

Thailand Energy Sector

ผ่านจุดสูงสุดแล้ว

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)	2022F (%)	2023F (%)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (%)	2023F (%)
Bangchak Corp.	BCP TB	BUY	29.75	34.00	1,232	38.2	(33.6)	6.5	9.7	0.7	0.7	6.1	4.0
Esso (Thailand)	ESSO TB	HOLD	7.95	8.20	827	na	320.8	40.7	9.7	1.1	1.0	0.0	0.0
IRPC Plc	IRPC TB	BUY	3.56	4.40	2,188	(70.7)	489.1	63.5	10.8	0.8	0.8	4.3	4.6
PTT Global Chemical	PTTGC TB	BUY	50.75	58.00	6,881	(19.4)	5.4	10.0	9.5	0.7	0.7	4.9	4.7
Star Petroleum	SPRC TB	SELL	9.65	8.50	1,258	na	(23.1)	11.4	14.8	1.0	1.0	5.2	3.3
Thai Oil	TOP TB	SELL	51.75	45.00	3,175	53.9	(24.2)	12.3	16.2	0.7	0.7	5.8	2.5

Source: Thanachart estimates, Based on 31 March 2022 closing prices

เรายังคงมีมุมมองที่เป็นลบต่อกลุ่มโรงกลั่น ซึ่งเห็นความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นต่อค่าการกลั่น ด้วยประโยชน์จากสงครามกำลังจะหายไป เราเห็นแรงกดดันด้านอุปทานที่ผ่อนคลายลง พร้อมกับค่าการกลั่นมีแนวโน้มลดลงในสองปีข้างหน้า แนะนำ “ขาย” TOP และ SPRC

ยังคงมีมุมมองเป็นลบต่อกลุ่มโรงกลั่น

บทวิเคราะห์ที่เน้นไปที่กลุ่มโรงกลั่นซึ่งเรายังคงมีมุมมองที่เป็นลบ เนื่องจาก 1) เราเห็นความเสี่ยงต่อค่าการกลั่น ด้วยสมมติว่าสงครามรัสเซีย-ยูเครนกำลังลดระดับลง 2) ภาวะอุปทานตึงตัวได้เปลี่ยนแปลงไปทั้งในเอเชียและยุโรป และจีนยกเลิกนโยบายหยุดการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมัน และสหรัฐฯ จัดทำก๊าซธรรมชาติให้กับยุโรปมากขึ้น 3) เราคาดว่าความต้องการเปลี่ยนก๊าซเป็นน้ำมันที่ลดลงในยุโรป และสภาพอากาศที่อุ่นขึ้นในเอเชียจะส่งผลต่อการเติบโตของความต้องการดีเซล 4) เราคาดว่า 1Q22 จะเป็นไตรมาสสูงสุดสำหรับโรงกลั่นของไทย โดยได้แรงหนุนจากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง และกำไรจากสต็อกจำนวนมาก 5) ซื้อขายที่ P/BV เฉลี่ยที่ 0.9 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในอดีต โรงกลั่นไทยไม่ได้นำเสนอใจขนาดนั้น

ประโยชน์จากสงครามกำลังจะหายไป

ค่าการกลั่นสิงคโปร์เพิ่มขึ้นทำสถิติสูงที่ US\$13.9/bbl ในสัปดาห์นี้ และเพิ่มขึ้นเป็นสองเท่าจากก่อนเกิดสงครามที่ US\$6/bbl ในเดือนม.ค. และค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิดโควิดที่ US\$7/bbl การเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่ได้แรงหนุนจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งเป็นสาเหตุให้เกิดความกังวลต่ออุปทานดีเซลในยุโรปและทั่วโลก แต่อย่างไรก็ตาม เราเห็นความเสี่ยงต่อค่าการกลั่นซึ่งมาจากสถานการณ์อุปทานเริ่มดีขึ้น เนื่องจาก i) จีนยกเลิกนโยบายที่จะหยุดการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันในเดือนเม.ย. หลังอุปสงค์ในประเทศลดลง และ ii) การที่ยุโรปเห็นแรงกดดันที่ลดลงจากความตึงตัวของน้ำมันดีเซล เนื่องจากความกังวลที่ผ่อนคลายลงต่อการคว่ำบาตรก๊าซรัสเซีย และการส่งออกน้ำมันดีเซลจากสหรัฐฯและเอเชียไปยังยุโรปมากขึ้น การลดระดับของสงครามเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญอีกประการหนึ่งสำหรับค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง

พรีเมียมน้ำมันดิบที่ลดลงไม่ได้ส่งผลบวกมากนัก

พรีเมียมน้ำมันดิบตะวันออกกลาง ซึ่งเป็นแหล่งน้ำมันดิบสำคัญของโรงกลั่นไทย อาจลดลงจากระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ล่าสุด เนื่องจากความกังวลที่ลดลงเกี่ยวกับการหยุดชะงักของอุปทานน้ำมันของรัสเซีย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า พรีเมียมจะยังคงอยู่ในระดับสูง แม้ว่าเราคาดว่าสงครามจะลดระดับลง แต่เราเชื่อว่าโรงกลั่นในยุโรปยังคงพยายามเลี่ยงน้ำมันดิบของรัสเซีย ซึ่งหมายถึงความต้องการน้ำมันดิบในตะวันออกกลางที่มากขึ้น

แนะนำ “ขาย” TOP และ SPRC

เราแนะนำ “ขาย” TOP และ SPRC ด้วยซื้อขายที่ PE ที่แพงกว่าคู่แข่ง และมีสัดส่วนการกลั่นที่มากกว่า รวมถึงพึ่งพิงน้ำมันดิบตะวันออกกลางสูง BCP (“ซื้อ”) และ ESSO (“ถือ”) มีรายได้จากธุรกิจค้าปลีกน้ำมันซึ่งน่าจะดีขึ้น และเป็นเบาะรองรับได้ในช่วงที่ค่าการกลั่นตกต่ำ PTTGC (ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ” จาก “ถือ”) และ IRPC (“ซื้อ”) มีราคาหุ้นที่ร่วงลงหนักแล้ว และเราคาดว่าเคมีคอลสปเรตจะดีขึ้นตั้งแต่ปีหน้า โปรดดู Exhibit 21 การปรับกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

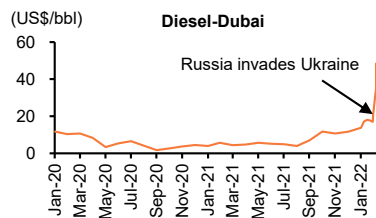


YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

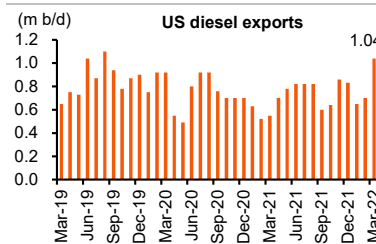
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Diesel-DB Surges Since The War



Source: Bloomberg

US Diesel Exports Surged



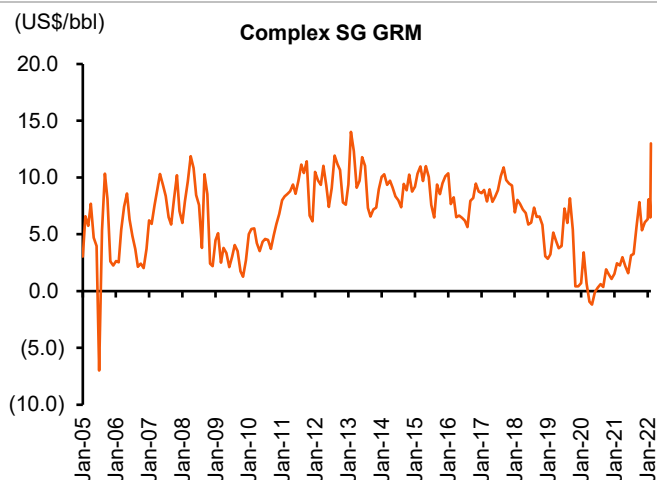
Source: Bloomberg

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

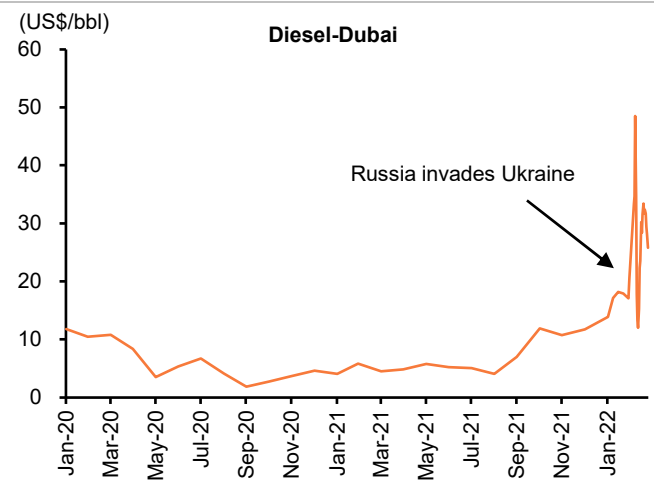
Ex 1: Russia Is Another Major Supplier Of Diesel

2021 Russian exports (KBD)	Crude	Mogas/Jet	Gasoil	Fuel Oil
Europe	2,720 (27%)	30 (2%)	700 (11%)	330 (33%)
US	210 (1%)	50 (1%)	15 (0.3%)	220 (35%)
Asia	1,540 (4%)	20 (0.3%)	80 (0.8%)	200 (7%)
Other regions	100 (0.1%)	80 (1%)	120 (2%)	70 (3%)
Total	4,570	180	915	820
% global demand	4.60%	1%	3%	12%

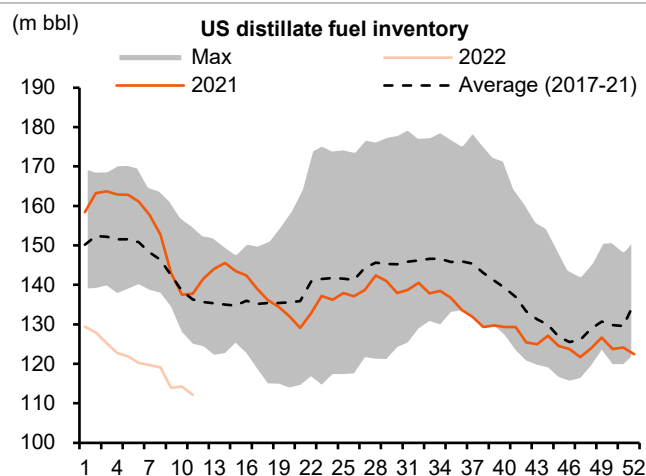
Source: TOP

Ex 2: SG GRM Has Surged To Record Levels...

