

# Fundamental Story

## Thai Oil Pci (TOP TB) - SELL

News update

Yupapan Polpornprasert | Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการเพิ่มทุน

- **TOP** ให้รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการเพิ่มทุน
- เกิด **dilution** จากการเพิ่มทุนมากที่สุด **3.6%**
- มีกำไรจากการขายหุ้น **10.8%** ใน **GPSC** ที่ **1.1** หมื่นลบ.
- อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนลดลงเหลือ **1** เท่า จาก **1.4** เท่าในปี **2021**
- ตามประกาศของ TOP ที่จะลงทุนซื้อ Chandra Asri ในเดือนก.ค.2021 ในที่สุด TOP ก็ได้รับบรรลุข้อตกลงในการขายหุ้น 10.8% ใน GPSC ให้กับ PTT และประกาศรายละเอียดการเพิ่มทุน
- ในที่สุด บริษัทฯ ก็ได้ประกาศแผนการเพิ่มทุน ซึ่งจะออกหุ้นใหม่ทั้งหมด 275 ล้านหุ้น โดยแบ่งเป็น ส่วนที่ 1 การเสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไป (Public Offering) จำนวนไม่เกิน 239 ล้านหุ้น และส่วนที่ 2 บริษัทฯ อาจมีการพิจารณาจัดสรรหุ้นส่วนเกิน (Over-Allotment) จำนวนไม่เกิน 36 ล้านหุ้น ซึ่งคิดเป็น 13% ของหุ้นที่มีอยู่ และจะทำให้เกิด EPS dilution ที่ 11.9% ราว 80% ของหุ้นที่เสนอขายให้แก่ประชาชนทั่วไปจะเสนอขายให้กับผู้ถือหุ้นเดิม และอีก 20% สำหรับผู้ถือหุ้นใหม่
- ไม่มีการประกาศรายละเอียดเกี่ยวกับราคา แต่คาดว่าจะแล้วเสร็จภายในปี 2022 ราคาเสนอขายสุดท้ายและหุ้นของบริษัทฯ จะถูกกำหนดด้วยวิธีการ Book Building แต่อย่างไรก็ตาม หากเราสมมติว่ามีส่วนลด 10% จากราคาปัจจุบัน เราคาดว่าเงินที่ได้ทั้งหมดจะอยู่ที่ 1.4 หมื่นลบ. ซึ่งสูงกว่าคำแนะนำเบื้องต้นที่ 1.0 หมื่นลบ. และเกิด share price dilution 1% เราคาดว่าจะเกิด share price dilution สูงสุดที่ 4% หากเราสมมติให้ TOP เพิ่มทุน 1 หมื่นลบ. ซึ่งหมายความว่าราคาเพิ่มทุนจะอยู่ที่ 36 บาท/หุ้น อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ TOP คาดว่าจะลดลงเหลือต่ำกว่า 1 เท่า จาก 1.4 เท่า ใน 4Q21
- นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังได้ทำข้อตกลงขายหุ้น 10.8% ใน GPSC ซึ่ง TOP น่าจะได้รับเงิน 2.23 หมื่นลบ. จากการขายหุ้น GPSC 304 ล้านหุ้น คิดเป็นราคาขายที่ 73.5 บาท ตันทุนสำหรับ GPSC ของ TOP อยู่ที่ 45 บาท/หุ้น คิดเป็นกำไร 8.7 พันลบ. (ก่อนภาษี) ในขณะเดียวกัน TOP จะต้องทำการ mark to market สัดส่วนการถือหุ้นที่เหลือ 10% เนื่องจากส่วนแบ่งกำไรของ GPSC จะถูกจัดประเภทใหม่เป็นรายได้เงินปันผล จากเดิมที่เป็นส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทรวม (equity income) และจะทำให้มีกำไรอีก 8 พันลบ. โดยรวมแล้ว TOP จะบันทึกกำไรก่อนหักภาษีจำนวน 1.6 หมื่นลบ. และหลังหักภาษีจำนวน 1.1 หมื่นลบ. เราคาดว่าข้อตกลงจะแล้วเสร็จภายใน 2Q22
- เรามองว่ากระบวนการเพิ่มทุนนี้จะเพียงพอที่จะเป็นเงินทุนเฉพาะการซื้อกิจการของ Chandra Asri ซึ่งข้อตกลงนี้มีมูลค่า 3.9 หมื่นลบ. เทียบกับแหล่งเงินทุนที่อาจได้จากการขาย GPSC และการเพิ่มทุนจำนวน 3.2-3.6 หมื่นลบ. โครงการซื้อเพลิงสะอาด (CFP) น่าจะยังคงต้องใช้เงินลงทุน US\$1.6bn (5.1 หมื่นลบ.) เทียบกับเงินสดในมือที่ 2.9 หมื่นลบ. และ EBITDA ที่ 1.6-1.8 หมื่นลบ. ในปี 2022-23F

### Key Valuations

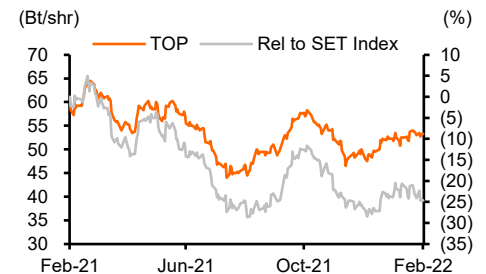
Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Revenue	345,496	383,027	359,336	352,568
Net profit	12,578	6,485	6,668	6,915
Norm net profit	5,583	6,485	6,668	6,915
Norm EPS (Bt)	2.7	3.2	3.3	3.4
Norm EPS gr (%)	na	16.2	2.8	3.7
Norm PE (x)	19.5	16.8	16.3	15.7
EV/EBITDA (x)	15.2	17.7	17.9	13.6
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8
Div. yield (%)	4.9	2.4	2.5	2.5
ROE (%)	4.7	5.3	5.3	5.4
Net D/E (%)	112.8	144.4	165.3	157.5

Source: Thanachart estimates

### Stock Data

Closing price (Bt)	53.25
Target price (Bt)	46.00
Market cap (US\$ m)	3,377
Avg daily turnover (US\$ m)	21.3
12M H/L price (Bt)	64.50/44.00

### Price Performance



Source: Bloomberg

# Fundamental Story

## Ex 1: Estimate share price dilution for capital increase

Current price (Bt/shr)	Assume price discount (%)	Capital increase price (Bt/shr)	IPO proceed (Bt m)	New market cap (Bt m)	Price after capital increase (Bt/shr)	Estimate share dilution (%)
53.25	5%	50.6	13,917	122,547	52.9	-1%
53.25	10%	47.9	13,184	121,814	52.6	-1%
53.25	20%	42.6	11,719	120,349	52.0	-2%
53.25	32%	36.4	10,000	118,630	51.2	-4%

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข 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 115 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CHG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RBF16C2202A, RFL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2206A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, 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, PTPEP, 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 ทนชนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยชนชาติ 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)

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนทรัพย์การนำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"