

Thailand Energy Sector

GRM ยังคงสูงยาวนานไปอีก

Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div. yield —	
	BBG		price	price	Cap	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
Company	Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(US\$ m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Bangchak Corp.	BCP TB	BUY	34.25	39.00	1,357	116.4	(34.9)	4.7	7.3	0.8	0.7	5.3	3.5
Esso (Thailand)	ESSO TB	BUY	12.20	16.00	1,215	na	(9.9)	6.7	7.4	1.4	1.3	8.2	4.0
Star Petroleum	SPRC TB	BUY	13.00	15.50	1,622	na	(39.5)	5.0	8.2	1.2	1.2	9.2	3.6
Thai Oil	TOP TB	HOLD	56.75	57.00	3,330	194.9	(25.7)	7.0	9.5	0.8	0.8	5.3	3.4

Source: Thanachart estimates, Based on 10 June 2022 closing prices

เราเริ่มมองบวกมากขึ้นต่อตลาดโรงกลั่นจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของอุปทานใน 3 ปีข้างหน้า จากการยกเลิกการนำเข้าผลิตภัณฑ์น้ำมันของรัสเซีย และการควบคุมการส่งออกที่เข้มงวดของจีน เราปรับคาดการณ์ GRM ขึ้น และ ESSO เป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงกลั่น

โครงสร้างของอุปทานของกลุ่มโรงกลั่นเปลี่ยน – GRM เพิ่มขึ้น

เราปรับเพิ่มค่าการกลั่นขั้นต้นสิงคโปร์ (GRM) เป็น US\$14.2/9.1/7.7/bbl จาก US\$7.3/5.5/5.2 ในช่วงปี 2022-24F เพื่อสะท้อนการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของอุปทานในกลุ่มโรงกลั่นหลังสหภาพยุโรปตัดสินใจยกเลิกการนำเข้าผลิตภัณฑ์น้ำมันของรัสเซียภายในสิ้นปีนี้ รัสเซียเป็นซัพพลายเออร์ดีเซลรายใหญ่ของยุโรป ซึ่งคิดเป็น 50% ของการนำเข้าดีเซลของยุโรป และ 3% ของความต้องการทั่วโลก ดังนั้น การหยุดชะงักหลังจากความขัดแย้งท่ามกลางสต็อกคงคลังที่ต่ำเป็นเวลาหลายปี ทำให้ค่าการกลั่นแต่ละระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ เมื่อรวมกับการควบคุมการส่งออกอย่างเข้มงวดของจีน เราคาดว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวลงมา แต่จะอยู่ระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ยเมื่อก่อน ในระยะใกล้ยังคงได้แรงหนุนจากฤดูกาลขับรถของสหรัฐฯ ฤดูพายุเฮอริเคนที่จะมาถึง และฤดูหนาวในไตรมาสที่ 4

การส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันของจีนยังคงจำกัด

ประเทศจีน ซึ่งเป็นประเทศเดียวที่มีกำลังการผลิตสำรองที่มีศักยภาพ กำลังเครื่องจักรตอนนโยบายด้านสิ่งแวดล้อมและจำกัดโควตาการส่งออก แม้ความต้องการภายในประเทศจะหยุดชะงัก เนื่องจากการระบาดระลอกใหม่ในประเทศ และค่าการกลั่นที่สูงเป็นประวัติการณ์ เราคิดว่าสิ่งนี้แสดงให้เห็นว่าเป้าหมายหลักของรัฐบาลจีน ซึ่งคือการพึ่งพาตัวเองและการควบคุมสิ่งแวดล้อม ไม่ใช่การทำการค้าในตลาดส่งออก ดังนั้นเราจึงคาดว่า การส่งออกจากจีนจะยังคงถูกจำกัด โดยเฉพาะเมื่อความต้องการในประเทศมีแนวโน้มดีขึ้น จากการผ่อนคลายการล็อกดาวน์ของประเทศ

ขาดอุปทานใหม่นอกประเทศจีน

มีอุปทานใหม่จำกัดมากนอกประเทศจีน การเติบโตของอุปทานทั่วโลกส่วนใหญ่ได้รับแรงหนุนจากจีน โดยคิดเป็น 38% ของอุปทานที่เพิ่มขึ้นในช่วงปี 2022-24F การระบาดของโควิด และความกังวลด้านสิ่งแวดล้อมที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้โรงกลั่นขนาดใหญ่ปิดตัวลงในปี 2020-21 โดยเฉพาะในสหรัฐฯ และยุโรป และขัดขวางการตัดสินใจลงทุนใหม่ของโรงกลั่นแห่งใหม่ ขณะที่การระบาดอีกระลอกในปีนี้ ทำให้ราว 27% ของอุปทานใหม่ในปี 2022F ถูกเลื่อนออกไปในปีหน้า ประมาณการของเราแสดงให้เห็นว่าอุปทานที่เพิ่มขึ้นสุทธิทั่วโลกน่าจะต่ำกว่าการเติบโตของความต้องการในช่วง 3 ปีข้างหน้า ในระยะสั้น สหรัฐ และอินเดียมีอัตราการผลิตใกล้ถึงขีดสูงสุด

ESSO เป็น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงกลั่น

เราเริ่มมองบวกมากขึ้นต่อกลุ่มโรงกลั่น เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของอุปทานซึ่งนำไปสู่การตีตัวของตลาดในช่วง 3 ปีข้างหน้า แม้ว่าหุ้นในกลุ่มฯ จะปรับตัวขึ้นแล้ว แต่ยังซื้อขายที่ 1.0 เท่า ในปี 2023F PE เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 1.2 เท่า ขณะที่ GRM คาดว่าจะอยู่เหนือระดับเฉลี่ย เราขอปรับขึ้นตามลำดับดังนี้ ESSO (ปรับเป็น “ซื้อ” จาก “ถือ”), SPRC (“ซื้อ” จาก “ขาย”), BCP (คงคำแนะนำ “ซื้อ”) และ TOP (“ถือ” จาก “ขาย”)

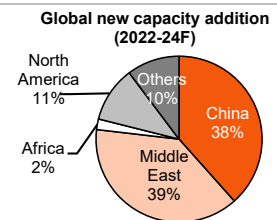


YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

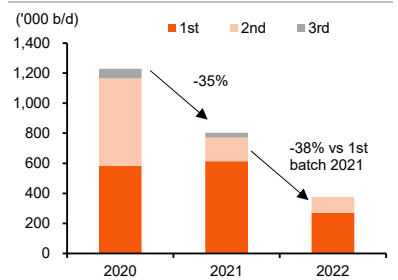
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

China Controls 38% of New Supply



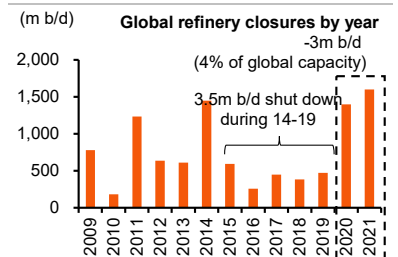
Source: Thanachart Estimates

China Export Quota Is Limited



Source: SP Platts

Lots Of Capacity Closed In 2020-21

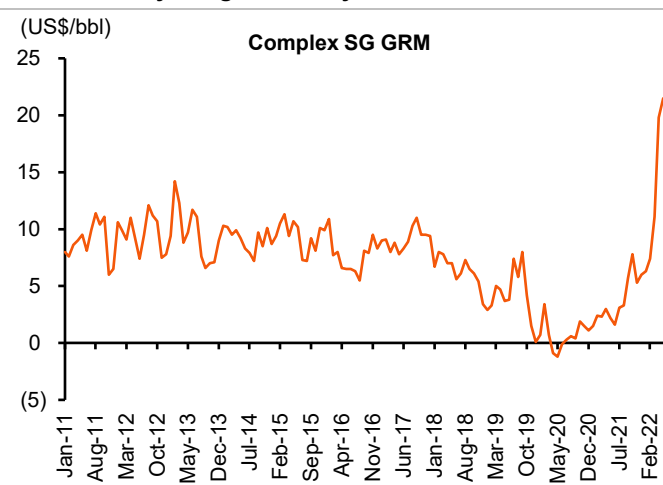


Sources: TOP, Thanachart Estimates

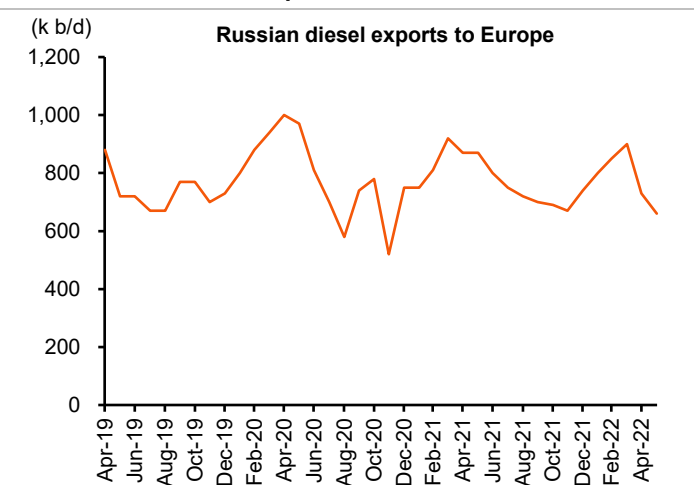
Ex 1: Our New Singapore Complex GRM Assumptions

(US\$/bbl)	2021	1Q22	2Q22	June	New			Old			Change (%)		
					2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
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

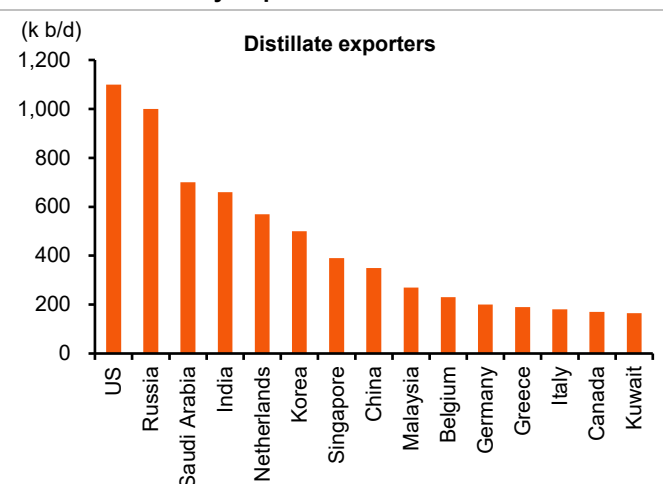
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Refinery Margin Has Skyrocketed

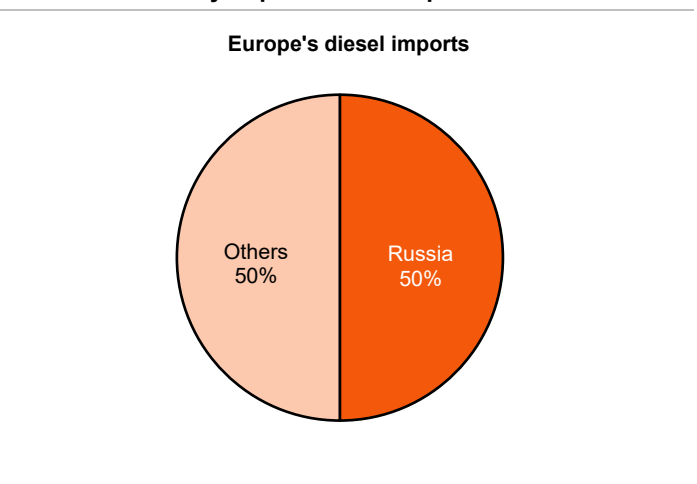
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Russian Diesel Exports To Fall From Here

Source: Vortexa

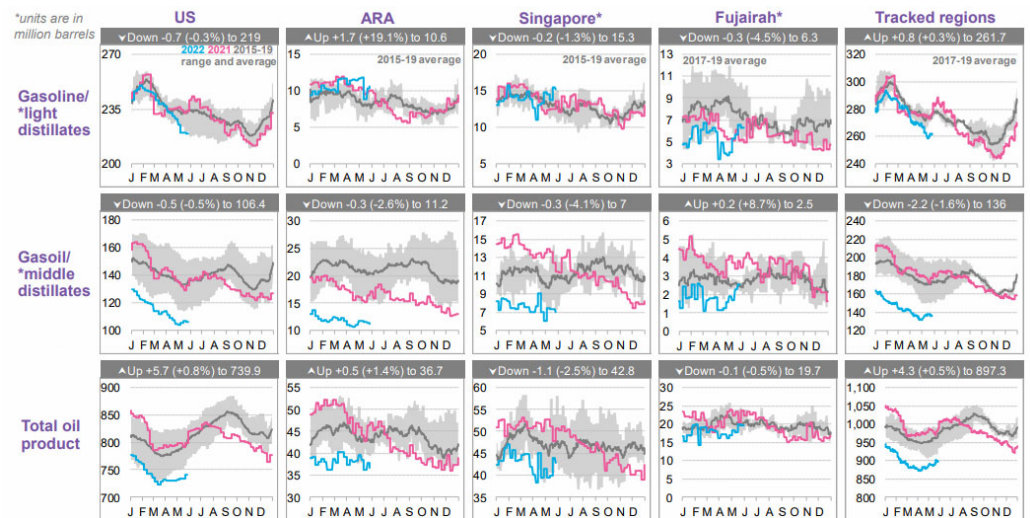
Ex 4: Russia A Key Exporter Of Middle Distillate...

