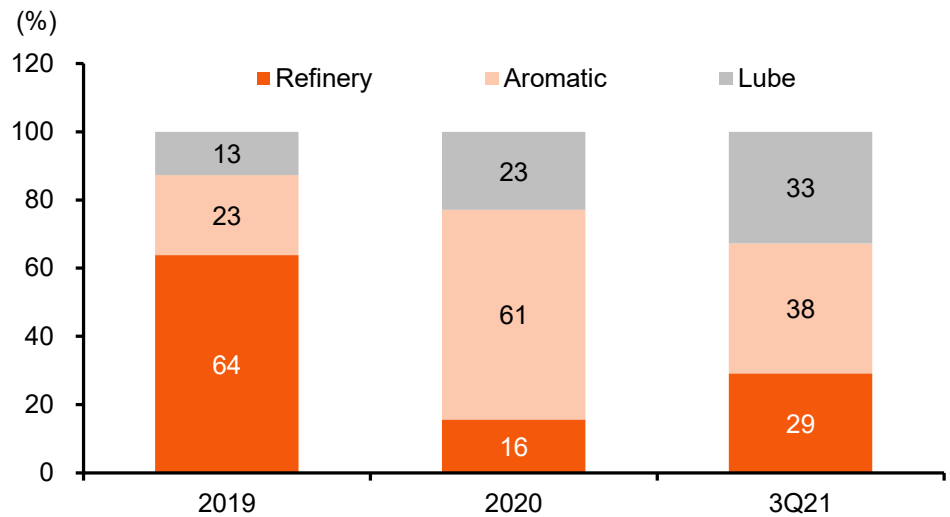


**Ex 1: GRM Fully Recovers**

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

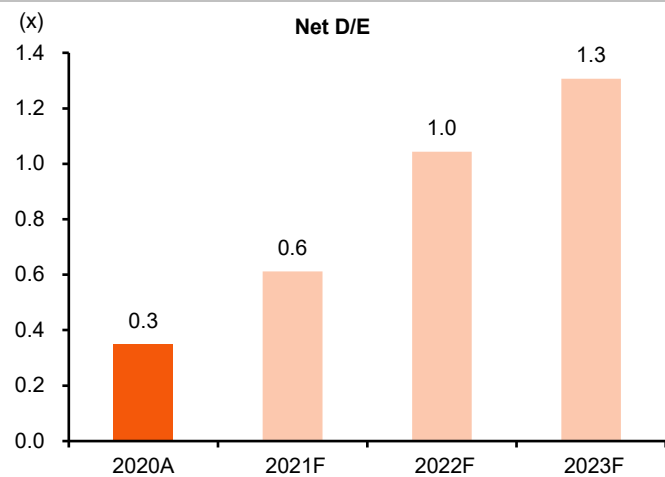
**Ex 4: Expected Small Contribution From Chandra Asri**

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

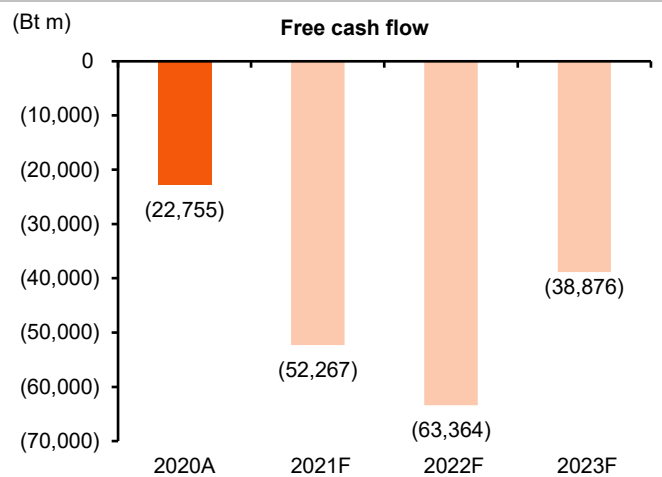
Note: \*Change to dividend income post GPSC divestment in 2H22