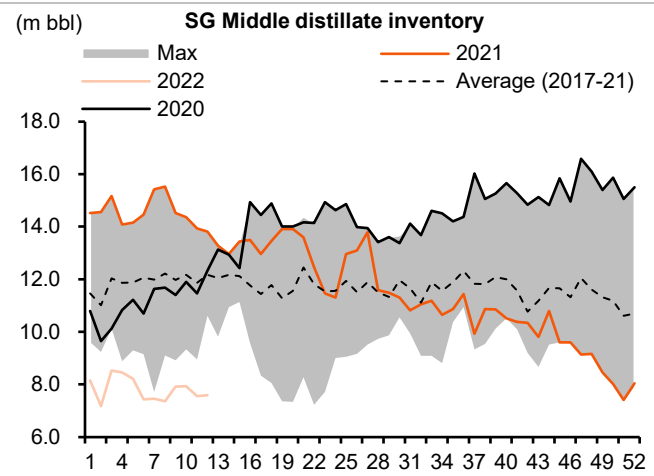
Sources: TOP, Thanachart estimates

Ex 3: ...Driven By A Surge In The Diesel-Dubai Spread

Source: TOP

Ex 4: US Middle Distillate Inventory

Source: EIA

Ex 5: Singapore Middle Distillate Inventory

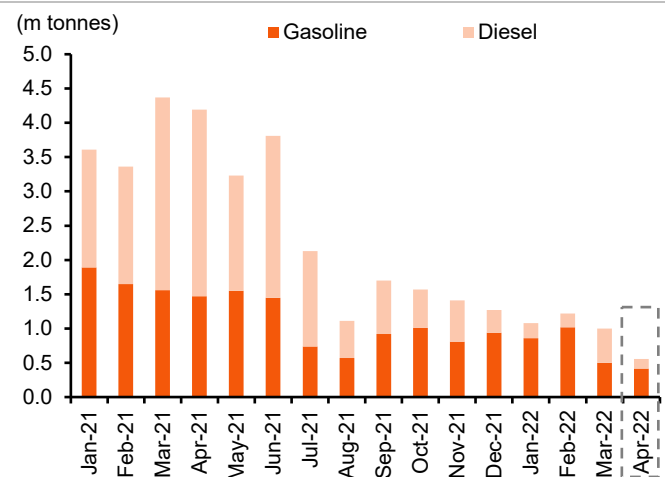
Source: Bloomberg

Ex 6: China Congestion Index



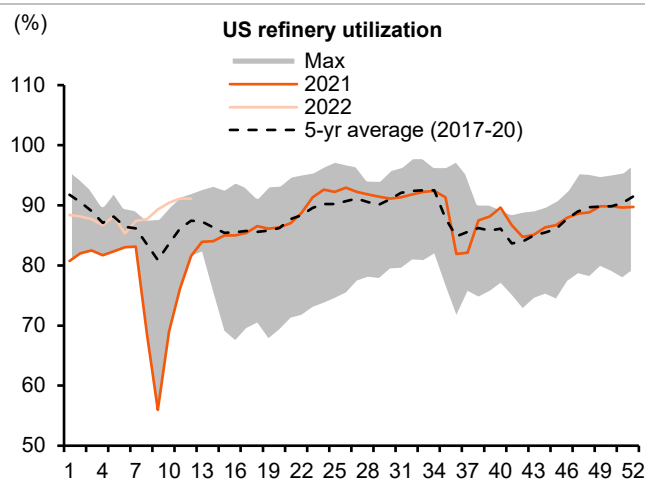
Source: Bloomberg

Ex 7: China Reversed Its Ban On Oil Product Exports



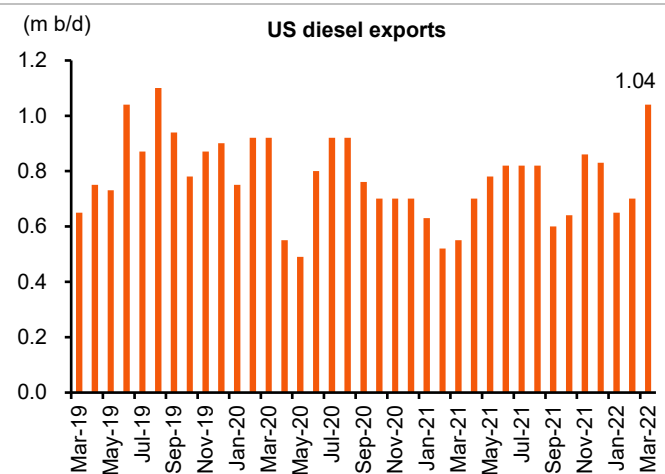
Source: SP Platts

Ex 8: US Refinery Utilization Risen To Above Average



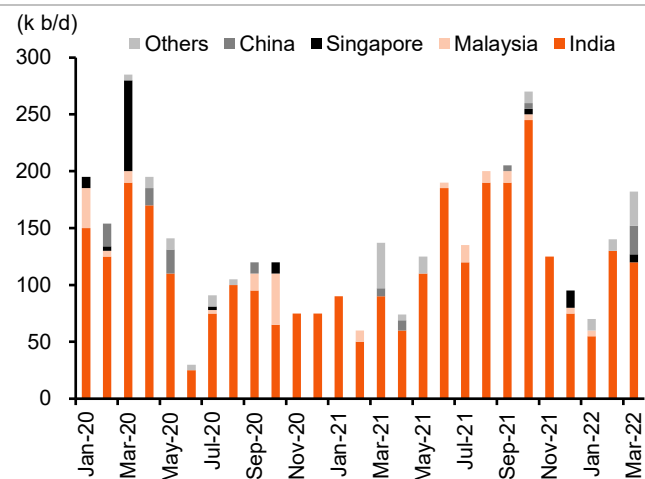
Source: EIA

Ex 9: US Diesel Exports Set To Reach Over 2-Year High



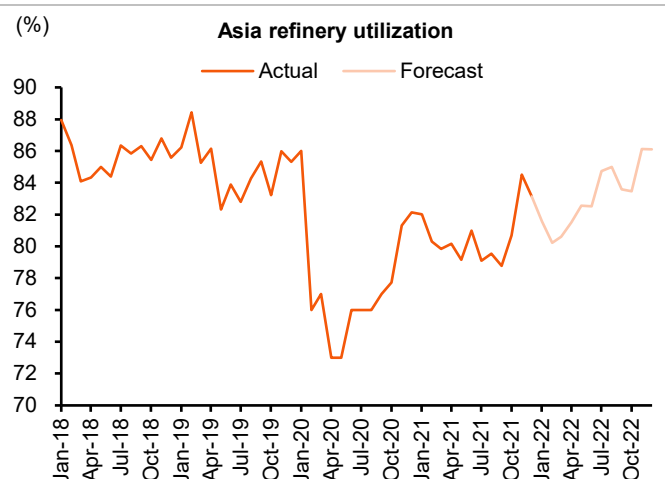
Source: Vortexa

Ex 10: Asia Diesel Loadings To Europe Is Also Rising



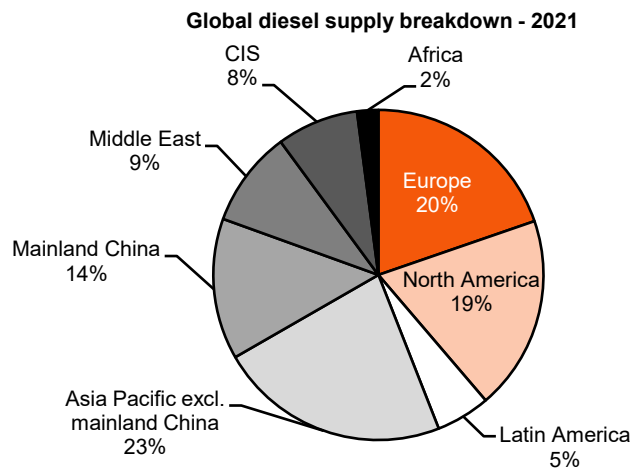
Source: Vortexa

Ex 11: Asia Run Rate On A Rising Trend



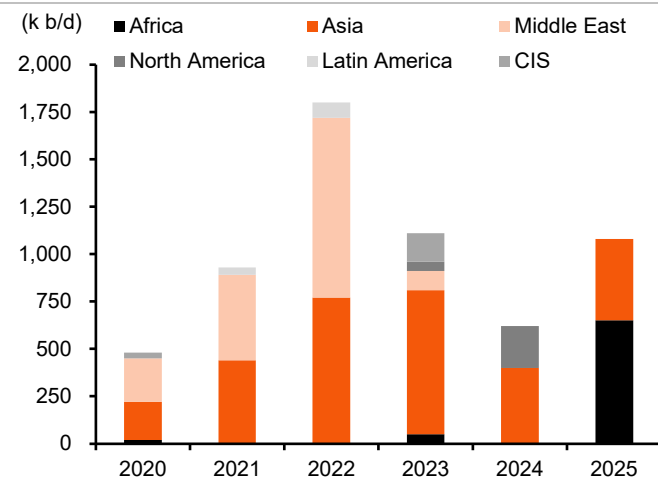
Source: TOP

Ex 12: Global Diesel Supply Breakdown – 2021



Source: Bloomberg

Ex 13: New Supply Additions



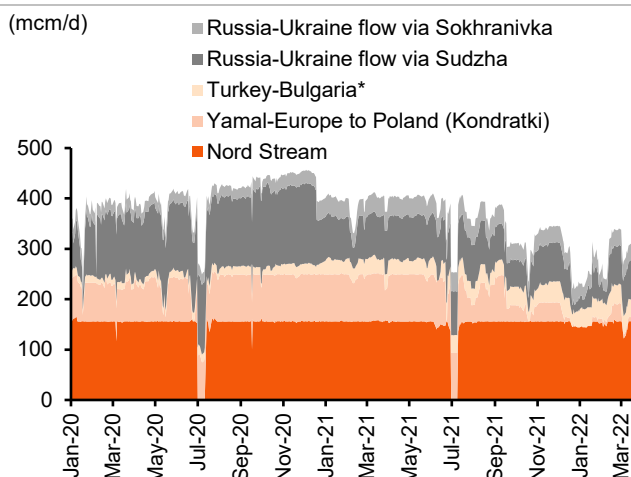
Source: Bloomberg

Ex 14: Key New Refinery Start-Ups

Country	Company	CDU (KBD)	Start-up
Saudi Arabia	Jizan	400	2Q21
China	Rongsheng II	400	1Q22
China	Local Shenghong Petrochemical	320	1Q22
Kuwait	Al Zour	615	2Q22
China	CNPC/PDVSA	400	3Q22
India	Hindustan Petroleum	125	4Q22
Thailand	Thai Oil	125	1Q23
Oman	Al-Duqm	230	1Q23
China	Sinopec Hainan	100	3Q23

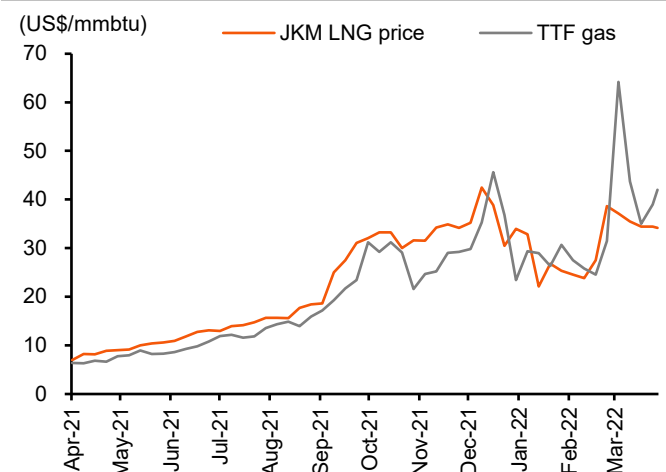
Source: TOP

Ex 15: Russian Gas Exports To Europe Still Flowing

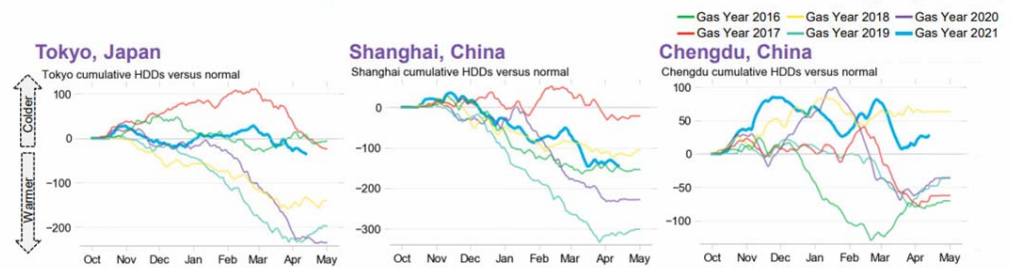


Source: Bloomberg

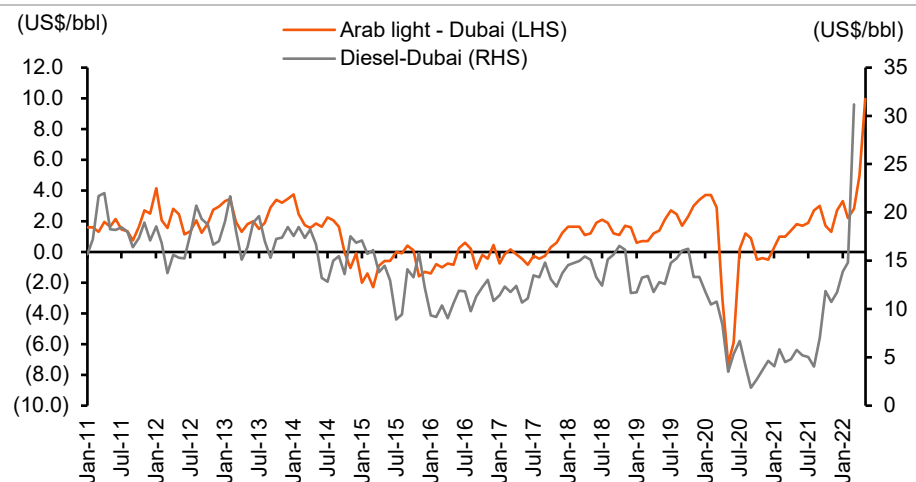
Ex 16: Europe Gas Price And LNG Price



Source: Bloomberg

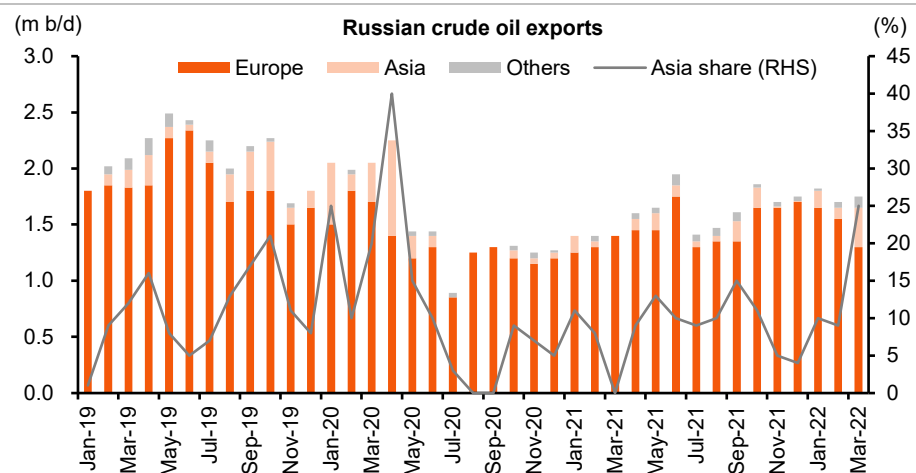
Ex 17: Key Asian Cities Are Becoming Warmer

Source: Bloomberg

Ex 18: Crude Premium vs. Diesel-Dubai Spread

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: Saudi Arabia OSP in May 2022 is based on market estimate.

Ex 19: Russian Seaborne Crude Oil Exports From The Baltic And Black Sea (mbd)

Source: Vortexa

Ex 20: Spread Assumption Revisions

	2020	2021	1Q22	Mar-22	New			Old			Change (%)		
					2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
(US\$/tonne)													
HDPE-naphtha	506	630	413	377	450	500	550	480	530	590	(6.3)	(5.7)	(6.8)
LLDPE-naphtha	479	630	437	389	505	550	600	500	550	600	1.1	0.0	0.0
LDPE-naphtha	626	1,020	731	707	750	800	830	750	800	830	0.0	0.0	0.0
PP-naphtha	616	680	419	364	420	550	600	550	600	620	(23.6)	(8.3)	(3.2)
(US\$/bbl)													
Gasoline-Dubai	4.4	11.0	16.9	22.0	16.5	13.0	12.0	13.5	12.0	12.0	21.9	8.3	0.0
Diesel-Dubai	6.2	6.7	17.6	33.8	19.1	14.0	14.0	13.0	13.0	13.0	47.3	7.7	7.7
Jet-Dubai	2.6	5.8	13.7	23.7	17.6	13.0	13.0	12.5	12.0	12.0	41.1	8.3	8.3
HSFO-Dubai	(3.0)	(4.9)	(8.9)	(10.3)	(7.7)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(4.3)	0.0	0.0
SG GRM	0.7	3.1	7.4	12.5	7.3	5.5	5.2	5.7	5.4	5.1	27.9	2.0	0.5

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 21: Profit Revision And Recommendation Changes

Net profit (Bt m)	2022F			2023F			2024F			TP (Bt/shr)			Rating	
	New	Old	% chg	New	Old	% chg	New	Old	% chg	New	Old	% chg	New	Old
BCP	6,347	4,538	39.9	4,214	4,085	3.2	3,785	3,699	2.3	34.00	32.00	6.3	BUY	BUY
ESSO	6,856	2,384	187.6	2,846	2,769	2.8	2,719	2,638	3.1	8.20	8.00	2.5	HOLD	HOLD
IRPC	6,208	5,440	14.1	6,750	6,638	1.7	9,109	9,085	0.3	4.40	4.40	0.0	BUY	BUY
PTTGC	26,808	23,442	14.4	24,032	23,380	2.8	29,088	28,089	3.6	58.00	56.00	3.6	BUY	HOLD
SPRC	8,041	2,467	225.9	3,493	3,431	1.8	3,518	3,452	1.9	8.50	8.40	1.2	SELL	SELL
TOP	27,591	6,363	333.7	6,512	6,621	(1.6)	6,868	6,918	(0.7)	45.00	46.00	(2.2)	SELL	SELL
Total	81,851	44,634	83.4	47,846	46,924	2.0	55,088	53,881	2.2					

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 22: Sector Valuation Comparison

		BCP	ESSO	IRPC	PTTGC	SPRC	TOP	Industry
Rating		BUY	HOLD	BUY	BUY	SELL	SELL	
Target price (Bt)	Thanachart	34.00	8.20	4.40	58.00	8.50	45.00	
	Consensus	35.00	8.50	4.30	65.00	11.35	63.00	
Consensus rec.	BUY	10	3	9	13	14	18	
	HOLD	4	3	9	12	3	5	
	SELL	0	1	6	1	2	3	
Sales (Bt m)	2021	199,417	172,878	235,174	465,128	172,484	345,496	1,590,578
	2022F	256,591	169,762	265,631	627,450	216,140	416,870	1,952,445
	2023F	244,270	169,343	240,404	533,400	205,289	366,105	1,758,811
	2024F	229,538	165,990	235,484	520,860	212,689	359,336	1,723,898
Norm profits (Bt m)	2021	4,592	(1,704)	3,910	28,295	(1,542)	5,583	39,134
	2022F	6,347	676	1,146	22,808	3,676	8,591	43,243
	2023F	4,214	2,846	6,750	24,032	2,826	6,512	47,179
	2024F	3,785	2,719	9,109	29,088	3,518	6,868	55,088
Sales growth (%)	2021	46.1	36.5	54.4	41.3	32.5	39.4	41.7
	2022F	28.7	(1.8)	13.0	34.9	25.3	20.7	20.1
	2023F	(4.8)	(0.2)	(9.5)	(15.0)	(5.0)	(12.2)	(7.8)
	2024F	(6.0)	(2.0)	(2.0)	(2.4)	3.6	(1.8)	(1.8)
Norm EPS growth (%)	2021	na	na	na	270.7	na	na	270.7
	2022F	38.2	na	(70.7)	(19.4)	na	53.9	0.5
	2023F	(33.6)	320.8	489.1	5.4	(23.1)	(24.2)	122.4
	2024F	(10.2)	(4.5)	35.0	21.0	24.5	5.5	11.9
Operating margin (%)	2021	6.6	(0.3)	2.3	6.4	0.1	2.6	2.9
	2022F	8.5	1.3	0.7	4.4	2.7	3.3	3.5
	2023F	5.2	2.0	3.2	5.0	1.8	2.6	3.3
	2024F	5.1	1.9	4.4	6.3	2.0	3.3	3.8
ROE (%)	2021	9.2	(10.2)	4.8	9.4	(5.1)	4.7	2.2
	2022F	11.5	3.0	1.3	7.0	9.8	6.5	6.5
	2023F	7.2	10.4	7.3	7.1	6.8	4.5	7.2
	2024F	6.3	9.0	9.4	8.3	8.0	4.7	7.6
Dividend yield (%)	2021	6.7	0.0	2.2	7.4	1.8	5.0	3.9
	2022F	6.1	0.0	4.3	4.9	5.2	5.8	4.4
	2023F	4.0	0.0	4.6	4.7	3.3	2.5	3.2
	2024F	4.0	0.0	6.3	5.7	3.4	2.6	3.7
P/BV (x)	2021	0.8	1.4	0.8	0.7	1.2	0.9	1.0
	2022F	0.7	1.1	0.8	0.7	1.0	0.7	0.8
	2023F	0.7	1.0	0.8	0.7	1.0	0.7	0.8
	2024F	0.7	0.9	0.7	0.6	0.9	0.7	0.8
Norm PE (x)	2021	8.9	na	18.6	8.1	na	18.9	13.6
	2022F	6.5	40.7	63.5	10.0	11.4	12.3	24.1
	2023F	9.7	9.7	10.8	9.5	14.8	16.2	11.8
	2024F	10.8	10.1	8.0	7.9	11.9	15.4	10.7
EV/EBITDA (x)	2021	4.2	25.2	8.8	7.9	16.5	15.0	12.9
	2022F	4.3	8.9	13.1	7.7	4.5	12.7	8.5
	2023F	6.9	6.5	7.6	7.2	5.2	17.2	8.4
	2024F	7.0	5.9	5.9	5.9	4.2	13.0	7.0
Net D/E (x)	2021	0.7	1.5	0.6	0.6	0.1	1.1	0.8
	2022F	1.2	0.7	0.6	0.5	(0.1)	1.1	0.7
	2023F	1.3	0.4	0.5	0.4	(0.2)	1.3	0.6
	2024F	1.2	0.2	0.4	0.3	(0.2)	1.3	0.5

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 23: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	24.8	16.1	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	14.7
BPCL	BPCL IN	India	(0.5)	3.0	7.7	7.5	1.4	1.3	7.0	6.6	5.8	6.4	24.7	18.9
HPCL	HPCL IN	India	(12.5)	10.3	5.8	5.2	1.0	0.9	6.4	5.6	6.8	6.4	24.1	16.8
IOCL	IOCL IN	India	45.3	(14.1)	5.1	5.9	0.9	0.8	5.0	5.4	6.9	9.5	14.6	18.2
Reliance Industries	RIL IN	India	28.4	27.7	29.6	23.2	2.3	2.1	18.0	14.5	0.3	0.3	8.6	7.9
SK Energy	096770 KS	S.Korea	82.4	11.3	15.4	13.8	1.1	1.0	7.9	7.0	0.9	1.5	4.4	7.3
S-OIL	010950 KS	S.Korea	1.4	(15.1)	7.4	8.7	1.4	1.2	5.3	5.9	4.0	4.0	23.5	20.8
Petron	PCOR PM	Philippines	152.9	na	7.7	na	0.7	na	7.1	na	na	3.0	4.1	8.8
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(10.3)	0.9	19.4	19.2	2.5	2.4	11.6	11.9	4.4	3.6	15.3	12.6
Bangchak *	BCP TB	Thailand	38.2	(33.6)	6.5	9.7	0.7	0.7	4.3	6.9	6.1	4.0	11.5	7.2
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	320.8	40.7	9.7	1.1	1.0	8.9	6.5	0.0	0.0	3.0	10.4
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	(70.7)	489.1	63.5	10.8	0.8	0.8	13.1	7.6	4.3	4.6	1.3	7.3
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	50.8	19.5	14.9	12.4	2.5	2.2	6.8	6.3	3.4	4.0	17.6	18.8
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	(19.4)	5.4	10.0	9.5	0.7	0.7	7.7	7.2	4.9	4.7	7.0	7.1
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	(23.1)	11.4	14.8	1.0	1.0	4.5	5.2	5.2	3.3	9.8	6.8
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	35.0	30.1	12.4	9.5	0.9	0.8	5.2	4.3	4.0	5.3	7.0	8.9
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	53.9	(24.2)	12.3	16.2	0.7	0.7	12.7	17.2	5.8	2.5	6.5	4.5
Average			26.6	51.5	16.8	11.7	1.2	1.2	8.2	7.9	4.2	3.9	11.5	11.6
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	9.1	(10.0)	7.4	8.2	0.6	0.5	3.4	3.6	6.1	6.6	7.3	7.7
Sinopec	386 HK	China	(2.0)	(1.4)	6.7	6.8	0.6	0.6	3.9	3.8	9.2	9.6	9.6	8.8
Total	FP	France	46.0	(11.9)	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	19.3
Eni	ENI IM	Italy	85.6	(11.2)	6.0	6.7	1.0	0.9	2.6	2.9	6.5	6.6	10.7	15.9
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	46.0	(10.0)	na	na	na	na	4.0	4.3	na	na	11.2	16.5
Repsol	REP SM	Spain	49.2	(7.5)	5.3	5.8	0.8	0.7	3.4	3.6	5.1	5.3	11.1	13.5
Chevron Texaco	CVX US	USA	58.2	(17.0)	12.0	14.5	2.2	2.1	6.1	7.1	3.3	3.5	11.7	17.1
Exxon Mobil	XOM US	USA	59.3	(15.0)	9.9	11.6	1.9	1.8	5.1	6.0	4.2	4.3	13.5	19.7
Conoco Philips	COP US	USA	90.1	(16.5)	8.7	10.4	2.4	2.2	4.6	5.5	1.7	2.0	20.8	27.8
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	10.1	(3.6)	11.3	11.7	1.0	1.0	4.9	4.6	5.2	5.2	9.5	8.8
Average			45.1	(10.4)	8.4	9.5	1.3	1.2	4.2	4.6	5.2	5.4	12.1	15.5
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	79.9	(19.6)	10.5	13.1	1.7	1.6	4.7	5.5	1.4	2.1	11.0	16.2
Woodside	WPL AU	Australia	96.9	(29.2)	10.2	14.5	2.1	2.1	4.6	5.1	3.5	6.4	11.4	25.0
Suncor Energy	SU US	Canada	155.8	(6.9)	4.9	5.3	1.1	1.0	3.7	4.1	3.2	5.2	10.9	19.9
ONGC	ONGC IN	India	na	22.6	4.9	4.0	0.8	0.7	4.1	3.4	1.9	7.3	6.1	17.6
RIL	RIL IN	India	28.4	27.7	29.6	23.2	2.3	2.1	18.0	14.5	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	98.1	(6.6)	5.1	5.5	na	9.0	4.0	4.2	0.4	1.2	(104.6)	(147.5)
Devon Energy	DVN US	USA	109.4	(8.1)	8.3	9.1	2.8	2.2	5.1	5.3	1.7	0.9	38.1	42.1
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	42.9	(23.8)	9.1	11.9	1.2	1.2	3.0	3.4	4.2	4.9	14.2	10.0
Average			87.3	(5.5)	10.3	10.8	1.7	2.5	5.9	5.7	2.1	3.5	(0.5)	(1.1)

