

BUY

(Unchanged)

TP: Bt 39.00

(From: Bt 34.00)

Change in Numbers

Upside : 13.9%

13 JUNE 2022

Small Cap Research

Bangchak Corporation Pcl (BCPTB)

สามปัจจัยผลักดัน

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" และปรับ TP เป็น 39 บาท เราคาดว่า BCP จะได้รับประโยชน์จากกลไกขับเคลื่อนการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้น แนวโน้มค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง และราคาน้ำมันและก๊าซที่เพิ่มขึ้น เรามองว่า BCP ไม่แพง ด้วยยังคงซื้อขายต่ำกว่ามูลค่าตามบัญชี



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปัจจัยหนุนหลักเริ่มทำงาน

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “GRM ยังคงสูงยาวนานไปอีก” วันที่ 13 มิถุนายน 2022 ซึ่งเราได้ปรับเพิ่มมุมมองของเราต่อแนวโน้มตลาดโรงกลั่น ซึ่งทำให้เราปรับกำไรของ BCP ขึ้น 39-57% ในปี 2022-24F และปรับเพิ่มราคาเป้าหมายซึ่งปรับมาใช้ปีฐาน 2023F เป็น 39 บาท (จาก 34 บาท) เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” BCP เนื่องจากธุรกิจหลักทั้งหมดของบริษัท เช่น ธุรกิจต้นน้ำ E&P, โรงกลั่น และสถานีบริการน้ำมันอยู่ในตลาดที่แข็งแกร่ง ด้วยเราคาดว่าฐานกำไรปกติเฉลี่ยของ BCP ในปี 2022-24F จะสูงกว่าระดับในปี 2016-19 ถึง 83% และ ROE เฉลี่ยจะสูงกว่า 4% ในช่วงเวลาเดียวกัน เราจึงมองว่า BCP นั้นที่ไม่แพง ซื้อขายที่ 0.7 เท่า P/BV ซึ่งยังคงต่ำกว่ากับค่าเฉลี่ย 1 เท่า ในปี 2016-19

โรงกลั่นมีแนวโน้มแข็งแกร่ง

จากมุมมองใหม่ของเราที่มีต่อโรงกลั่นในบทวิเคราะห์กลุ่มโรงกลั่นนี้ เราจึงได้ปรับเพิ่มค่าการกลั่น (GRM) ของ BCP เป็น US\$13.8/6.1/5.2bbl จาก US\$6.7/5.3/5.2/bbl ในปี 2022-24F ทั้งนี้เพื่อสะท้อนแนวโน้มตลาดโรงกลั่นที่ดีขึ้นจาก 1) การที่ยุโรปตัดสินใจยุติการนำเข้าผลิตภัณฑ์น้ำมันของรัสเซียภายในสิ้นปีนี้ 2) การจำกัดการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันของจีนเนื่องจากการควบคุมสิ่งแวดล้อมที่เข้มงวด และ 3) การขาดอุปทานใหม่จากประเทศจีนหลังการปิดโรงกลั่นในช่วงการระบาดใหญ่ในปี 2020-21

ธุรกิจต้นน้ำ E&P แข็งแกร่ง

BCP ดำเนินธุรกิจ E&P ผ่านการถือหุ้น 45.7% ใน OKEA ผู้ประกอบการ E&P จดทะเบียนในนอร์เวย์ OKEA กำลังได้ประโยชน์ทั้งจากราคาน้ำมันและราคาก๊าซยุโรปที่อยู่ในระดับสูง ธุรกิจคิดเป็น 8% ของกำไรของ BCP ใน 1Q22 สมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์ของเราอยู่ที่ US\$101/90/85/bbl และการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันทุกๆ US\$10/bbl จะทำให้กำไรปี 2022F ของ BCP จะเพิ่มขึ้น 3%

