

# Thailand Energy Sector

## ตลาดโรงกลั่นตั้งตัว

Sector Valuation			Current price	Target price	Market Cap	Norm EPS grw	— Norm PE —	— P/BV —		— Div. yield —			
Company	BBG Code	Rec.	(Bt)	(Bt)	(US\$ m)	2022F (%)	2023F (%)	2022F (x)	2023F (x)	2022F (%)	2023F (%)		
Bangchak Corp.	BCP TB	BUY	31.75	37.00	1,234	189.2	(49.2)	3.3	6.5	0.7	0.6	5.7	3.8
Esso (Thailand)	ESSO TB	BUY	12.30	16.00	1,202	na	(37.0)	4.3	6.8	1.5	1.4	12.2	6.2
Star Petroleum	SPRC TB	BUY	11.70	14.50	1,432	na	(34.4)	5.6	8.5	1.3	1.2	10.3	5.9
Thai Oil	TOP TB	BUY	55.50	70.00	3,500	416.8	(48.3)	4.0	7.7	0.8	0.7	5.4	5.5

Source: Thanachart estimates, Based on 29 November 2022 closing prices

เรายังคงมองบวกต่อกลุ่มโรงกลั่น โดยคาดว่าตลาดจะยังคงตั้งตัวต่อเนื่องไป ยังในปีหน้า TOP และ ESSO ยังคงเป็นหุ้นที่เราชอบที่สุด ซึ่งได้ประโยชน์จากค่าการกลั่น middle distillate ที่สูง

### ตลาดโรงกลั่นทั่วโลกตั้งตัวต่อเนื่อง

เราคาดว่าตลาดโรงกลั่นทั่วโลกจะตั้งตัวต่อเนื่องไปจนถึงปีหน้า เนื่องจาก 1) ยังไม่มีสัญญาณว่าความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครนจะยุติลง และอุปสงค์และอุปทานทั่วโลกยังคงมีแนวโน้มตั้งตัวต่อเนื่อง 2) การคว่ำบาตรของยุโรปต่อผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปของรัสเซียจะมีผลบังคับใช้อย่างสมบูรณ์ในเดือนกุมภาพันธ์ 2023 และอาจนำไปสู่การลดระดับอุปทานโลกจากรัสเซีย 3) เราคาดว่าอุปสงค์ของจีนจะฟื้นตัวจากการผ่อนคลายนโยบายโควิด และการล็อกดาวน์ที่น้อยลง แม้ว่าค่าการกลั่นจะลดลงจากจุดสูงสุดในช่วงเริ่มต้นของสงคราม ซึ่งทำให้เราปรับลดสมมติฐานลง แต่เราคาดว่าค่าการกลั่นจะยังคงอยู่ในระดับที่สูง เราปรับสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์อ้างอิงใหม่เป็น US\$9.0/7.9/7.6 ในปี 2022-24F เทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ US\$5-6/bbl

### อุปสงค์ยังคงมีมากกว่าอุปทาน

เราคาดว่าอุปสงค์เพิ่มเติมของโรงกลั่นทั่วโลกจะยังคงมากกว่าอุปทานใหม่ในอีกหลายปีข้างหน้า (Exhibit 2) ในปี 2023F แม้ว่าจะมีอุปทานใหม่จำนวนมากเข้าสู่ตลาด แต่คาดว่าอุปสงค์ที่แข็งแกร่งหลังโควิดจะตามทันอุปทานใหม่ นอกจากนี้เรายังเห็นแนวโน้มที่ตลาดจะตั้งตัวยิ่งขึ้นไปอีกจาก 1) อัตราการดำเนินงานที่ลดลงของกำลังการผลิตของรัสเซีย เนื่องจากการคว่ำบาตรที่มีผลบังคับใช้โดยยุโรป และ 2) ความต้องการเพิ่มเติมเพื่อสะสมสินค้าคงคลังให้อยู่ในระดับที่สูงขึ้นในยุโรปเพื่อรักษาความมั่นคงด้านอุปทานเนื่องจากการคว่ำบาตร รัสเซียคิดเป็น 9% ของอุปทานการกลั่นทั่วโลก