Sources: Joint Organizations Data Initiatives

Ex 5: ...And A Key Exporter To Europe

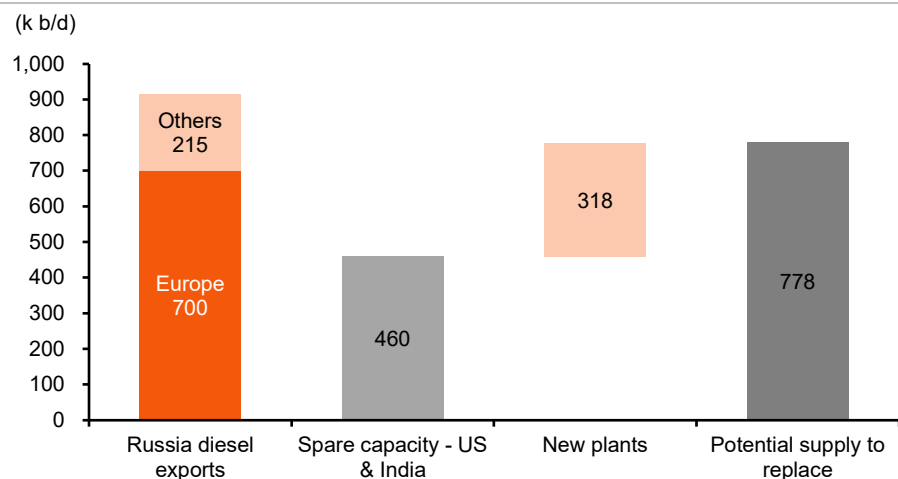
Source: SP Platts

Ex 6: Global Oil Products Inventory Are Substantially Below Five-Year Historical Average



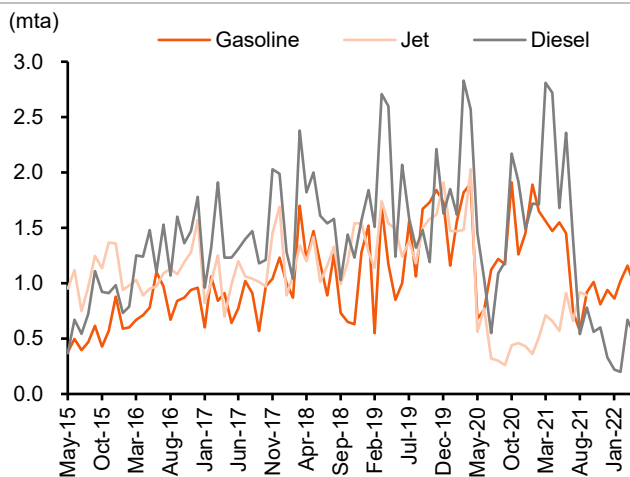
Source: Bloomberg

Ex 7: Russian Oil Product Exports Cannot Be Entirely Replaced



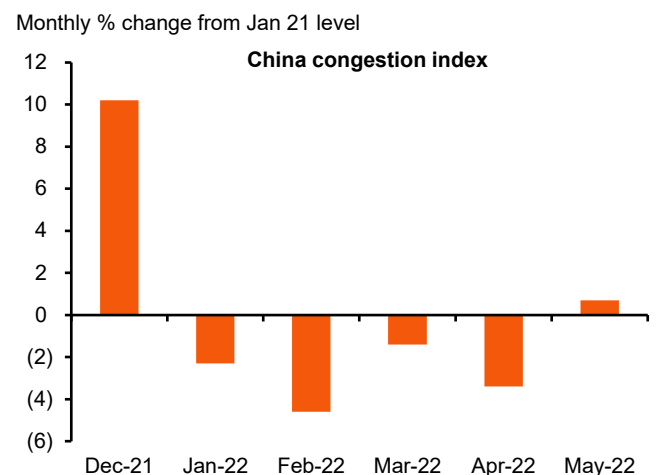
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: China Exports To Remain Muted

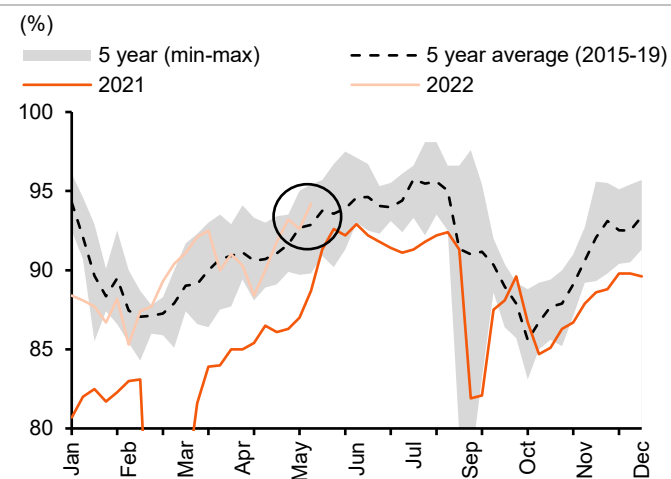


Source: Bloomberg

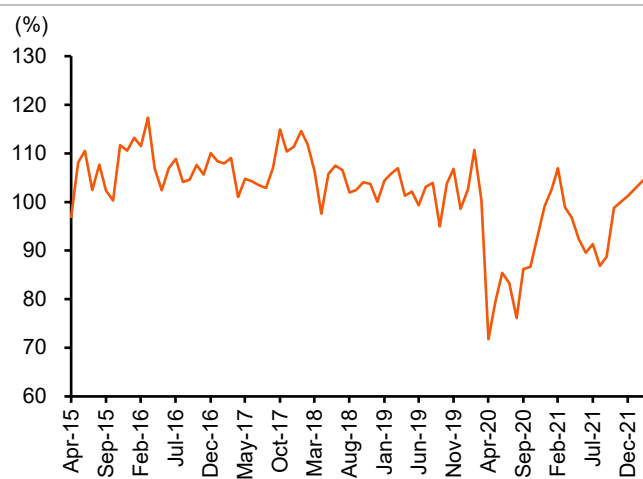
Ex 9: Recovering China Demand Will Limit Export



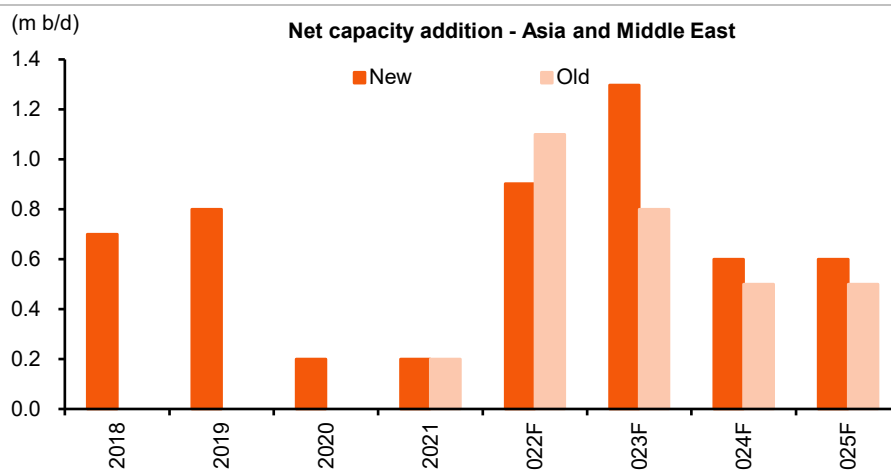
Source: Bloomberg

Ex 10: US Refinery Utilization

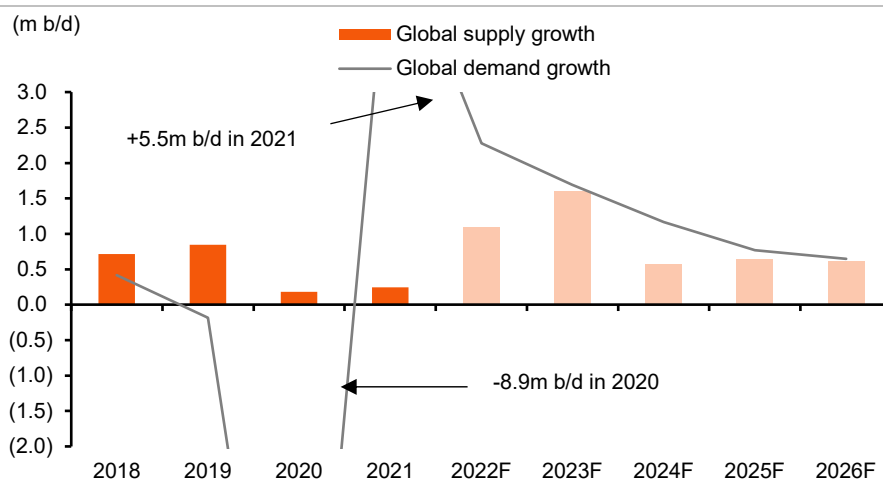
Source: Bloomberg

Ex 11: India Refinery Utilization

Sources: Bloomberg

Ex 12: New Supply In 2022 Postponed To 2023

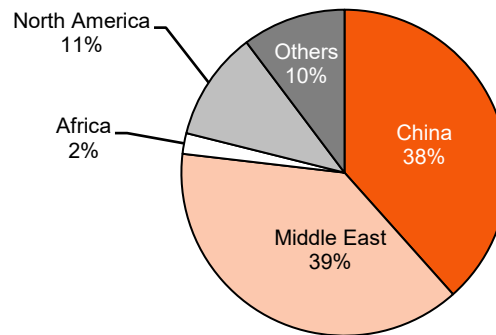
Source: TOP

Ex 13: Favorable Global Demand/Supply Balance Over 2022-26F

Source: Thanachart estimates

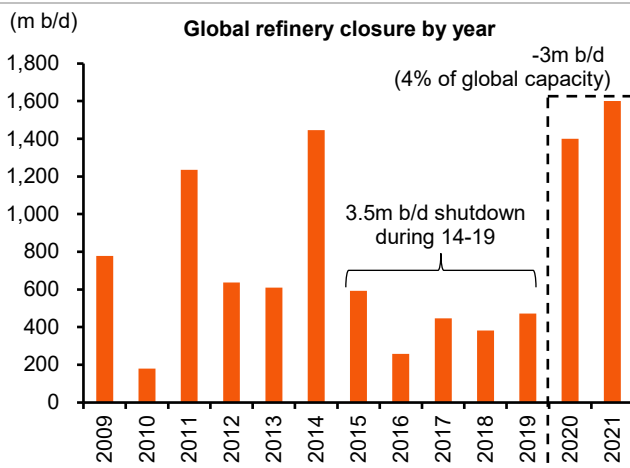
Ex 14: 38% of New Capacity Come From China Over 2022-24F

Global new capacity addition (2022-24F)



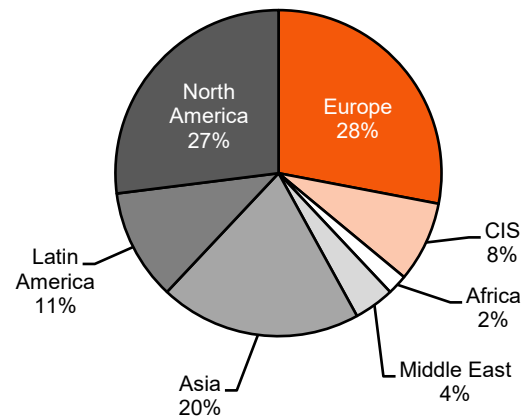
Source: Thanachart estimates

Ex 15: Pandemic-led Capacity Closures



Source: SP Platts

Ex 16: Global Capacity Closure Since 2008



Source: SP Platts

Ex 17: Earnings Revisions

(Bt m)	New					Old			Change (%)		
	1Q22	2021A	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Reported profit											
BCP	4,356	7,624	9,314	5,459	5,084	6,347	4,214	3,785	46.7	29.5	34.3
ESSO	5,900	4,443	13,062	4,263	4,437	6,856	2,846	2,719	90.5	49.8	63.2
SPRC	5,284	4,746	13,807	5,073	5,583	8,041	3,493	3,518	71.7	45.2	58.7
TOP	7,183	12,578	26,114	9,811	8,511	27,591	6,512	6,868	(5.4)	50.7	23.9
Norm profit											
BCP	764	4,592	9,937	6,474	5,282	6,347	4,214	3,785	56.6	53.6	39.6
ESSO	1,708	(1,704)	6,291	5,671	5,097	676	2,846	2,719	830.7	99.3	87.4
SPRC	695	(1,542)	11,348	6,870	6,444	3,676	2,826	3,518	208.7	143.1	83.2
TOP	4,177	5,583	16,466	12,233	9,699	8,591	6,512	6,868	91.7	87.9	41.2

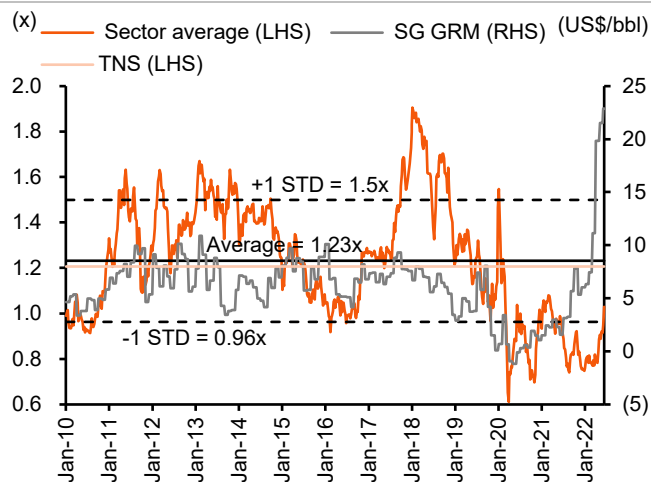
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 18: Target Price And Recommendation Changes

BBG Code	Rec.		Current price (Bt)	Target price (Bt)	Up/down side (%)	Market Cap (US\$ m)	— Norm PE —		— P/BV —		— Div yield —		— ROE —	
	Old	New					2022F (x)	2023F (x)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (%)	2023F (%)
BCP TB	HOLD	BUY	34.25	39.00	13.9	1,357	4.7	7.3	0.8	0.7	5.3	3.5	17.5	10.5
ESSO TB	BUY	BUY	12.20	16.00	31.1	1,215	6.7	7.4	1.4	1.3	8.2	4.0	25.3	18.1
SPRC TB	SELL	BUY	13.00	15.50	19.2	1,622	5.0	8.2	1.2	1.2	9.2	3.6	28.5	15.0
TOP TB	SELL	HOLD	56.75	57.00	0.4	3,330	7.0	9.5	0.8	0.8	5.3	3.4	12.6	8.5

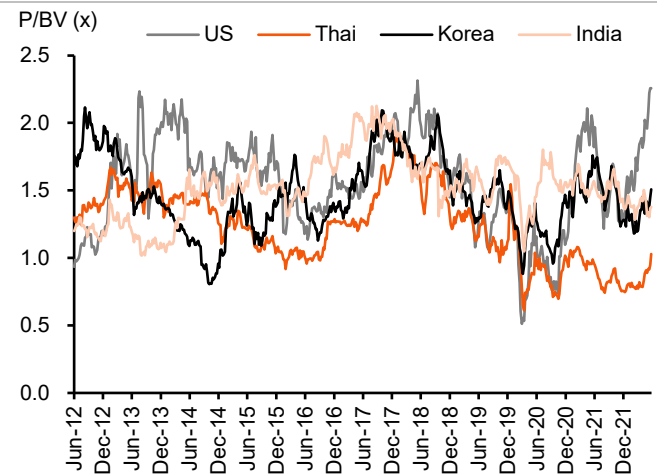
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 19: Sector P/BV vs. GRM



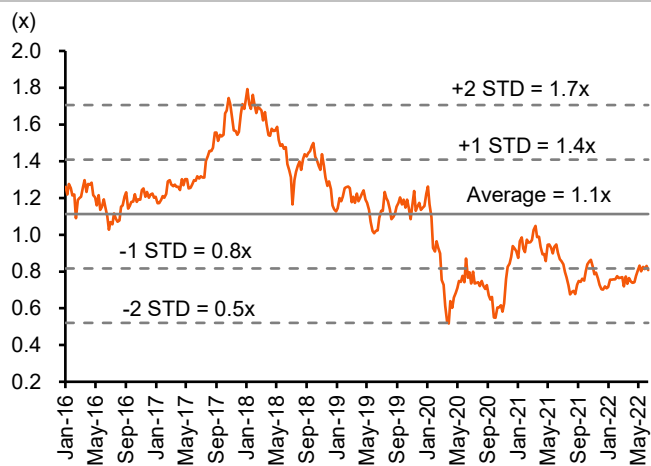
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 20: Thai Refineries' P/BV Vs. Peers'



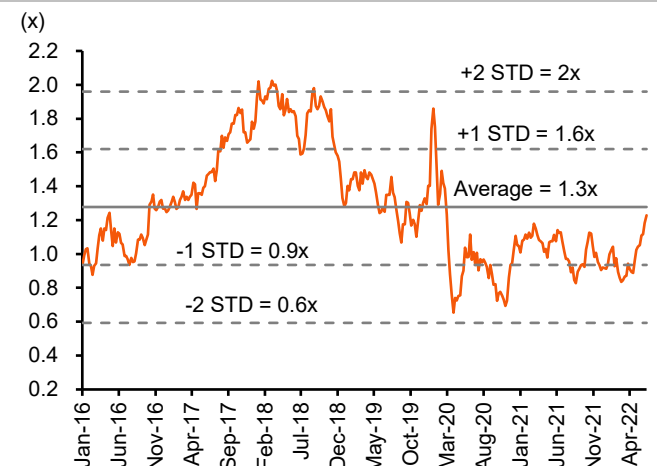
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 21: TOP's P/BV