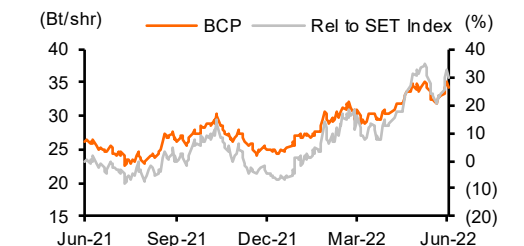
กำไรของสถานีบริการและจุดต่ำสุด

BCP เป็นผู้ค้าปลีกน้ำมันรายใหญ่เป็นอันดับสาม โดยมีสถานีบริการน้ำมัน 1,292 แห่ง หรือส่วนแบ่งตลาด 16% EBITDA อยู่ที่ 26% ในปี 2019 และ 8% ใน 1Q22 และเราคาดว่า EBITDA จะลดลงในปีนี้ก่อนที่จะฟื้นตัว 114% ในปี 2023F และ 4% ในปี 2024F ตามความต้องการและการฟื้นตัวของค่าการตลาด เราคาดว่าอุปสงค์จะฟื้นตัวหลังการระบาดของโควิดลดลงแม้ราคาน้ำมันจะสูงขึ้น ใน 1Q22 ปริมาณการใช้น้ำมันดีเซลขายปลีกเพิ่มขึ้น 9% y-y แต่น้ำมันเบนซินลดลง 6% y-y ในเดือนเมษายน น้ำมันเหล่านี้เติบโต 20% y-y และ 2% y-y ตามลำดับ ความต้องการน้ำมันอากาศยานเพิ่มขึ้น 49% y-y ใน 1Q22 เราปรับเพิ่มการเติบโตของปริมาณขายของ BCP เป็น 11/7/4% ในปี 2022-24F (จาก 6/3/3%) ค่าการตลาดเริ่มดีขึ้นจากระดับต่ำสุดที่ 1.3 บาท/ลิตร ในเดือนม.ค.2022 เป็น 1.56 บาท/ลิตร ในปัจจุบัน เราคาดว่าค่าการตลาดอยู่ที่ 1.5/1.7/1.9 บาท ในปี 2022-24F ด้วยแรงกดดันจากราคาน้ำมันที่ลดลง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	199,417	271,726	265,427	249,570
Net profit	7,624	9,314	5,459	5,084
Consensus NP	—	6,408	5,394	5,554
Diff frm cons (%)	—	45.3	1.2	(8.5)
Norm profit	4,592	9,937	6,474	5,282
Prev. Norm profit	—	6,347	4,214	3,785
Chg frm prev (%)	—	56.6	53.6	39.5
Norm EPS (Bt)	3.3	7.2	4.7	3.8
Norm EPS grw (%)	na	116.4	(34.9)	(18.4)
Norm PE (x)	10.3	4.7	7.3	8.9
EV/EBITDA (x)	4.5	3.2	4.8	5.1
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	5.8	5.3	3.5	3.5
ROE (%)	9.2	17.5	10.5	8.1
Net D/E (%)	68.5	89.9	93.0	80.7

PRICE PERFORMANCE



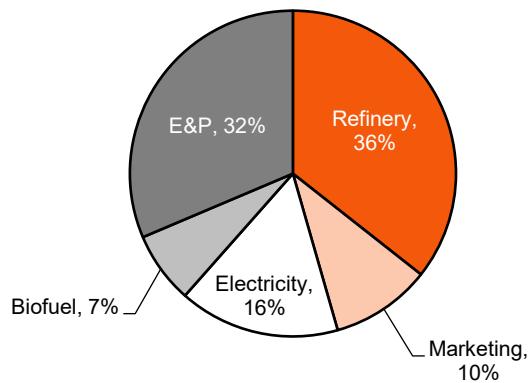
COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Jun-22 (Bt)	34.25
Market Cap (US\$ m)	1,356.6
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	64.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.0
12M Price H/L (Bt)	35.25/22.70
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.40%

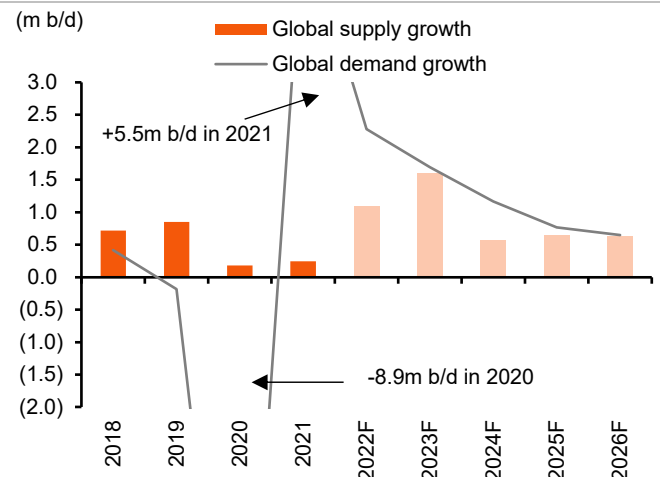
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

