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 ของเราในกลุ่มโรงกลั่นจากสามปัจจัยผลักดันที่สำคัญ ESSO ได้ประโยชน์จาก GRM ที่แข็งแกร่ง มีเรื่องราวการเติบโตของปริมาณขาย และเรามองว่าซื้อขายที่ 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) เรามองว่าบริษัทฯ 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 ซึ่งอยู่ในวงจรขาลงเชิงโครงสร้างเป็นเวลาหลายปี 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

เราสมมติให้อัตราการใช้กำลังการกลั่นเพิ่มขึ้นเป็น 81%/85% ในปี 2022-23F เทียบกับ 71% ในปี 2021 ทั้งนี้เนื่องมาจากแผนการขยายสถานีบริการน้ำมัน ESSO มีสถานีบริการ 731 แห่ง ในปี 2021 และเราคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 800 แห่ง ในปีนี้ ESSO ยังมีข้อตกลงกับ SUSCO ในการบริหารสถานีบริการของ SUSCO กว่า 80 แห่ง ในปีนี้ และปรับโฉมสถานีบริการเป็น ESSO นอกจากนี้ ESSO ยังขยายขีดความสามารถในการจัดเก็บน้ำมันที่ไม่เพียงพอต่อการจัดเก็บผลิตภัณฑ์สำเร็จรูป ซึ่งจะทำให้บริษัทฯ สามารถดำเนินการหน่วยการกลั่นที่อัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้นได้

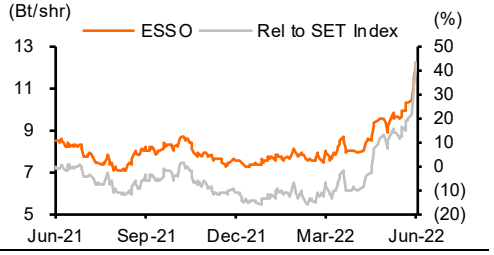
จ่ายปันผลแรกในรอบสามปี

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

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

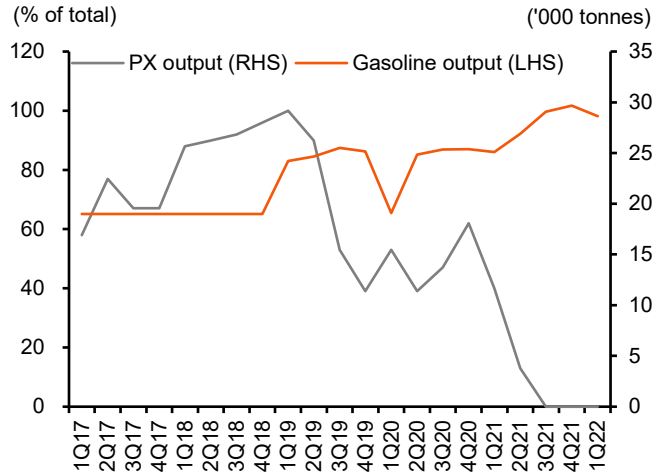
Thanachart Securities

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***

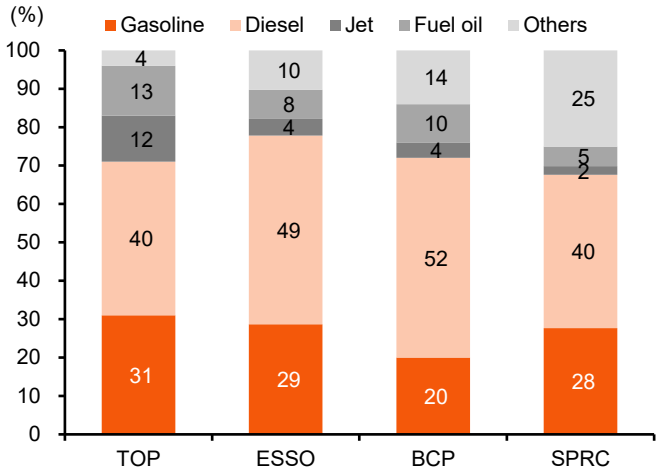
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Gasoline Output Rises After PX Plant Closure