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 31 March 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	0.1	2.3	6.3	2.3	—	—	—	—
Energy	(0.1)	4.3	(0.6)	4.3	(0.2)	2.1	(6.9)	2.1
BCP TB	(6.3)	17.8	13.3	17.8	(6.4)	15.6	7.1	15.6
ESSO TB	3.9	8.2	(5.9)	8.2	3.9	5.9	(12.2)	5.9
IRPC TB	(5.3)	(7.3)	(7.8)	(7.3)	(5.4)	(9.6)	(14.0)	(9.6)
IVL TB	2.2	7.5	1.6	7.5	2.1	5.2	(4.6)	5.2
PTT TB	(1.3)	1.3	(5.5)	1.3	(1.3)	(1.0)	(11.8)	(1.0)
PTTEP TB	4.7	22.0	25.8	22.0	4.7	19.8	19.5	19.8
PTTGC TB	(2.9)	(13.6)	(19.8)	(13.6)	(2.9)	(15.9)	(26.0)	(15.9)
SPRC TB	7.2	(1.5)	6.6	(1.5)	7.2	(3.8)	0.4	(3.8)
TOP TB	(3.3)	4.5	(14.1)	4.5	(3.3)	2.3	(20.4)	2.3

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength	W — Weakness
- ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งจะทำให้บริษัทพลังงานไทยรับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ต่ำทำ M&A - การมี synergies ร่วมกันภายใต้กลุ่ม PTT ช่วยให้ต้นทุนลดลง และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน	- โอกาสในการเติบโตที่จำกัดภายในประเทศ และปริมาณสำรองก๊าซในประเทศกำลังหมดลง - การดำเนินงาน E&P ต้นทุนสูงในประเทศไทย - กำไรและกระแสเงินสดมีความผันผวนสูงตามความผันผวนของราคาน้ำมันในตลาดโลก - บริษัทในกลุ่ม ปตท. เป็นบริษัทรัฐวิสาหกิจที่มีความยืดหยุ่นในการลงทุนต่ำกว่า
O — Opportunity	T — Threat
- โอกาสในการลงทุนในด้านใหม่ๆ เช่น การค้าปลีก การบริโภค เภสัชกรรม EV และชิ้นส่วน และพลังงานหมุนเวียน - โรงกลั่นไทย อาทิเช่น TOP, PTTGC, IPRC มีโอกาสที่จะอัพเกรดผลิตภัณฑ์ downstream ให้เป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้อีก - โอกาสในการเข้าซื้อกิจการต่างประเทศซึ่งช่วยผลักดันการเติบโต และมูลค่า	- การนำเข้า LNG ที่มีราคาถูกเป็นภัยคุกคามต่อผู้ผลิตแก๊สในประเทศรวมทั้ง PTTEP - จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และค่าใช้จ่ายในการขยายธุรกิจที่สูงกว่าที่คาดไว้ - มีความเสี่ยงในเรื่องกฎระเบียบข้อบังคับ อาทิเช่น การกำหนดราคา

REGIONAL COMPARISON

Name	—EPS growth—		— PE —		— P/BV —		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Australia	67.2	(10.9)	10.4	13.8	1.9	1.8	4.6	5.3	2.4	4.2
China	3.6	(5.7)	7.1	7.5	0.6	0.6	3.6	3.7	7.6	8.1
India	17.8	12.9	13.8	11.5	1.4	1.3	9.8	8.3	3.7	5.0
S.Korea	41.9	(1.9)	11.4	11.3	1.2	1.1	6.6	6.5	2.4	2.7
USA	83.0	(12.6)	8.8	10.2	2.3	3.5	5.0	5.6	2.3	2.4
Thailand	13.1	76.1	19.6	12.1	1.1	1.0	7.1	7.0	4.3	3.8
Average	37.8	9.6	11.8	11.1	1.4	1.5	6.1	6.1	3.8	4.4

Sources: Bloomberg Consensus
Note: * Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (From: HOLD)

TP: Bt 58.00

(From: Bt 56.00)

1 APRIL 2022

Change in Recommendation

Upside : 14.3%

PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

ถูก de-rate มากแล้ว

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ PTTGC เป็น “ซื้อ” จาก “ถือ” เนื่องจากเราเชื่อว่าราคาหุ้นของบริษัทฯ ได้สะท้อนการเปลี่ยนแปลงของปัจจัยพื้นฐานแล้ว โดยซื้อขายที่ 0.7 เท่า P/BV เท่านั้น ในขณะที่เราคาดว่าเคมีคอลสเปรตได้ผ่านจุดต่ำสุดแล้ว และจะกลับมาเป็นรอบขาขึ้นในปีหน้า



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ PTTGC เป็น “ซื้อ” (จาก “ถือ”) เนื่องจากเราเชื่อว่าหุ้นได้รับการ de-rate มากพอแล้ว จากซื้อขายที่ 1.3 เท่า P/BV ในปี 2018 เป็น 0.7 เท่า ในปัจจุบัน ปัจจุบัน PTTGC ซื้อขายใกล้ -1STD ของช่วง P/BV 5 ปี (Exhibit 8) เรามองว่าการ de-rate มูลค่าเป็นผลสะท้อนของการเปลี่ยนสัดส่วนวัตถุดิบไปสู่แนฟทาที่มีราคาแพงขึ้นและใช้ก๊าซอีเทนที่มีราคาถูกน้อยลง ในขณะเดียวกัน เราคาดว่าเคมีคอลสเปรต จะมีแนวโน้มดีขึ้นหลังจากอุปทานใหม่ทั่วโลกแตะระดับสูงสุดในปีนี้

สเปรตเริ่มฟื้นตัว

โอเลฟินส์สเปรตที่ถูกกดดันจากอุปทานระลอกใหม่ในปีนี หดตัวไปอีกจากราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น ซึ่งทำให้ต้นทุนวัตถุดิบแนฟทาและอีเทนสูงขึ้น แต่อย่างไรก็ตามสเปรตเริ่มดีขึ้น เนื่องจากราคามลพิษถูกปรับขึ้นตามราคาน้ำมัน ซึ่งได้ปรับตัวลดลงจากระดับสูงสุดเช่นกัน เราคาดว่าสเปรตจะดีขึ้นอีกหลังจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนสิ้นสุดลง และอุปทานเพิ่มเติมทั่วโลกที่ลดลงตั้งแต่ปี 2022F เป็นต้นไป สมมติฐาน HDPE-naphtha spread ของเราอยู่ที่ US\$450/500/550 ต่อตัน ในปี 2022-24F เทียบกับ US\$630 ในปี 2021 และ US\$377 ในเดือนมีนาคม 2022 Exhibit 3-4 แสดงให้เห็นแนวโน้มอุปสงค์และอุปทานทั่วโลก

สัดส่วนวัตถุดิบดีขึ้น

เรามองว่าการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างที่สำคัญอย่างหนึ่งที่ทำให้ PTTGC ถูก de-rate คือ การมีสัดส่วนวัตถุดิบแนฟทา และ LPG ที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นจาก 43% ในปี 2018 เป็น 55% ในปี 2025F แต่อย่างไรก็ตาม ปีนี้จะเป็นปีที่เลวร้ายที่สุดของสัดส่วนวัตถุดิบ โดย 65% เป็นต้นทุนแนฟทา & LPG เทียบกับต้นทุนก๊าซ 35% ทั้งนี้เนื่องจากผลผลิตก๊าซจากแหล่งเอราวัณลดลงชั่วคราว ด้วยเซฟรอนกำลังส่งต่อให้กับผู้ประกอบการใหม่ - PTTEP “ถือ” เราคาดว่าผลผลิตจะลดลงมาอยู่ที่เฉลี่ย 250-300mmcf ในปี 2022F จาก 867mmcf ในปี 2021 ก่อนที่จะเพิ่มเป็น 500mmcf ในปี 2023F และแตะระดับสูงสุดที่ 800mmcf ในปี 2024F ดังนั้นเราจึงคาดว่าสัดส่วนแนฟทา & LPG ของ PTTGC จะดีขึ้นจากระดับสูงสุดในปี 2022F ที่ 65% เป็น 60%/55% ในปี 2023-24F

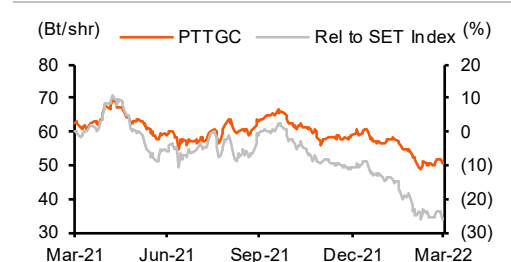
ปรับประมาณการกำไร

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราสำหรับปี 2022F ขึ้น 14% จากการกลั่นที่สูงกว่าที่คาด และมีกำไรจากสต็อก 4 พันลบ. แต่อย่างไรก็ตามเราปรับกำไรเพียง 3-4% ในปี 2023-24F ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2023F) ถูกปรับขึ้นเล็กน้อยเป็น 58 บาท (จาก 56 บาท) Exhibit 5-6 แสดงสมมติฐานในการปรับประมาณการกำไรของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	465,128	627,450	533,400	520,860
Net profit	44,982	26,808	24,032	29,088
Consensus NP	—	26,137	28,159	29,142
Diff frm cons (%)	—	2.6	(14.7)	(0.2)
Norm profit	28,295	22,808	24,032	29,088
Prev. Norm profit	—	23,442	23,380	28,089
Chg frm prev (%)	—	(2.7)	2.8	3.6
Norm EPS (Bt)	6.3	5.1	5.3	6.5
Norm EPS grw (%)	270.7	(19.4)	5.4	21.0
Norm PE (x)	8.1	10.0	9.5	7.9
EV/EBITDA (x)	7.9	7.7	7.2	5.9
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
Div yield (%)	7.4	4.9	4.7	5.7
ROE (%)	9.4	7.0	7.1	8.3
Net D/E (%)	58.0	50.8	42.1	32.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 31-Mar-22 (Bt)	50.75
Market Cap (US\$ m)	6,882.5
Listed Shares (m shares)	4,508.8
Free Float (%)	54.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	31.2
12M Price H/L (Bt)	69.50/48.75
Sector	PETRO
Major Shareholder	PTT Pcl 45.18%

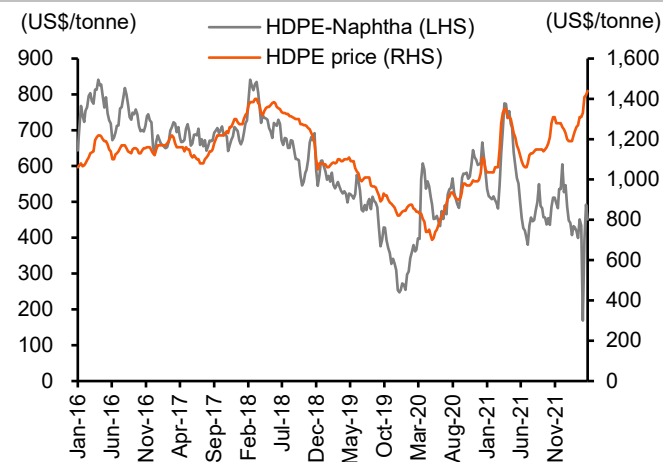
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

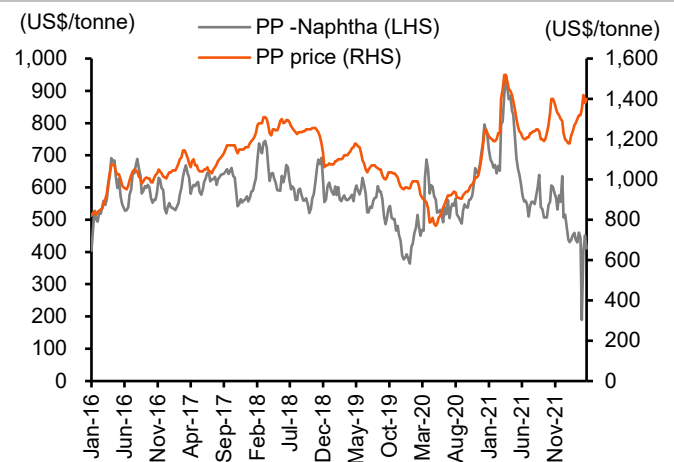


Ex 1: HDPE-Naphtha Spread Starts To Bounce



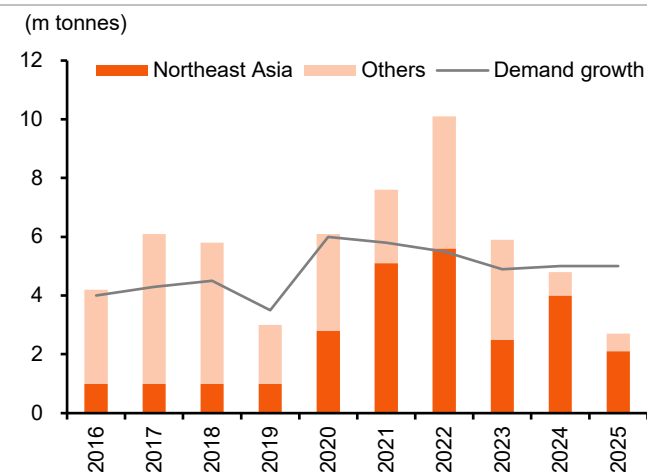
Source: Bloomberg

Ex 2: And Also PP-naphtha Spread



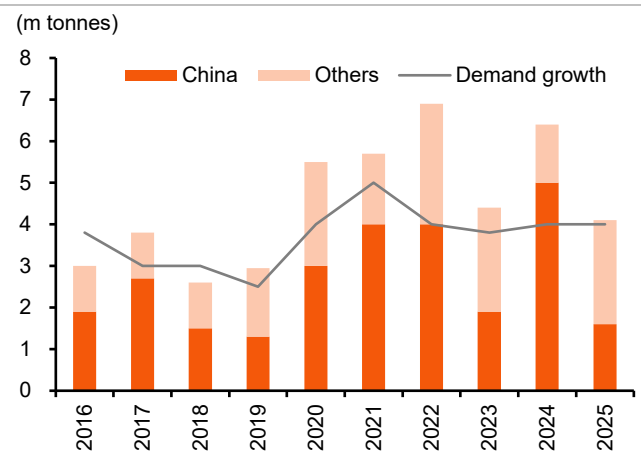
Source: Bloomberg

Ex 3: Global PE Supply Peaking Out



Source: PTTGC

Ex 4: As Is Global PP Supply



Source: IRPC

Ex 5: Spread Assumption Revisions

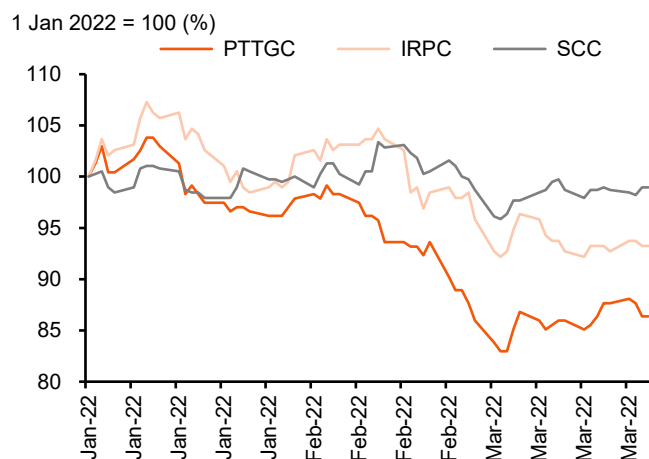
					New			Old			Change (%)		
	2020	2021	1Q22	Mar-22	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
(US\$/tonne)													
HDPE-naphtha	506	630	413	377	450	500	550	480	530	590	(6.3)	(5.7)	(6.8)
LLDPE-naphtha	479	630	437	389	505	550	600	500	550	600	1.1	0.0	0.0
LDPE-naphtha	626	1,020	731	707	750	800	830	750	800	830	0.0	0.0	0.0
PP-naphtha	616	680	419	364	420	550	600	550	600	620	(23.6)	(8.3)	(3.2)
(US\$/bbl)													
Gasoline-Dubai	4.4	11.0	16.9	22.0	16.5	13.0	12.0	13.5	12.0	12.0	21.9	8.3	0.0
Diesel-Dubai	6.2	6.7	17.6	33.8	19.1	14.0	14.0	13.0	13.0	13.0	47.3	7.7	7.7
Jet-Dubai	2.6	5.8	13.7	23.7	17.6	13.0	13.0	12.5	12.0	12.0	41.1	8.3	8.3
HSFO-Dubai	(3.0)	(4.9)	(8.9)	(10.3)	(7.7)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(4.3)	0.0	0.0
SG GRM	0.7	3.1	7.4	12.5	7.3	5.5	5.2	5.7	5.4	5.1	27.9	2.0	0.5