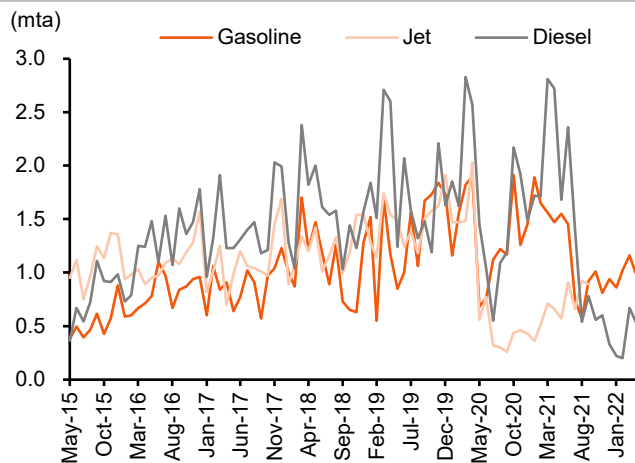
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: BCP's EBITDA Breakdown In 1Q22

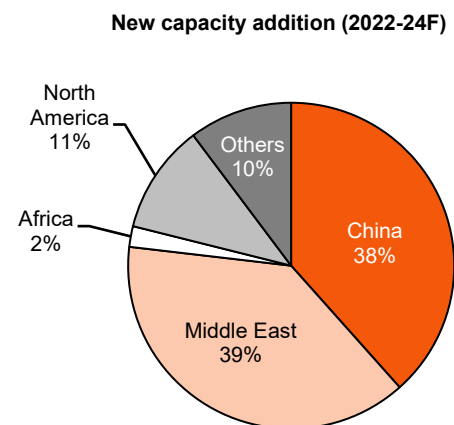
Source: Company data

Ex 2: Global Refinery Demand/Supply Outlook

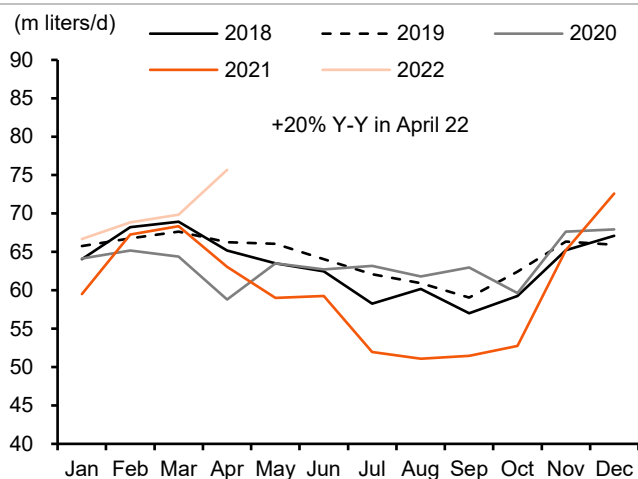
Source: Thanachart estimates

Ex 3: China Exports Expected To Be Muted

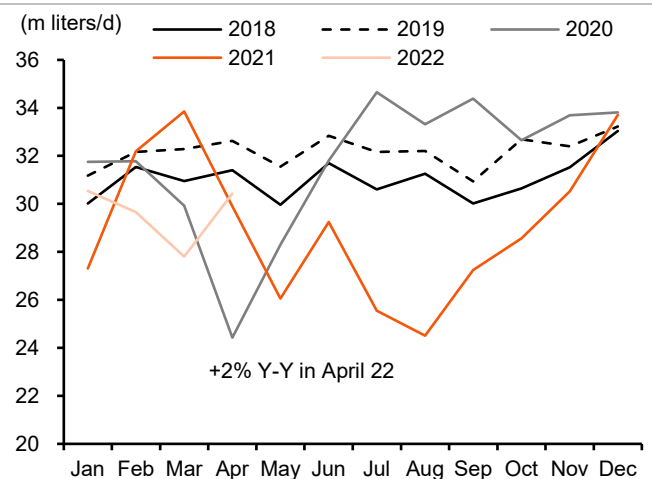
Sources: Bloomberg

Ex 4: Majority Of Supply Growth Is From China

Source: Thanachart estimates

Ex 5: Domestic Diesel Demand Recovery

Sources: DOEB

Ex 6: Softer Growth In Gasoline Demand

Sources: DOEB

Ex 7: New Singapore Complex GRM and Brent Oil Price Assumptions

(US\$/bbl)					New			Old			Change (%)		
	2021	1Q22	2Q22	June	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Brent	71	98	110	106	101	90	85	88	73	71	14.4	23.3	19.7
Gasoline-Dubai	11.0	17.8	31.3	40.0	27.1	20.3	18.3	16.5	13.0	12.0	64.0	56.0	52.0
Diesel-Dubai	6.7	19.6	33.1	32.0	27.0	17.1	15.1	19.1	14.0	14.0	42.0	22.0	7.0
Jet-Dubai	5.8	16.2	36.8	33.4	25.3	20.8	18.8	17.6	13.0	13.0	44.0	60.0	44.0
HSFO-Dubai	(4.9)	(8.3)	2.8	(6.1)	(5.4)	(8.0)	(8.0)	(7.7)	(8.0)	(8.0)	30.0	0.0	0.0
SG GRM	3.1	8.0	18.6	18.6	14.2	9.1	7.7	7.3	5.5	5.2	94.0	65.0	49.0

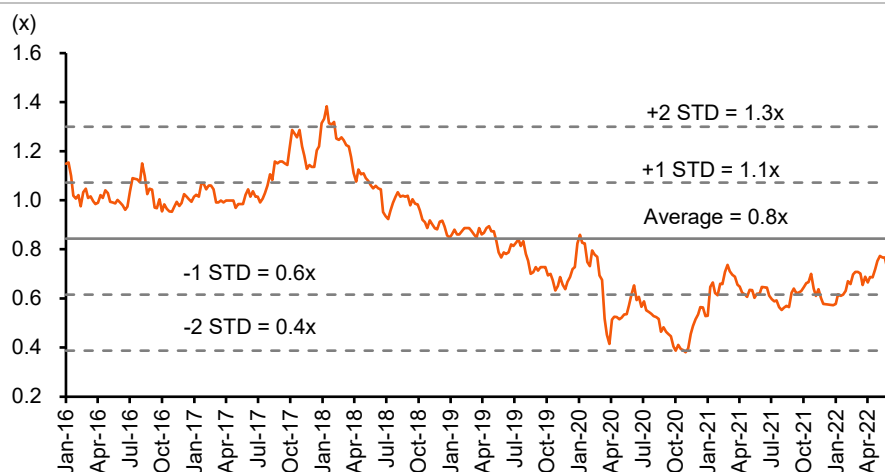
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Profit Revisions

(Bt m)	Normalized profit			TP (Bt/shr)
	2022F	2023F	2024F	
New	9,937	6,474	5,282	39.00
Old	6,347	4,214	3,785	34.00