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



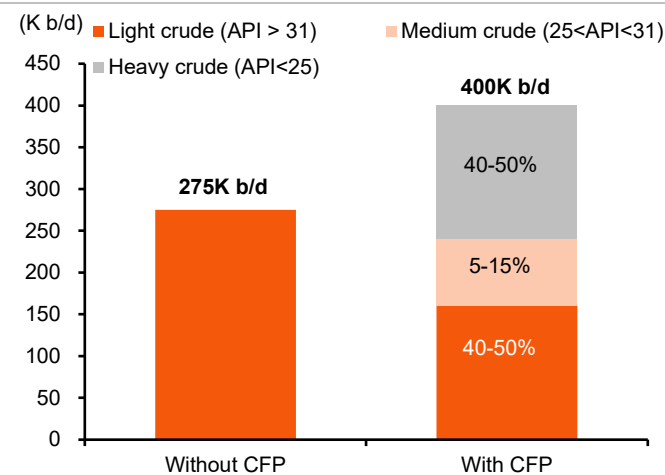
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: FCF Remains Negative Despite New Acquisition**



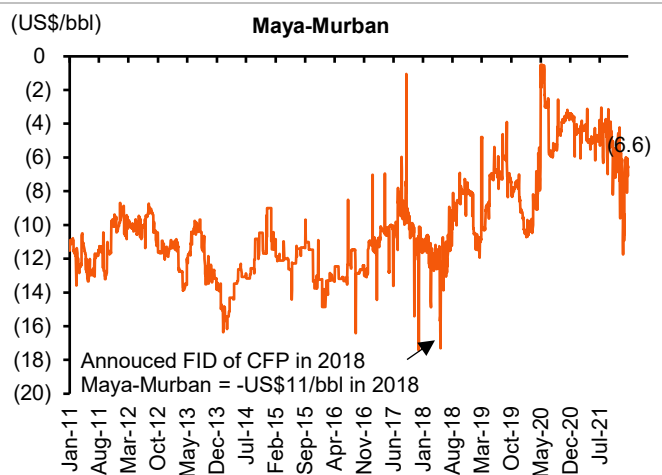
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: Crude Flexibility Post CFP**



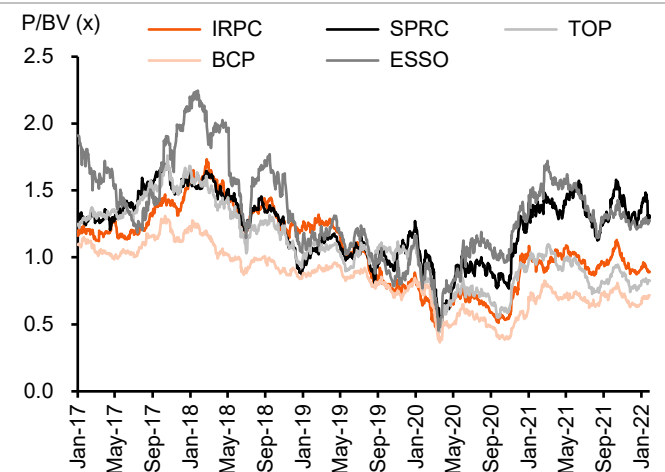
Sources: Company data

**Ex 8: But Heavy-Light Differential Appears Lower**



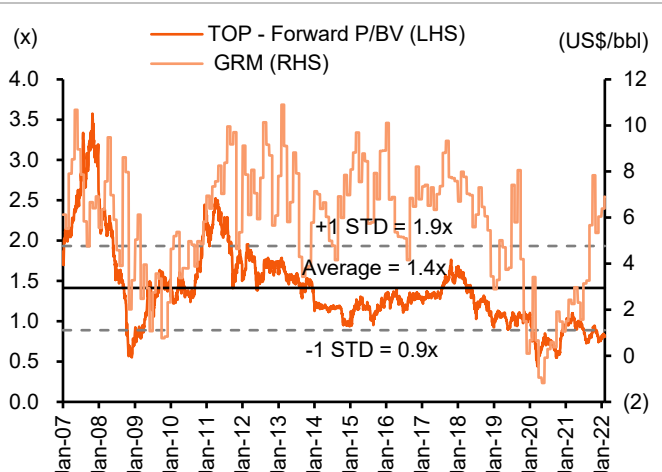
Sources: Bloomberg

**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											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>25</b>											

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
<b>Total value per share</b>	<b>92,289</b>	<b>46</b>		

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% โดยดำเนินธุรกิจโรงกลั่นแบบครบวงจรรายใหญ่ที่สุดของไทย 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