### ไทยมี middle distillate ในสัดส่วนที่สูง

ในบรรดาน้ำมันกลั่น ดีเซลเป็นผลิตภัณฑ์ที่มีอัตรากำไรค่อนข้างสูง จากค่าการกลั่นสิงคโปร์ในปัจจุบันอยู่ที่ US\$10.1/bbl, diesel spread อยู่ที่ US\$39/bbl รองลงมาคือ Jet spread ที่ US\$36/bbl ซึ่งตัวที่กดดันคือน้ำมันเตากำมะถันสูง ซึ่งอยู่ที่ -US\$18/bbl ผลผลิตดีเซลและน้ำมันอากาศยานรวมของไทยคิดเป็น 55% ของผลผลิตทั้งหมด ซึ่งสูงกว่าสัดส่วน 35% ที่ใช้คำนวณเกณฑ์มาตรฐานของสิงคโปร์ ในขณะที่เดียวกัน การผลิตน้ำมันเตากำมะถันสูงของไทยมีเพียง 5% ของผลผลิตทั้งหมด เทียบกับ 23% ของเกณฑ์มาตรฐานของสิงคโปร์

### TOP และ ESSO เป็นหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มโรงกลั่น

เราชอบ TOP และ ESSO เนื่องจากมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ middle-distillate ค่อนข้างสูงมากกว่าบริษัทอื่น นอกจากนี้เรายังชอบ TOP จากการเป็นหุ้นที่มีมูลค่าตามราคาตลาดที่ใหญ่ที่สุดในกลุ่มโรงกลั่น และมี valuation ต่ำที่ 0.7 เท่า P/BV และ 7.7 เท่า PE ในปี 2023F เราชอบ ESSO เนื่องจากมีเรื่องราวการเติบโตของปริมาณขายทั้งจากธุรกิจโรงกลั่นและสถานีบริการน้ำมัน และให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงถึง 12.2/6.2% ในปี 2022-23F จากปันผลต่อหุ้นที่ 1.5 บาท ESSO จ่าย 0.5 บาท เป็นเงินปันผลระหว่างกาลสำหรับการดำเนินงานใน 1H22 และส่วนที่เหลืออีก 1.0 บาท หรืออัตราผลตอบแทน 8% จะจ่ายประมาณเดือนพฤษภาคมปีหน้า

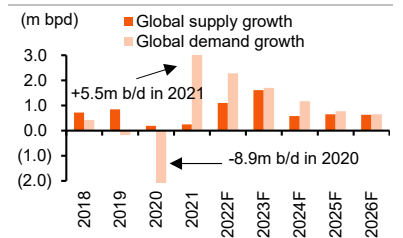


YUPAPAN POLPORNPRASSERT

662-779-9110

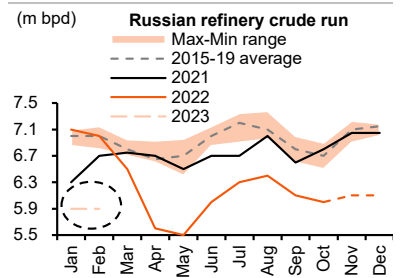
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### Tight Global Refinery Outlook