Change (%)	56.6	53.6	39.5	14.7

Sources: Thanachart estimates

Ex 9: P/BV Band



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 10: 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		26,190	23,350	22,814	22,964	22,346	23,113	23,209	22,618	23,412	23,520	23,632	
Free cash flow *		(4,861)	9,194	9,375	10,408	11,699	8,939	10,744	12,064	9,323	11,194	11,359	194,721
PV of free cash flow *		(4,542)	8,023	7,547	7,794	8,149	5,791	6,475	6,763	4,682	5,207	4,894	83,904
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	7.1												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	144,685												
Net debt (2022F)	71,712												
Minority interest	19,637												
Equity value	53,337												
# of shares (m)	1,377												
Equity value/share (Bt)	39												

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: *Excluding solar farm cash flows; our TP is rounded up

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) มีการดำเนินธุรกิจหลายแขนง โดยมีธุรกิจหลักคือธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน (กำลังการผลิต 1.2 แสน bkd) และธุรกิจค่าน้ำมัน (เป็นอันดับ 2 ของประเทศ และมีสัดส่วนการตลาด 13%) โดยในช่วงปีที่ผ่านมาทางบริษัทได้มีการลงทุนขนาดใหญ่ในธุรกิจพลังงาน โดยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทนโดยการถือหุ้น 70% ในบริษัทลูก BCPG และยังมีการขยายไปในธุรกิจใหม่ๆ เช่นการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