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

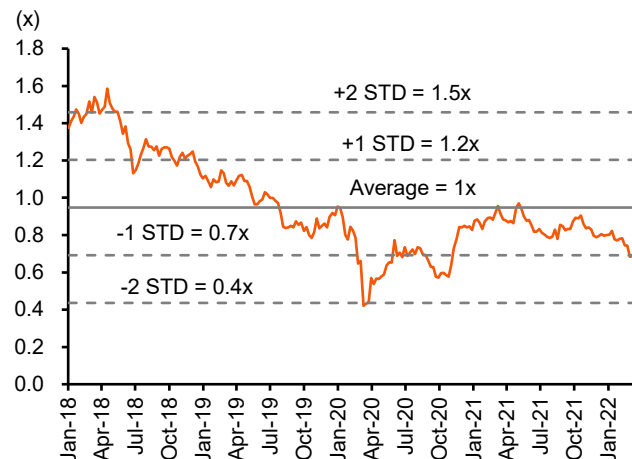
Ex 6: Earnings Revisions

(Bt m)	2021	2022F	2023F	2024F
Net Profit				
New	44,982	26,808	24,032	29,088
Old	44,982	23,442	23,380	28,089
Change (%)	0.0	14.4	2.8	3.6
Normalized profit				
New	28,295	22,808	24,032	29,088
Old	28,296	23,442	23,380	28,089
Change (%)	(0.0)	(2.7)	2.8	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: PTTGC's Share Price Has Underperformed

Source: Bloomberg

Ex 8: At Nearly -1STD P/BV Ratio

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2018F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA & equity income	52,284	59,046	59,168	59,911	58,978	58,989	59,105	59,243	59,645	59,429	57,703	
Free cash flow	44,076	45,014	45,434	48,536	47,544	46,807	46,982	47,171	47,558	47,482	46,274	582,713
PV of free cash flow	36,985	34,588	31,975	30,635	27,371	24,571	22,494	20,599	18,942	16,468	14,577	183,560
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.4											
WACC (%)	9.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	462,762											
Net debt (end-2022F)	190,025											
Minority interest	10,127											
Equity value	262,611											
# of shares (m)	4,509											
Equity value/share (Bt)	58											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		– Div yield –	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	(0.4)	(2.9)	6.7	6.9	0.6	0.5	5.0	5.0	7.4	8.8
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	(6.7)	17.9	22.9	19.4	1.5	1.4	10.1	9.7	0.0	0.0
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	20.8	12.5	14.2	12.6	1.8	1.6	9.8	8.7	3.0	3.5
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	28.4	27.7	29.6	23.2	2.3	2.1	18.0	14.5	0.3	0.3
LG Chem	051910 KS	South Korea	(33.6)	29.1	15.6	12.1	1.5	1.4	6.9	5.7	2.1	2.0
SK Energy	096770 KS	South Korea	82.4	11.3	15.4	13.8	1.1	1.0	7.9	7.0	0.9	1.5
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	(3.1)	(7.3)	12.1	13.1	2.1	1.9	7.8	8.2	4.8	4.6
Formosa Chemical	1326 TT	Taiwan	(24.8)	(1.0)	15.1	15.3	1.2	1.2	12.3	12.2	6.5	5.0
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	3.9	9.9	13.4	12.2	0.7	0.7	11.6	11.0	5.5	5.6
IRPC Pcl *	IRPC TB *	Thailand	(70.7)	489.1	63.5	10.8	0.8	0.8	13.1	7.6	4.3	4.6
Indorama Ventures *	IVL TB *	Thailand	31.7	11.5	9.7	8.7	1.5	1.4	7.7	7.8	5.2	5.7
PTT Global Chemical *	PTTGC TB *	Thailand	(19.4)	5.4	10.0	9.5	0.7	0.7	7.7	7.2	4.9	4.7
Siam Cement *	SCC TB *	Thailand	(29.1)	46.0	13.8	9.4	1.2	1.1	12.8	8.8	3.6	5.3
TPI Polene	TPIPL TB	Thailand	(37.0)	0.0	9.6	9.6	0.6	0.6	9.5	9.7	na	4.9
Average			(4.1)	46.4	18.0	12.6	1.3	1.2	10.0	8.8	3.7	4.0

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 31 March 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

PTTGC เป็นบริษัทปิโตรเคมีและโรงกลั่นที่มีฐานการผลิตครบวงจรหลังเกิด การควบรวมระหว่าง PTTC และ PTTAR ในปลายปี 2011 ผลิตภัณฑ์ของ บริษัทคือ olefins และ derivatives โดยที่ผลิตภัณฑ์หลักคือ ethylene, propylene, HDPE, LDPE, LLDPE, และ MEG และด้วยธุรกิจโอเลฟินคิด เป็นสัดส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของ EBITDA ปี 2022 PTTGC เป็นหนึ่งใน แครกเกอร์ที่ใช้ก๊าซเป็นส่วนประกอบเพียงไม่กี่แห่งในเอเชีย และมีโครงสร้าง ต้นทุนที่แข่งขันได้เมื่อเทียบกับแครกเกอร์ที่ใช้แก๊สเหลวอื่นๆ บริษัท ยังมีโรง กลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์แบบครบวงจร ซึ่งผลิตพาราไซลีน และเบนซีน เป็นหลัก นอกจากนี้ บริษัท ยังได้ย้ายเข้าสู่ธุรกิจสารเคลือบพิเศษด้วยการ ลงทุนใน Allnex Holdings GmbH (Allnex)

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

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

CONSENSUS COMPARISON

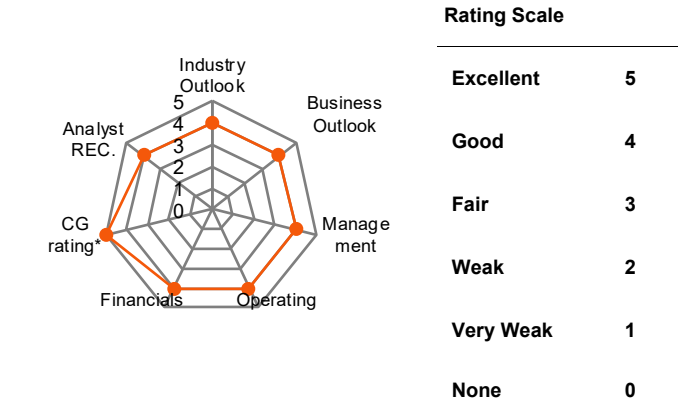
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	65.85	58.00	-12%
Net profit 22F (Bt m)	26,137	26,808	3%
Net profit 23F (Bt m)	28,159	24,032	-15%
Consensus REC	BUY: 13	HOLD: 12	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรสุทธิปี 2023F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจาก สมมติฐาน GRM ของเราที่ลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

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

T — Threat

- การลดอุปทานก๊าซธรรมชาติที่มีต้นทุนต่ำจะทำให้ความสามารถในการ แข่งขันในการเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำลดลง
- ราคาน้ำมันที่ตกต่ำบั่นทอนความได้เปรียบทางการแข่งขัน
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในตะวันออกกลางและ แครกเกอร์ในสหรัฐฯ
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และ synergies ที่จำกัด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคา น้ำมัน และ/หรือ chemical spreads ที่ต่ำกว่าคาด น่าจะเป็นความ เสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- การขาดอุปทานก๊าซที่ได้รับจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐาน การผลิตที่ไม่ได้เป็นไปตามแผน เป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	329,291	465,128	627,450	533,400	520,860
Cost of sales	308,527	416,647	574,664	485,304	467,166
Gross profit	20,764	48,481	52,786	48,097	53,694
% gross margin	6.3%	10.4%	8.4%	9.0%	10.3%
Selling & administration expenses	14,881	18,878	25,466	21,649	21,140
Operating profit	5,883	29,603	27,320	26,448	32,554
% operating margin	1.8%	6.4%	4.4%	5.0%	6.3%
Depreciation & amortization	20,292	23,092	25,001	25,836	26,492
EBITDA	26,174	52,695	52,321	52,284	59,046
% EBITDA margin	7.9%	11.3%	8.3%	9.8%	11.3%
Non-operating income	2,283	4,931	4,931	4,931	4,931
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,511)	(5,434)	(6,918)	(5,900)	(5,285)
Pre-tax profit	4,654	29,100	25,333	25,479	32,200
Income tax	(109)	7,229	7,333	6,370	8,050
After-tax profit	4,763	21,871	17,999	19,109	24,150
% net margin	1.4%	4.7%	2.9%	3.6%	4.6%
Shares in affiliates' Earnings	3,323	6,992	5,574	5,574	5,574
Minority interests	(452)	(568)	(766)	(651)	(636)
Extraordinary items	(7,434)	16,687	4,000	0	0
NET PROFIT	200	44,982	26,808	24,032	29,088
Normalized profit	7,634	28,295	22,808	24,032	29,088
EPS (Bt)	0.0	10.0	5.9	5.3	6.5
Normalized EPS (Bt)	1.7	6.3	5.1	5.3	6.5

Expect profit to improve in 2023F which chemical margins recovery

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	129,911	207,244	250,443	222,857	223,137
Cash & cash equivalent	60,658	74,994	70,000	70,000	75,000
Account receivables	29,277	50,540	68,178	57,959	56,596
Inventories	33,445	69,725	96,168	81,214	78,179
Others	6,531	11,985	16,097	13,684	13,362
Investments & loans	65,675	74,706	74,706	74,706	74,706
Net fixed assets	269,177	289,579	284,676	275,537	261,223
Other assets	24,620	182,585	182,585	182,585	182,585
Total assets	489,383	754,115	792,411	755,686	741,652
LIABILITIES:					
Current liabilities:	59,041	147,007	176,511	219,460	133,122
Account payables	20,114	69,951	96,480	81,477	78,432
Bank overdraft & ST loans	19	2,423	0	0	0
Current LT debt	22,017	37,835	40,000	100,000	20,000
Others current liabilities	16,892	36,797	40,031	37,983	34,689
Total LT debt	126,261	224,760	203,378	119,367	175,140
Others LT liabilities	15,086	54,746	71,435	62,132	60,892
Total liabilities	200,389	426,512	451,324	400,960	369,154
Minority interest	7,979	9,361	10,127	10,778	11,414
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	(3,618)	5,235	5,235	5,235	5,235
Retained earnings	202,608	230,982	243,699	256,688	273,824
Shareholders' equity	281,015	318,242	330,959	343,948	361,084
Liabilities & equity	489,383	754,115	792,411	755,686	741,652

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	4,654	29,100	25,333	25,479	32,200
Tax paid	203	(5,976)	(7,604)	(6,216)	(8,245)
Depreciation & amortization	20,292	23,092	25,001	25,836	26,492
Chg In working capital	2,322	(7,707)	(17,552)	10,171	1,353
Chg In other CA & CL / minorities	4,056	21,870	4,914	5,785	2,797
Cash flow from operations	31,527	60,380	30,092	61,054	54,597
Capex	(24,905)	(43,495)	(20,097)	(16,698)	(12,177)
Right of use	(7,039)	(3,373)	0	0	0
ST loans & investments	2,144	485	53	0	0
LT loans & investments	226	(9,032)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,192)	(94,832)	20,690	(9,303)	(1,240)
Cash flow from investments	(32,766)	(150,247)	645	(26,001)	(13,417)
Debt financing	41,352	111,958	(21,641)	(24,010)	(24,228)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,024)	(14,080)	(14,090)	(11,043)	(11,952)
Warrants & other surplus	9	6,324	0	0	0
Cash flow from financing	36,338	104,203	(35,731)	(35,054)	(36,180)
Free cash flow	6,622	16,885	9,995	44,356	42,420

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

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	30.0	8.1	10.0	9.5	7.9
Normalized PE - at target price (x)	34.3	9.2	11.5	10.9	9.0
PE (x)	1,146.4	5.1	8.5	9.5	7.9
PE - at target price (x)	1,310.2	5.8	9.8	10.9	9.0
EV/EBITDA (x)	12.1	7.9	7.7	7.2	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	13.3	8.6	8.3	7.9	6.5
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
P/CFO (x)	7.3	3.8	7.6	3.7	4.2
Price/sales (x)	0.7	0.5	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	2.0	7.4	4.9	4.7	5.7
FCF Yield (%)	2.9	7.4	4.4	19.4	18.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.7	6.3	5.1	5.3	6.5
EPS	0.0	10.0	5.9	5.3	6.5
DPS	1.0	3.8	2.5	2.4	2.9
BV/share	62.3	70.6	73.4	76.3	80.1
CFO/share	7.0	13.4	6.7	13.5	12.1
FCF/share	1.5	3.7	2.2	9.8	9.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(20.2)	41.3	34.9	(15.0)	(2.4)
Net profit (%)	(98.3)	22,436.0	(40.4)	(10.4)	21.0
EPS (%)	(98.3)	22,436.0	(40.4)	(10.4)	21.0
Normalized profit (%)	(6.5)	270.7	(19.4)	5.4	21.0
Normalized EPS (%)	(6.5)	270.7	(19.4)	5.4	21.0
Dividend payout ratio (%)	2,258.9	37.6	42.0	45.0	45.0
Operating performance					
Gross margin (%)	6.3	10.4	8.4	9.0	10.3
Operating margin (%)	1.8	6.4	4.4	5.0	6.3
EBITDA margin (%)	7.9	11.3	8.3	9.8	11.3
Net margin (%)	1.4	4.7	2.9	3.6	4.6
D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	1.7	5.4	3.9	4.5	6.2
Interest coverage - EBITDA (x)	7.5	9.7	7.6	8.9	11.2
ROA - using norm profit (%)	1.6	4.6	2.9	3.1	3.9
ROE - using norm profit (%)	2.7	9.4	7.0	7.1	8.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.7	7.3	5.5	5.7	6.9
- asset turnover (x)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
- operating margin (%)	2.5	7.4	5.1	5.9	7.2
- leverage (x)	1.7	2.1	2.4	2.3	2.1
- interest burden (%)	57.0	84.3	78.5	81.2	85.9
- tax burden (%)	102.3	75.2	71.1	75.0	75.0
WACC (%)	9.2	9.2	9.2	9.2	9.2
ROIC (%)	1.6	6.0	3.8	3.9	4.9
NOPAT (Bt m)	6,021	22,249	19,411	19,836	24,416
invested capital (Bt m)	368,653	508,266	504,337	493,316	481,224

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net D/E remains relatively low

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 8.50

(From: Bt 8.40)

Downside : 11.9%

1 APRIL 2022

Small Cap Research

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

ปัจจัยบวกสะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว

เราคงคำแนะนำ “ขาย” SPRC โดยปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเล็กน้อย เป็น 8.5 บาท SPRC ซื้อขายที่ 1.0 เท่า P/BV ซึ่งเราถือว่าไม่น่าสนใจ เนื่องจากเราคาดว่าค่าการกลั่นใกล้เคียงและจุดสูงสุด และ SPRC ใช้วัตถุดิบ น้ำมันจากแหล่งที่มีราคาสูง



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ขาย”

เราคงคำแนะนำ “ขาย” SPRC เนื่องจาก 1) เรามองค่าการกลั่นที่เพิ่มขึ้นในปัจจุบันจากสงครามรัสเซีย-ยูเครนนั้นไม่ยั่งยืน และสะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว ราคาหุ้นของ SPRC ปรับตัวขึ้นมากกว่าคู่แข่งตั้งแต่รัสเซียบุกยูเครนเนื่องจากมีสัดส่วนการกลั่นในระดับสูง 2) เรามองว่าการซื้อขายที่ valuation ที่มีพรีเมียมของ SPRC นั้นไม่เหมาะสม เนื่องจากการพึ่งพิงน้ำมันดิบในตะวันออกกลางที่มีราคาแพง ซึ่งน่าจะทำให้ค่าการกลั่นของบริษัทฯ ต่ำกว่าของคู่แข่ง และ 3) เราคาดว่ากำไรของบริษัทฯ จะแตะระดับสูงสุดในปี 1Q22F โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวที่แข็งแกร่งของค่าการกลั่น และมีกำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือจำนวนมาก

พึ่งพาน้ำมันดิบราคาแพงในระดับสูง

ค่าพรีเมียมของน้ำมันดิบในตะวันออกกลางที่เพิ่มขึ้นน่าจะกระทบ SPRC มากกว่าคู่แข่ง เนื่องจากการพึ่งพาน้ำมันดิบราคาแพงในตะวันออกกลางที่ราว 90% ของปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้าทั้งหมด เทียบกับคู่แข่งที่เฉลี่ยอยู่ที่ 45% เราคาดว่าพรีเมียมน้ำมันดิบในตะวันออกกลางจะอยู่ในระดับสูง 1) โรงกลั่นในยุโรปกำลังเลี้ยงน้ำมันดิบของรัสเซีย ซึ่งทำให้มีความต้องการน้ำมันดิบในตะวันออกกลางเพิ่มขึ้น 2) น้ำมันดิบดังกล่าวมีพร้อมในปริมาณจำกัด เนื่องจากกลุ่ม OPEC+ ยังไม่ได้เพิ่มการผลิตในเชิงรุก พรีเมียมน้ำมันดิบ Arab Light เพิ่มขึ้นจาก US\$3.3/bbl ในเดือนม.ค.2022 มาแตะระดับสูงสุดที่ US\$4.95/bbl สำหรับปริมาณขนส่งในเดือนเมษายน 2022 และมีแนวโน้มว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างมากที่ US\$5/bbl /บาร์เรล เป็นเกือบ US\$10/bbl สำหรับปริมาณขนส่งในเดือนพ.ค.

