

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 โดยปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 8.5 บาท SPRC ซื้อขายที่ 1.0 เท่า P/BV ซึ่งเราถือว่าไม่น่าสนใจเนื่องจากเราคาดว่าค่าการกลั่นใกล้เคียงและจุดสูงสุด และ SPRC ใช้วัตถุดิบน้ำมันจากแหล่งที่มีราคาสูง



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 และมีกำไรจากมูลค่าสินค้าน้ำมันคงเหลือจำนวนมาก

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 เราได้รวมกำไรจากมูลค่าสินค้าน้ำมันคงเหลือใน 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

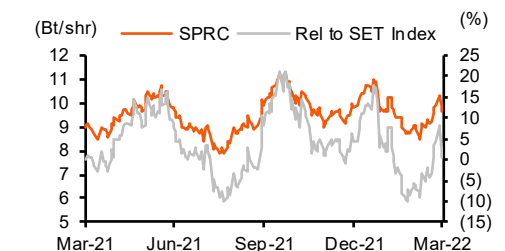
การซื้อขายในระดับที่มีพรีเมียมนั้นไม่เหมาะสม

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

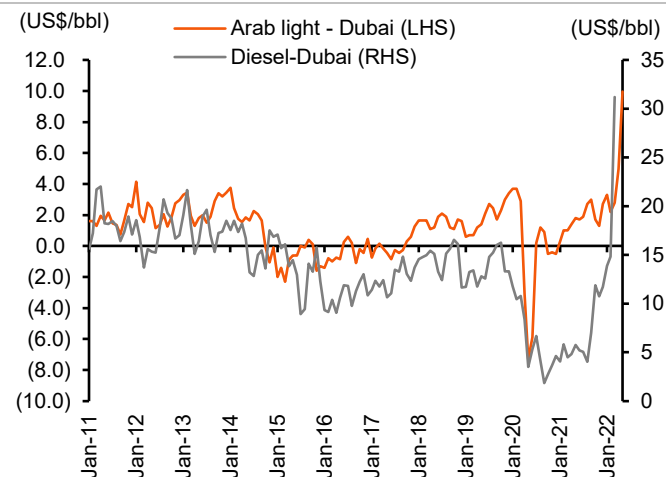
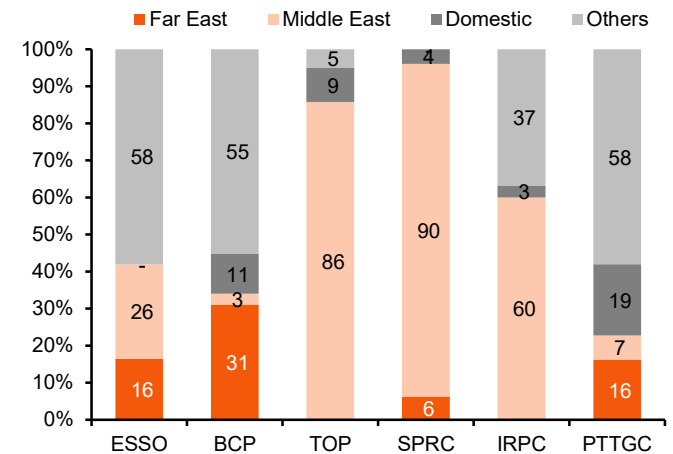
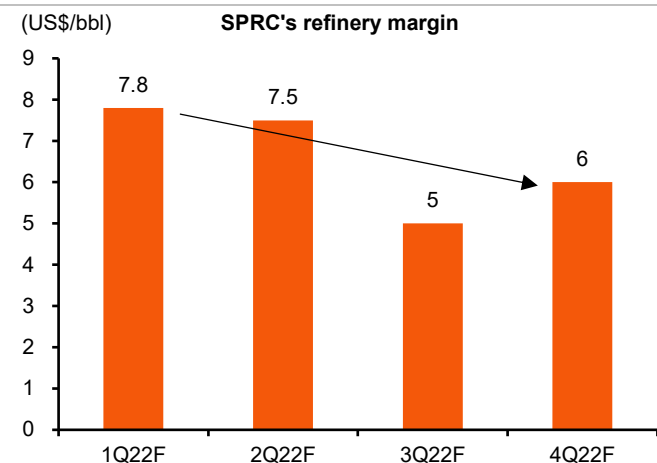
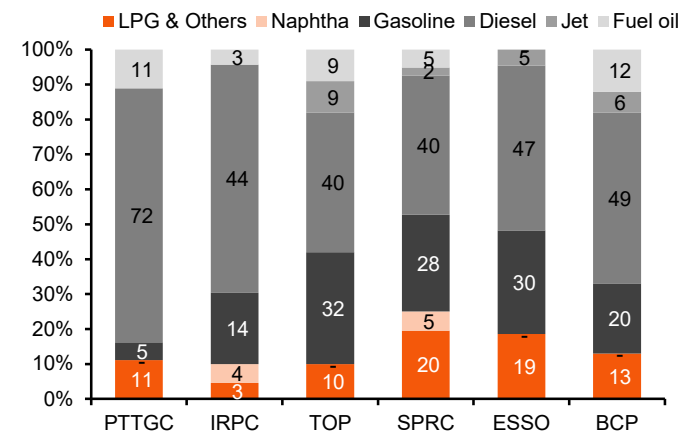
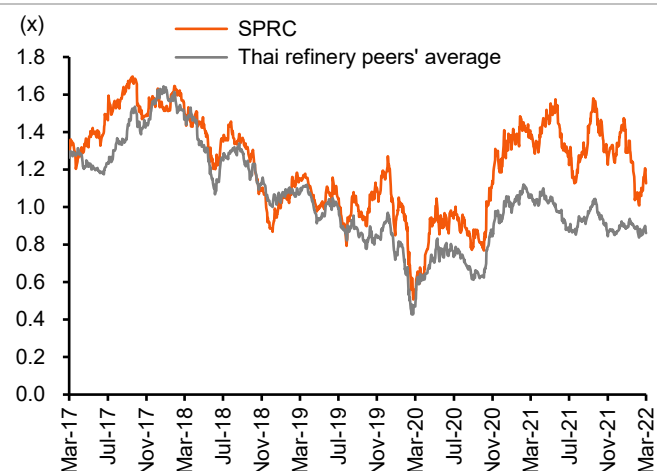
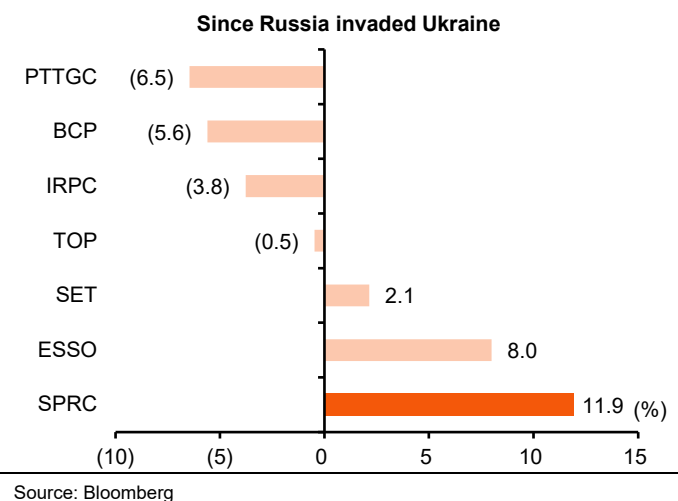
Price as of 31-Mar-22 (Bt)	9.65
Market Cap (US\$ m)	1,258.5
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.6
12M Price H/L (Bt)	11.20/7.85
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

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

					New			Old			Change (%)		
	2020	2021	1Q22	Mar-22	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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

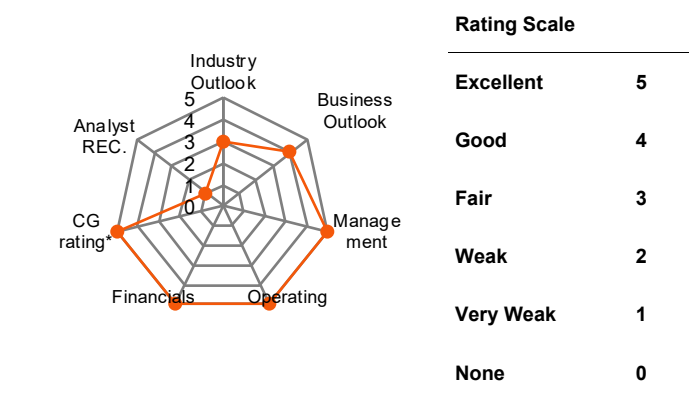
S — Strength

- 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*

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

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

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่นางอัครวิณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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, เติบโต
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, พาณิชย
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, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลี 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, บ้าน
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 สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th