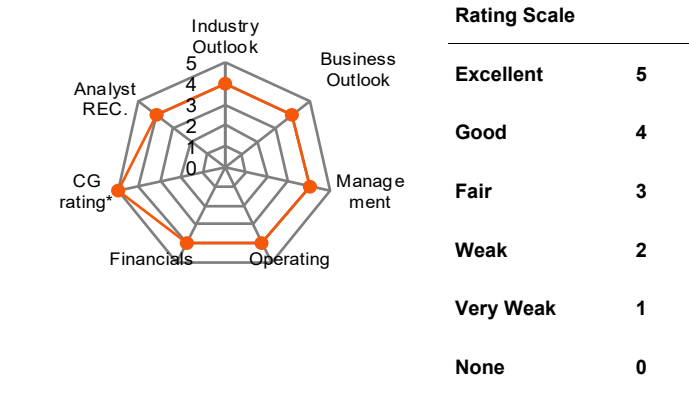
S — Strength

- ความสอดคล้องในธุรกิจการกลั่น และธุรกิจการค่าน้ำมัน ส่งผลใน BCP มีส่วนต่างกำไรสูงสุดในผลผลิตจากการกลั่น
- การเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบภายในประเทศซึ่งมีคุณภาพสูง และราคาต้นทุนต่ำช่วยให้มีค่าการกลั่นสูงกว่าในกลุ่ม

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่น
- การลงทุนในปริมาณมากในธุรกิจใหม่ยังไม่ก่อเกิดผลกำไร
- มีโอกาสจำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น ภายใต้ข้อจำกัดของปริมาณพื้นที่ และที่ดินที่ว่างอยู่

T — Threat

- การแทรกแซงจากภาครัฐต่อส่วนต่างการตลาดในธุรกิจสถานีน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	36.38	39.00	7%
Net profit 22F (Bt m)	6,408	9,314	45%
Net profit 23F (Bt m)	5,394	5,459	1%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 4	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2022F ของเราสูงกว่าของ consensus 45% เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่สูงกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของ consensus เล็กน้อย เนื่องจากเราสมมติ GRM กลับมาปกติแต่ในระดับที่สูงขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- ผลกำไรจากการลงทุนใหม่ที่ต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	136,450	199,417	271,726	265,427	249,570
Cost of sales	132,122	179,179	232,711	236,977	224,550
Gross profit	4,328	20,238	39,015	28,450	25,020
% gross margin	3.2%	10.1%	14.4%	10.7%	10.0%
Selling & administration expenses	7,141	7,153	9,747	9,521	8,952
Operating profit	(2,813)	13,085	29,268	18,929	16,068
% operating margin	-2.1%	6.6%	10.8%	7.1%	6.4%
Depreciation & amortization	6,821	8,075	7,920	7,261	7,281
EBITDA	4,008	21,159	37,188	26,190	23,350
% EBITDA margin	2.9%	10.6%	13.7%	9.9%	9.4%
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)	(2,584)	(2,398)	(2,411)
Pre-tax profit	(4,250)	10,034	27,963	17,810	14,936
Income tax	(1,589)	4,263	15,523	10,485	8,964
After-tax profit	(2,661)	5,771	12,440	7,325	5,972
% net margin	-2.0%	2.9%	4.6%	2.8%	2.4%
Shares in affiliates' Earnings	(592)	1,042	1,042	1,042	1,042
Minority interests	(1,197)	(2,221)	(3,545)	(1,893)	(1,732)
Extraordinary items	(2,517)	3,032	(623)	(1,015)	(198)
NET PROFIT	(6,967)	7,624	9,314	5,459	5,084
Normalized profit	(4,450)	4,592	9,937	6,474	5,282
EPS (Bt)	(5.1)	5.5	6.8	4.0	3.7
Normalized EPS (Bt)	(3.2)	3.3	7.2	4.7	3.8

Despite we expect lower profit 2023F, we see upside in our forecast.

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	47,296	69,372	68,612	68,483	65,765
Cash & cash equivalent	21,676	32,829	20,000	20,000	20,000
Account receivables	6,402	15,234	20,757	20,276	19,065
Inventories	16,162	18,497	24,023	24,464	23,181
Others	3,055	2,812	3,832	3,743	3,519
Investments & loans	15,586	14,070	14,070	14,070	14,070
Net fixed assets	54,567	69,233	83,813	98,152	98,070
Other assets	30,874	49,110	73,994	73,239	71,339
Total assets	148,323	201,785	240,489	253,943	249,244
LIABILITIES:					
Current liabilities:	25,502	34,105	41,648	44,134	41,299
Account payables	12,277	15,651	20,327	20,699	19,614
Bank overdraft & ST loans	3,975	1,257	4,586	4,956	4,642
Current LT debt	5,174	9,464	8,713	9,417	8,820
Others current liabilities	4,076	7,734	8,023	9,061	8,223
Total LT debt	54,095	69,787	78,414	84,752	79,379
Others LT liabilities	10,409	28,334	40,626	39,968	38,313
Total liabilities	90,006	132,226	160,687	168,855	158,991
Minority interest	11,950	16,092	19,637	21,530	23,262
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	35,561	38,954	42,386
Shareholders' equity	46,366	53,467	60,165	63,558	66,990
Liabilities & equity	148,323	201,785	240,489	253,943	249,244