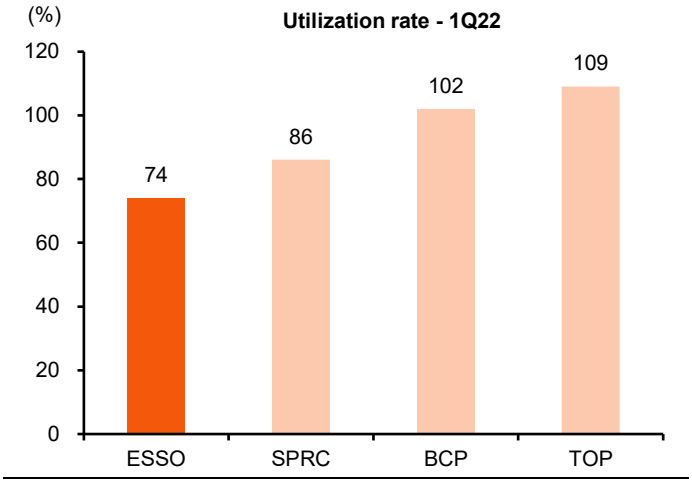
Source: Company data

Ex 3: High Exposure To High Margin Diesel And Gasoline



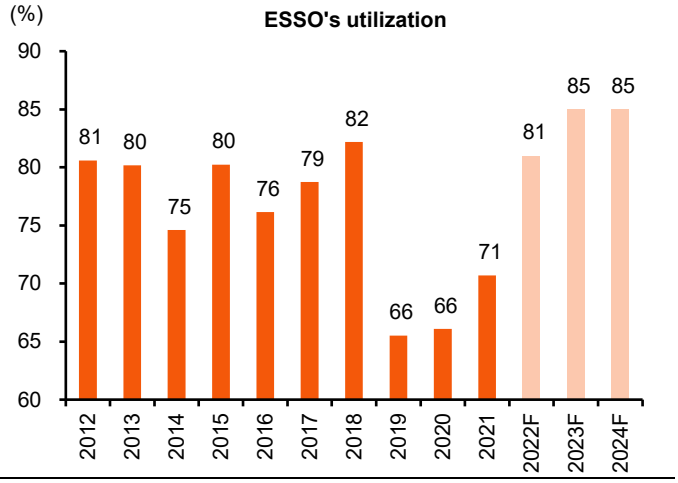
Source: Company data

Ex 4: ESSO Has Room To Increase Utilization



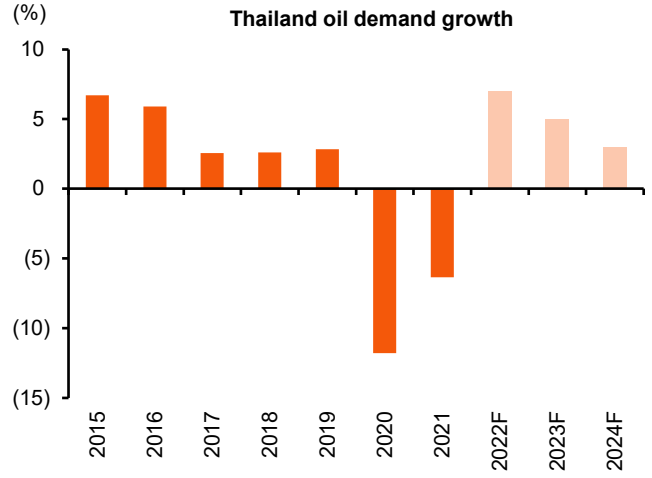
Source: Company data

Ex 5: Rising Utilization



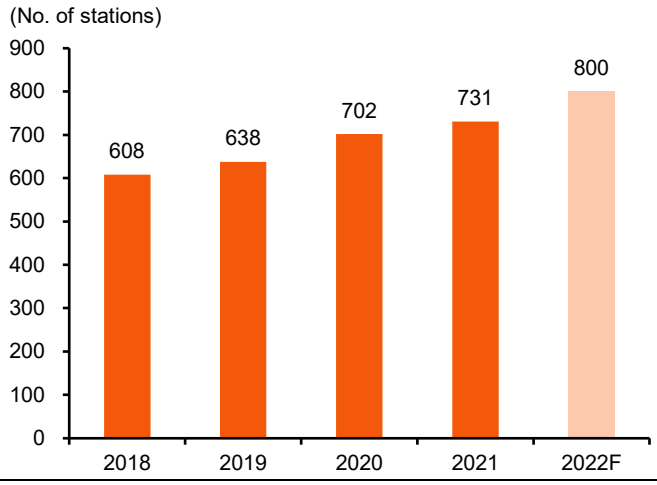
Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 6: Domestic Oil Demand