Source: Thai Oil, EIA, Thanachart estimates

### Russian Refinery Run Rate

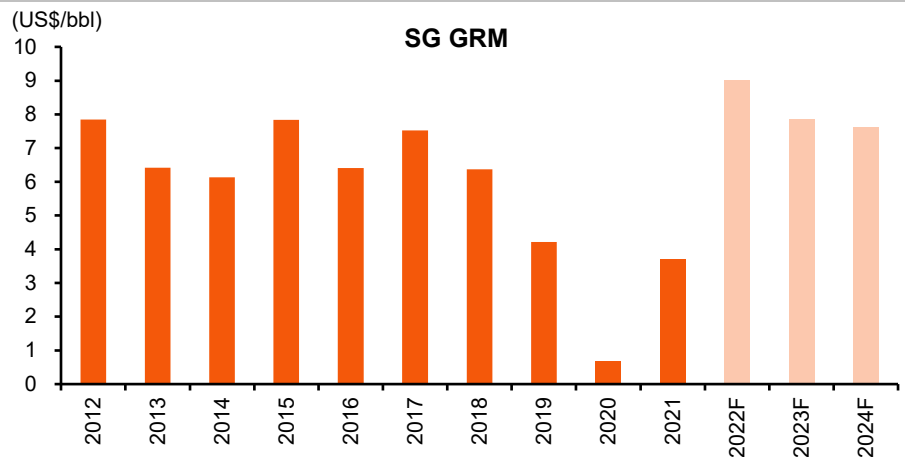


Source: SP Platts

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

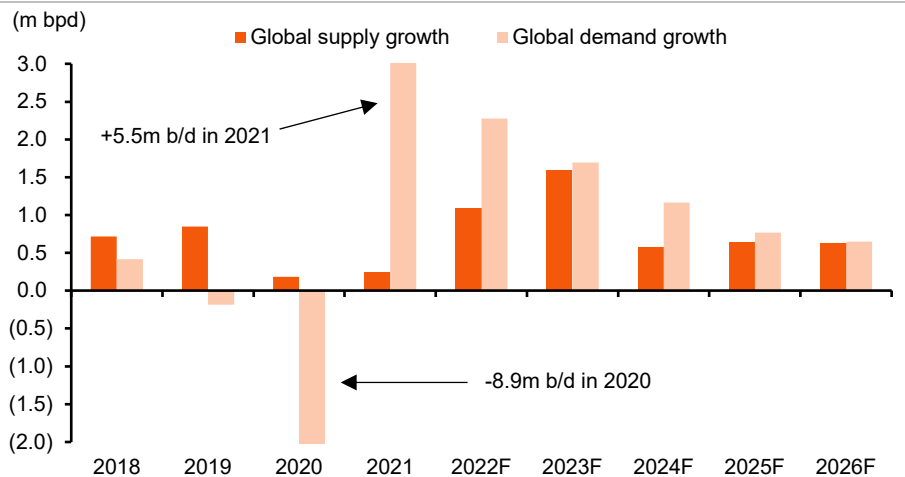


**Ex 1: Singapore GRM To Remain Elevated**



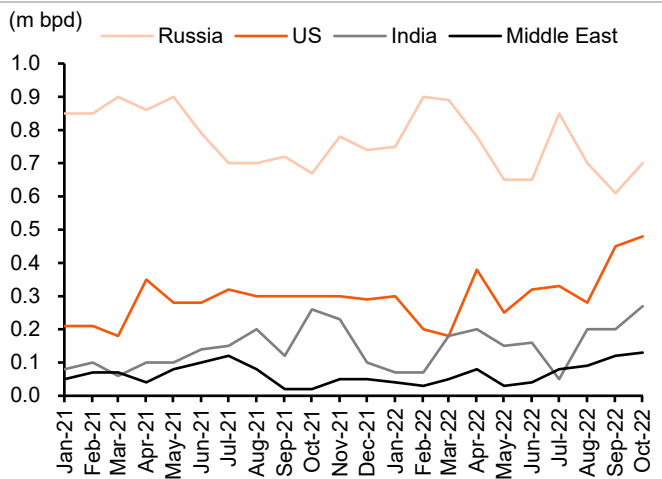
Sources: Thai Oil, Thanachart estimates

**Ex 2: Tight Global Refinery Supply-Demand Outlook**



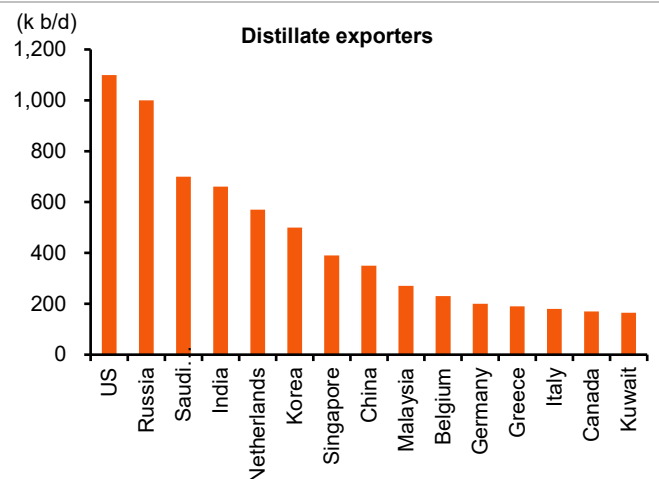
Sources: Thai Oil, EIA, Thanachart estimates