Sources: Company data, Thanachart estimates

BCP's investment is mainly in its subsidiary, BCPG

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(4,250)	10,034	27,963	17,810	14,936
Tax paid	1,589	(4,263)	(15,523)	(10,485)	(8,964)
Depreciation & amortization	6,821	8,075	7,920	7,261	7,281
Chg In working capital	1,139	(7,793)	(6,374)	413	1,409
Chg In other CA & CL / minorities	6,732	8,341	311	2,170	428
Cash flow from operations	12,032	14,394	14,297	17,169	15,090
Capex	(8,804)	(22,741)	(22,500)	(21,600)	(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	(13,215)	(917)	47
Cash flow from investments	(15,773)	(20,231)	(35,715)	(22,517)	(7,153)
Debt financing	15,935	17,513	11,204	7,414	(6,285)
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	8,588	5,349	(7,937)
Free cash flow	3,227	(8,347)	(8,203)	(4,431)	7,890

We project negative FCF over 2022-23F, due to power subsidiary capex

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	10.3	4.7	7.3	8.9
Normalized PE - at target price (x)	na	11.7	5.4	8.3	10.2
PE (x)	na	6.2	5.1	8.6	9.3
PE - at target price (x)	na	7.0	5.8	9.8	10.6
EV/EBITDA (x)	22.1	4.5	3.2	4.8	5.1
EV/EBITDA - at target price (x)	23.8	4.8	3.4	5.1	5.4
P/BV (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	1.2	1.0	0.9	0.8	0.8
P/CFO (x)	3.9	3.3	3.3	2.7	3.1
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	4.1	5.8	5.3	3.5	3.5
FCF Yield (%)	6.8	(17.7)	(17.4)	(9.4)	16.7
(Bt)					
Normalized EPS	(3.2)	3.3	7.2	4.7	3.8
EPS	(5.1)	5.5	6.8	4.0	3.7
DPS	1.4	2.0	1.8	1.2	1.2
BV/share	33.7	38.8	43.7	46.2	48.7
CFO/share	8.7	10.5	10.4	12.5	11.0
FCF/share	2.3	(6.1)	(6.0)	(3.2)	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

BCP looks inexpensive on a P/BV basis and with a dividend yield of 5%

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(28.4)	46.1	36.3	(2.3)	(6.0)
Net profit (%)	na	na	22.2	(41.4)	(6.9)
EPS (%)	na	na	22.2	(41.4)	(6.9)
Normalized profit (%)	na	na	116.4	(34.9)	(18.4)
Normalized EPS (%)	na	na	116.4	(34.9)	(18.4)
Dividend payout ratio (%)	(27.7)	36.1	26.6	30.3	32.5
Operating performance					
Gross margin (%)	3.2	10.1	14.4	10.7	10.0
Operating margin (%)	(2.1)	6.6	10.8	7.1	6.4
EBITDA margin (%)	2.9	10.6	13.7	9.9	9.4
Net margin (%)	(2.0)	2.9	4.6	2.8	2.4
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.2	1.1	1.2	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.9	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.2	11.3	7.9	6.7
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	8.3	14.4	10.9	9.7
ROA - using norm profit (%)	na	2.6	4.5	2.6	2.1
ROE - using norm profit (%)	na	9.2	17.5	10.5	8.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	11.6	21.9	11.8	9.1
- asset turnover (x)	1.0	1.1	1.2	1.1	1.0
- operating margin (%)	na	6.3	11.2	7.6	7.0
- leverage (x)	2.8	3.5	3.9	4.0	3.9
- interest burden (%)	186.4	79.8	91.5	88.1	86.1
- tax burden (%)	na	57.5	44.5	41.1	40.0
WACC (%)	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
ROIC (%)	(3.1)	8.6	12.9	5.9	4.5
NOPAT (Bt m)	(2,813)	7,525	13,020	7,785	6,425
invested capital (Bt m)	87,934	101,145	131,876	142,684	139,831

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect D/E to be on a declining trend.

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 70 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMART16C2206A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, 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) (TTB) 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 ปทุมไรซ์มิล 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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเมนท์ 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 นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติมน้ำมัน พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรีทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลีย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลินกรณ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

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