

**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 ซึ่งปรับมาใช้ปีฐาน 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 อยู่ในตลาดขาลง และสเปรดไม่ตึงนัก แม้กระทั่งก่อนที่ราคาวัตถุดิบจะสูงขึ้น อะโรเมติกส์คิดเป็น 30% ของกำไรของ TOP ในปี 2021

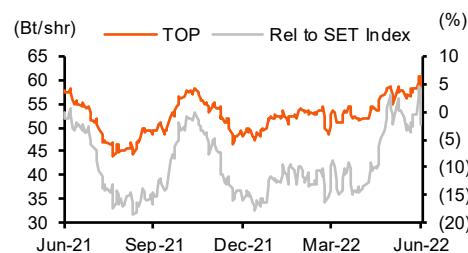
#### ใกล้เพิ่มทุน

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%

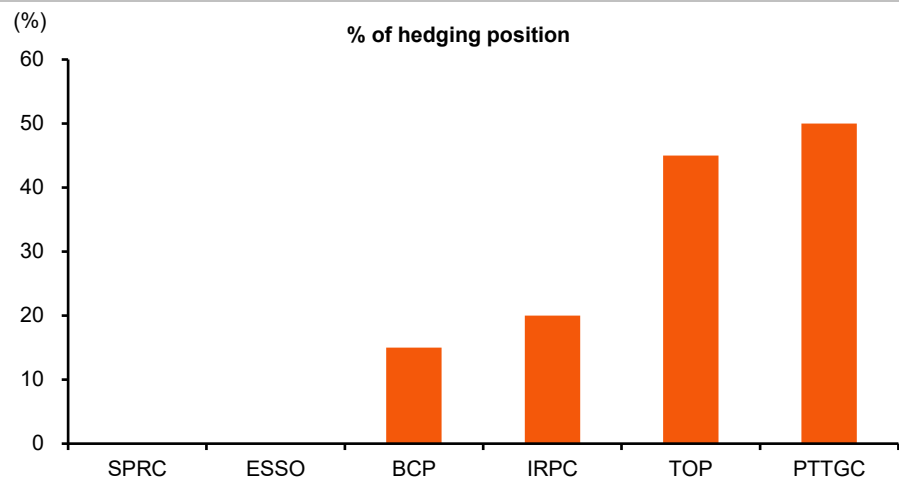
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

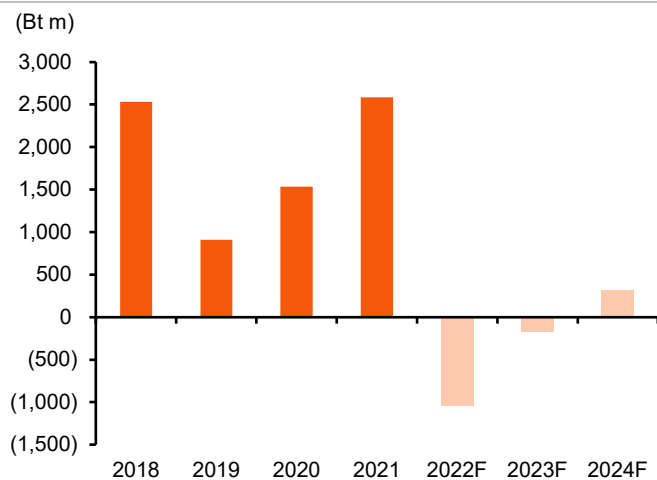


## Ex 1: Companies' Outstanding Hedging Positions



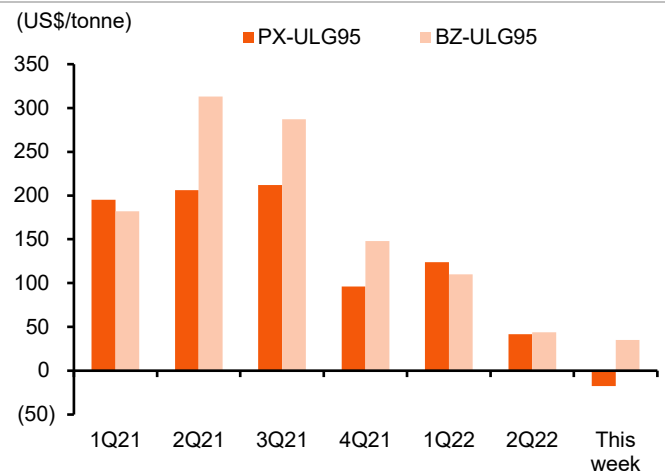
Source: Company data

## 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
<b>SG GRM</b>	<b>3.1</b>	<b>8.0</b>	<b>18.6</b>	<b>18.6</b>	<b>14.2</b>	<b>9.1</b>	<b>7.7</b>	<b>7.3</b>	<b>5.5</b>	<b>5.2</b>	<b>94.0</b>	<b>65.0</b>	<b>49.0</b>

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
<b>Total value per share</b>	<b>115,903</b>	<b>57</b>		