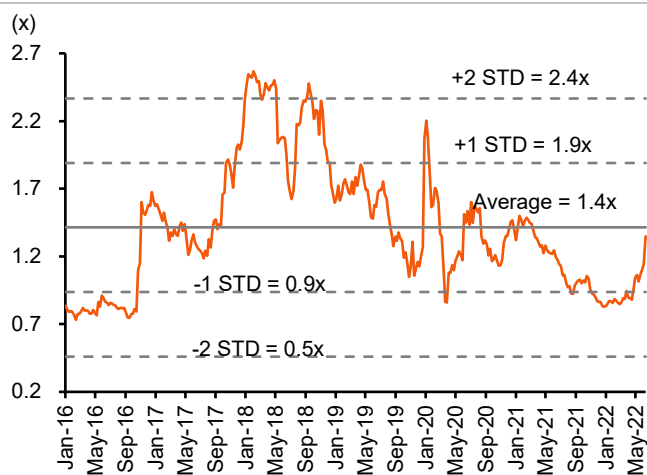
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 22: SPRC's P/BV



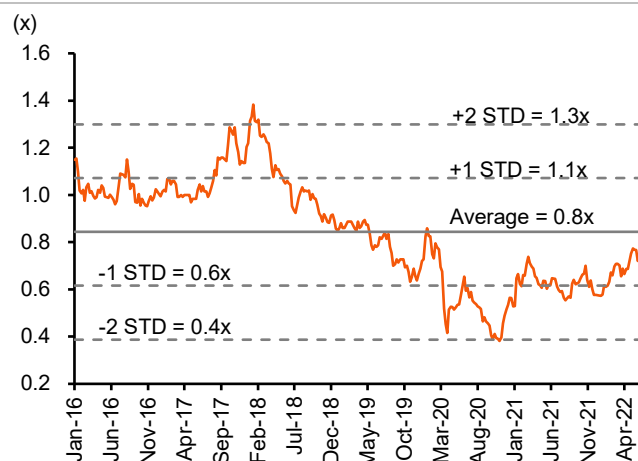
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 23: ESSO's P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 24: BCP's P/BV



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 25: Sector Valuation Comparison

		BCP	ESSO	SPRC	TOP	Industry
Rating		BUY	BUY	BUY	HOLD	
Target price (Bt)	Thanachart	39.00	16.00	15.50	57.00	
	Consensus	36.55	11.50	13.10	67.00	
Consensus rec.	BUY	10	3	14	17	
	HOLD	4	3	3	8	
	SELL	0	1	1	1	
Sales (Bt m)	2021	199,417	172,878	172,484	345,496	890,276
	2022F	271,726	169,762	267,381	460,867	1,169,736
	2023F	265,427	169,343	262,786	423,639	1,121,195
	2024F	249,570	165,990	252,457	406,717	1,074,734
Norm profits (Bt m)	2021	4,592	(1,704)	(1,542)	5,583	6,929
	2022F	9,937	6,291	11,348	16,466	44,041
	2023F	6,474	5,671	6,870	12,233	31,248
	2024F	5,282	5,097	6,444	9,699	26,522
Sales growth (%)	2021	46.1	36.5	32.5	39.4	38.6
	2022F	36.3	(1.8)	55.0	33.4	30.7
	2023F	(2.3)	(0.2)	(1.7)	(8.1)	(3.1)
	2024F	(6.0)	(2.0)	(3.9)	(4.0)	(4.0)
Norm EPS growth (%)	2021	na	na	na	na	na
	2022F	116.4	na	na	194.9	155.7
	2023F	(34.9)	(9.9)	(39.5)	(25.7)	(27.5)
	2024F	(18.4)	(10.1)	(6.2)	(20.7)	(13.9)
Operating margin (%)	2021	6.6	(0.3)	0.1	2.6	2.2
	2022F	10.8	5.5	5.5	5.0	6.7
	2023F	7.1	3.8	3.1	4.1	4.5
	2024F	6.4	3.5	3.1	3.9	4.2
ROE (%)	2021	9.2	(10.2)	(5.1)	4.7	(0.3)
	2022F	17.5	25.3	28.5	12.6	21.0
	2023F	10.5	18.1	15.0	8.5	13.0
	2024F	8.1	15.2	13.3	6.5	10.8
Dividend yield (%)	2021	5.8	0.0	1.4	4.6	2.9
	2022F	5.3	8.2	9.2	5.3	7.0
	2023F	3.5	4.0	3.6	3.4	3.6
	2024F	3.5	4.2	4.0	2.9	3.7
P/BV (x)	2021	0.9	2.2	1.6	1.0	1.4
	2022F	0.8	1.4	1.2	0.8	1.1
	2023F	0.7	1.3	1.2	0.8	1.0
	2024F	0.7	1.2	1.1	0.8	1.0
Norm PE (x)	2021	10.3	na	na	20.7	15.5
	2022F	4.7	6.7	5.0	7.0	5.9
	2023F	7.3	7.4	8.2	9.5	8.1
	2024F	8.9	8.3	8.7	11.9	9.5
EV/EBITDA (x)	2021	4.5	31.9	21.6	15.7	18.4
	2022F	3.2	4.6	3.0	9.2	5.0
	2023F	4.8	5.6	4.5	12.6	6.9
	2024F	5.1	5.4	4.0	11.5	6.5
Net D/E (x)	2021	0.7	1.5	0.1	1.1	0.9
	2022F	0.9	0.4	(0.1)	1.2	0.6
	2023F	0.9	0.3	(0.2)	1.3	0.6
	2024F	0.8	0.2	(0.3)	1.3	0.5

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 26: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
PetroChina	857 HK	China	23.0	(9.0)	7.0	7.6	0.6	0.6	3.3	3.6	5.7	6.5	7.3	8.8
Sinopec	386 HK	China	(1.3)	(0.9)	6.3	6.4	0.6	0.5	3.6	3.8	9.7	10.3	9.6	9.1
Average			10.8	(4.9)	6.6	7.0	0.6	0.6	3.5	3.7	7.7	8.4	8.4	8.9
SK Innovation	096770	S. Korea	na	(23.4)	9.5	12.5	1.1	1.0	6.2	7.1	0.8	1.5	4.4	12.5
S-Oil	010950	S. Korea	51.9	(30.0)	6.2	8.8	1.6	1.4	4.9	6.7	3.2	4.5	23.5	28.1
Average			51.9	(26.7)	7.9	10.6	1.3	1.2	5.5	6.9	2.0	3.0	14.0	20.3
Reliance Industries	RIL IB	India	31.2	27.6	29.8	23.4	2.3	2.1	18.7	14.4	0.3	0.3	8.6	8.0
Indian Oil	IOCL IB	India	65.7	(13.3)	4.4	5.0	0.9	0.8	5.3	6.0	7.0	9.8	14.6	19.3
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(0.3)	(7.3)	7.1	7.7	1.3	1.2	7.8	8.0	6.3	7.7	24.7	18.8
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	(12.6)	6.7	5.1	4.8	0.8	0.7	7.0	6.1	7.8	7.3	24.1	17.2
Average			21.0	3.4	11.6	10.2	1.3	1.2	9.7	8.6	5.3	6.3	18.0	15.8
Marathon Petroleum	MPC US	USA	na	(32.6)	9.0	13.3	2.5	2.5	5.7	7.3	2.1	2.2	3.9	23.9
Valero	VLO US	USA	na	(27.0)	9.4	12.9	2.6	2.4	6.3	7.8	2.8	2.8	4.1	29.5
Phillips 66	PSX US	USA	154.1	(17.6)	9.4	11.4	2.0	1.8	6.8	7.9	3.4	3.5	9.9	24.2
PBF Energy'	PBF US	USA	na	(44.4)	5.6	10.1	1.9	1.6	4.0	6.1	0.0	0.0	(17.4)	26.8
Delek	DK US	USA	na	(49.1)	7.7	15.2	2.1	1.8	4.4	5.7	0.0	0.6	(25.4)	36.0
Average			154.1	(34.1)	8.2	12.6	2.2	2.0	5.5	7.0	1.7	1.8	(5.0)	28.1
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	116.4	(34.9)	4.7	7.3	0.8	0.7	3.2	4.8	5.3	3.5	17.5	10.5
ESSO (Thailand) *	ESSO TB *	Thailand	na	(9.9)	6.7	7.4	1.4	1.3	4.6	5.6	8.2	4.0	25.3	18.1
Star Petroleum Refining	SPRC TB *	Thailand	na	(39.5)	5.0	8.2	1.2	1.2	3.0	4.5	9.2	3.6	28.5	15.0
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	194.9	(25.7)	7.0	9.5	0.8	0.8	9.2	12.6	5.3	3.4	12.6	8.5
Average			155.7	(27.5)	5.9	8.1	1.1	1.0	5.0	6.9	7.0	3.6	21.0	13.0
Total Average			78.7	(18.0)	8.0	9.7	1.3	1.2	5.8	6.6	4.7	4.6	11.3	17.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 10 June 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	3.0	(1.5)	(0.2)	(1.5)	—	—	—	—
Energy	12.8	13.9	13.1	20.5	9.8	15.5	13.4	22.0
BCP TB	1.5	10.5	29.2	35.6	(1.6)	12.0	29.5	37.2
ESSO TB	37.1	53.5	44.4	66.0	34.0	55.0	44.6	67.5
IRPC TB	13.6	(5.4)	(12.5)	(8.9)	10.6	(3.9)	(12.3)	(7.3)
IVL TB	15.8	15.2	20.6	18.5	12.8	16.7	20.8	20.0
PTT TB	2.7	(5.1)	(9.6)	(1.3)	(0.3)	(3.5)	(9.4)	0.2
PTTEP TB	15.7	15.7	43.0	46.6	12.7	17.3	43.2	48.1
PTTGC TB	5.6	(7.4)	(22.9)	(19.6)	2.5	(5.8)	(22.6)	(18.1)
SPRC TB	20.4	42.9	27.5	32.7	17.3	44.4	27.7	34.2
TOP TB	3.2	5.6	(1.3)	14.6	0.1	7.1	(1.1)	16.2

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การมี synergies ร่วมกันภายใต้กลุ่ม PTT ช่วยให้ต้นทุนลดลง และเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน
- ฐานะการเงินที่แข็งแกร่งจะทำให้บริษัทพลังงานไทยรับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ต่ำทำ M&A

O — Opportunity

- โรงกลั่นไทย อาทิเช่น TOP, PTTGC, IPRC มีโอกาสที่จะอัพเกรดผลิตภัณฑ์ downstream ให้เป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้อีก
- โอกาสในการเข้าซื้อกิจการต่างประเทศซึ่งช่วยผลักดันการเติบโต และมูลค่า

W — Weakness

- การดำเนินงาน E&P ต้นทุนสูงในประเทศไทย
- กำไรและกระแสเงินสดมีความผันผวนสูงตามความผันผวนของราคาน้ำมันในตลาดโลก

T — Threat

- การนำเข้า LNG ที่มีราคาถูกเป็นภัยคุกคามต่อผู้ผลิตแก๊สในประเทศรวมทั้ง PTTEP
- 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)	(%)	(%)
China	10.8	(4.9)	6.6	7.0	0.6	0.6	3.5	3.7	7.7	8.4
S.Korea	51.9	(26.7)	7.9	10.6	1.3	1.2	5.5	6.9	2.0	3.0
India	21.0	3.4	11.6	10.2	1.3	1.2	9.7	8.6	5.3	6.3
USA	154.1	(34.1)	8.2	12.6	2.2	2.0	5.5	7.0	1.7	1.8
Thailand	155.7	(27.5)	5.9	8.1	1.1	1.0	5.0	6.9	7.0	3.6
Average	78.7	(18.0)	8.0	9.7	1.3	1.2	5.8	6.6	4.7	4.6

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

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 สมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์ของเรายู่ที่ US\$101/90/85/bbl และการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันทุกๆ US\$10/bbl จะทำให้กำไรปี 2022F ของ BCP จะเพิ่มขึ้น 3%

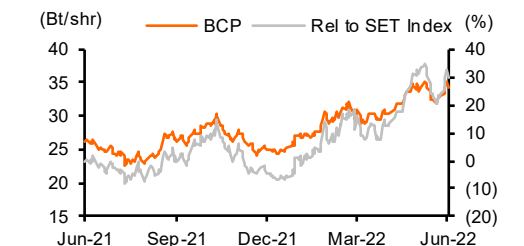
กำไรของสถานีบริการแตะจุดต่ำสุด

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

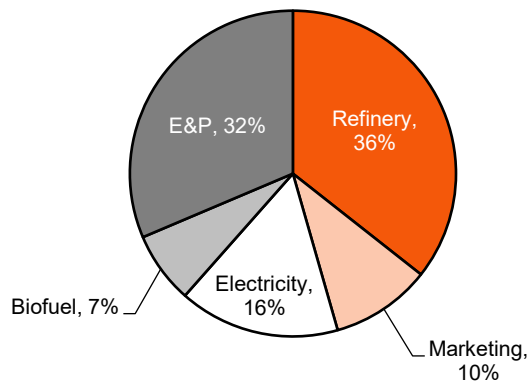


COMPANY INFORMATION

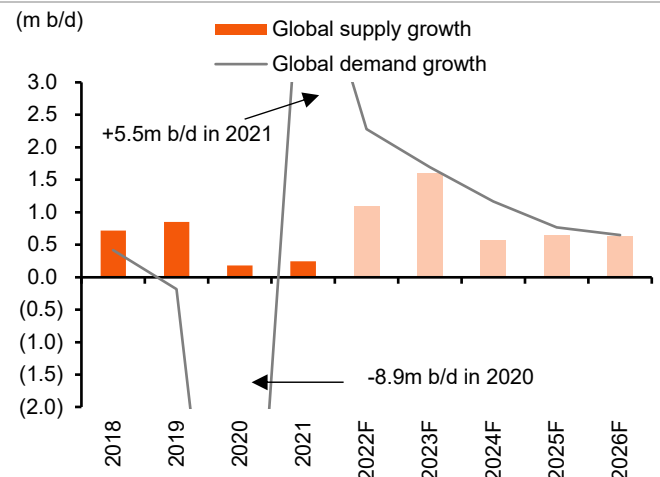
Price as of 10-Jun-22 (Bt)	34.25
Market Cap (US\$ m)	1,356.6
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	64.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	7.0
12M Price H/L (Bt)	35.25/22.70
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.40%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

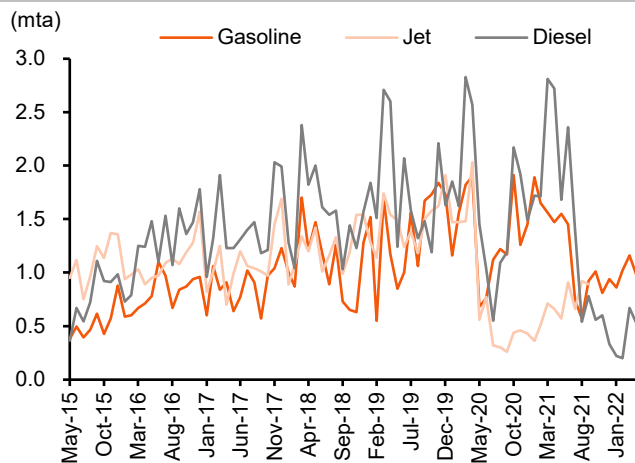
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: BCP's EBITDA Breakdown In 1Q22