ค่าการกลั่นใกล้เคียงและระดับสูงสุด

เราคาดว่าค่าการกลั่นของ SPRC จะแตะระดับสูงสุดใน 1Q22F ที่ US\$7.8/bbl เทียบกับ US\$6.0/bbl ใน 4Q21 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าค่าการกลั่นจะทรงตัวหรืออ่อนตัวลงใน 2Q22F เนื่องจากพรีเมียมน้ำมันดิบที่สูงได้กลบผลประโยชน์จากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้รวมกำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือใน 1Q22F ที่ 5 พันลบ. และคาดว่าค่าการกลั่นแข็งแกร่งกว่าค่า YTD ขณะที่เราปรับเพิ่มกำไรปี 2022F ของ SPRC เป็น 8 พันลบ. จากเดิมที่ 2.5 พันลบ. เราปรับเพิ่มกำไรปี 2023-24F ขึ้น 2% เนื่องจากเราได้รับการฟื้นตัวของสเปรดน้ำมันอากาศยานที่สูงกว่าที่คาด ซึ่งทำให้ราคาเป้าหมายปีฐาน 2023F ของเรา เพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ 1% เป็น 8.5 บาท/หุ้น จาก 8.4 บาท

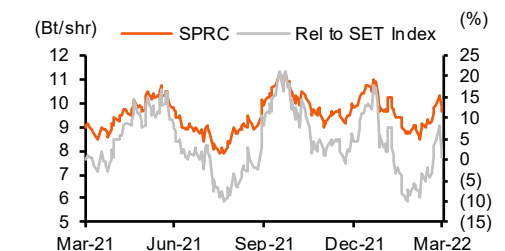
การซื้อขายในระดับที่มีพรีเมียมนั้นไม่เหมาะสม

ราคาหุ้นของ SPRC ปรับตัวขึ้น 12% นับตั้งแต่รัสเซียบุกยูเครน แชนจ์หน้าคู่แข่งราว 4% ถึง 18% (Exhibit 6) เรามองว่าการซื้อขายที่ P/BV ที่ 1.0 เท่านั้นแพง โดยเฉพาะเมื่อซื้อขายที่ระดับที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยที่ 0.9 เท่า ของโรงกลั่นไทยราว 24% เรามองว่าการซื้อขายที่ระดับที่มีพรีเมียมนั้นไม่เหมาะสม เนื่องจากเราคิดว่าค่าการกลั่นอยู่ในช่วงสูงสุดของรอบการเติบโต และใช้น้ำมันดิบจากตะวันออกกลางที่มีราคาแพงในสัดส่วนที่สูง ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น P/BV ที่ 0.9 เท่า ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่ง เนื่องจากให้ ROE ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่ง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	172,484	216,140	205,289	212,689
Net profit	4,746	8,041	3,493	3,518
Consensus NP	—	4,060	4,883	6,012
Diff frm cons (%)	—	98.0	(28.5)	(41.5)
Norm profit	(1,542)	3,676	2,826	3,518
Prev. Norm profit	—	3,167	2,764	3,452
Chg frm prev (%)	—	16.0	2.2	1.9
Norm EPS (Bt)	(0.4)	0.8	0.7	0.8
Norm EPS grw (%)	na	na	(23.1)	24.5
Norm PE (x)	na	11.4	14.8	11.9
EV/EBITDA (x)	16.5	4.5	5.2	4.2
P/BV (x)	1.2	1.0	1.0	0.9
Div yield (%)	1.8	5.2	3.3	3.4
ROE (%)	na	9.8	6.8	8.0
Net D/E (%)	14.9	(6.6)	(17.1)	(25.0)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

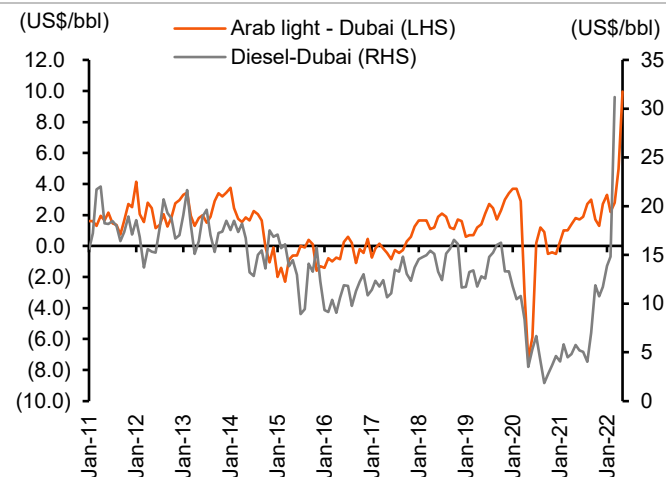
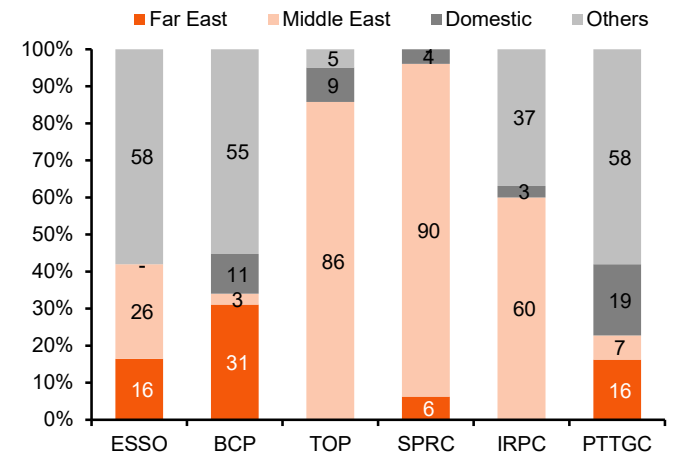
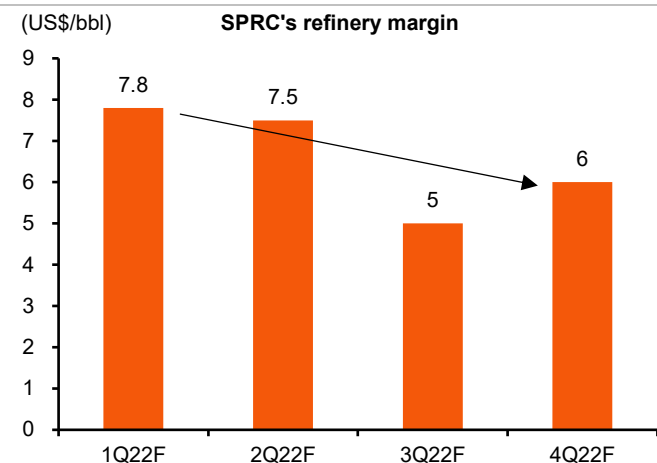
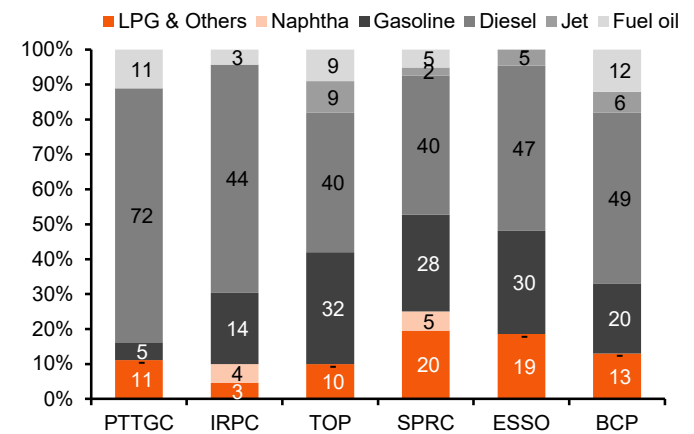
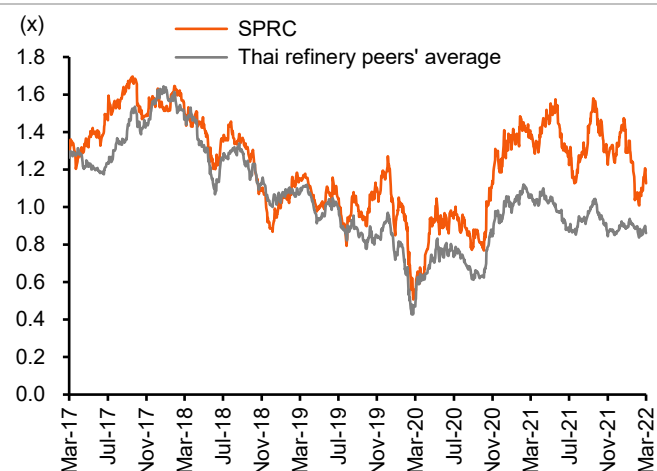
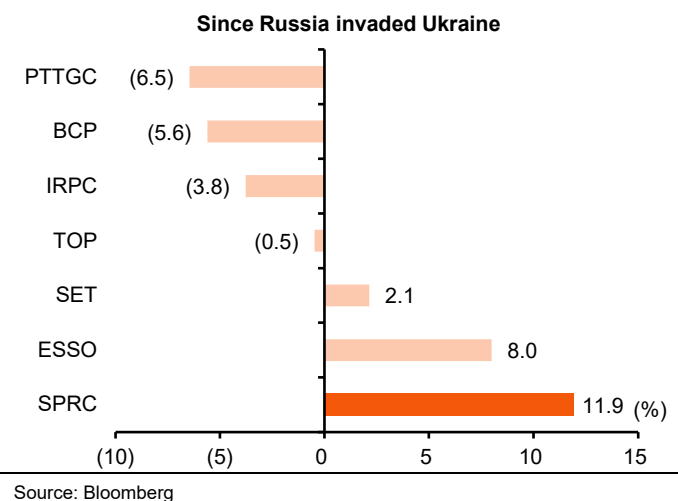
Price as of 31-Mar-22 (Bt)	9.65
Market Cap (US\$ m)	1,258.5
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.6
12M Price H/L (Bt)	11.20/7.85
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลเท่านั้นและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Crude Premium Jump Dilutes High GRM Benefit**Ex 2: SPRC Exposed To Expensive Middle East Crude****Ex 3: We Expect Market GRM To Peak In 1Q22****Ex 4: SPRC Doesn't Have The Highest Diesel Yield****Ex 5: Premium P/BV To Peers' Should Close****Ex 6: SPRC Has Already Outperformed**

Ex 7: Key Assumption Changes

	2020	2021	1Q22	Mar-22	New			Old			Change (%)		
					2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Gasoline-Dubai	4.4	11.0	16.9	22.0	16.5	13.0	12.0	13.5	12.0	12.0	21.9	8.3	0.0
Diesel-Dubai	6.2	6.7	17.6	33.8	19.1	14.0	14.0	13.0	13.0	13.0	47.3	7.7	7.7
Jet-Dubai	2.6	5.8	13.7	23.7	17.6	13.0	13.0	12.5	12.0	12.0	41.1	8.3	8.3
HSFO-Dubai	(3.0)	(4.9)	(8.9)	(10.3)	(7.7)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(4.3)	0.0	0.0
SG GRM	0.7	3.1	7.4	12.5	7.3	5.5	5.2	5.7	5.4	5.1	27.9	2.0	0.5

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Profit Revisions

(Bt m)	2021	2022F	2023F	2024F
Net profit				
New	4,746	8,041	3,493	3,518
Old	4,746	2,467	3,431	3,452
Change (%)	0.0	225.9	1.8	1.9
Normalized profit				
New	(1,542)	3,676	2,826	3,518
Old	(1,542)	3,167	2,764	3,452
Change (%)	0.0	16.0	2.2	1.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA + dividend	6,604	7,263	4,888	6,953	6,981	7,008	5,917	5,942	4,293	6,136	6,167	
Free cash flow	5,949	5,165	1,984	1,607	4,933	4,965	4,086	4,131	2,431	935	4,268	42,597
PV of free cash flow	4,904	3,864	1,347	969	2,689	2,446	1,819	1,662	884	293	1,204	12,012
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	10.2											
Terminal growth (%)	1.0											
Enterprise value - add Investments	34,094											
Net debt (2022F)	(2,701)											
Minority interest	0											
Equity value	36,795											
# of shares (m)	4,336											
Equity value/sh (Bt)	8.5											

Sources: Thanachart estimates

กรุณารออ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

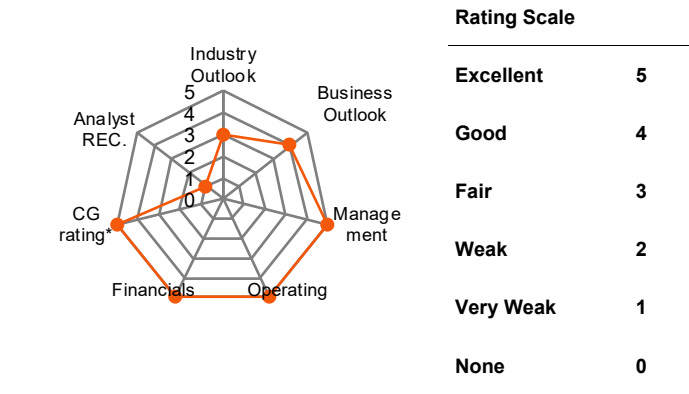
S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานที่น่าเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

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)	11.25	8.50	-24%
Net profit 22F (Bt m)	4,060	8,041	98%
Net profit 23F (Bt m)	4,883	3,493	-28%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 3	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2023F ของเรต่ำกว่ากว่า Bloomberg consensus อย่างมาก เนื่องจากเราสมมติให้ GRM ลดลง
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	130,163	172,484	216,140	205,289	212,689
Cost of sales	137,169	171,528	209,452	200,722	207,489
Gross profit	(7,006)	956	6,688	4,567	5,200
% gross margin	-5.4%	0.6%	3.1%	2.2%	2.4%
Selling & administration expenses	911	749	881	881	881
Operating profit	(7,916)	207	5,807	3,686	4,320
% operating margin	-6.1%	0.1%	2.7%	1.8%	2.0%
Depreciation & amortization	2,832	2,644	2,874	2,918	2,944
EBITDA	(5,084)	2,851	8,681	6,604	7,263
% EBITDA margin	-3.9%	1.7%	4.0%	3.2%	3.4%
Non-operating income	71	62	40	70	103
Non-operating expenses	143	(433)	0	0	0
Interest expense	(177)	(212)	(169)	(65)	(33)
Pre-tax profit	(7,880)	(376)	5,678	3,691	4,389
Income tax	(1,555)	1,166	2,002	865	871
After-tax profit	(6,325)	(1,542)	3,676	2,826	3,518
% net margin	-4.9%	-0.9%	1.7%	1.4%	1.7%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(5,955)	6,288	4,365	667	0
NET PROFIT	(12,280)	4,746	8,041	3,493	3,518
Normalized profit	(6,325)	(1,542)	3,676	2,826	3,518
EPS (Bt)	(2.8)	1.1	1.9	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	(1.5)	(0.4)	0.8	0.7	0.8

We expect a core earnings recovery from 2022F, but lower in 2023F.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	19,323	32,731	35,497	38,112	41,623
Cash & cash equivalent	1,635	2,945	5,000	9,000	11,500
Account receivables	8,515	13,219	13,217	12,554	13,006
Inventories	9,052	16,486	17,178	16,462	17,017
Others	121	81	101	96	100
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	24,156	24,219	23,045	20,827	18,583
Other assets	3,062	1,776	2,202	2,096	2,169
Total assets	46,541	58,726	60,744	61,036	62,375
LIABILITIES:					
Current liabilities:	10,740	20,031	16,825	15,891	16,292
Account payables	7,821	13,961	14,456	13,853	14,320
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	1,380	4,680	345	254	47
Others current liabilities	1,539	1,390	2,024	1,783	1,924
Total LT debt	8,857	3,374	1,954	1,442	268
Others LT liabilities	517	950	1,024	1,052	1,049
Total liabilities	20,114	24,355	19,804	18,385	17,609
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	(7,447)	(4,207)	(4,207)	(4,207)	(4,207)
Retained earnings	2,892	7,596	14,166	15,876	17,992
Shareholders' equity	26,427	34,371	40,941	42,651	44,767
Liabilities & equity	46,541	58,726	60,744	61,036	62,375

Sources: Company data, Thanachart estimates

Balance sheet remains strong despite a difficult operating environment

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(7,880)	(376)	5,678	3,691	4,389
Tax paid	1,555	(1,166)	(2,002)	(865)	(871)
Depreciation & amortization	2,832	2,644	2,874	2,918	2,944
Chg In working capital	1,736	(5,999)	(195)	777	(540)
Chg In other CA & CL / minorities	847	(171)	612	(236)	137
Cash flow from operations	(910)	(5,068)	6,966	6,285	6,058
Capex	(253)	(2,665)	(1,700)	(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	(7,191)	7,670	4,015	801	(75)
Cash flow from investments	(7,444)	5,005	2,315	101	(775)
Debt financing	3,738	(1,824)	(5,754)	(603)	(1,381)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(271)	(774)	(1,471)	(1,783)	(1,402)
Warrants & other surplus	6,502	3,971	0	0	0
Cash flow from financing	9,969	1,373	(7,225)	(2,386)	(2,783)
Free cash flow	(1,163)	(7,733)	5,266	5,585	5,358

We expect a FCF improvement from this year

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	11.4	14.8	11.9
Normalized PE - at target price (x)	na	na	10.0	13.0	10.5
PE (x)	na	8.8	5.2	12.0	11.9
PE - at target price (x)	na	7.8	4.6	10.6	10.5
EV/EBITDA (x)	na	16.5	4.5	5.2	4.2
EV/EBITDA - at target price (x)	na	14.7	3.9	4.5	3.5
P/BV (x)	1.6	1.2	1.0	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
P/CFO (x)	(46.0)	(8.3)	6.0	6.7	6.9
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	0.0	1.8	5.2	3.3	3.4
FCF Yield (%)	(2.8)	(18.5)	12.6	13.3	12.8
(Bt)					
Normalized EPS	(1.5)	(0.4)	0.8	0.7	0.8
EPS	(2.8)	1.1	1.9	0.8	0.8
DPS	0.0	0.2	0.5	0.3	0.3
BV/share	6.1	7.9	9.4	9.8	10.3
CFO/share	(0.2)	(1.2)	1.6	1.4	1.4
FCF/share	(0.3)	(1.8)	1.2	1.3	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