**Ex 3: EU Still Highly Dependent On Russian Diesel**



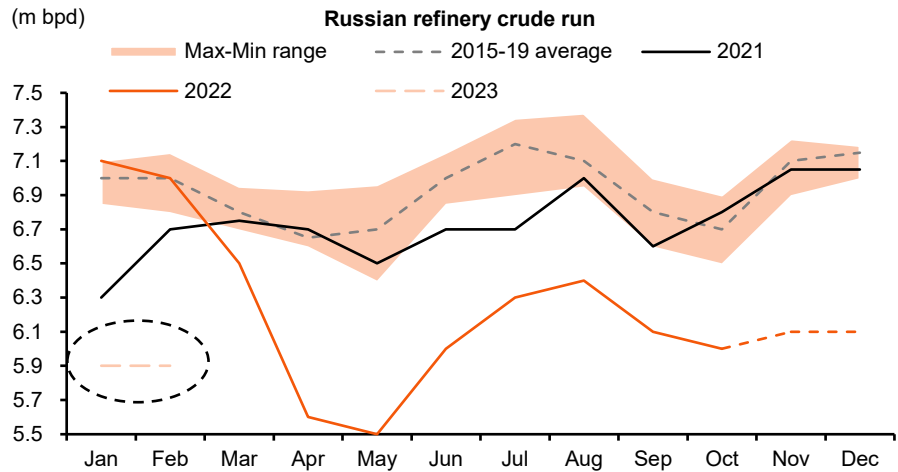
Sources: Vortexa, Bloomberg

**Ex 4: Russia Is A Key Global Refined Product Exporter**



Sources: Joint Organizations Data Initiatives

**Ex 5: Forecasts For Russia's Refinery Run Rate**



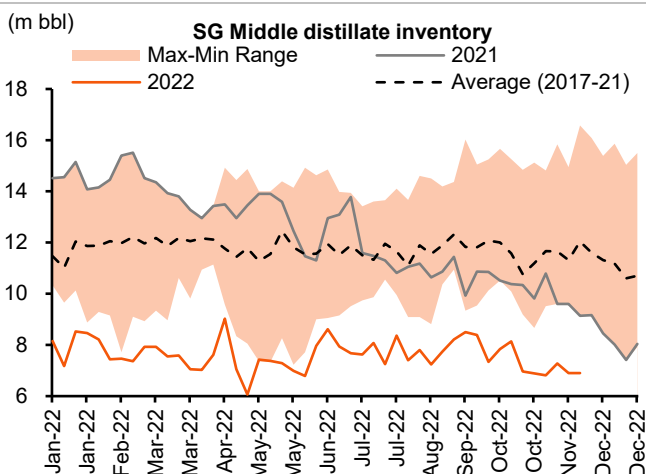
Source: SP Platts

**Ex 6: Russia Oil And Oil Product Export (Pre-conflict)**

2021 Russia export	Crude		Mogas/Jet		Gasoil		Fuel oil	
	(k bpd)	% of region demand	(k bpd)	% of region demand	(k bpd)	% of region demand	(k bpd)	% of region demand
Europe	2720	27%	30	2%	700	11%	330	33%
US	210	1%	50	1%	15	0.30%	220	35%
Asia	1540	4%	20	0.30%	80	0.80%	200	7%
Other regions	100	0.10%	80	1%	120	2%	70	3%
<b>Global</b>	<b>4570</b>	<b>4.60%</b>	<b>180</b>	<b>1%</b>	<b>915</b>	<b>3%</b>	<b>820</b>	<b>12%</b>