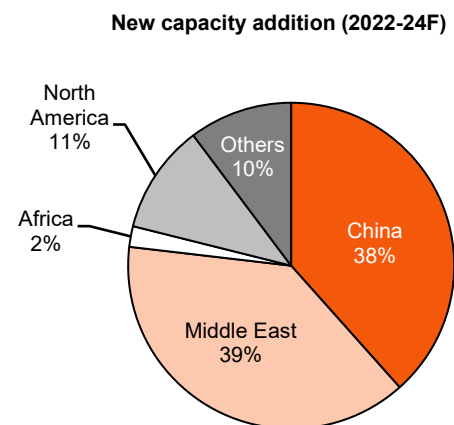
Source: Company data

Ex 2: Global Refinery Demand/Supply Outlook

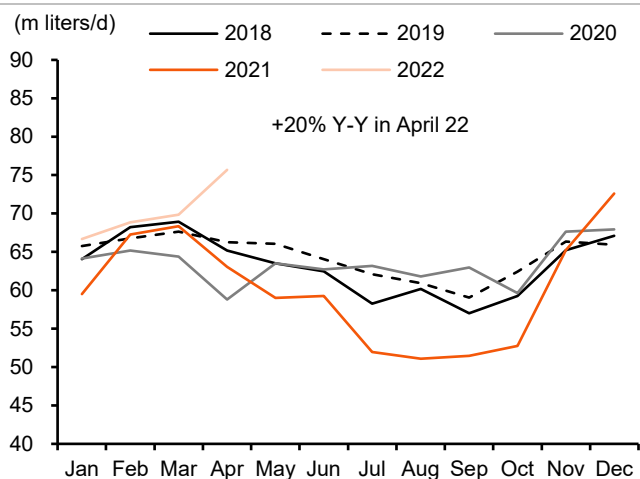
Source: Thanachart estimates

Ex 3: China Exports Expected To Be Muted

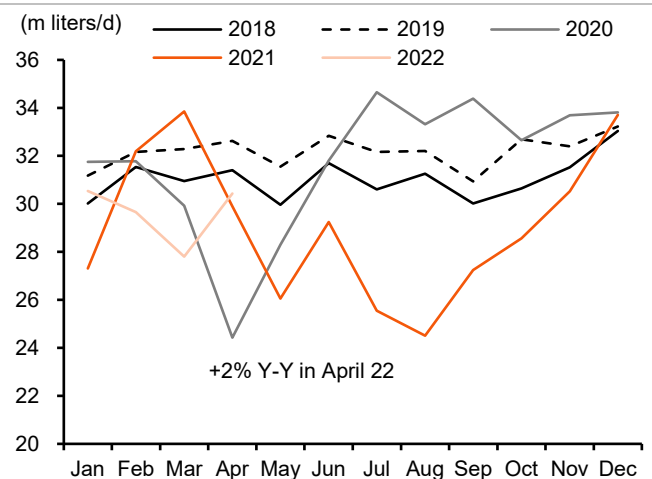
Sources: Bloomberg

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

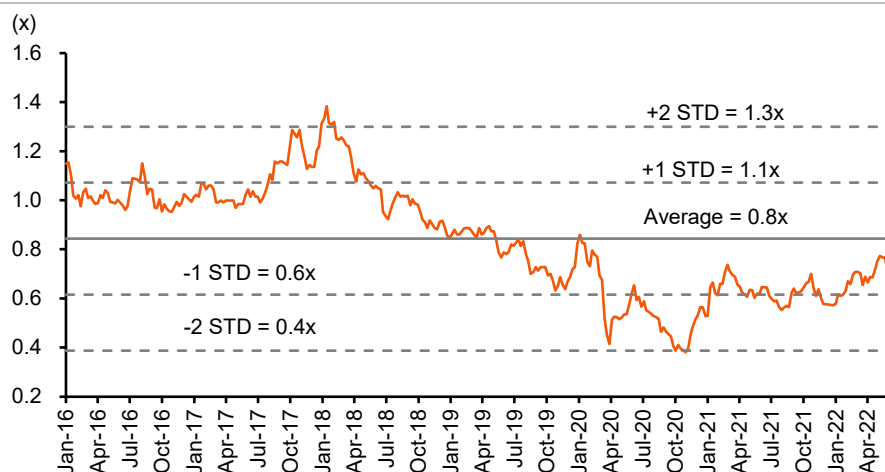
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

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

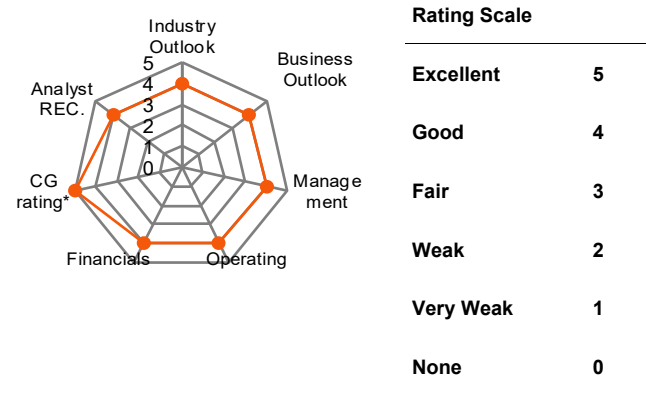
S — Strength

- 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.

BUY (From: HOLD)

Change in Recommendation

TP: Bt 16.00 (From: Bt 8.20)

Upside : 31.1%

13 JUNE 2022

Small Cap Research

Esso (Thailand) Pcl (ESSO TB)

Top Pick ของเรา

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ ESSO เป็น “ซื้อ” และเป็นหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงกลั่นจากสามปัจจัยหลักที่เรานับถือ ESSO ได้ประโยชน์จาก GRM ที่แข็งแกร่ง มีเรื่องราวการเติบโตของปริมาณขาย และเรามองว่าข้อขายที่ valuation ที่ยังไม่ได้สะท้อนถึงปัจจัยพื้นฐานใหม่ของกลุ่มฯ



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “GRM ยังคงสูงยาวนานไปอีก” วันที่ 13 มิถุนายน 2022 เราปรับเพิ่มคำแนะนำ ESSO เป็น “ซื้อ” จาก ถือ และเป็น Top Pick ของเราในกลุ่มฯ 1) เรามองว่าบริษัท ได้ประโยชน์จากค่าการกลั่นที่เพิ่มขึ้นมากขึ้น หลังจากปิดหน่วยพาราไซลีน (PX) ที่มีผลขาดทุนไปเมื่อปีที่แล้ว นอกจากนี้ยังไม่ได้ทำการ hedge ราคาสินค้าไว้ซึ่งลดผลประโยชน์จาก GRM ที่สูงอีกด้วย 2) ESSO มีเรื่องราวการเติบโตของปริมาณขาย หรือมีอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นจากการขยายสถานีบริการน้ำมัน และ 3) ด้วยสมมติฐาน GRM ที่สูงขึ้นมากในสามปีข้างหน้า เมื่อเทียบกับระดับในอดีต เราจึงมองว่า ESSO สมควรที่จะซื้อขายที่ระดับ P/BV ที่สูงกว่าในปัจจุบันที่ 1.3 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีในอดีต ในบทวิเคราะห์นี้ เราได้ปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM ขึ้น และปรับคาดการณ์กำไรขึ้นราว 87-831% ในปี 2022-24F และราคาเป้าหมายปีฐาน 2023F เป็น 16.0 บาท (จาก 8.2 บาท)

สัดส่วนผลิตภัณฑ์ดีขึ้น

PX เป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปลายน้ำที่ใช้ผลผลิต (reformate) จากโรงกลั่นเป็นวัตถุดิบหลัก PX ซึ่งอยู่ในวงจรของเชิงโครงสร้างเป็นเวลาหลายปี มีผลขาดทุนให้แก่ ESSO และหน่วยถูกปิดตัวลงในเดือนเมษายน 2021 ซึ่งส่งผลให้มีการผลิตผลิตภัณฑ์กลั่นเพิ่มขึ้น และ ESSO ได้ประโยชน์อย่างเต็มที่จากตลาด GRM ที่แข็งแกร่งในปัจจุบัน นอกจากนี้ ESSO มีอัตราผลตอบแทนสูงที่สุดเป็นอันดับสองในกลุ่มโรงกลั่นไทย โดยมีสัดส่วนน้ำมันเบนซิน และ middle distillate ที่ 82% เทียบกับคู่แข่งที่ 70%-83% ดูสมมติฐาน GRM สำหรับ ESSO ใน Exhibit 11 สำหรับสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์อ้างอิงดูใน Exhibit 1 ในส่วนหลักของบทวิเคราะห์กลุ่มฯ

เรื่องราวการเติบโตของปริมาณขาย

เราสมมติให้อัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็น 81%/85% ในปี 2022-23F เทียบกับ 71% ในปี 2021 ทั้งนี้เนื่องมาจากแผนการขยายสถานีบริการน้ำมัน ESSO มีสถานีบริการ 731 แห่ง ในปี 2021 และเราคาดว่า จะเพิ่มขึ้นเป็น 800 แห่ง ในปีนี้ ESSO ยังมีข้อตกลงกับ SUSCO ในการบริหารสถานีบริการของ SUSCO กว่า 80 แห่ง ในปีนี้ และปรับโฉมสถานีบริการเป็น ESSO นอกจากนี้ ESSO ยังขยายขีดความสามารถในการจัดเก็บน้ำมันที่ไม่เพียงพอต่อการจัดเก็บผลิตภัณฑ์สำเร็จรูป ซึ่งจะทำให้บริษัท สามารถดำเนินการหน่วยการกลั่นที่อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นได้

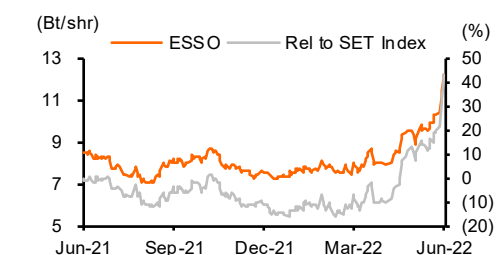
จ่ายปันผลแรกในรอบสามปี

เนื่องจากกระแสเงินสดที่มากขึ้นจาก GRM ที่เพิ่มขึ้นอย่างมาก ซึ่งทำให้บริษัท พลิกมาไม่กำไรสะสมใน 1Q22 จากที่มีผลขาดทุนสะสม เราคาดว่า ESSO จะกลับมาจ่ายเงินปันผลอีกครั้งหลังจากที่ไม่ได้จ่ายในช่วงสามปีที่ผ่านมา เราสมมติให้มีการจ่ายเงินปันผลที่ 1 บาท/หุ้น (อัตราการจ่าย 27%) ซึ่งคิดเป็นอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 8% ในปี 2022F ด้วยคาดการณ์ FCF yield ที่ 18-22% เรามองว่า ESSO สามารถจ่ายปันผลในอัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงขึ้นนี้ได้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	172,878	169,762	169,343	165,990
Net profit	4,443	13,062	4,263	4,437
Consensus NP	—	7,213	4,942	5,241
Diff frm cons (%)	—	81.1	(13.7)	(15.3)
Norm profit	(1,704)	6,291	5,671	5,097
Prev. Norm profit	—	676	2,846	2,719
Chg frm prev (%)	—	830.2	99.3	87.4
Norm EPS (Bt)	(0.5)	1.8	1.6	1.5
Norm EPS grw (%)	na	na	(9.9)	(10.1)
Norm PE (x)	na	6.7	7.4	8.3
EV/EBITDA (x)	31.9	4.6	5.6	5.4
P/BV (x)	2.2	1.4	1.3	1.2
Div yield (%)	0.0	8.2	4.0	4.2
ROE (%)	na	25.3	18.1	15.2
Net D/E (%)	146.7	44.2	31.5	15.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Jun-22 (Bt)	12.20
Market Cap (US\$ m)	1,214.6
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	34.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.1
12M Price H/L (Bt)	12.00/7.05
Sector	Energy
Major Shareholder	ExxonMobil Int'l 65.99%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

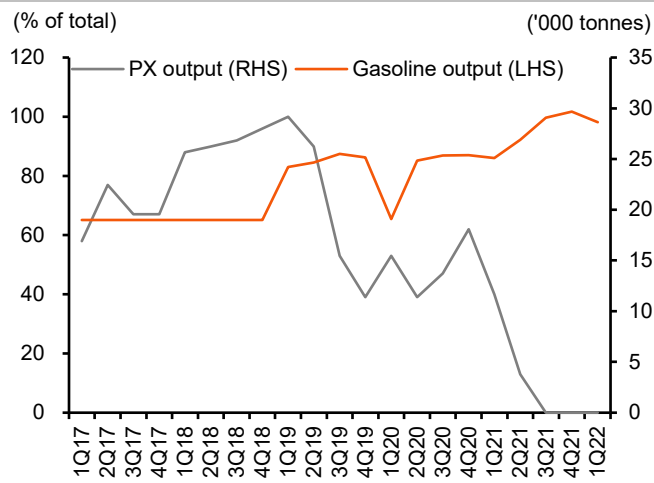
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: New Singapore Complex GRM Assumptions

(US\$/bbl)	Actual			New			Old			Change (US\$)		
	2021	1Q22	June	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Spread over Dubai												
Gasoline	11.0	17.8	40.0	27.1	20.3	18.3	16.5	13.0	12.0	10.6	7.3	6.3
Diesel	6.7	19.6	32.0	27.0	17.1	15.1	19.1	14.0	14.0	7.9	3.1	1.1
Jet	5.8	16.2	33.4	25.3	20.8	18.8	17.6	13.0	13.0	7.7	7.8	5.8
HSFP	(4.9)	(8.3)	(6.1)	(5.4)	(8.0)	(8.0)	(7.7)	(8.0)	(8.0)	2.3	0.0	0.0
SG GRM	3.1	8.0	18.6	14.2	9.1	7.7	7.3	5.5	5.2	6.9	3.6	2.5

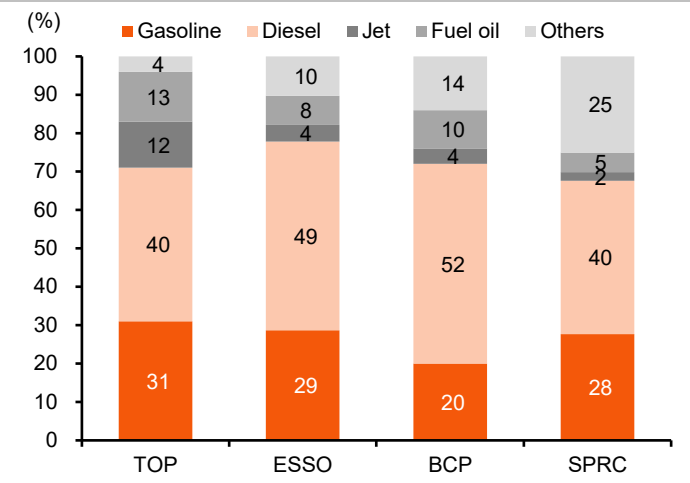
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Gasoline Output Rises After PX Plant Closure