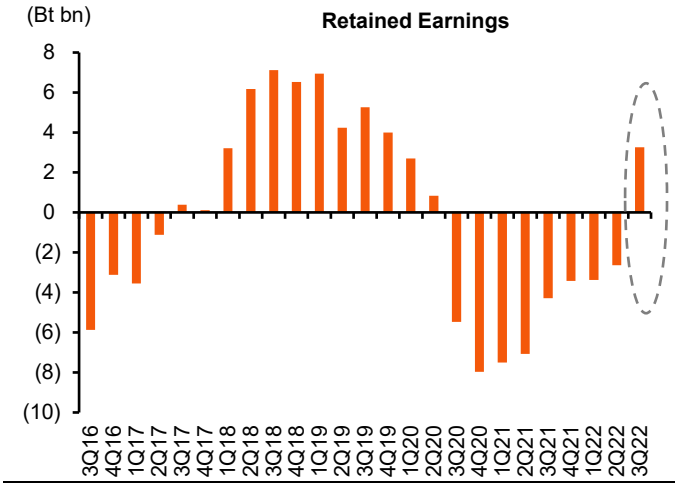
Sources: DOEB; Thanachart estimates

Ex 7: ESSO's Petrol Station Expansions



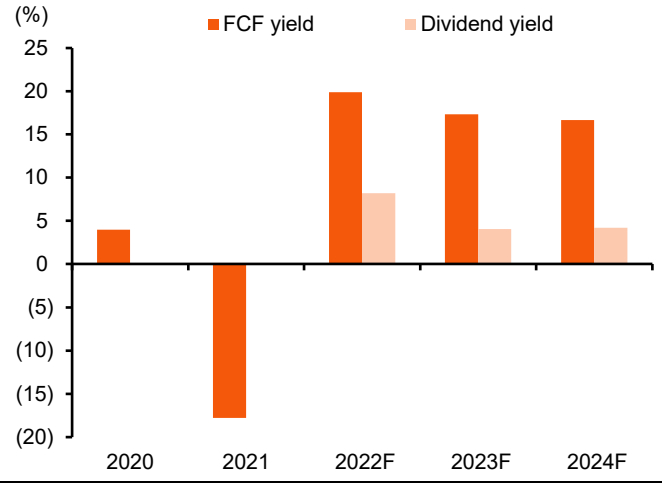
Sources: Company data; Thanachart estimates

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
	2022F	2023F	2024F	(Bt/shr)
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*