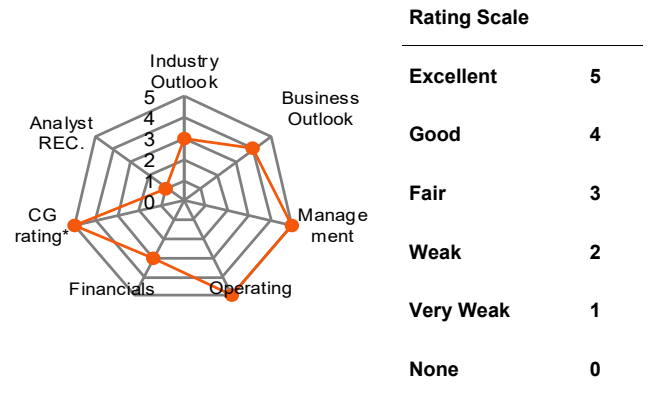
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	60.90	46.00	-24%
Net profit 21F (Bt m)	11,011	11,177	2%
Net profit 22F (Bt m)	10,269	6,363	-38%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 8	SELL: 3

## 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

### Rating Scale

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

### 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
<b>Gross profit</b>	<b>8,802</b>	<b>(7,387)</b>	<b>10,890</b>	<b>12,481</b>	<b>13,396</b>
% 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
<b>Operating profit</b>	<b>6,256</b>	<b>(10,037)</b>	<b>7,170</b>	<b>8,479</b>	<b>9,642</b>
% operating margin	1.7%	-4.0%	2.1%	2.3%	2.7%
Depreciation & amortization	7,085	7,554	7,894	7,511	8,067
<b>EBITDA</b>	<b>13,341</b>	<b>(2,483)</b>	<b>15,065</b>	<b>15,990</b>	<b>17,709</b>
% 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)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>4,760</b>	<b>(13,215)</b>	<b>4,485</b>	<b>5,839</b>	<b>6,381</b>
Income tax	1,240	(647)	2,076	1,332	1,374
<b>After-tax profit</b>	<b>3,519</b>	<b>(12,568)</b>	<b>2,409</b>	<b>4,506</b>	<b>5,007</b>
% 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
<b>NET PROFIT</b>	<b>6,277</b>	<b>(3,301)</b>	<b>11,177</b>	<b>6,363</b>	<b>6,621</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>4,556</b>	<b>(10,421)</b>	<b>3,850</b>	<b>6,363</b>	<b>6,621</b>
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
<b>ASSETS:</b>					
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
<b>Total assets</b>	<b>283,445</b>	<b>306,188</b>	<b>321,263</b>	<b>359,798</b>	<b>362,649</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
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
<b>Total LT debt</b>	<b>115,287</b>	<b>136,237</b>	<b>131,133</b>	<b>157,354</b>	<b>157,105</b>
Others LT liabilities	5,568	21,212	28,873	30,424	29,986
<b>Total liabilities</b>	<b>159,521</b>	<b>186,069</b>	<b>197,912</b>	<b>232,960</b>	<b>231,192</b>
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)
<b>Retained earnings</b>	<b>100,281</b>	<b>95,930</b>	<b>104,157</b>	<b>107,012</b>	<b>111,036</b>
Shareholders' equity	119,973	116,229	118,873	121,728	125,752
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>283,445</b>	<b>306,188</b>	<b>321,263</b>	<b>359,798</b>	<b>362,649</b>

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)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>10,960</b>	<b>(6,047)</b>	<b>(664)</b>	<b>(2,906)</b>	<b>12,595</b>
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
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(47,930)</b>	<b>(25,838)</b>	<b>(40,855)</b>	<b>(29,565)</b>	<b>(9,713)</b>
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
<b>Cash flow from financing</b>	<b>6,373</b>	<b>26,628</b>	<b>(19,835)</b>	<b>37,471</b>	<b>(2,882)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(22,755)</b>	<b>(52,267)</b>	<b>(63,364)</b>	<b>(38,272)</b>	<b>(2,562)</b>

## 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)
<b>(Bt)</b>					
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
<b>Growth Rate</b>					
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
<b>Operating performance</b>					
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
<b>DuPont</b>					
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) 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, 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 และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท 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 ประสิทธิ์สุทัศน์

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, 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, แอป

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 ชรรคมป่ารุ่ง

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 คลั่งเปรมจิตต์

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