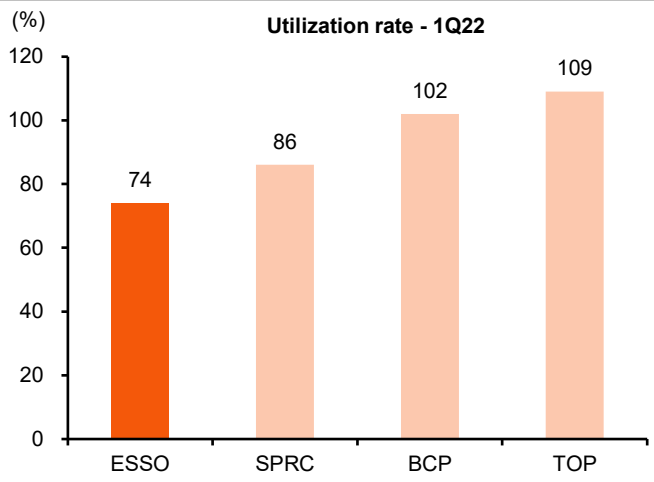
Source: Company data

Ex 3: High Exposure To High Margin Diesel And Gasoline



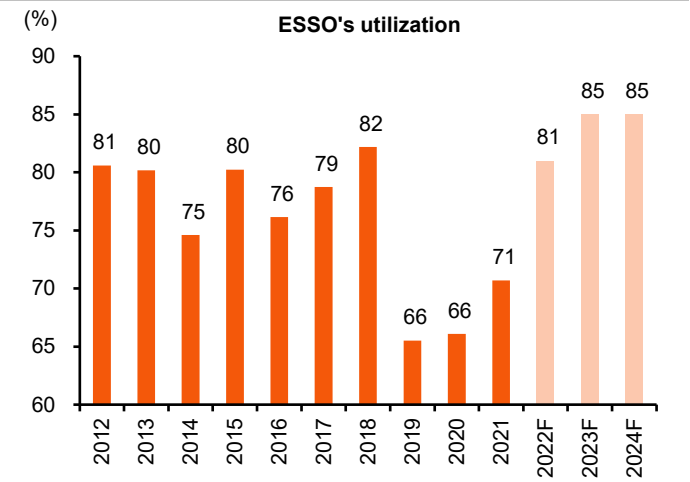
Source: Company data

Ex 4: ESSO Has Room To Increase Utilization

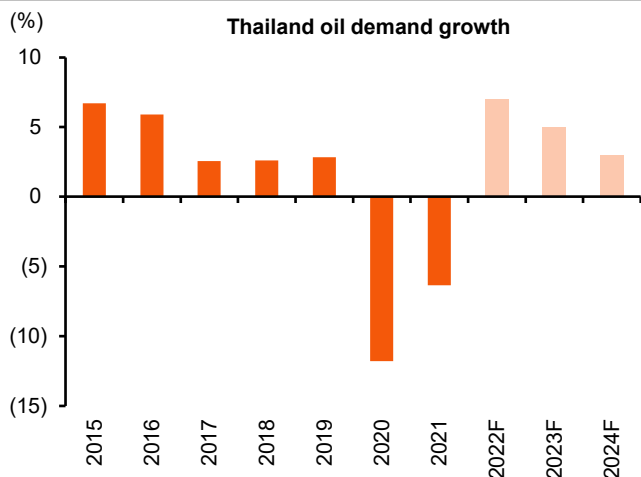


Source: Company data

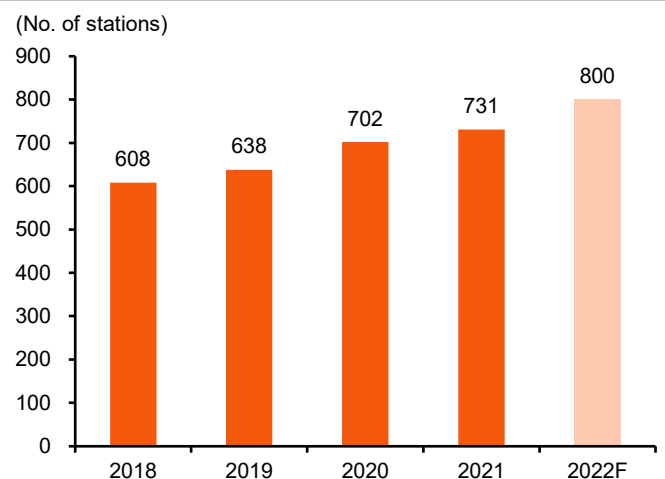
Ex 5: Rising Utilization



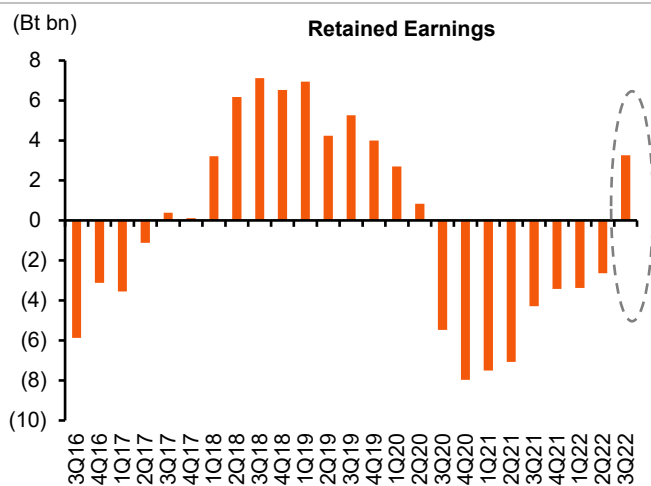
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: Domestic Oil Demand

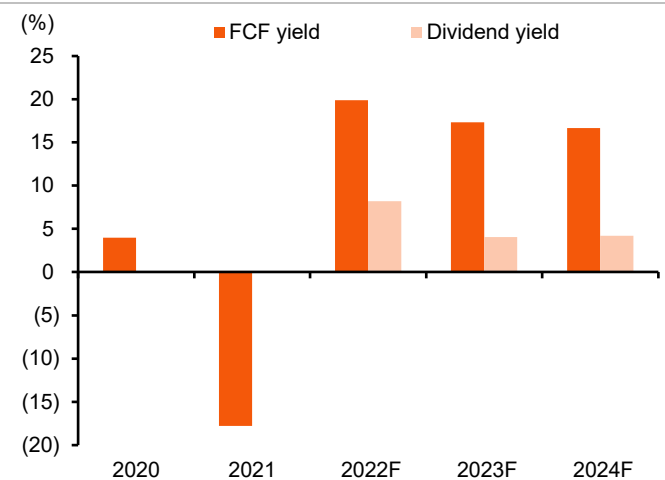
Sources: DOEB; Thanachart estimates

Ex 7: ESSO's Petrol Station Expansions

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 8: Retained Earnings Have Turned Positive

Source: Company data

Ex 9: FCF Vs. Dividend Yield

Source: Thanachart estimates

Ex 10: Earnings Revisions

(Bt m)	Normalized profit			TP (Bt/shr)
	2022F	2023F	2024F	
New	6,291	5,671	5,097	16.00
Old	676	2,846	2,719	8.20
Change (%)	830.7	99.3	87.4	95.10

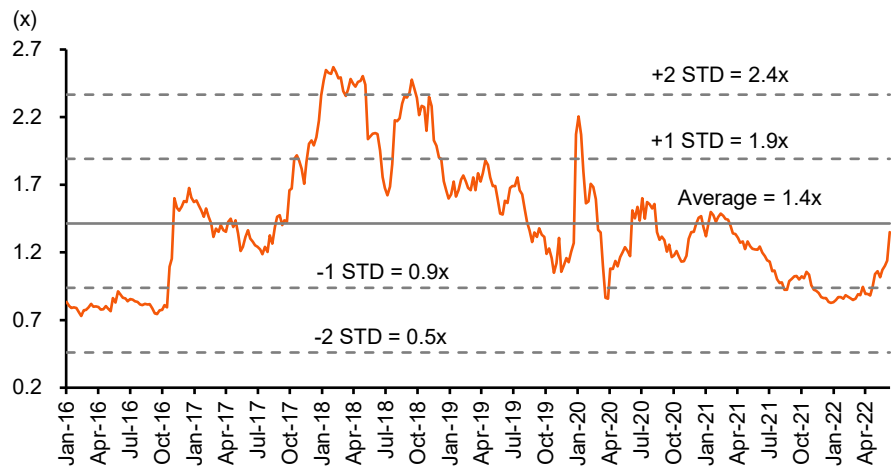
Sources: Thanachart estimates

Ex 11: Key Assumption Changes

	New			Old			Change (%)		
	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Accounting GRM (US\$/bbl)	13.44	6.35	6.22	8.74	5.14	5.02	53.8	23.5	23.9
Utilization (%)	81.0	85.0	85.0	75.0	80.0	80.0	8.0	6.3	6.3
Marketing margin (Bt/litre)	1.50	1.70	1.90	1.70	1.70	1.90	(12)	0.0	0.0
Retail volume growth	7.0	5.0	3.0	5.0	4.0	3.0	40.0	25.0	0.0

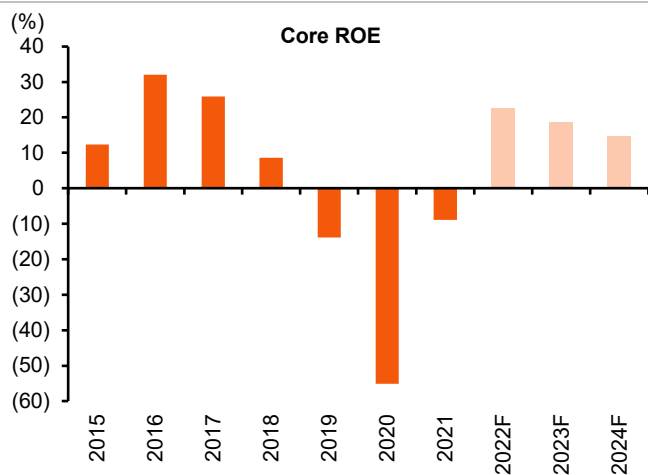
Sources: Thanachart estimates

Ex 12: P/BV Band



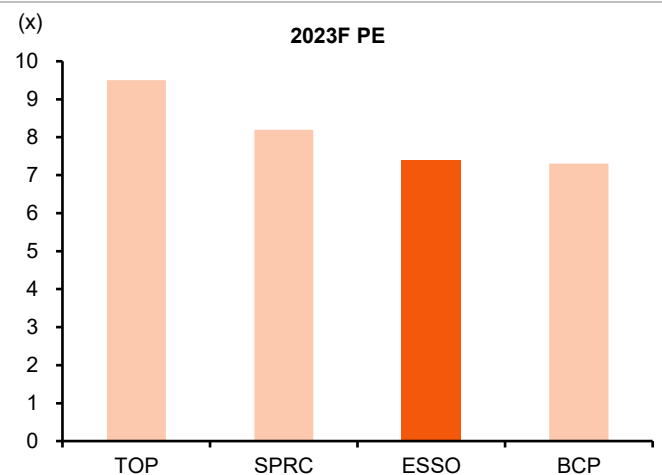
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 13: ROE At A Higher Base



Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 14: 2023F PE Of ESSO And Refinery Peers



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 15: 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	9,349	8,830	7,024	7,834	8,440	8,091	7,434	8,040	8,646	8,297	8,372	
Free cash flow	6,847	6,851	5,022	5,628	6,107	5,761	5,222	5,820	6,316	5,970	4,878	71,854
PV of free cash flow	6,340	5,872	3,935	4,066	4,067	3,537	2,955	3,036	2,925	2,538	1,904	28,044
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	8.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	69,221											
Net debt (2022F)	13,498											
Minority interest	8											
Equity value	55,715											
# of shares (m)	3,461											
Equity value/share (Bt)	16.0											

Sources: Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (ESSO) เป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำในประเทศไทย บริษัทฯ ประกอบกิจการโรงงานกลั่นน้ำมันแบบ complex ขนาดใช้น้ำมันดิบวันละ 177,000 บาร์เรล และ Nelson Complexity index ที่ 6.6 กำลังการผลิตของ ESSO คิดเป็น 13% ของกำลังการผลิตของประเทศไทย และมีส่วนแบ่งการตลาดน้ำมันค่าปลีกราว 15% นอกจากนี้ ESSO ยังมีกำลังการผลิต PX ที่ 0.5 ล้านตัน บริษัทฯ เป็นบริษัทย่อยของ ExxonMobil (ถือหุ้น 65%) ขณะที่กระทรวงการคลังถือหุ้น 7% ESSO มีปริมาณการขายสูงสุดในตลาดภายในประเทศที่มากกว่า 90% เนื่องจาก ExxonMobil บริษัทแม่วางตำแหน่งเชิงกลยุทธ์ให้ ESSO เป็นผู้จัดหาหลักสำหรับประเทศไทย ขณะที่โรงกลั่น และ petrochemical complex ขนาดใหญ่ของ ExxonMobil ในสิงคโปร์ถูกใช้สำหรับตลาดส่งออก

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

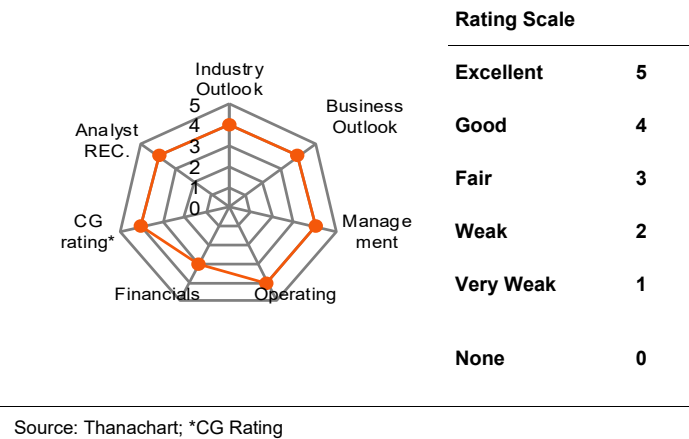
S — Strength

- ข้อได้เปรียบด้านการถ่ายโอนเทคโนโลยีการจัดการน้ำมันดิบจาก Exxon ซึ่งเป็นบริษัทแม่
-

O — Opportunity

- มีการเติบโตได้ตามอุตสาหกรรม แต่เป็นการเติบโตแบบจำกัดในมุมมองของเรา

COMPANY RATING



W — Weakness

- นโยบายของบริษัทแม่ที่เฉื่อยชาจำกัดโอกาสในการเติบโต
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่สูงกว่าของคู่แข่ง
- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายกว่าราคาขายส่ง ผ่านทางการควบคุม marketing margin

T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ความเสี่ยงด้านกฎหมาย เนื่องจากมีความกังวลในเรื่องโลกร้อนมากขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	11.12	16.00	44%
Net profit 22F (Bt m)	7,213	13,062	81%
Net profit 23F (Bt m)	4,942	4,263	-14%
Consensus REC	BUY: 3	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการ EPS ปี 2022F ของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่สูงขึ้น
- ดัชนีราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ ESSO และประมาณการของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