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% โดยดำเนินธุรกิจโรงกลั่นแบบครบวงจร รายใหญ่ที่สุดของไทย มีกำลังการกลั่นน้ำมันราว 275,000 บาร์เรลต่อวัน (25% ของกำลังการผลิตรวมของประเทศไทย) และ 9.8 Nelson complexity และยังผลิตอะโรเมติกส์กำลังการผลิต 0.8 ล้านตัน และน้ำมันหล่อลื่นและปิโตรเม็น 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

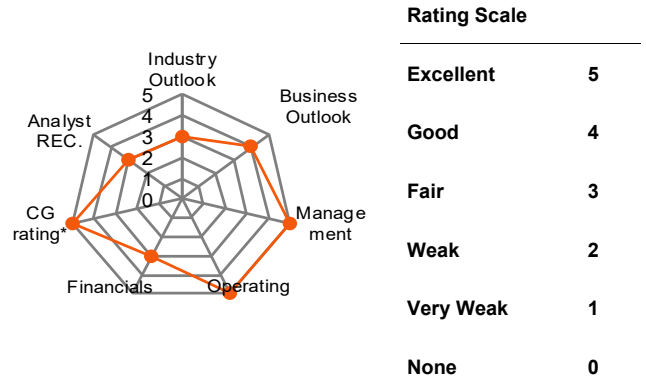
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	65.12	57.00	-12%
Net profit 22F (Bt m)	21,938	26,114	19%
Net profit 23F (Bt m)	12,180	9,811	-19%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 8	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2022F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากเรารวมกำไรจากสต็อก แต่กำไรปี 2023F ของเรต่ำกว่าของตลาดมาก 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 ในโครงการเชื่อมเพลิงสะอาด (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

*We expect earnings to normalize at a higher base.*

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
<b>Gross profit</b>	<b>(7,387)</b>	<b>11,882</b>	<b>28,208</b>	<b>21,897</b>	<b>20,230</b>
% 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
<b>Operating profit</b>	<b>(10,037)</b>	<b>8,826</b>	<b>23,138</b>	<b>17,237</b>	<b>15,756</b>
% operating margin	-4.0%	2.6%	5.0%	4.1%	3.9%
Depreciation & amortization	7,554	7,424	7,454	7,987	11,356
<b>EBITDA</b>	<b>(2,483)</b>	<b>16,250</b>	<b>30,592</b>	<b>25,224</b>	<b>27,112</b>
% 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)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(13,215)</b>	<b>6,367</b>	<b>20,474</b>	<b>14,001</b>	<b>10,718</b>
Income tax	(647)	2,034	4,758	3,029	2,411
<b>After-tax profit</b>	<b>(12,568)</b>	<b>4,333</b>	<b>15,715</b>	<b>10,971</b>	<b>8,307</b>
% 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)
<b>NET PROFIT</b>	<b>(3,301)</b>	<b>12,578</b>	<b>26,114</b>	<b>9,811</b>	<b>8,511</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(10,421)</b>	<b>5,583</b>	<b>16,466</b>	<b>12,233</b>	<b>9,699</b>
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

*Balance sheet is stronger given more favorable earnings outlook*

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>ASSETS:</b>					
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
<b>Total assets</b>	<b>306,188</b>	<b>362,144</b>	<b>408,504</b>	<b>434,537</b>	<b>435,615</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
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
<b>Total LT debt</b>	<b>136,237</b>	<b>163,343</b>	<b>167,055</b>	<b>189,062</b>	<b>185,276</b>
Others LT liabilities	21,212	37,230	48,086	46,087	45,446
<b>Total liabilities</b>	<b>186,069</b>	<b>239,050</b>	<b>264,777</b>	<b>285,500</b>	<b>281,232</b>
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)
<b>Retained earnings</b>	<b>95,930</b>	<b>105,829</b>	<b>126,230</b>	<b>131,019</b>	<b>135,866</b>
Shareholders' equity	116,229	120,881	140,946	145,735	150,581
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>306,188</b>	<b>362,144</b>	<b>408,504</b>	<b>434,537</b>	<b>435,615</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## 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)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(4,500)</b>	<b>(10,117)</b>	<b>19,038</b>	<b>4,630</b>	<b>17,317</b>
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
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(27,385)</b>	<b>(42,602)</b>	<b>(41,023)</b>	<b>(33,820)</b>	<b>(9,327)</b>
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
<b>Cash flow from financing</b>	<b>26,628</b>	<b>11,061</b>	<b>2,289</b>	<b>34,189</b>	<b>(7,991)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(50,720)</b>	<b>(50,716)</b>	<b>(43,662)</b>	<b>(30,736)</b>	<b>2,160</b>

## 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
<b>(Bt)</b>					
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
<b>Growth Rate</b>					
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
<b>Operating performance</b>					
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
<b>DuPont</b>					
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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 ธนชาติ 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 ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

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

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ ของบริษัท 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

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, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา 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, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

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

นลินภรณ์ 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 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

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