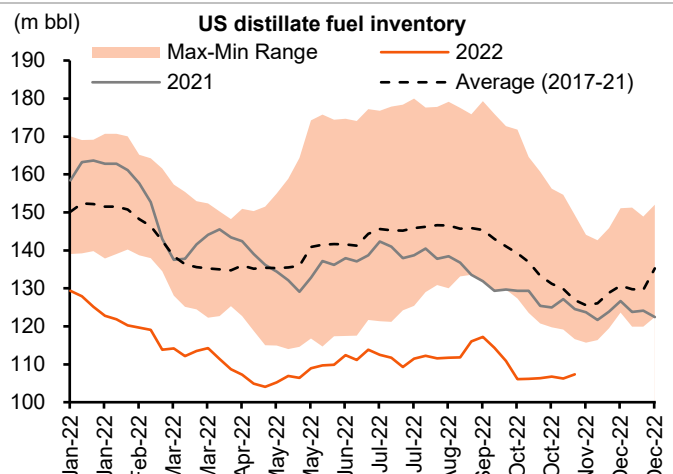
Source: Thai Oil

**Ex 7: Low Inventories In Asia**



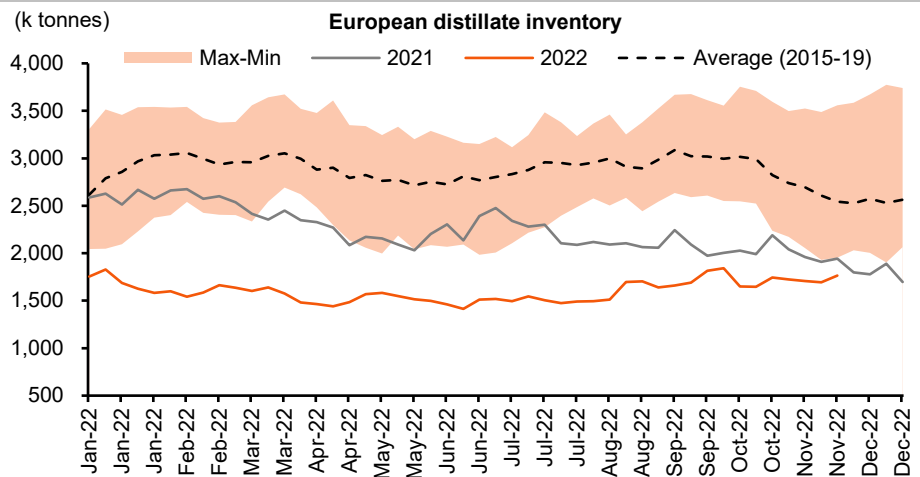
Source: Bloomberg

**Ex 8: Low Inventories In The US**



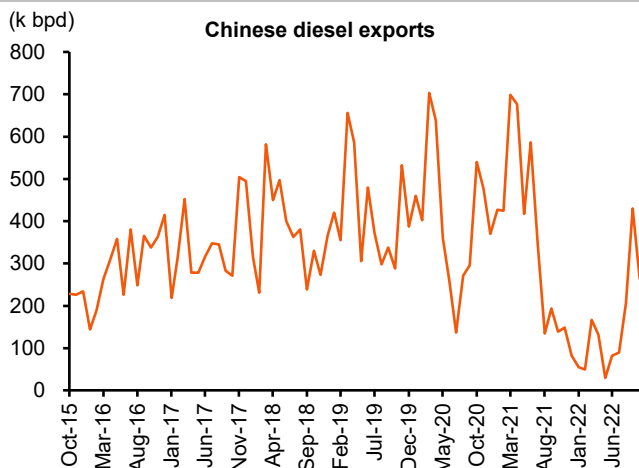
Source: Bloomberg

Ex 9: Low Inventories In Europe



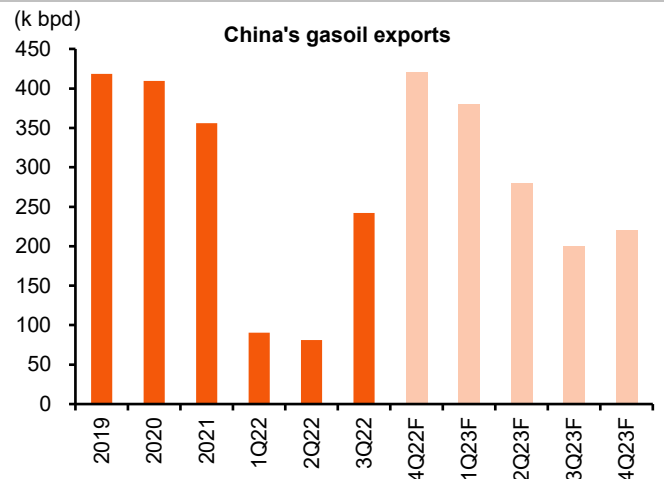
Source: Bloomberg

Ex 10: China's Diesel Exports Jump Back Up



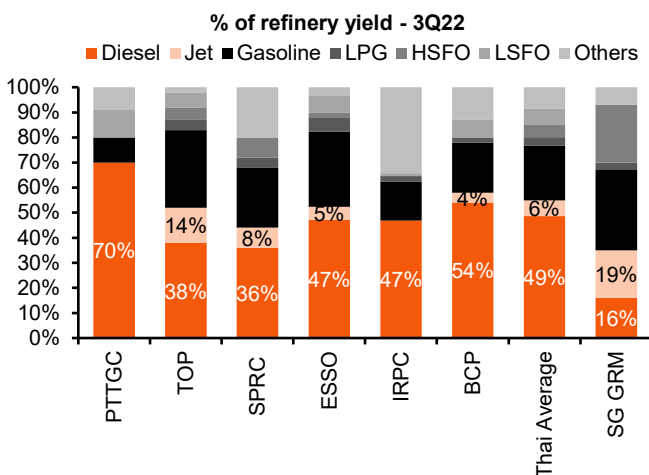
Source: Bloomberg

Ex 11: Exports To Peak In 4Q22F



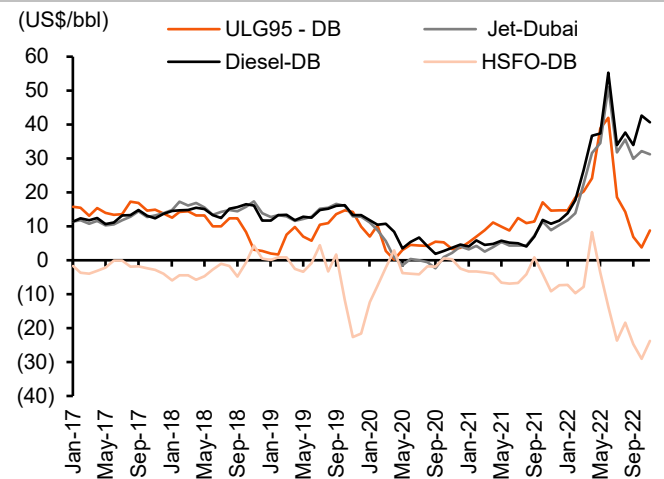
Source: Thai Oil, FGE

Ex 12: Thai Refineries Have High Jet+Diesel Yields



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Jet+Diesel Margins Are The Highest



Source: Bloomberg

## Ex 14: GRM Assumption Changes

	2020	2021	1Q22	2Q22	3Q22	New			Old			Change (US\$/bbl)		
						2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
<b>(US\$/bbl)</b>														
Gasoline-Dubai	4.4	11.0	17.8	31.3	13.2	16.2	12.0	12.0	21.3	15.0	15.0	(5.1)	(3.0)	(3.0)
Diesel-Dubai	6.2	6.7	19.6	33.1	12.5	32.4	29.0	26.0	33.2	25.0	23.0	(0.7)	4.0	3.0
Jet-Dubai	2.6	5.8	16.2	36.8	32.4	29.0	27.0	24.0	32.5	25.0	23.0	(3.5)	2.0	1.0
HSFO-Dubai	(3.0)	(4.9)	(8.3)	2.8	(8.7)	(14.3)	(10.0)	(8.0)	(9.6)	(8.0)	(8.0)	(4.7)	(2.0)	0.0
<b>SG GRM</b>	<b>0.7</b>	<b>3.1</b>	<b>8.0</b>	<b>18.6</b>	<b>6.9</b>	<b>9.0</b>	<b>7.9</b>	<b>7.6</b>	<b>13.1</b>	<b>9.5</b>	<b>8.8</b>	<b>(4.1)</b>	<b>(1.6)</b>	<b>(1.1)</b>