Source: Thanachart

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	155,396	157,926	155,242
Gross profit	(4,736)	4,471	14,367	11,417	10,748
% gross margin	-3.7%	2.6%	8.5%	6.7%	6.5%
Selling & administration expenses	5,217	5,068	4,976	4,964	4,866
Operating profit	(9,953)	(597)	9,390	6,453	5,882
% operating margin	-7.9%	-0.3%	5.5%	3.8%	3.5%
Depreciation & amortization	2,568	2,808	2,845	2,896	2,948
EBITDA	(7,385)	2,210	12,235	9,349	8,830
% EBITDA margin	-5.8%	1.3%	7.2%	5.5%	5.3%
Non-operating income	70	29	69	69	69
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(360)	(311)	(285)	(168)	(128)
Pre-tax profit	(10,243)	(879)	9,174	6,354	5,823
Income tax	(2,048)	1,051	3,266	1,066	1,109
After-tax profit	(8,195)	(1,930)	5,908	5,288	4,714
% net margin	-6.5%	-1.1%	3.5%	3.1%	2.8%
Shares in affiliates' Earnings	285	227	384	384	384
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	6,147	6,771	(1,408)	(660)
NET PROFIT	(7,911)	4,443	13,062	4,263	4,437
Normalized profit	(7,911)	(1,704)	6,291	5,671	5,097
EPS (Bt)	(2.3)	1.3	3.8	1.2	1.3
Normalized EPS (Bt)	(2.3)	(0.5)	1.8	1.6	1.5

Core profit to improve in 2022F on higher GRM, absence of loss-making PX unit

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	22,921	33,784	32,077	32,325	31,750
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	17,334	17,617	17,317
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	22,161	20,565	18,917
Other assets	8,058	8,109	8,041	8,031	7,958
Total assets	61,378	70,055	66,734	65,376	63,080
LIABILITIES:					
Current liabilities:	35,446	42,008	28,185	25,612	21,309
Account payables	4,452	5,117	4,722	4,799	4,717
Bank overdraft & ST loans	16,703	19,323	9,531	7,310	4,206
Current LT debt	5,167	5,667	2,795	2,144	1,233
Others current liabilities	9,125	11,900	11,137	11,360	11,152
Total LT debt	6,333	3,999	1,973	1,513	870
Others LT liabilities	5,239	4,839	6,036	6,030	5,982
Total liabilities	47,019	50,846	36,193	33,155	28,162
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)	8,695	10,375	13,071
Shareholders' equity	14,352	19,201	30,532	32,213	34,909
Liabilities & equity	61,378	70,055	66,734	65,376	63,080

With low capex, higher profit should improve its balance sheet

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(10,243)	(879)	9,174	6,354	5,823
Tax paid	2,048	(1,051)	(3,266)	(1,066)	(1,109)
Depreciation & amortization	2,568	2,808	2,845	2,896	2,948
Chg In working capital	6,754	(8,064)	1,203	(186)	376
Chg In other CA & CL / minorities	2,269	1,436	(271)	622	293
Cash flow from operations	3,394	(5,751)	9,685	8,621	8,330
Capex	(1,718)	(1,763)	(1,300)	(1,300)	(1,300)
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	8,036	(1,405)	(634)
Cash flow from investments	(4,821)	5,098	6,736	(2,705)	(1,934)
Debt financing	1,259	787	(14,691)	(3,333)	(4,657)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1)	(1)	(1,730)	(2,583)	(1,740)
Warrants & other surplus	153	406	0	0	0
Cash flow from financing	1,411	1,193	(16,421)	(5,916)	(6,397)
Free cash flow	1,676	(7,514)	8,385	7,321	7,030

Strong cash-flow generation due to limited capex and lower working capital requirements

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	6.7	7.4	8.3
Normalized PE - at target price (x)	na	na	8.8	9.8	10.9
PE (x)	na	9.5	3.2	9.9	9.5
PE - at target price (x)	na	12.5	4.2	13.0	12.5
EV/EBITDA (x)	na	31.9	4.6	5.6	5.4
EV/EBITDA - at target price (x)	na	37.8	5.6	7.0	6.9
P/BV (x)	2.9	2.2	1.4	1.3	1.2
P/BV - at target price (x)	3.9	2.9	1.8	1.7	1.6
P/CFO (x)	12.4	(7.3)	4.4	4.9	5.1
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	8.2	4.0	4.2
FCF Yield (%)	4.0	(17.8)	19.9	17.3	16.7
(Bt)					
Normalized EPS	(2.3)	(0.5)	1.8	1.6	1.5
EPS	(2.3)	1.3	3.8	1.2	1.3
DPS	0.0	0.0	1.0	0.5	0.5
BV/share	4.1	5.5	8.8	9.3	10.1
CFO/share	1.0	(1.7)	2.8	2.5	2.4
FCF/share	0.5	(2.2)	2.4	2.1	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

We think ESSO's valuation looks attractive trading on 1.3x P/BV

Expect ESSO to pay first dividend in three years

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	194.0	(67.4)	4.1
EPS (%)	na	na	194.0	(67.4)	4.1
Normalized profit (%)	na	na	na	(9.9)	(10.1)
Normalized EPS (%)	na	na	na	(9.9)	(10.1)
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	26.5	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(3.7)	2.6	8.5	6.7	6.5
Operating margin (%)	(7.9)	(0.3)	5.5	3.8	3.5
EBITDA margin (%)	(5.8)	1.3	7.2	5.5	5.3
Net margin (%)	(6.5)	(1.1)	3.5	3.1	2.8
D/E (incl. minor) (x)	2.0	1.5	0.5	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.5	0.4	0.3	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	33.0	38.5	45.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	7.1	43.0	55.8	69.0
ROA - using norm profit (%)	na	na	9.2	8.6	7.9
ROE - using norm profit (%)	na	na	25.3	18.1	15.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	23.8	16.9	14.0
- asset turnover (x)	2.0	2.6	2.5	2.6	2.6
- operating margin (%)	na	na	5.6	3.9	3.6
- leverage (x)	3.5	3.9	2.8	2.1	1.9
- interest burden (%)	103.6	154.7	97.0	97.4	97.8
- tax burden (%)	na	na	64.4	83.2	80.9
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	(20.4)	(1.4)	12.8	12.2	11.2
NOPAT (Bt m)	(9,953)	(597)	6,048	5,371	4,762
invested capital (Bt m)	42,293	47,389	44,030	42,377	40,417

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net gearing to improve over the next few years

BUY (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 15.50

Upside : 19.2%

(From: Bt 8.50)

13 JUNE 2022

Small Cap Research

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

ได้ประโยชน์เต็มที่จากค่าการกลั่นที่สูง

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ SPRC เป็น “ซื้อ” ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 15.5 บาท SPRC ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นอย่างเดียว ซึ่งได้ประโยชน์อย่างเต็มที่จากค่าการกลั่นที่อยู่ในระดับสูง บริษัทฯ ยังไม่ได้ทำการป้องกันความเสี่ยงที่ทำให้ผลตอบแทนสุทธิจากค่าการกลั่นที่สูง เราชอบ SPRC จากการให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 9.2% ในปี 2022F



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “GRM ยังคงสูงยาวนานไปอีก” วันที่ 13 มิถุนายน 2022 เราปรับเพิ่มคำแนะนำ SPRC เป็น “ซื้อ” (จาก ขาย) เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มตลาดโรงกลั่นในระยะยาว Exhibit 4 แสดงสมมติฐานใหม่ของเรา และเราเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 15.5 บาท (จาก 8.5 บาท) จากสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM) ของเราที่สูงขึ้น และการปรับมาใช้ปีฐาน 2023F เราชอบ SPRC เนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่นอย่างเดียวที่ได้ประโยชน์เต็มที่จากตลาดที่แข็งแกร่ง โดยไม่มีการป้องกันความเสี่ยงที่จะลดทอนประโยชน์จากค่าการกลั่นที่อยู่ในระดับสูง นอกจากนี้ยังมีความยืดหยุ่นในน้ำมันดิบเข้ากลั่นเพื่อลดผลกระทบของพรีเมียมน้ำมันดิบที่สูง และเราคาดว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 9.2% ในปี 2022F

ได้ประโยชน์เต็มที่จาก GRM ที่แข็งแกร่ง

SPRC เป็นโรงกลั่นน้ำมันที่ไม่มีการป้องกันความเสี่ยง GRM ดังนั้นจึงได้ประโยชน์อย่างเต็มที่จาก GRM ที่อยู่ในระดับสูง เราปรับเพิ่มสมมติฐาน GRM ของ SPRC เป็น US\$9.9/7.1/6.7 (จาก US\$5.9/5.4/5.2) ในปี 2022-24F สะท้อนแนวโน้มอุปทาน/อุปสงค์ทั่วโลกที่ปรับตัวดีขึ้นจากการส่งออกของจีนที่จำกัด และอุปทานที่ลดลงจากรัสเซียอันเป็นผลมาจากการคว่ำบาตร นอกจากนี้เรายังปรับสมมติฐานอัตราการใช้กำลังการกลั่นของเราขึ้นจาก 81% เป็น 92% ในปี 2022F จากความต้องการภายในประเทศที่แข็งแกร่ง และคาดว่าบริษัทฯ จะสามารถดำเนินงานเต็มอัตรา 100% ในปี 2024F เนื่องจากความต้องการน้ำมันอากาศยานที่ค่อยๆ กลับมา

ให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่สูง

เราคาดการณ์อัตราผลตอบแทนกระแสเงินสดอิสระของ SPRC ที่ 17/16% ในปี 2022-23F ด้วยเหตุนี้ เราจึงเชื่อว่า SPRC จะสามารถจ่ายปันผลที่ 1.2/0.5 บาทต่อหุ้น หรืออัตราผลตอบแทนที่ 9.2/3.6% ในปี 2022-23F โดยคิดจากอัตราการจ่ายปันผลที่ 37/40% SPRC จ่ายปันผลที่ 0.2 บาท ในปี 2021 ที่อัตราการจ่ายปันผลที่ 16%

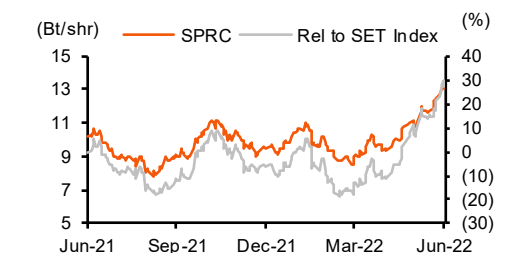
ยังคงซื้อขายที่ระดับต่ำกว่าบริษัทอื่นในภูมิภาค

แม้จะมีผลการดำเนินงานที่ดี แต่ราคาหุ้นของ SPRC ยังต่ำกว่าคู่แข่งในระดับภูมิภาค โดยหุ้นซื้อขายที่ 1.2 เท่า 2023F P/BV ซึ่งยังต่ำกว่าคู่แข่งในเกาหลีและอินเดีย ซึ่งซื้อขายที่ 1.3-1.4 เท่า แม้ว่า SPRC จะมี ROE ที่สูงกว่า (Exhibit 3) ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น P/BV ที่ 1.4 เท่า ซึ่งเรามองว่าสมเหตุสมผลกับ ROE ที่ 28/15% ในปี 2022-23F P/BV ในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาของ SPRC อยู่ที่ 1.3 เท่า เทียบกับ ROE เฉลี่ย 5 ปีในอดีตที่ 3%

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	172,484	267,381	262,786	252,457
Net profit	4,746	13,807	5,073	5,583
Consensus NP	—	8,898	5,884	6,508
Diff frm cons (%)	—	55.2	(13.8)	(14.2)
Norm profit	(1,542)	11,348	6,870	6,444
Prev. Norm profit	—	3,676	2,826	3,518
Chg frm prev (%)	—	208.7	143.1	83.2
Norm EPS (Bt)	(0.4)	2.6	1.6	1.5
Norm EPS grw (%)	na	na	(39.5)	(6.2)
Norm PE (x)	na	5.0	8.2	8.7
EV/EBITDA (x)	21.6	3.0	4.5	4.0
P/BV (x)	1.6	1.2	1.2	1.1
Div yield (%)	1.4	9.2	3.6	4.0
ROE (%)	na	28.5	15.0	13.3
Net D/E (%)	14.9	(7.5)	(15.6)	(27.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

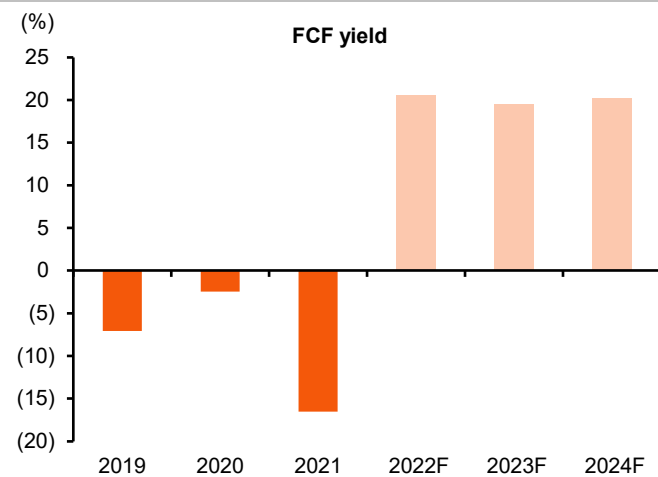
Price as of 10-Jun-22 (Bt)	13.00
Market Cap (US\$ m)	1,621.5
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	10.2
12M Price H/L (Bt)	13.30/7.85
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

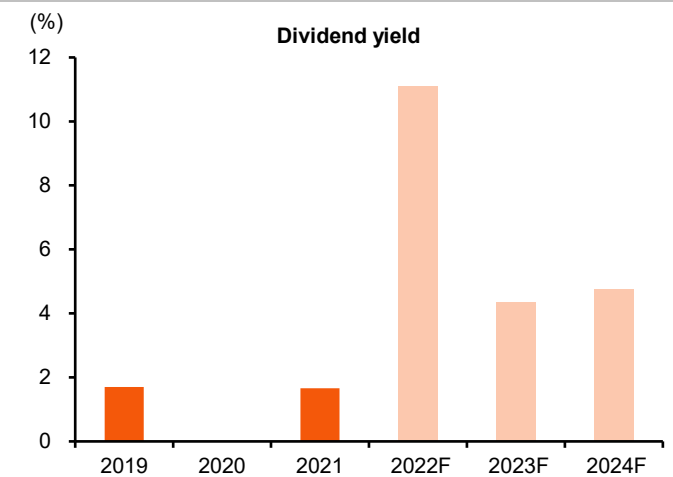
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: FCF Yield Forecasts



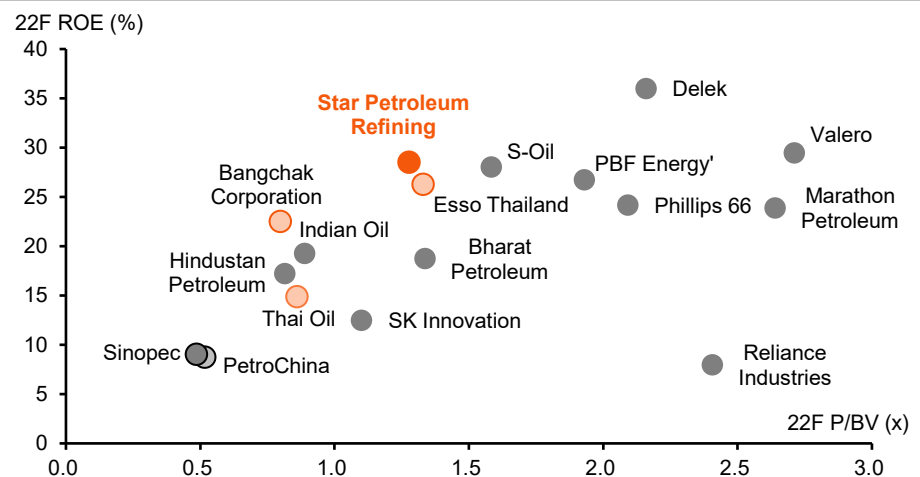
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Dividend Yield Forecasts