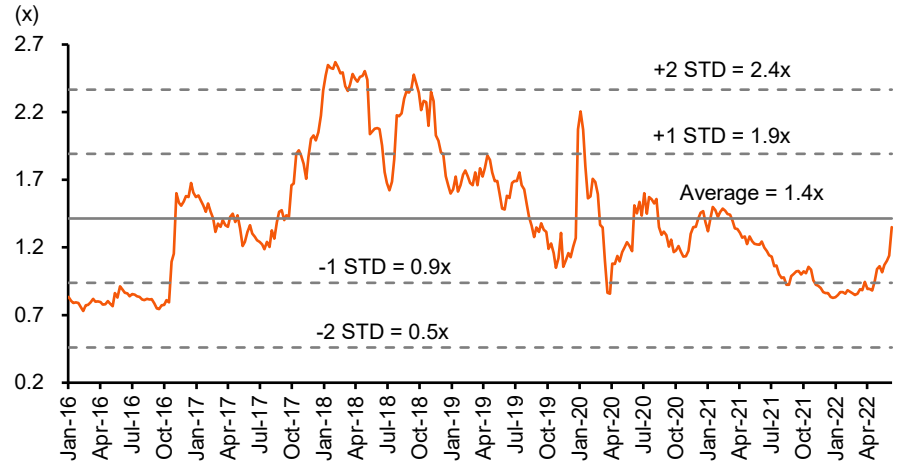
Sources: Thanachart estimates

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

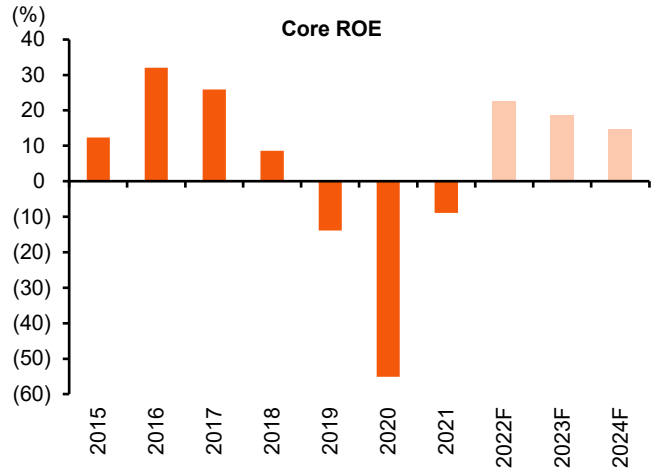
Sources: Thanachart estimates

Ex 12: P/BV Band



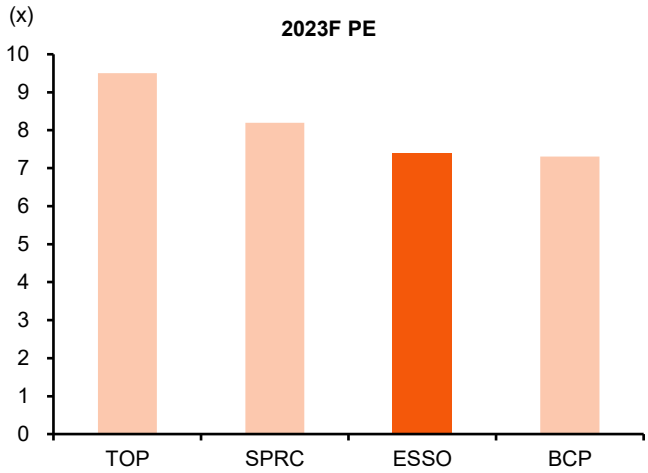
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

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

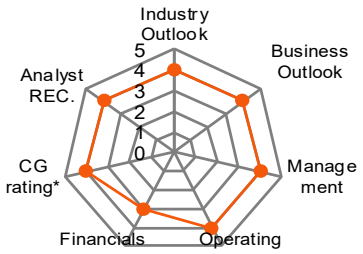
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 และมีส่วนแบ่งการตลาดน้ำมันค้าปลีกราว 15% นอกจากนี้ ESSO ยังมีกำลังการผลิต PX ที่ 0.5 ล้านตัน บริษัทฯ เป็นบริษัทย่อยของ ExxonMobil (ถือหุ้น 65%) ขณะที่กระทรวงการคลังถือหุ้น 7% ESSO มีปริมาณการขายสูงสุดในตลาดภายในประเทศที่มากกว่า 90% เนื่องจาก ExxonMobil บริษัทแม่วางตำแหน่งเชิงกลยุทธ์ให้ ESSO เป็นผู้จัดหากลั่นหลักสำหรับประเทศไทย ขณะที่โรงกลั่น และ petrochemical complex ขนาดใหญ่ของ ExxonMobil ในสิงคโปร์ถูกใช้สำหรับตลาดส่งออก

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale	
Excellent	5
Good	4
Fair	3
Weak	2
Very Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ข้อได้เปรียบด้านการถ่ายโอนเทคโนโลยีการจัดหาน้ำมันดิบจาก Exxon ซึ่งเป็นบริษัทแม่
-

W — Weakness

- นโยบายของบริษัทแม่ที่เฉื่อยชาจำกัดโอกาสในการเติบโต
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่สูงกว่าของคู่แข่ง
- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายดายกว่าราคาขายส่งผ่านทางการควบคุม marketing margin

O — Opportunity

- มีการเติบโตได้ตามอุตสาหกรรม แต่เป็นการเติบโตแบบจำกัดในมุมมองของเรา

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**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการ EPS ปี 2022F ของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่สูงขึ้น
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลทางลบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ ESSO และประมาณการของเรา

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

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

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 w orking 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**

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

Expect ESSO to pay first dividend in three years

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 expect net gearing to improve over the next few 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

Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 70 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, 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, JMAR16C2206A, 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 ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต 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)

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมู่ศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
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, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

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

Data Support Team

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

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

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
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