We believe a GRM recovery looks priced in

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(22.9)	32.5	25.3	(5.0)	3.6
Net profit (%)	na	na	69.4	(56.6)	0.7
EPS (%)	na	na	69.4	(56.6)	0.7
Normalized profit (%)	na	na	na	(23.1)	24.5
Normalized EPS (%)	na	na	na	(23.1)	24.5
Dividend payout ratio (%)	0.0	16.3	27.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(5.4)	0.6	3.1	2.2	2.4
Operating margin (%)	(6.1)	0.1	2.7	1.8	2.0
EBITDA margin (%)	(3.9)	1.7	4.0	3.2	3.4
Net margin (%)	(4.9)	(0.9)	1.7	1.4	1.7
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.1	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	na	1.0	34.3	56.5	131.5
Interest coverage - EBITDA (x)	na	13.5	51.3	101.2	221.1
ROA - using norm profit (%)	na	na	6.2	4.6	5.7
ROE - using norm profit (%)	na	na	9.8	6.8	8.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	9.8	6.8	8.0
- asset turnover (x)	2.6	3.3	3.6	3.4	3.4
- operating margin (%)	na	na	2.7	1.8	2.1
- leverage (x)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
- interest burden (%)	102.3	229.4	97.1	98.3	99.3
- tax burden (%)	na	na	64.7	76.6	80.2
WACC (%)	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
ROIC (%)	(20.2)	0.6	11.8	7.7	9.8
NOPAT (Bt m)	(7,916)	207	4,649	2,954	3,462
invested capital (Bt m)	35,029	39,480	38,240	35,347	33,582

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

SELL (Unchanged)
Change in Numbers

TP: Bt 45.00 (From: Bt 46.00)
Downside : 13.0%

1 APRIL 2022

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

ยังคงไม่น่าสนใจ

เราคงคำแนะนำ “ขาย” TOP ราคาเป้าหมายต่ำลงเป็น 45 บาท เรามองว่าการซื้อขายที่ 12/16 เท่า 2022-23F PE นั้นแพง เนื่องจากคาดว่าค่าการกลั่นใกล้เคียงจุดสูงสุด ถูกกดดันจากพรีเมียมน้ำมันดิบที่สูง และอัตรากำไรของธุรกิจจะโรเมติกส์และน้ำมันหล่อลื่นมีแนวโน้มที่ไม่สดใส



YUPAPAN POLPORNPRASERT
662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ “ขาย”

เราคงคำแนะนำ “ขาย” TOP 1) เราคาดว่ากำไรจะอ่อนตัวลงตั้งแต่ 2Q22F เป็นต้นไป เนื่องจากค่าการกลั่นมีแนวโน้มและจุดสูงสุด ขณะที่ต้นทุนน้ำจะถูกกดดันจากพรีเมียมน้ำมันดิบตะวันออกกลางที่พุ่งสูงขึ้น 2) aromatics และ lube-base spreads (62% ของ GIM) น่าจะยังคงอยู่ในระดับต่ำเนื่องจากแรงกดดันอุปทานอย่างต่อเนื่อง 3) แม้ว่าค่าการกลั่นจะแข็งแกร่งกว่าคาดในช่วง YTD แต่เรายังคงคาดว่า TOP จะมีกระแสเงินสดอิสระเป็นลบในช่วงสองปีข้างหน้า และ 4) เรามองว่า TOP มีมูลค่าแพงที่ 12/16 เท่า PE ในปี 2022-23F เนื่องจากมีแนวโน้มที่อ่อนแอ นอกจากนี้โครงการเชื้อเพลิงสะอาดเพื่อเพิ่มอัตรากำไรขั้นต้น (CFP) ล่าช้าออกไปอย่างน้อย 12 เดือนโดยยังไม่มีวันเริ่มต้นที่แน่นอน

ค่าการกลั่นใกล้เคียงจุดสูงสุด และต้นทุนสูงขึ้น

เราคาดว่าค่าการกลั่นของสิงคโปร์จะแตะจุดสูงสุดในปีนี้ เนื่องจากการเพิ่มขึ้นอย่างไม่ยั่งยืนจากสงครามรัสเซีย - ยูเครน และอุปทานใหม่ที่กำลังจะเข้ามาตั้งแต่ปี 2022F เป็นต้นไป Exhibit 5 แสดงแนวโน้มอุปทานของอุตสาหกรรม นอกจากนี้ จีนได้ยกเลิกนโยบายห้ามส่งออกเพื่ออนุญาตให้ส่งออกผลิตภัณฑ์จากการกลั่น ซึ่งน่าจะช่วยบรรเทาความตึงตัวของน้ำมันดีเซลในยุโรป นอกจากนี้ TOP ยังใช้น้ำมันดิบตะวันออกกลางในสัดส่วนที่สูง (86% ของน้ำมันดิบที่นำเข้าในปี 2022F) ซึ่งมีระดับพรีเมียมน้ำมันดิบที่สูงกว่าเมื่อเทียบกับน้ำมันดูไบมาตรฐาน ปัจจุบันพรีเมียมน้ำมันดิบสูงกว่าปีที่แล้วอย่างมาก และเราคาดว่าจะบันทึกประโยชน์จากการกลั่นมาตรฐานที่เพิ่มขึ้น TOP ได้รับผลกระทบจากพรีเมียมน้ำมันดิบที่สูงขึ้นมากกว่าคู่แข่ง (ใช้น้ำมันดิบราคาแพงเพียง 45%)

อะโรเมติกส์สเปรตและสเปรตของน้ำมันหล่อลื่นอ่อนแอ

ขณะที่ค่าการกลั่นกำลังจะถึงจุดสูงสุด อะโรเมติกส์สเปรตยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน เนื่องจากแนวโน้มอุปทานส่วนเกินในปี 2022-24F อีกทั้งสเปรตของน้ำมันหล่อลื่นยังอยู่ภายใต้แรงกดดันจากอุปทานที่สูงขึ้น เนื่องจากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้น สเปรตของ Px-naphtha อยู่ที่ US\$157/tonne ลดลง 19% จากค่าเฉลี่ยใน 4Q21 สเปรตของน้ำมันหล่อลื่นอยู่ที่ US\$439/tonne หรือลดลง 34% จากค่าเฉลี่ยใน 4Q21

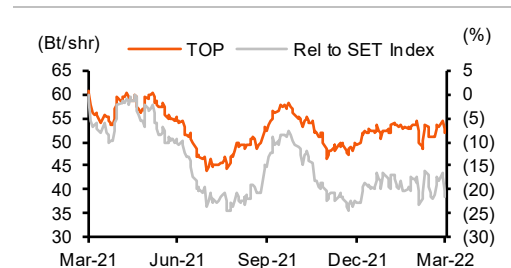
ปรับประมาณการกำไร

เราปรับเพิ่มกำไรสุทธิของ TOP ขึ้นอย่างมากในปี 2022F เป็น 2.8 หมื่นลบ. จากเดิมที่ 6.3 พันลบ. เนื่องจากเราปรับเพิ่มสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์เป็น US\$7.3/bbl (จาก US\$5.7) และรวมกำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือที่ 1 หมื่นลบ. และกำไร 1.1 หมื่นลบ. จากการลดสัดส่วนการถือหุ้นใน GPSC ลงเป็น 10% จาก 20.8% แต่เราปรับลดกำไรปี 2023-24F ลง 2/1% จากกำไรจาก Chandra Asri และ GPSC ที่คาดว่าจะลดลงโปรตรูปทวีเคราะห์ GPSC ของคุณธนรัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ “มีปัจจัยกดดันหลายด้าน” วันที่ 18 มีนาคม 2022 ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเรา (ปีฐาน 2023F) จึงลดลงเล็กน้อยเหลือ 45 บาท (จาก 46 บาท)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	345,496	416,870	366,105	359,336
Net profit	12,578	27,591	6,512	6,868
Consensus NP	—	12,676	10,552	12,358
Diff frm cons (%)	—	117.7	(38.3)	(44.4)
Norm profit	5,583	8,591	6,512	6,868
Prev. Norm profit	—	6,363	6,621	6,918
Chg frm prev (%)	—	35.0	(1.6)	(0.7)
Norm EPS (Bt)	2.7	4.2	3.2	3.4
Norm EPS grw (%)	na	53.9	(24.2)	5.5
Norm PE (x)	18.9	12.3	16.2	15.4
EV/EBITDA (x)	15.0	12.7	17.2	13.0
P/BV (x)	0.9	0.7	0.7	0.7
Div yield (%)	5.0	5.8	2.5	2.6
ROE (%)	4.7	6.5	4.5	4.7
Net D/E (%)	112.8	112.7	134.2	128.3

PRICE PERFORMANCE

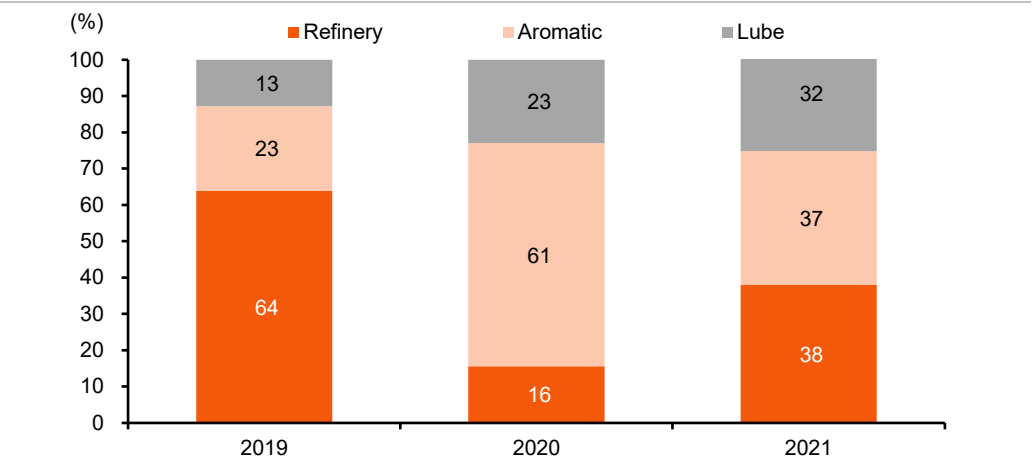


COMPANY INFORMATION

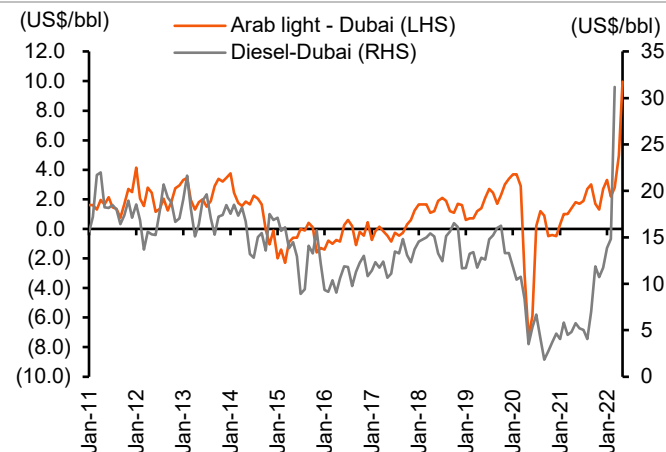
Price as of 31-Mar-22 (Bt)	51.75
Market Cap (US\$ m)	3,175.4
Listed Shares (m shares)	2,040.0
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	23.0
12M Price H/L (Bt)	60.75/44.00
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

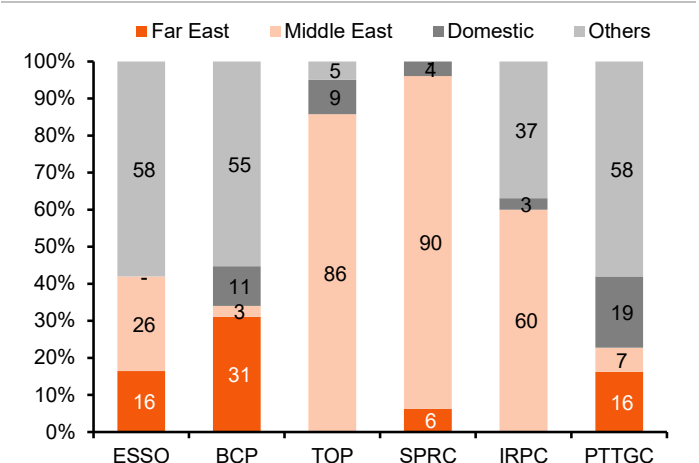
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: TOP's Gross Integrated Margin (GIM) Breakdown

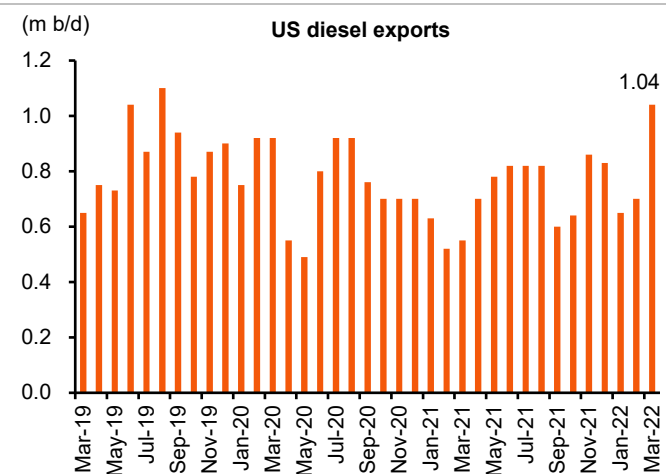
Source: Company data

Ex 2: Crude Premium Jump Dilutes High GRM Benefit

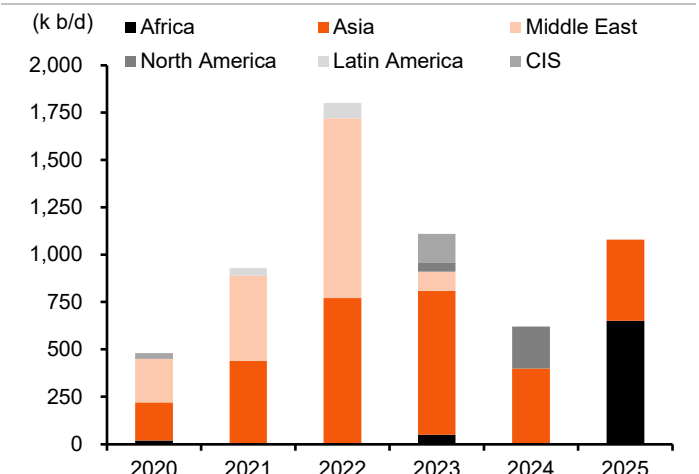
Source: Bloomberg

Ex 3: High Exposure To Expensive Middle East Crude

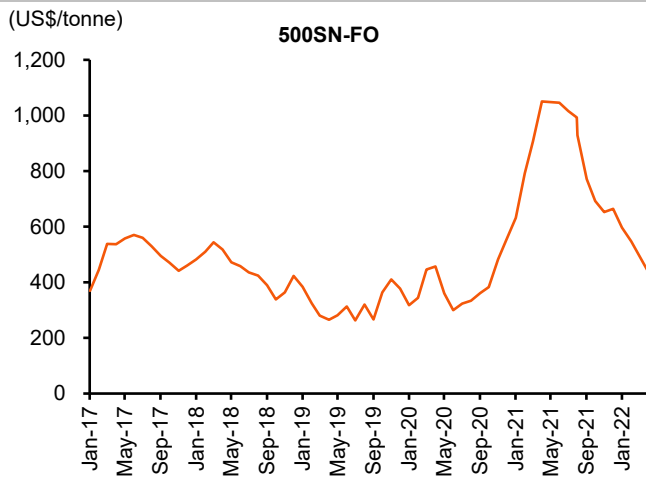
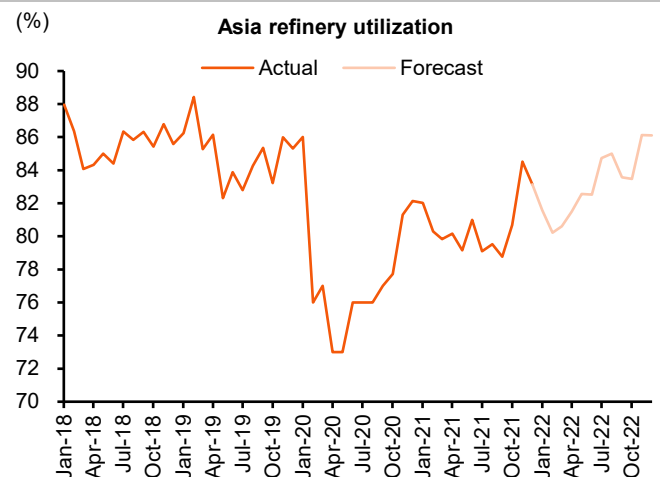
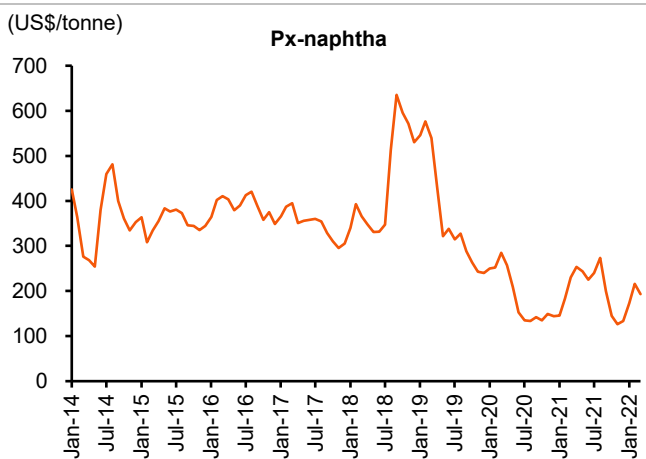
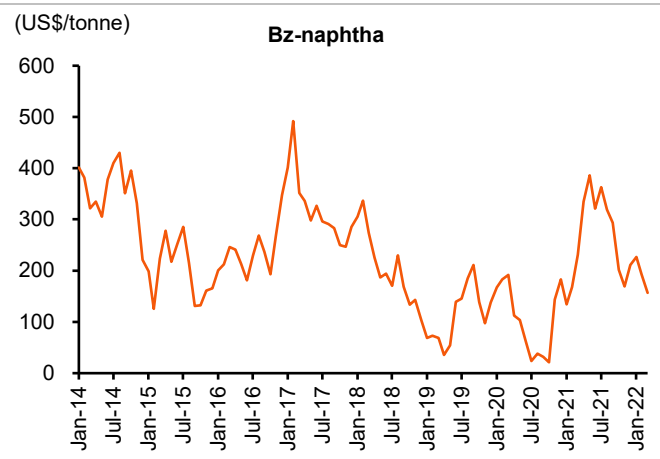
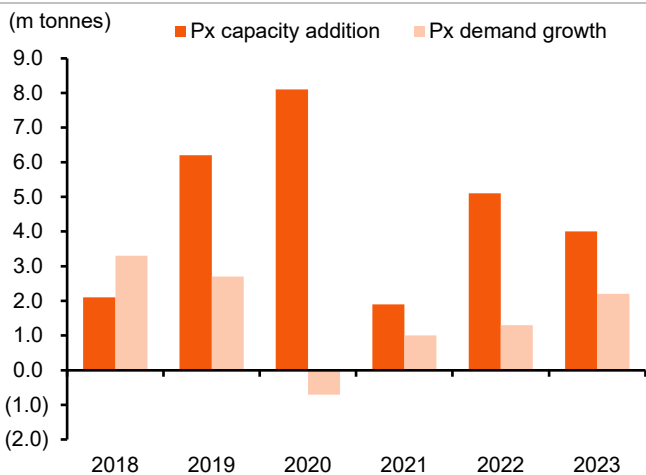
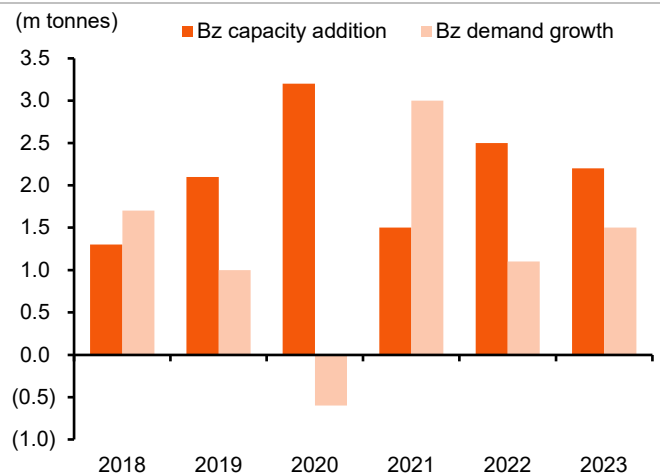
Source: Department of Energy Business (DOEB)