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 15: Earning Revisions

(Bt m)	2021	New			Old			Change (%)		
		2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
<b>Net profit</b>										
BCP	7,624	14,769	6,237	5,869	9,314	5,459	5,084	58.6	14.3	15.4
ESSO	4,443	11,687	6,052	4,938	17,297	5,845	5,808	(32.4)	3.5	(15.0)
SPRC	4,746	8,663	5,947	4,515	13,807	5,073	5,583	(37.3)	17.2	(19.1)
TOP	12,578	39,216	16,194	13,625	41,105	12,960	15,056	(4.6)	25.0	(9.5)
<b>Normalized profit</b>										
BCP	4,592	13,279	6,863	6,364	9,937	6,474	5,282	33.6	6.0	20.5
ESSO	(1,704)	9,927	6,052	5,764	10,648	7,339	6,508	(6.8)	(17.5)	(11.4)
SPRC	(1,542)	9,070	5,947	5,341	11,348	6,870	6,444	(20.1)	(13.4)	(17.1)
TOP	5,583	29,568	16,194	14,644	31,457	15,270	16,216	(6.0)	6.0	(9.7)

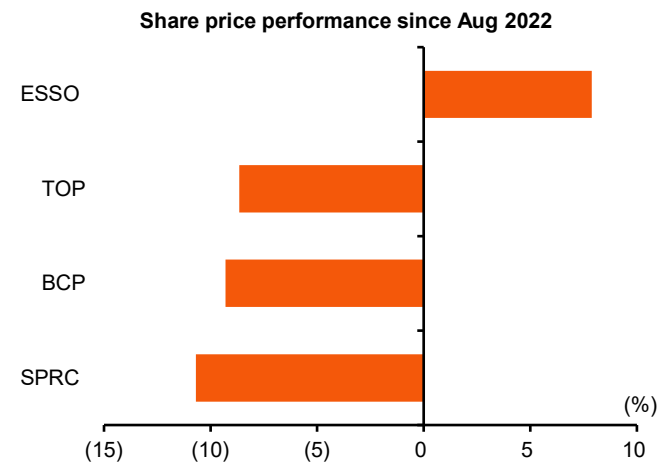
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 16: 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	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
BCP TB	BUY	BUY	31.75	37.00	16.5	1,234	3.3	6.5	0.7	0.6	5.7	3.8	22.3	9.9
ESSO TB	BUY	BUY	12.30	16.00	30.1	1,202	4.3	6.8	1.5	1.4	12.2	6.2	41.8	21.6
SPRC TB	BUY	BUY	11.70	14.50	23.9	1,432	5.6	8.5	1.3	1.2	10.3	5.9	24.4	14.5
TOP TB	BUY	BUY	55.50	70.00	26.1	3,500	4.0	7.7	0.8	0.7	5.4	5.5	20.8	9.6