Source: Thanachart estimates

Ex 3: P/BV Vs. ROE



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: New Singapore Complex GRM Assumptions

(US\$/bbl)					New			Old			Change (%)		
	2021	1Q22	2Q22	June	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
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: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Profit Revisions

(Bt m)	Normalized profit			TP (Bt/shr)
	2022F	2023F	2024F	
New	11,348	6,870	6,444	15.50
Old	3,676	2,826	3,518	8.50
Change (%)	208.7	143.1	83.2	82.4

Sources: Thanachart estimates

Ex 6: 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	10,978	10,673	9,074	11,649	8,884	8,892	8,897	8,902	6,554	8,959	9,049	
Free cash flow	8,928	9,196	7,544	5,574	6,964	7,012	7,021	7,031	8,666	1,337	4,940	52,629
PV of free cash flow	8,154	7,667	5,668	3,807	4,324	3,957	3,602	3,279	3,533	493	1,650	17,574
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	9.5											
Terminal growth (%)	1.0											
Enterprise value - add	63,708											
Investments												
Net debt (2022F)	(3,393)											
Minority interest	0											
Equity value	67,101											
# of shares (m)	4,336											
Equity value/sh (Bt)	15.5											

Sources: Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

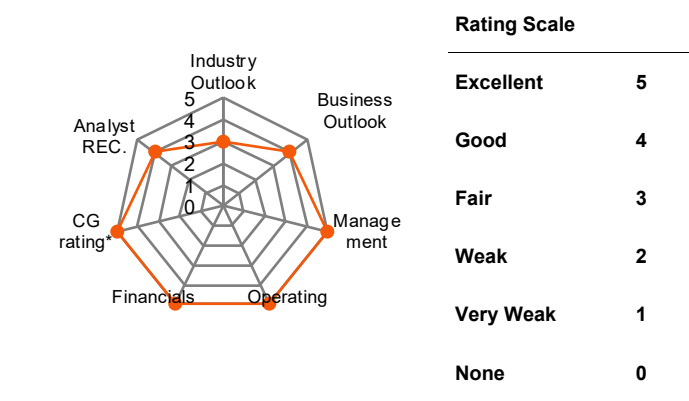
S — Strength

- 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)	13.11	15.50	18%
Net profit 22F (Bt m)	8,898	13,807	55%
Net profit 23F (Bt m)	5,884	5,073	-14%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่าของ Bloomberg consensus อย่างมาก เนื่องจากเราสมมติให้ GRM ที่สูงขึ้น แต่ต่ำกว่าในปี 2023F เนื่องจากเรารวมขาดทุนจากมูลค่าสินค้าคงเหลือ
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อค่าการกลั่น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยงหากเงินส่งออกมากขึ้น หรือความต้องการลดลงอย่างมาก ซึ่งจะทำให้ค่าการกลั่นปรับลง
- การแทรกแซงราคาหน้าโรงงานของรัฐบาลจะช่วยลดแรงกดดันด้านเงินเฟ้อ

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	130,163	172,484	267,381	262,786	252,457
Cost of sales	137,169	171,528	251,749	253,845	243,847
Gross profit	(7,006)	956	15,632	8,941	8,610
% gross margin	-5.4%	0.6%	5.8%	3.4%	3.4%
Selling & administration expenses	911	749	881	881	881
Operating profit	(7,916)	207	14,751	8,060	7,729
% operating margin	-6.1%	0.1%	5.5%	3.1%	3.1%
Depreciation & amortization	2,832	2,644	2,874	2,918	2,944
EBITDA	(5,084)	2,851	17,625	10,978	10,673
% EBITDA margin	-3.9%	1.7%	6.6%	4.2%	4.2%
Non-operating income	71	62	40	70	103
Non-operating expenses	143	(433)	0	0	0
Interest expense	(177)	(212)	0	0	0
Pre-tax profit	(7,880)	(376)	14,791	8,130	7,832
Income tax	(1,555)	1,166	3,443	1,260	1,388
After-tax profit	(6,325)	(1,542)	11,348	6,870	6,444
% net margin	-4.9%	-0.9%	4.2%	2.6%	2.6%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(5,955)	6,288	2,459	(1,797)	(861)
NET PROFIT	(12,280)	4,746	13,807	5,073	5,583
Normalized profit	(6,325)	(1,542)	11,348	6,870	6,444
EPS (Bt)	(2.8)	1.1	3.2	1.2	1.3
Normalized EPS (Bt)	(1.5)	(0.4)	2.6	1.6	1.5

Despite we forecast lower profit in 2023F, we see upside risk if war extended

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	19,323	32,731	42,124	46,012	47,056
Cash & cash equivalent	1,635	2,945	5,000	9,000	11,500
Account receivables	8,515	13,219	16,351	16,070	15,438
Inventories	9,052	16,486	20,647	20,819	19,999
Others	121	81	125	123	118
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	2,702	2,657	2,557
Total assets	46,541	58,726	67,871	69,497	68,196
LIABILITIES:					
Current liabilities:	10,740	20,031	20,049	20,034	18,755
Account payables	7,821	13,961	17,375	17,520	16,830
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	1,380	4,680	241	259	(336)
Others current liabilities	1,539	1,390	2,433	2,255	2,262
Total LT debt	8,857	3,374	1,366	1,470	(1,903)
Others LT liabilities	517	950	1,267	1,347	1,245
Total liabilities	20,114	24,355	22,682	22,851	18,098
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	18,414	19,871	23,323
Shareholders' equity	26,427	34,371	45,189	46,646	50,098
Liabilities & equity	46,541	58,726	67,871	69,497	68,196

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(7,880)	(376)	14,791	8,130	7,832
Tax paid	1,555	(1,166)	(3,443)	(1,260)	(1,388)
Depreciation & amortization	2,832	2,644	2,874	2,918	2,944
Chg In working capital	1,736	(5,999)	(3,879)	254	762
Chg In other CA & CL / minorities	847	(171)	996	(176)	11
Cash flow from operations	(910)	(5,068)	11,339	9,866	10,160
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	1,852	(1,672)	(862)
Cash flow from investments	(7,444)	5,005	152	(2,372)	(1,562)
Debt financing	3,738	(1,824)	(6,447)	123	(3,968)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(271)	(774)	(2,989)	(3,616)	(2,131)
Warrants & other surplus	6,502	3,971	0	0	0
Cash flow from financing	9,969	1,373	(9,436)	(3,493)	(6,099)
Free cash flow	(1,163)	(7,733)	9,639	9,166	9,460

With limited capex, high GRM, FCF are strong over the next three years

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	5.0	8.2	8.7
Normalized PE - at target price (x)	na	na	5.9	9.8	10.4
PE (x)	na	11.9	4.1	11.1	10.1
PE - at target price (x)	na	14.2	4.9	13.2	12.0
EV/EBITDA (x)	na	21.6	3.0	4.5	4.0
EV/EBITDA - at target price (x)	na	25.4	3.6	5.5	5.0
P/BV (x)	2.1	1.6	1.2	1.2	1.1
P/BV - at target price (x)	2.5	2.0	1.5	1.4	1.3
P/CFO (x)	(61.9)	(11.1)	5.0	5.7	5.5
Price/sales (x)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	0.0	1.4	9.2	3.6	4.0
FCF Yield (%)	(2.1)	(13.7)	17.1	16.3	16.8
(Bt)					
Normalized EPS	(1.5)	(0.4)	2.6	1.6	1.5
EPS	(2.8)	1.1	3.2	1.2	1.3
DPS	0.0	0.2	1.2	0.5	0.5
BV/share	6.1	7.9	10.4	10.8	11.6
CFO/share	(0.2)	(1.2)	2.6	2.3	2.3
FCF/share	(0.3)	(1.8)	2.2	2.1	2.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see valuations at 1.2x P/BV attractive vs. ROE of 15% in 2023F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(22.9)	32.5	55.0	(1.7)	(3.9)
Net profit (%)	na	na	190.9	(63.3)	10.1
EPS (%)	na	na	190.9	(63.3)	10.1
Normalized profit (%)	na	na	na	(39.5)	(6.2)
Normalized EPS (%)	na	na	na	(39.5)	(6.2)
Dividend payout ratio (%)	0.0	16.3	37.7	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(5.4)	0.6	5.8	3.4	3.4
Operating margin (%)	(6.1)	0.1	5.5	3.1	3.1
EBITDA margin (%)	(3.9)	1.7	6.6	4.2	4.2
Net margin (%)	(4.9)	(0.9)	4.2	2.6	2.6
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.0	0.0	(0.0)
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	(0.1)	(0.2)	(0.3)
Interest coverage - EBIT (x)	na	1.0	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	na	13.5	na	na	na
ROA - using norm profit (%)	na	na	17.9	10.0	9.4
ROE - using norm profit (%)	na	na	28.5	15.0	13.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	28.5	15.0	13.3
- asset turnover (x)	2.6	3.3	4.2	3.8	3.7
- operating margin (%)	na	na	5.5	3.1	3.1
- leverage (x)	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
- interest burden (%)	102.3	229.4	100.0	100.0	100.0
- tax burden (%)	na	na	76.7	84.5	82.3
WACC (%)	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
ROIC (%)	(20.2)	0.6	29.9	15.4	15.7
NOPAT (Bt m)	(7,916)	207	11,807	6,456	6,191
invested capital (Bt m)	35,029	39,480	41,796	39,375	36,360

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE to remain in double digits over the next three years.

HOLD (From: SELL)**TP: Bt 57.00**

(From: Bt 45.00)

13 JUNE 2022

Change in Recommendation

Upside : 0.4%

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

ประโยชน์จาก GRM ถูกลดทอนลง

แม้ว่าเราจะมองบวกมากขึ้นต่อตลาดการกลั่น แต่เราปรับเพิ่มคำแนะนำ TOP เป็นเพียง “ถือ” เนื่องจากเราไม่คิดว่าบริษัทฯ จะได้ประโยชน์อย่างเต็มที่จากค่าการกลั่นที่อยู่ในระดับสูง เนื่องจากการขาดทุนจากการทำการป้องกันความเสี่ยง และหน่วยอะโรเมติกส์ที่มีผลขาดทุน

**YUPAPAN POLPORNPRASERT**

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “GRM ยังคงสูงยาวนานไปอีก” วันที่ 13 มิถุนายน 2022 เราปรับเพิ่มคำแนะนำ TOP เป็น “ถือ” (จาก ขาย) หลังราคาหุ้นปรับตัวลงล่าสุด และมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราต่อแนวโน้มค่าการกลั่น TOP เป็นโรงกลั่นที่เราชอบน้อยที่สุด เนื่องจากการขาดทุนจากการทำการป้องกันความเสี่ยง และหน่วยอะโรเมติกส์ที่มีผลขาดทุน ซึ่งใช้วัตถุดิบของบริษัทฯราว 12% ของกำลังการกลั่น แม้ว่าจะปรับเพิ่มกำไรขึ้น 41-92% ในปี 2022-24F จากสมมติฐาน GRM ที่สูงขึ้น แต่ก็มี upside ที่จำกัดจากราคาเป้าหมายใหม่ของเรา ซึ่งปรับมาใช้ฐาน 2023F ที่ 57 บาท (จาก 45 บาท)

ขาดทุนจากการทำการป้องกันความเสี่ยงลดทอนประโยชน์ GRM

TOP มีสถานะการป้องกันความเสี่ยงผลิตภัณฑ์ที่มากกว่าบริษัทอื่นในกลุ่มโรงกลั่นไทย บริษัทฯ บันทึกผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยงมากที่สุดที่ US\$6/bbl หรือ 7 พันลบ. ใน 1Q22 การป้องกันความเสี่ยงทำให้กำไรสุทธิลดลง ซึ่ง TOP อาจได้รับอย่างเต็มที่จากเพิ่มขึ้นอย่างก้าวกระโดดของ GRM บริษัทฯ มีสถานะการป้องกันความเสี่ยงประมาณ 45% ของปริมาณใน 1H22 และ 20-30% สำหรับปริมาณใน 2H22 ตำแหน่งป้องกันความเสี่ยงส่วนใหญ่อยู่ในน้ำมันดีเซล ซึ่งสเปรดยังคงมีแนวโน้มสูงขึ้นราว US\$20/bbl ใน 2Q22 เทียบกับ US\$15/bbl ใน 1Q22 ซึ่งหมายความว่าบริษัทฯ จะต้องบันทึกการขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยงไปอีกสำหรับสถานะการป้องกันความเสี่ยงที่มีอยู่

ถูกกดดันด้วยธุรกิจอะโรเมติกส์

TOP ใช้ platformate (12% ของผลผลิตโรงกลั่นทั้งหมดใน 1Q22) เป็นวัตถุดิบหลักของหน่วยอะโรเมติกส์ ซึ่งมีผลิตภัณฑ์หลักคือพาราไซลีน (PX) และเบนซีน Platformate ยังสามารถใช้เพื่อผลิตน้ำมันเบนซิน และราคาเชื่อมโยงกับราคาน้ำมันเบนซิน ด้วยราคาน้ำมันเบนซินที่พุ่งสูงขึ้น PX-ULG95 จึงเป็นลบในปัจจุบัน ซึ่งหมายความว่าหน่วย PX กำลังขาดทุน PX อยู่ในตลาดขาด และสเปรดไม่ดีขึ้น แม้กระทั่งก่อนที่ราคาวัตถุดิบจะสูงขึ้น อะโรเมติกส์คิดเป็น 30% ของกำไรของ TOP ในปี 2021

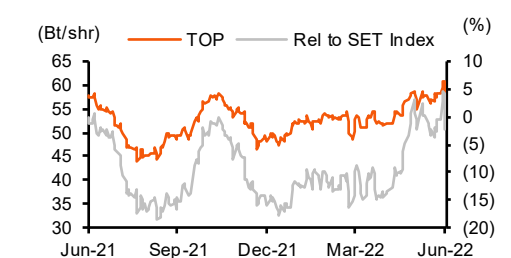
ใกล้เพิ่มทุน

เมื่อเดือนกรกฎาคม 2021 TOP ประกาศแผนการเพิ่มทุนใน 1H22 เราคาดว่าจะแล้วเสร็จภายใน 3Q22 โดยมีแผนเพิ่มทุนสูงสุดไม่เกิน 10 พันลบ. หรือ 275 ล้านหุ้น (จากหุ้นเดิมที่ 2040 ล้านหุ้น หรือเกิด EPS dilution ที่ 11.9%) คิดเป็นราคา 36 บาทต่อหุ้น ให้แก่ผู้ถือหุ้นเดิม เงินจำนวนนี้จะนำไปใช้ในการขยายโรงกลั่น (เป็น 275KBD จากปัจจุบัน 400KBD) และใช้เป็น capex ในบริษัท Chandra Asri (ถือหุ้น 15.4%) ซึ่งเป็นบริษัทปิโตรเคมีอินโดนีเซีย (TPIA IJ, Non-rated) ซึ่งน่าจะช่วยขจัดความกังวลที่มีต่อหุ้น และยังมีความเป็นไปได้ที่จะเพิ่มทุนในจำนวนที่น้อยลง เนื่องจากกระแสเงินสดที่มากขึ้นจากการเพิ่มขึ้นอย่างมากของ GRM ซึ่งเรายังไม่รวมการเพิ่มทุนนี้ในประมาณการของเรา