Ex 4: US Diesel Exports Set To Reach Over 2-Year High

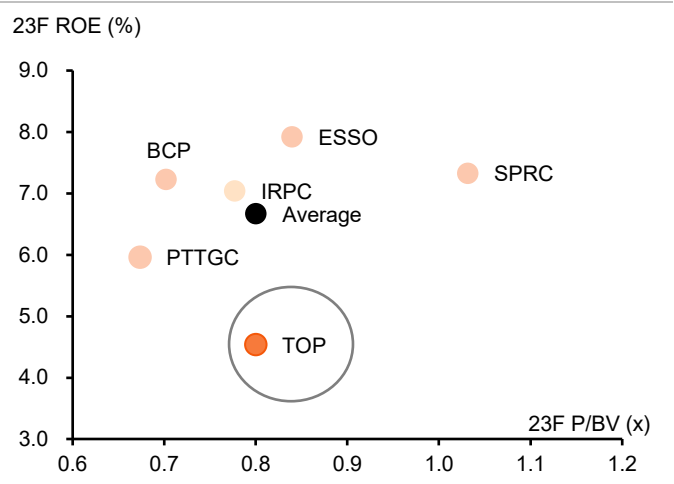
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: New Supply Additions

Sources: Company data, Thanachart estimates

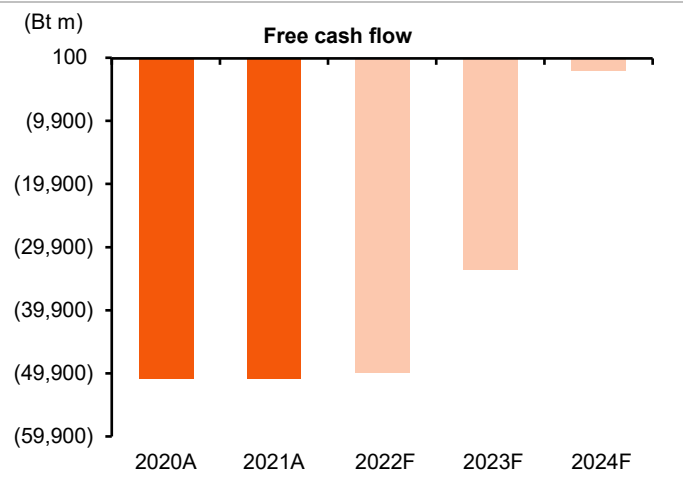
Ex 6: Lube Base Spread Is Normalizing...**Ex 7: ...Given More Feedstock Availability****Ex 8: PX-naphtha Spread To Remain Weak...****Ex 9: ...And The Same Goes For Benzene-naphtha Spread****Ex 10: PX With Overwhelming Supply Growth****Ex 11: Similar Outlook For Benzene**

Ex 12: TOP's P/BV Vs. ROE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 13: TOP's FCF Still Negative



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 14: Key Assumption Changes

	2020	2021	1Q22	Mar-22	New			Old			Change (%)		
					2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Gasoline-Dubai	4.4	11.0	16.9	22.0	16.5	13.0	12.0	13.5	12.0	12.0	21.9	8.3	0.0
Diesel-Dubai	6.2	6.7	17.6	33.8	19.1	14.0	14.0	13.0	13.0	13.0	47.3	7.7	7.7
Jet-Dubai	2.6	5.8	13.7	23.7	17.6	13.0	13.0	12.5	12.0	12.0	41.1	8.3	8.3
HSFO-Dubai	(3.0)	(4.9)	(8.9)	(10.3)	(7.7)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(8.0)	(4.3)	0.0	0.0
SG GRM	0.7	3.1	7.4	12.5	7.3	5.5	5.2	5.7	5.4	5.1	27.9	2.0	0.5

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 15: Profit Revision Tables

(Bt m)	2021	2022F	2023F	2024F
Net Profit				
New	12,578	27,591	6,512	6,868
Old	12,578	6,363	6,621	6,918
Change (%)	0.0	333.7	(1.6)	(0.7)
Normalized profit				
New	5,583	8,591	6,512	6,868
Old	5,583	6,363	6,621	6,918
Change (%)	0.0	35.0	(1.6)	(0.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 16: 12-month DCF-based TP Calculation For Downstream Business, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	17,679	23,136	25,571	25,571	25,571	25,571	26,582	24,894	26,582	26,582	26,582	
Free cash flow	(25,103)	8,427	21,161	20,666	20,717	20,772	21,741	20,224	21,862	21,826	21,872	312,454
PV of free cash flow	(21,439)	6,649	15,428	13,630	12,573	11,597	11,168	9,559	9,508	8,336	7,654	109,338
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.2											
WACC (%)	8.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	194,000											
Net cash/(debt) (2022F)	138,789											
Minority interest	2,726											
Equity value	52,485											
# of shares (m)	2,040											
Equity value/share (Bt)	26											

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Downstream	52,485	26	58%	DCF
Power (GPSC)	10,898	5	12%	DCF
Chandra Asri	28,291	14	31%	BBG consensus
Total value per share	91,674	45		

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 และน้ำมันหล่อลื่นและปิโตรเมเน 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

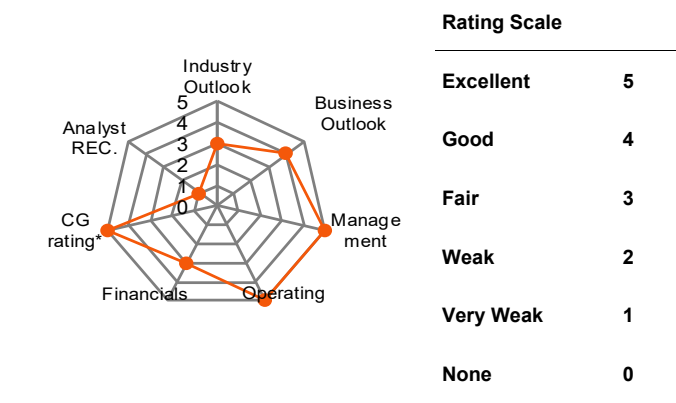
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	62.23	45.00	-28%
Net profit 22F (Bt m)	12,676	27,591	118%
Net profit 23F (Bt m)	10,552	6,512	-38%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 5	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรารวมกำไรจากสต็อก แต่กำไรปี 2023F ของเรต่ำกว่าของตลาดมาก เนื่องจากเราไม่คาดว่าจะค่าการกลั่นที่สูงจะยั่งยืน
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัทฯ ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- ง่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ 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 2023F on weaker refinery margins.

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	247,913	345,496	416,870	366,105	359,336
Cost of sales	255,300	333,614	398,538	352,386	343,604
Gross profit	(7,387)	11,882	18,332	13,719	15,732
% gross margin	-3.0%	3.4%	4.4%	3.7%	4.4%
Selling & administration expenses	2,650	3,056	4,586	4,027	3,953
Operating profit	(10,037)	8,826	13,747	9,692	11,780
% operating margin	-4.0%	2.6%	3.3%	2.6%	3.3%
Depreciation & amortization	7,554	7,424	7,454	7,987	11,356
EBITDA	(2,483)	16,250	21,200	17,679	23,136
% EBITDA margin	-1.0%	4.7%	5.1%	4.8%	6.4%
Non-operating income	1,115	1,136	1,370	1,203	1,181
Non-operating expenses	0	0	2,000	0	0
Interest expense	(4,292)	(3,595)	(4,148)	(4,565)	(6,321)
Pre-tax profit	(13,215)	6,367	12,969	6,331	6,640
Income tax	(647)	2,034	5,756	1,426	1,497
After-tax profit	(12,568)	4,333	7,213	4,905	5,143
% net margin	-5.1%	1.3%	1.7%	1.3%	1.4%
Shares in affiliates' Earnings	2,566	1,675	1,891	2,057	2,167
Minority interests	(419)	(425)	(513)	(450)	(442)
Extraordinary items	7,120	6,995	19,000	0	0
NET PROFIT	(3,301)	12,578	27,591	6,512	6,868
Normalized profit	(10,421)	5,583	8,591	6,512	6,868
EPS (Bt)	(1.6)	6.2	13.5	3.2	3.4
Normalized EPS (Bt)	(5.1)	2.7	4.2	3.2	3.4

BALANCE SHEET

Balance sheet looks stretched with major capex and an acquisition

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	114,229	101,239	82,434	78,832	77,443
Cash & cash equivalent	71,354	29,696	10,000	15,000	15,000
Account receivables	12,702	23,415	25,357	22,269	21,857
Inventories	22,461	39,576	36,758	32,502	31,692
Others	7,712	8,552	10,319	9,062	8,895
Investments & loans	24,521	55,412	55,412	55,412	55,412
Net fixed assets	145,225	178,399	233,646	261,025	264,826
Other assets	22,213	27,094	29,144	28,542	28,894
Total assets	306,188	362,144	400,636	423,811	426,576
LIABILITIES:					
Current liabilities:	28,620	38,476	46,327	47,168	47,721
Account payables	9,517	23,001	23,435	9,654	10,355
Bank overdraft & ST loans	713	929	957	1,176	1,160
Current LT debt	7,952	4,213	8,632	25,452	25,117
Others current liabilities	10,438	10,334	13,303	10,886	11,088
Total LT debt	136,237	163,343	164,014	186,652	184,193
Others LT liabilities	21,212	37,230	45,145	42,241	42,279
Total liabilities	186,069	239,050	255,486	276,061	274,192
Minority interest	3,889	2,213	2,726	3,177	3,619
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	(2,557)	(7,805)	(8,141)	(8,141)	(8,141)
Retained earnings	95,930	105,829	127,708	129,857	134,049
Shareholders' equity	116,229	120,881	142,424	144,573	148,765
Liabilities & equity	306,188	362,144	400,636	423,811	426,576

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)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(13,215)	6,367	12,969	6,331	6,640
Tax paid	871	(1,747)	(5,675)	(1,494)	(1,526)
Depreciation & amortization	7,554	7,424	7,454	7,987	11,356
Chg In working capital	2,096	(14,344)	1,310	(6,436)	1,922
Chg In other CA & CL / minorities	(1,806)	(7,818)	(1,135)	(4,614)	(5,160)
Cash flow from operations	(4,500)	(10,117)	14,923	1,774	13,233
Capex	(46,220)	(40,599)	(62,700)	(35,366)	(15,157)
Right of use	(14,729)	(2,402)	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	(8)	8	0	0	0
LT loans & investments	9,124	(30,891)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	24,448	31,282	29,511	3,778	7,910
Cash flow from investments	(27,385)	(42,602)	(33,689)	(32,088)	(7,747)
Debt financing	27,070	18,988	5,118	39,677	(2,810)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,020)	(2,652)	(5,712)	(4,362)	(2,676)
Warrants & other surplus	578	(5,274)	(336)	0	0
Cash flow from financing	26,628	11,061	(930)	35,314	(5,486)
Free cash flow	(50,720)	(50,716)	(47,777)	(33,592)	(1,924)

VALUATION

*Don't see prevailing
valuations attractive, in
our view.*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	18.9	12.3	16.2	15.4
Normalized PE - at target price (x)	na	16.4	10.7	14.1	13.4
PE (x)	na	8.4	3.8	16.2	15.4
PE - at target price (x)	na	7.3	3.3	14.1	13.4
EV/EBITDA (x)	na	15.0	12.7	17.2	13.0
EV/EBITDA - at target price (x)	na	14.2	12.0	16.4	12.4
P/BV (x)	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
P/CFO (x)	(23.5)	(10.4)	7.1	59.5	8.0
Price/sales (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	1.4	5.0	5.8	2.5	2.6
FCF Yield (%)	(48.0)	(48.0)	(45.3)	(31.8)	(1.8)
(Bt)					
Normalized EPS	(5.1)	2.7	4.2	3.2	3.4
EPS	(1.6)	6.2	13.5	3.2	3.4
DPS	0.7	2.6	3.0	1.3	1.3
BV/share	57.0	59.3	69.8	70.9	72.9
CFO/share	(2.2)	(5.0)	7.3	0.9	6.5
FCF/share	(24.9)	(24.9)	(23.4)	(16.5)	(0.9)

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

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

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(31.9)	39.4	20.7	(12.2)	(1.8)
Net profit (%)	na	na	119.4	(76.4)	5.5
EPS (%)	na	na	119.4	(76.4)	5.5
Normalized profit (%)	na	na	53.9	(24.2)	5.5
Normalized EPS (%)	na	na	53.9	(24.2)	5.5
Dividend payout ratio (%)	(43.3)	42.2	22.2	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(3.0)	3.4	4.4	3.7	4.4
Operating margin (%)	(4.0)	2.6	3.3	2.6	3.3
EBITDA margin (%)	(1.0)	4.7	5.1	4.8	6.4
Net margin (%)	(5.1)	1.3	1.7	1.3	1.4
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.2	1.4	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	1.1	1.1	1.3	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	na	2.5	3.3	2.1	1.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	4.5	5.1	3.9	3.7
ROA - using norm profit (%)	na	1.7	2.3	1.6	1.6
ROE - using norm profit (%)	na	4.7	6.5	4.5	4.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	3.7	5.5	3.4	3.5
- asset turnover (x)	0.8	1.0	1.1	0.9	0.8
- operating margin (%)	na	2.9	4.1	3.0	3.6
- leverage (x)	2.5	2.8	2.9	2.9	2.9
- interest burden (%)	148.1	63.9	75.8	58.1	51.2
- tax burden (%)	na	68.1	55.6	77.5	77.5
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.2	8.2
ROIC (%)	(6.2)	3.2	2.9	2.5	2.7
NOPAT (Bt m)	(10,037)	6,007	7,645	7,509	9,124
invested capital (Bt m)	189,777	259,670	306,027	342,853	344,235

Sources: Company data, Thanachart estimates

Bangchak Petroleum

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	136,450	199,417	256,591	244,270	229,538
Cost of sales	132,122	179,179	225,586	222,857	209,694
Gross profit	4,328	20,238	31,005	21,413	19,845
% gross margin	3.2%	10.1%	12.1%	8.8%	8.6%
Selling & administration expenses	7,141	7,153	9,204	8,762	8,234
Operating profit	(2,813)	13,085	21,801	12,651	11,611
% operating margin	-2.1%	6.6%	8.5%	5.2%	5.1%
Depreciation & amortization	6,821	8,075	8,434	8,152	8,176
EBITDA	4,008	21,159	30,235	20,803	19,787
% EBITDA margin	2.9%	10.6%	11.8%	8.5%	8.6%
Non-operating income	533	(512)	1,279	1,279	1,279
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,969)	(2,540)	(2,865)	(2,851)	(2,918)
Pre-tax profit	(4,250)	10,034	20,215	11,079	9,972
Income tax	(1,589)	4,263	12,637	6,548	6,053
After-tax profit	(2,661)	5,771	7,578	4,531	3,919
% net margin	-2.0%	2.9%	3.0%	1.9%	1.7%
Shares in affiliates' Earnings	(592)	1,042	1,042	1,042	1,042
Minority interests	(1,197)	(2,221)	(2,273)	(1,359)	(1,176)
Extraordinary items	(2,517)	3,032	0	0	0
NET PROFIT	(6,967)	7,624	6,347	4,214	3,785
Normalized profit	(4,450)	4,592	6,347	4,214	3,785
EPS (Bt)	(5.1)	5.5	4.6	3.1	2.7
Normalized EPS (Bt)	(3.2)	3.3	4.6	3.1	2.7

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	47,296	69,372	66,507	65,111	62,419
Cash & cash equivalent	21,676	32,829	20,000	20,000	20,000
Account receivables	6,402	15,234	19,601	18,660	17,535
Inventories	16,162	18,497	23,288	23,006	21,647
Others	3,055	2,812	3,618	3,445	3,237
Investments & loans	15,586	14,070	14,070	14,070	14,070
Net fixed assets	54,567	69,233	99,799	116,848	115,872
Other assets	30,874	49,110	72,180	70,704	68,939
Total assets	148,323	201,785	252,556	266,731	261,299
LIABILITIES:					
Current liabilities:	25,502	34,105	43,535	45,734	42,994
Account payables	12,277	15,651	19,704	19,466	18,316
Bank overdraft & ST loans	3,975	1,257	5,521	6,092	5,831
Current LT debt	5,174	9,464	10,490	11,574	11,078
Others current liabilities	4,076	7,734	7,819	8,603	7,770
Total LT debt	54,095	69,787	94,412	104,167	99,703
Others LT liabilities	10,409	28,334	39,046	37,760	36,222
Total liabilities	90,006	132,226	176,993	187,661	178,919
Minority interest	11,950	16,092	18,366	19,725	20,901
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	10,732	12,069	12,069	12,069	12,069
Retained earnings	23,100	28,863	32,594	34,742	36,875
Shareholders' equity	46,366	53,467	57,198	59,346	61,479
Liabilities & equity	148,323	201,785	252,556	266,731	261,299