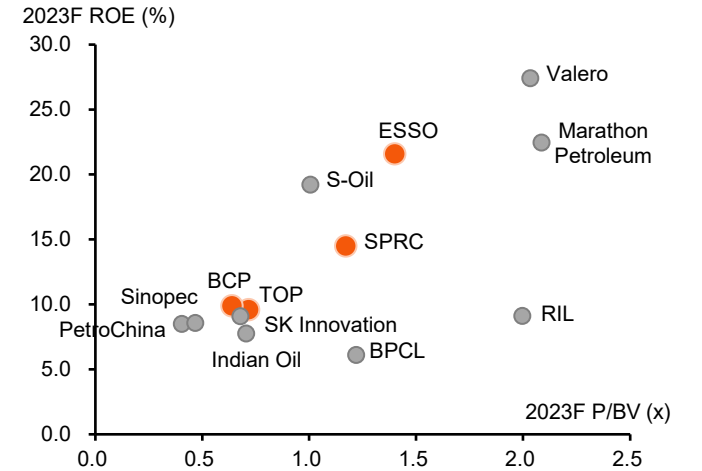
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 17: Share Price Performance**



Source: Bloomberg

**Ex 18: P/BV Vs. ROE**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 19: Sector Valuation Comparison

		BCP	ESSO	SPRC	TOP	Industry
<b>Rating</b>		BUY	BUY	BUY	BUY	
<b>Target price (Bt)</b>	Thanachart	37.00	16.00	14.50	70.00	
	Consensus	37.00	14.10	12.70	63.00	
<b>Consensus rec.</b>	BUY	9	2	9	17	
	HOLD	4	4	6	5	
	SELL	0	1	3	3	
<b>Sales (Bt m)</b>	2021	199,417	172,878	172,484	345,496	890,276
	2022F	249,634	169,762	273,611	491,591	1,184,599
	2023F	278,249	169,343	246,337	428,902	1,122,831
	2024F	250,860	165,990	232,246	389,795	1,038,890
<b>Norm profits (Bt m)</b>	2021	4,592	(1,704)	(1,542)	5,583	6,929
	2022F	13,279	9,927	9,070	29,568	61,844
	2023F	6,741	6,252	5,947	16,174	35,114
	2024F	5,372	5,760	5,341	14,633	31,107
<b>Sales growth (%)</b>	2021	46.1	36.5	32.5	39.4	38.6
	2022F	25.2	(1.8)	58.6	42.3	31.1
	2023F	11.5	(0.2)	(10.0)	(12.8)	(2.9)
	2024F	(9.8)	(2.0)	(5.7)	(9.1)	(6.7)
<b>Norm EPS growth (%)</b>	2021	na	na	na	na	na
	2022F	189.2	na	na	416.8	303.0
	2023F	(49.2)	(37.0)	(34.4)	(48.3)	(42.2)
	2024F	(20.3)	(7.9)	(10.2)	(9.5)	(12.0)
<b>Operating margin (%)</b>	2021	6.6	(0.3)	0.1	2.6	2.2
	2022F	13.3	7.5	4.1	8.4	8.3
	2023F	9.4	4.3	3.1	5.1	5.5
	2024F	8.1	4.1	2.8	5.0	5.0
<b>ROE (%)</b>	2021	9.2	(10.2)	(5.1)	4.7	(0.3)
	2022F	22.3	41.8	24.4	20.8	27.3
	2023F	9.9	21.6	14.5	9.6	13.9
	2024F	7.5	18.7	12.5	8.3	11.7
<b>Dividend yield (%)</b>	2021	6.3	0.0	1.5	4.6	3.1
	2022F	5.7	12.2	10.3	5.4	8.4
	2023F	3.8	6.2	5.9	5.5	5.3
	2024F	3.8	5.8	4.5	4.9	4.7
<b>P/BV (x)</b>	2021	0.8	2.2	1.5	0.9	1.4
	2022F	0.7	1.5	1.3	0.8	1.0
	2023F	0.6	1.4	1.2	0.7	1.0
	2024F	0.6	1.3	1.2	0.7	0.9
<b>Norm PE (x)</b>	2021	9.5	na	na	20.5	15.0
	2022F	3.3	4.3	5.6	4.0	4.3
	2023F	6.5	6.8	8.5	7.7	7.4
	2024F	8.1	7.4	9.5	8.5	8.4
<b>EV/EBITDA (x)</b>	2021	4.3	32.0	19.6	15.6	17.9
	2022F	2.6	3.8	3.7	5.4	3.9
	2023F	3.9	5.5	4.5	10.3	6.0
	2024F	4.5	5.4	4.4	11.0	6.3
<b>Net D/E (x)</b>	2021	0.7	1.5	0.1	1.1	0.9
	2022F	0.8	0.6	0.1	0.9	0.6
	2023F	1.0	0.5	(0.1)	1.0	0.6
	2024F	0.9	0.3	(0.2)	0.9	0.5