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	345,496	460,867	423,639	406,717
Net profit	12,578	26,114	9,811	8,511
Consensus NP	—	21,938	12,180	13,724
Diff frm cons (%)	—	19.0	(19.4)	(38.0)
Norm profit	5,583	16,466	12,233	9,699
Prev. Norm profit	—	8,591	6,512	6,868
Chg frm prev (%)	—	91.7	87.9	41.2
Norm EPS (Bt)	2.7	8.1	6.0	4.8
Norm EPS grw (%)	na	194.9	(25.7)	(20.7)
Norm PE (x)	20.7	7.0	9.5	11.9
EV/EBITDA (x)	15.7	9.2	12.6	11.5
P/BV (x)	1.0	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	4.6	5.3	3.4	2.9
ROE (%)	4.7	12.6	8.5	6.5
Net D/E (%)	112.8	116.1	134.9	127.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 10-Jun-22 (Bt)	56.75
Market Cap (US\$ m)	3,330.4
Listed Shares (m shares)	2,040.0
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	22.7
12M Price H/L (Bt)	60.75/44.00
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

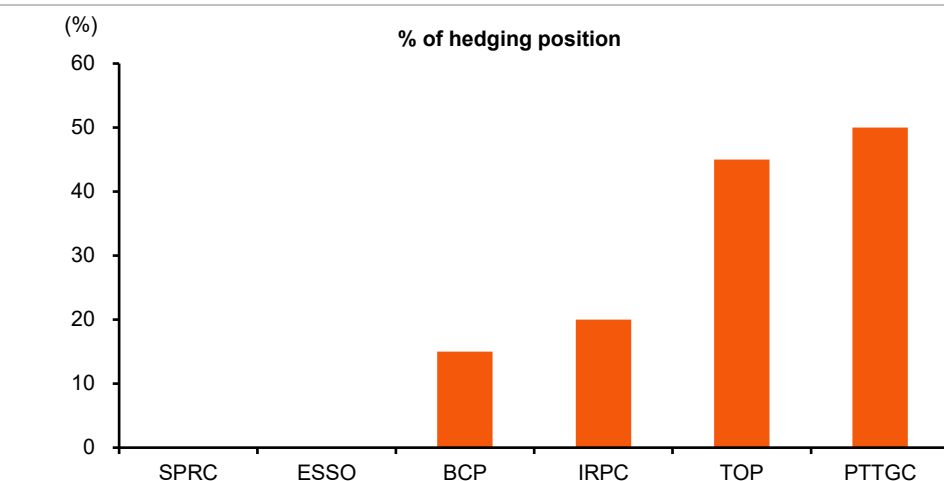
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

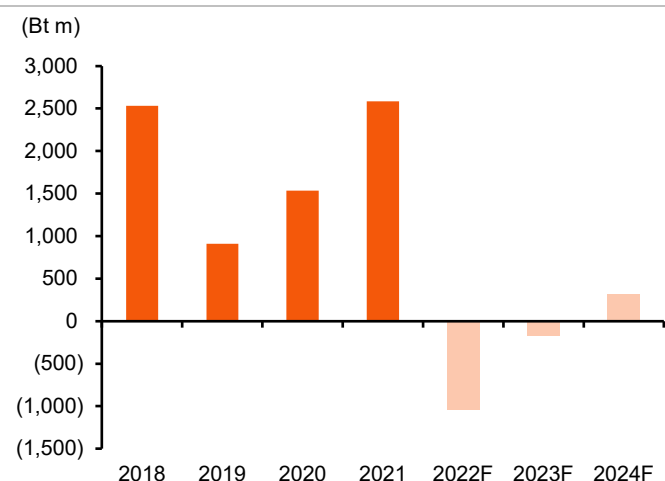


Ex 1: Companies' Outstanding Hedging Positions



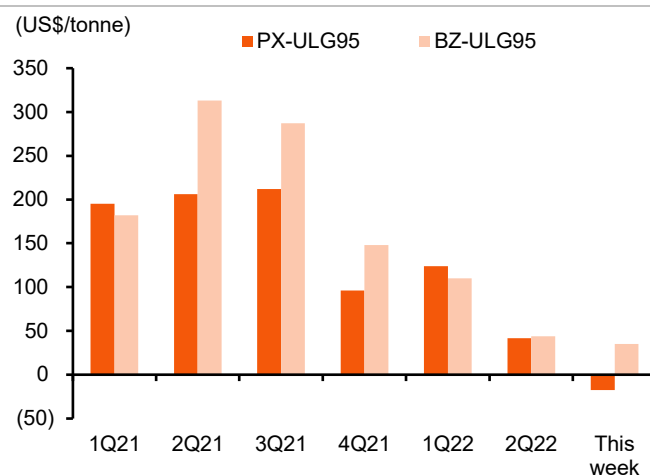
Source: Company data

Ex 2: Aromatics Now A Drag



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Aromatics Spread



Source: Bloomberg

Ex 4: New Singapore Complex GRM Assumptions

(US\$/bbl)					New			Old			Change (%)		
	2021	1Q22	2Q22	June	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
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: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Earnings Revisions

(Bt m)	Normalized profit			TP (Bt/shr)
	2022F	2023F	2024F	
New	16,466	12,233	9,699	57.00
Old	8,591	6,512	6,868	45.00
Change (%)	91.7	87.9	41.2	26.7

Source: Thanachart estimates

Ex 6: Key Assumption Changes

	New			Old			Change (%)		
	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Market GRM (US\$/bbl)	11.31	6.67	6.65	5.65	4.52	6.08	100.4	47.4	9.3
Utilization (%)	108.0	108.0	95.0	108.0	108.0	95.0	0.0	0.0	0.0
Aromatic utilization (%)	75.0	80.0	80.0	80.0	80.0	80.0	(6.3)	0.0	0.0
PX-ULG 95 (US\$/tonne)	50.00	120.00	150.00	100.00	120.00	150.00	(50.0)	0.0	0.0

Source: Thanachart estimates

Ex 7: 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	25,224	27,112	27,119	27,145	28,183	29,220	30,232	28,488	30,232	30,232	30,232	
Free cash flow	(21,798)	12,825	22,637	18,662	19,640	20,554	21,438	19,929	21,577	21,547	21,604	348,447
PV of free cash flow	(20,299)	11,118	18,038	13,787	13,451	13,048	12,617	10,874	10,504	9,681	8,961	144,536
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	7.4											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	246,317											
Net cash/(debt) (2022F)	166,823											
Minority interest	2,780											
Equity value	76,714											
# of shares (m)	2,040											
Equity value/share (Bt)	38											

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Downstream	76,714	38	66%	DCF
Power (GPSC)	10,898	5	9%	DCF
Chandra Asri	28,291	14	24%	BBG consensus
Total value per share	115,903	57		

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

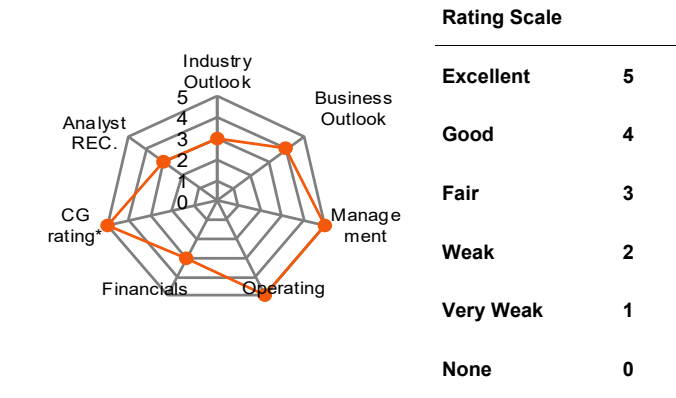
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	65.12	57.00	-12%
Net profit 22F (Bt m)	21,938	26,114	19%
Net profit 23F (Bt m)	12,180	9,811	-19%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 8	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรารวมกำไรจากสต็อก แต่กำไรปี 2023F ของเราต่ำกว่าของตลาดมาก เนื่องจากเรารวมขาดทุนจากสต็อก
- 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
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่น (GRM) และส่วนต่างกำไรกลุ่มอะโรเมติกส์ (โดยเฉพาะ PX) ที่สูงกว่าคาด และค่าพรีเมียมน้ำมันดิบชนิดเบาที่ต่ำกว่าคาดเป็น Upside risk ต่อประมาณการของเรา
- Upside risk ต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะทำให้ต้นทุนการดำเนินงานลดลงและผลกำไรเพิ่มขึ้น
- ความเสี่ยงหากจีนส่งออกน้ำมันเพิ่มขึ้นทันที หรือความต้องการลดลงอย่างมาก ซึ่งจะทำให้ค่าการกลั่นลดลง

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	247,913	345,496	460,867	423,639	406,717
Cost of sales	255,300	333,614	432,659	401,742	386,487
Gross profit	(7,387)	11,882	28,208	21,897	20,230
% gross margin	-3.0%	3.4%	6.1%	5.2%	5.0%
Selling & administration expenses	2,650	3,056	5,070	4,660	4,474
Operating profit	(10,037)	8,826	23,138	17,237	15,756
% operating margin	-4.0%	2.6%	5.0%	4.1%	3.9%
Depreciation & amortization	7,554	7,424	7,454	7,987	11,356
EBITDA	(2,483)	16,250	30,592	25,224	27,112
% EBITDA margin	-1.0%	4.7%	6.6%	6.0%	6.7%
Non-operating income	1,115	1,136	1,515	1,393	1,337
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,292)	(3,595)	(4,180)	(4,629)	(6,375)
Pre-tax profit	(13,215)	6,367	20,474	14,001	10,718
Income tax	(647)	2,034	4,758	3,029	2,411
After-tax profit	(12,568)	4,333	15,715	10,971	8,307
% net margin	-5.1%	1.3%	3.4%	2.6%	2.0%
Shares in affiliates' Earnings	2,566	1,675	1,317	1,783	1,892
Minority interests	(419)	(425)	(567)	(521)	(500)
Extraordinary items	7,120	6,995	9,648	(2,422)	(1,188)
NET PROFIT	(3,301)	12,578	26,114	9,811	8,511
Normalized profit	(10,421)	5,583	16,466	12,233	9,699
EPS (Bt)	(1.6)	6.2	12.8	4.8	4.2
Normalized EPS (Bt)	(5.1)	2.7	8.1	6.0	4.8

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	114,229	101,239	89,346	88,308	85,453
Cash & cash equivalent	71,354	29,696	10,000	15,000	15,000
Account receivables	12,702	23,415	28,033	25,768	24,739
Inventories	22,461	39,576	39,905	37,054	35,647
Others	7,712	8,552	11,408	10,486	10,067
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	30,100	29,791	29,924
Total assets	306,188	362,144	408,504	434,537	435,615
LIABILITIES:					
Current liabilities:	28,620	38,476	49,636	50,351	50,510
Account payables	9,517	23,001	25,441	11,007	11,648
Bank overdraft & ST loans	713	929	975	1,191	1,167
Current LT debt	7,952	4,213	8,792	25,781	25,265
Others current liabilities	10,438	10,334	14,428	12,372	12,430
Total LT debt	136,237	163,343	167,055	189,062	185,276
Others LT liabilities	21,212	37,230	48,086	46,087	45,446
Total liabilities	186,069	239,050	264,777	285,500	281,232
Minority interest	3,889	2,213	2,780	3,302	3,802
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	126,230	131,019	135,866
Shareholders' equity	116,229	120,881	140,946	145,735	150,581
Liabilities & equity	306,188	362,144	408,504	434,537	435,615

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect earnings to normalize at a higher base.

Balance sheet is stronger given more favorable earnings outlook

CASH FLOW STATEMENT

CAPEX on a declining trend over the next three years

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(13,215)	6,367	20,474	14,001	10,718
Tax paid	871	(1,747)	(4,592)	(3,066)	(2,462)
Depreciation & amortization	7,554	7,424	7,454	7,987	11,356
Chg In working capital	2,096	(14,344)	(2,507)	(9,318)	3,077
Chg In other CA & CL / minorities	(1,806)	(7,818)	(1,790)	(4,972)	(5,372)
Cash flow from operations	(4,500)	(10,117)	19,038	4,630	17,317
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	22,177	2,046	6,330
Cash flow from investments	(27,385)	(42,602)	(41,023)	(33,820)	(9,327)
Debt financing	27,070	18,988	8,337	39,212	(4,326)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,020)	(2,652)	(5,712)	(5,022)	(3,664)
Warrants & other surplus	578	(5,274)	(336)	0	0
Cash flow from financing	26,628	11,061	2,289	34,189	(7,991)
Free cash flow	(50,720)	(50,716)	(43,662)	(30,736)	2,160

VALUATION

PB at 0.8x 23F justify by ROE of 8.5%

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	20.7	7.0	9.5	11.9
Normalized PE - at target price (x)	na	20.8	7.1	9.5	12.0
PE (x)	na	9.2	4.4	11.8	13.6
PE - at target price (x)	na	9.2	4.5	11.9	13.7
EV/EBITDA (x)	na	15.7	9.2	12.6	11.5
EV/EBITDA - at target price (x)	na	15.7	9.3	12.6	11.5
P/BV (x)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.0	1.0	0.8	0.8	0.8
P/CFO (x)	(25.7)	(11.4)	6.1	25.0	6.7
Price/sales (x)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	1.2	4.6	5.3	3.4	2.9
FCF Yield (%)	(43.8)	(43.8)	(37.7)	(26.5)	1.9
(Bt)					
Normalized EPS	(5.1)	2.7	8.1	6.0	4.8
EPS	(1.6)	6.2	12.8	4.8	4.2
DPS	0.7	2.6	3.0	1.9	1.7
BV/share	57.0	59.3	69.1	71.4	73.8
CFO/share	(2.2)	(5.0)	9.3	2.3	8.5
FCF/share	(24.9)	(24.9)	(21.4)	(15.1)	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

*With higher earnings
base, ROE set to
normalize at a higher
base*

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(31.9)	39.4	33.4	(8.1)	(4.0)
Net profit (%)	na	na	107.6	(62.4)	(13.3)
EPS (%)	na	na	107.6	(62.4)	(13.3)
Normalized profit (%)	na	na	194.9	(25.7)	(20.7)
Normalized EPS (%)	na	na	194.9	(25.7)	(20.7)
Dividend payout ratio (%)	(43.3)	42.2	23.4	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(3.0)	3.4	6.1	5.2	5.0
Operating margin (%)	(4.0)	2.6	5.0	4.1	3.9
EBITDA margin (%)	(1.0)	4.7	6.6	6.0	6.7
Net margin (%)	(5.1)	1.3	3.4	2.6	2.0
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	1.2	1.3	1.3
Interest coverage - EBIT (x)	na	2.5	5.5	3.7	2.5
Interest coverage - EBITDA (x)	na	4.5	7.3	5.4	4.3
ROA - using norm profit (%)	na	1.7	4.3	2.9	2.2
ROE - using norm profit (%)	na	4.7	12.6	8.5	6.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	3.7	12.0	7.7	5.6
- asset turnover (x)	0.8	1.0	1.2	1.0	0.9
- operating margin (%)	na	2.9	5.3	4.4	4.2
- leverage (x)	2.5	2.8	2.9	2.9	2.9
- interest burden (%)	148.1	63.9	83.0	75.2	62.7
- tax burden (%)	na	68.1	76.8	78.4	77.5
WACC (%)	7.4	7.4	7.4	7.4	7.4
ROIC (%)	(6.2)	3.2	6.8	4.4	3.5
NOPAT (Bt m)	(10,037)	6,007	17,761	13,508	12,212
invested capital (Bt m)	189,777	259,670	307,769	346,770	347,289

Sources: Company data, Thanachart estimates

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 มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอัคริณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สกกลอติวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สกกลอติวิเปเมนท์ 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 หวังมั่งมาศ 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