Sources: Company data, Thanachart estimates

Bangchak Petroleum

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(4,250)	10,034	20,215	11,079	9,972
Tax paid	1,589	(4,263)	(12,637)	(6,548)	(6,053)
Depreciation & amortization	6,821	8,075	8,434	8,152	8,176
Chg In working capital	1,139	(7,793)	(5,105)	985	1,334
Chg In other CA & CL / minorities	6,732	8,341	321	2,000	417
Cash flow from operations	12,032	14,394	11,228	15,667	13,846
Capex	(8,804)	(22,741)	(39,000)	(25,200)	(7,200)
Right of use	(11,087)	(2,538)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	5,556	1,516	0	0	0
Adj for asset revaluation	(190)	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,248)	3,531	(12,358)	190	227
Cash flow from investments	(15,773)	(20,231)	(51,358)	(25,010)	(6,973)
Debt financing	15,935	17,513	29,917	11,408	(5,221)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(743)	(2,672)	(2,616)	(2,065)	(1,652)
Warrants & other surplus	2,661	2,150	0	0	0
Cash flow from financing	17,854	16,991	27,300	9,343	(6,873)
Free cash flow	3,227	(8,347)	(27,772)	(9,533)	6,646

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	8.9	6.5	9.7	10.8
Normalized PE - at target price (x)	na	10.2	7.4	11.1	12.4
PE (x)	na	5.4	6.5	9.7	10.8
PE - at target price (x)	na	6.1	7.4	11.1	12.4
EV/EBITDA (x)	20.6	4.2	4.3	6.9	7.0
EV/EBITDA - at target price (x)	22.0	4.5	4.5	7.1	7.2
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
P/CFO (x)	3.4	2.8	3.6	2.6	3.0
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	4.7	6.7	6.1	4.0	4.0
FCF Yield (%)	7.9	(20.4)	(67.8)	(23.3)	16.2
(Bt)					
Normalized EPS	(3.2)	3.3	4.6	3.1	2.7
EPS	(5.1)	5.5	4.6	3.1	2.7
DPS	1.4	2.0	1.8	1.2	1.2
BV/share	33.7	38.8	41.5	43.1	44.6
CFO/share	8.7	10.5	8.2	11.4	10.1
FCF/share	2.3	(6.1)	(20.2)	(6.9)	4.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

Bangchak Petroleum

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(28.4)	46.1	28.7	(4.8)	(6.0)
Net profit (%)	na	na	(16.7)	(33.6)	(10.2)
EPS (%)	na	na	(16.7)	(33.6)	(10.2)
Normalized profit (%)	na	na	38.2	(33.6)	(10.2)
Normalized EPS (%)	na	na	38.2	(33.6)	(10.2)
Dividend payout ratio (%)	(27.7)	36.1	39.1	39.2	43.7
Operating performance					
Gross margin (%)	3.2	10.1	12.1	8.8	8.6
Operating margin (%)	(2.1)	6.6	8.5	5.2	5.1
EBITDA margin (%)	2.9	10.6	11.8	8.5	8.6
Net margin (%)	(2.0)	2.9	3.0	1.9	1.7
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.2	1.5	1.5	1.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	1.2	1.3	1.2
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.2	7.6	4.4	4.0
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	8.3	10.6	7.3	6.8
ROA - using norm profit (%)	na	2.6	2.8	1.6	1.4
ROE - using norm profit (%)	na	9.2	11.5	7.2	6.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	11.6	13.7	7.8	6.5
- asset turnover (x)	1.0	1.1	1.1	0.9	0.9
- operating margin (%)	na	6.3	9.0	5.7	5.6
- leverage (x)	2.8	3.5	4.1	4.5	4.4
- interest burden (%)	186.4	79.8	87.6	79.5	77.4
- tax burden (%)	na	57.5	37.5	40.9	39.3
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	(3.1)	8.6	8.1	3.5	2.8
NOPAT (Bt m)	(2,813)	7,525	8,173	5,173	4,563
invested capital (Bt m)	87,934	101,145	147,622	161,178	158,090

Sources: Company data, Thanachart estimates

Esso (Thailand)**INCOME STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	126,672	172,878	169,762	169,343	165,990
Cost of sales	131,408	168,408	162,541	161,072	158,025
Gross profit	(4,736)	4,471	7,221	8,271	7,965
% gross margin	-3.7%	2.6%	4.3%	4.9%	4.8%
Selling & administration expenses	5,217	5,068	4,976	4,964	4,866
Operating profit	(9,953)	(597)	2,244	3,307	3,099
% operating margin	-7.9%	-0.3%	1.3%	2.0%	1.9%
Depreciation & amortization	2,568	2,808	2,837	2,872	2,908
EBITDA	(7,385)	2,210	5,081	6,180	6,007
% EBITDA margin	-5.8%	1.3%	3.0%	3.6%	3.6%
Non-operating income	70	29	69	69	69
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(360)	(311)	(305)	(201)	(152)
Pre-tax profit	(10,243)	(879)	2,008	3,175	3,016
Income tax	(2,048)	1,051	1,714	712	680
After-tax profit	(8,195)	(1,930)	293	2,463	2,336
% net margin	-6.5%	-1.1%	0.2%	1.5%	1.4%
Shares in affiliates' Earnings	285	227	384	384	384
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	6,147	6,180	0	0
NET PROFIT	(7,911)	4,443	6,856	2,846	2,719
Normalized profit	(7,911)	(1,704)	676	2,846	2,719
EPS (Bt)	(2.3)	1.3	2.0	0.8	0.8
Normalized EPS (Bt)	(2.3)	(0.5)	0.2	0.8	0.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	22,921	33,784	32,874	32,676	32,060
Cash & cash equivalent	262	802	802	802	802
Account receivables	5,083	8,171	8,024	8,004	7,846
Inventories	13,144	18,786	18,132	17,968	17,628
Others	4,432	6,025	5,917	5,902	5,785
Investments & loans	5,649	4,455	4,455	4,455	4,455
Net fixed assets	24,750	23,706	21,769	19,797	17,788
Other assets	8,058	8,109	8,041	8,031	7,958
Total assets	61,378	70,055	67,139	64,959	62,262
LIABILITIES:					
Current liabilities:	35,446	42,008	32,489	28,148	23,474
Account payables	4,452	5,117	4,939	4,894	4,802
Bank overdraft & ST loans	16,703	19,323	12,319	9,032	5,669
Current LT debt	5,167	5,667	3,613	2,649	1,663
Others current liabilities	9,125	11,900	11,618	11,573	11,340
Total LT debt	6,333	3,999	2,550	1,869	1,173
Others LT liabilities	5,239	4,839	6,036	6,030	5,982
Total liabilities	47,019	50,846	41,074	36,047	30,630
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	325	731	731	731	731
Retained earnings	(7,080)	(2,637)	4,219	7,065	9,785
Shareholders' equity	14,352	19,201	26,057	28,903	31,622
Liabilities & equity	61,378	70,055	67,139	64,959	62,262

Sources: Company data, Thanachart estimates

Esso (Thailand)**CASH FLOW STATEMENT**

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(10,243)	(879)	2,008	3,175	3,016
Tax paid	2,048	(1,051)	(1,714)	(712)	(680)
Depreciation & amortization	2,568	2,808	2,837	2,872	2,908
Chg In working capital	6,754	(8,064)	623	139	406
Chg In other CA & CL / minorities	2,269	1,436	210	353	268
Cash flow from operations	3,394	(5,751)	3,964	5,828	5,918
Capex	(1,718)	(1,763)	(900)	(900)	(900)
Right of use	(4,287)	(18)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(1,941)	1,193	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	3,126	5,685	7,445	3	26
Cash flow from investments	(4,821)	5,098	6,545	(897)	(874)
Debt financing	1,259	787	(10,509)	(4,931)	(5,044)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1)	(1)	0	0	0
Warrants & other surplus	153	406	0	0	0
Cash flow from financing	1,411	1,193	(10,509)	(4,931)	(5,044)
Free cash flow	1,676	(7,514)	3,064	4,928	5,018

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	40.7	9.7	10.1
Normalized PE - at target price (x)	na	na	42.0	10.0	10.4
PE (x)	na	6.2	4.0	9.7	10.1
PE - at target price (x)	na	6.4	4.1	10.0	10.4
EV/EBITDA (x)	na	25.2	8.9	6.5	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	na	25.6	9.1	6.7	6.0
P/BV (x)	1.9	1.4	1.1	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	2.0	1.5	1.1	1.0	0.9
P/CFO (x)	8.1	(4.8)	6.9	4.7	4.6
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 (%)	6.1	(27.3)	11.1	17.9	18.2
(Bt)					
Normalized EPS	(2.3)	(0.5)	0.2	0.8	0.8
EPS	(2.3)	1.3	2.0	0.8	0.8
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	4.1	5.5	7.5	8.4	9.1
CFO/share	1.0	(1.7)	1.1	1.7	1.7
FCF/share	0.5	(2.2)	0.9	1.4	1.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Esso (Thailand)**FINANCIAL RATIOS**

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(25.2)	36.5	(1.8)	(0.2)	(2.0)
Net profit (%)	na	na	54.3	(58.5)	(4.5)
EPS (%)	na	na	54.3	(58.5)	(4.5)
Normalized profit (%)	na	na	na	320.8	(4.5)
Normalized EPS (%)	na	na	na	320.8	(4.5)
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(3.7)	2.6	4.3	4.9	4.8
Operating margin (%)	(7.9)	(0.3)	1.3	2.0	1.9
EBITDA margin (%)	(5.8)	1.3	3.0	3.6	3.6
Net margin (%)	(6.5)	(1.1)	0.2	1.5	1.4
D/E (incl. minor) (x)	2.0	1.5	0.7	0.5	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.5	0.7	0.4	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	7.3	16.5	20.4
Interest coverage - EBITDA (x)	na	7.1	16.6	30.7	39.6
ROA - using norm profit (%)	na	na	1.0	4.3	4.3
ROE - using norm profit (%)	na	na	3.0	10.4	9.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	1.3	9.0	7.7
- asset turnover (x)	2.0	2.6	2.5	2.6	2.6
- operating margin (%)	na	na	1.4	2.0	1.9
- leverage (x)	3.5	3.9	3.0	2.4	2.1
- interest burden (%)	103.6	154.7	86.8	94.0	95.2
- tax burden (%)	na	na	14.6	77.6	77.5
WACC (%)	0.0	0.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	(20.4)	(1.4)	0.7	5.9	5.8
NOPAT (Bt m)	(9,953)	(597)	328	2,566	2,401
invested capital (Bt m)	42,293	47,389	43,736	41,651	39,326

Sources: Company data, Thanachart estimates

IRPC Public Co Ltd

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	152,319	235,174	265,631	240,404	235,484
Cost of sales	141,857	214,173	248,416	216,790	209,059
Gross profit	10,462	21,001	17,215	23,615	26,425
% gross margin	6.9%	8.9%	6.5%	9.8%	11.2%
Selling & administration expenses	15,309	15,699	15,362	16,037	16,037
Operating profit	(4,847)	5,302	1,853	7,578	10,388
% operating margin	-3.2%	2.3%	0.7%	3.2%	4.4%
Depreciation & amortization	8,952	8,587	7,863	8,891	8,921
EBITDA	4,105	13,889	9,716	16,469	19,309
% EBITDA margin	2.7%	5.9%	3.7%	6.9%	8.2%
Non-operating income	2,177	1,967	2,121	2,214	2,214
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,847)	(1,699)	(1,576)	(1,658)	(1,519)
Pre-tax profit	(4,517)	5,570	2,398	8,134	11,083
Income tax	(1,554)	2,351	1,560	1,695	2,284
After-tax profit	(2,963)	3,219	838	6,439	8,798
% net margin	-1.9%	1.4%	0.3%	2.7%	3.7%
Shares in affiliates' Earnings	339	719	339	339	339
Minority interests	(22)	(28)	(32)	(29)	(28)
Extraordinary items	(3,506)	10,595	5,063	0	0
NET PROFIT	(6,152)	14,505	6,208	6,750	9,109
Normalized profit	(2,646)	3,910	1,146	6,750	9,109
EPS (Bt)	(0.3)	0.7	0.3	0.3	0.4
Normalized EPS (Bt)	(0.1)	0.2	0.1	0.3	0.4

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	43,371	67,200	72,297	64,345	65,552
Cash & cash equivalent	8,851	11,236	14,000	12,699	15,421
Account receivables	9,626	13,785	14,315	12,955	12,690
Inventories	21,169	33,766	34,480	30,090	29,017
Others	3,725	8,413	9,502	8,600	8,424
Investments & loans	8,071	8,603	8,603	8,603	8,603
Net fixed assets	114,551	109,067	121,896	123,615	119,093
Other assets	7,498	5,622	6,222	5,725	5,628
Total assets	173,491	190,492	209,018	202,287	198,876
LIABILITIES:					
Current liabilities:	44,059	47,543	54,099	48,526	47,518
Account payables	23,983	28,671	33,297	29,058	28,022
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	13,335	10,585	10,304	10,730	10,859
Others current liabilities	6,741	8,287	10,498	8,738	8,637
Total LT debt	48,597	50,494	57,914	53,711	46,232
Others LT liabilities	5,169	4,743	5,422	4,928	4,832
Total liabilities	97,825	102,780	117,435	107,165	98,582
Minority interest	140	217	248	277	305
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	(110)	(112)	(112)	(112)	(112)
Retained earnings	26,648	38,619	42,458	45,968	51,113
Shareholders' equity	75,526	87,496	91,335	94,845	99,989
Liabilities & equity	173,491	190,492	209,018	202,287	198,876

Sources: Company data, Thanachart estimates

IRPC Public Co Ltd

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(4,517)	5,570	2,398	8,134	11,083
Tax paid	1,554	(2,351)	(1,560)	(1,695)	(2,284)
Depreciation & amortization	8,952	8,587	7,863	8,891	8,921
Chg In working capital	4,412	(12,068)	3,383	1,510	302
Chg In other CA & CL / minorities	3,510	(1,040)	1,461	(518)	414
Cash flow from operations	13,911	(1,302)	13,545	16,322	18,436
Capex	(2,434)	(3,104)	(20,692)	(10,610)	(4,400)
Right of use	(198)	(26)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,596	(531)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(8,440)	11,210	5,142	4	1
Cash flow from investments	(9,476)	7,549	(15,550)	(10,606)	(4,399)
Debt financing	2,958	(1,326)	7,139	(3,777)	(7,350)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,041)	(2,857)	(2,369)	(3,239)	(3,965)
Warrants & other surplus	463	322	0	0	0
Cash flow from financing	1,380	(3,862)	4,770	(7,017)	(11,315)
Free cash flow	11,477	(4,406)	(7,147)	5,712	14,036

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	18.6	63.5	10.8	8.0
Normalized PE - at target price (x)	na	23.0	78.5	13.3	9.9
PE (x)	na	5.0	11.7	10.8	8.0
PE - at target price (x)	na	6.2	14.5	13.3	9.9
EV/EBITDA (x)	30.7	8.8	13.1	7.6	5.9
EV/EBITDA - at target price (x)	34.8	10.1	14.8	8.6	6.8
P/BV (x)	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
P/BV - at target price (x)	1.2	1.0	1.0	0.9	0.9
P/CFO (x)	5.2	(55.9)	5.4	4.5	3.9
Price/sales (x)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	1.7	2.2	4.3	4.6	6.3
FCF Yield (%)	15.8	(6.1)	(9.8)	7.9	19.3
(Bt)					
Normalized EPS	(0.1)	0.2	0.1	0.3	0.4
EPS	(0.3)	0.7	0.3	0.3	0.4
DPS	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
BV/share	3.7	4.3	4.5	4.6	4.9
CFO/share	0.7	(0.1)	0.7	0.8	0.9
FCF/share	0.6	(0.2)	(0.3)	0.3	0.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

IRPC Public Co Ltd

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(29.7)	54.4	13.0	(9.5)	(2.0)
Net profit (%)	na	na	(57.2)	8.7	35.0
EPS (%)	na	na	(57.2)	8.7	35.0
Normalized profit (%)	na	na	(70.7)	489.1	35.0
Normalized EPS (%)	na	na	(70.7)	489.1	35.0
Dividend payout ratio (%)	(19.9)	11.3	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	6.9	8.9	6.5	9.8	11.2
Operating margin (%)	(3.2)	2.3	0.7	3.2	4.4
EBITDA margin (%)	2.7	5.9	3.7	6.9	8.2
Net margin (%)	(1.9)	1.4	0.3	2.7	3.7
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	na	3.1	1.2	4.6	6.8
Interest coverage - EBITDA (x)	2.2	8.2	6.2	9.9	12.7
ROA - using norm profit (%)	na	2.1	0.6	3.3	4.5
ROE - using norm profit (%)	na	4.8	1.3	7.3	9.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	3.9	0.9	6.9	9.0
- asset turnover (x)	0.9	1.3	1.3	1.2	1.2
- operating margin (%)	na	3.1	1.5	4.1	5.4
- leverage (x)	2.2	2.2	2.2	2.2	2.1
- interest burden (%)	169.2	76.6	60.3	83.1	87.9
- tax burden (%)	na	57.8	35.0	79.2	79.4
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	8.9	8.9
ROIC (%)	(3.5)	2.4	0.5	4.1	5.6
NOPAT (Bt m)	(4,847)	3,064	648	5,999	8,247
invested capital (Bt m)	128,607	137,339	145,553	146,586	141,659

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2204A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BAN16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BEC16C2204A, BEC16C2207A, BGRI16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2208A, KBAN16C2204A, KBAN16C2206A, KCE16C2208A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2204A, MINT16C2207A, MTC16C2204A, OR16C2205A, PTT16C2205A, PTTG16C2207A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016P2206A, S5016P2206B, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTT, PTTGC, RCL, RS, SAWAD, SCC, SET50, STEC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นางอัครวิณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีปเมเนจ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวลลีย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@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