Sources: Company data; Thanachart estimates

## Valuation Comparison

### Ex 20: 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	50.6	(12.8)	4.6	5.3	0.5	0.4	2.9	3.0	10.6	8.9	10.5	8.5
Sinopec	386 HK	China	(1.5)	(2.4)	6.1	6.2	0.5	0.5	3.5	3.4	10.6	10.3	9.1	8.6
<b>Average</b>			<b>24.5</b>	<b>(7.6)</b>	<b>5.3</b>	<b>5.8</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>10.6</b>	<b>9.6</b>	<b>9.8</b>	<b>8.5</b>
SK Innovation	096770	S.Korea	na	(24.5)	6.0	7.9	0.8	0.7	4.5	5.8	2.1	2.0	14.3	9.1
S-Oil	010950	S.Korea	71.2	(31.8)	3.9	5.7	1.1	1.0	3.0	4.7	8.0	5.3	31.5	19.2
<b>Average</b>			<b>71.2</b>	<b>(28.1)</b>	<b>5.0</b>	<b>6.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>3.8</b>	<b>5.3</b>	<b>5.1</b>	<b>3.6</b>	<b>22.9</b>	<b>14.1</b>
Reliance Industries	RIL IB	India	31.2	21.8	29.8	24.5	2.3	2.1	19.3	14.8	0.3	0.3	8.0	9.1
Indian Oil	IOCL IB	India	65.8	(59.1)	4.2	10.3	0.8	0.8	5.8	9.5	10.2	4.9	19.3	7.7
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(0.3)	(72.8)	7.3	26.7	1.4	1.3	8.9	16.6	7.5	2.7	18.8	5.2
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	(12.6)	(14.7)	5.1	6.0	0.8	0.9	9.3	11.1	7.3	5.2	17.2	12.9
<b>Average</b>			<b>21.0</b>	<b>(31.2)</b>	<b>11.6</b>	<b>16.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>10.8</b>	<b>13.0</b>	<b>6.3</b>	<b>3.3</b>	<b>15.8</b>	<b>8.7</b>
Marathon Petroleum	MPC US	USA	na	(45.2)	4.8	8.7	2.2	2.0	3.4	5.4	2.0	2.4	45.4	22.5
Valero	VLO US	USA	na	(36.8)	4.8	7.6	2.3	1.9	3.6	5.3	2.9	3.0	50.7	27.4
Phillips 66	PSX US	USA	na	(29.6)	5.2	7.4	1.7	1.5	4.4	6.1	3.5	3.6	41.2	22.7
PBF Energy'	PBF US	USA	na	(59.5)	1.7	4.2	1.0	0.8	1.2	2.5	0.5	2.0	na	22.2
Delek	DK US	USA	na	(31.5)	4.8	6.9	1.8	1.5	3.5	4.5	2.0	2.6	45.8	28.3
<b>Average</b>			<b>na</b>	<b>(40.5)</b>	<b>4.2</b>	<b>7.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>3.2</b>	<b>4.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.7</b>	<b>45.8</b>	<b>24.6</b>
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	189.2	(49.2)	3.3	6.5	0.7	0.6	2.6	3.9	5.6	3.8	22.3	9.9
ESSO (Thailand) *	ESSO TB *	Thailand	na	(37.0)	4.2	6.7	1.5	1.4	3.7	5.4	12.4	6.3	41.8	21.6
Star Petroleum Refining	SPRC TB *	Thailand	na	(34.4)	5.5	8.5	1.3	1.2	3.7	4.4	10.3	5.9	24.4	14.5
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	416.8	(48.3)	4.0	7.7	0.8	0.7	5.4	10.3	5.4	5.5	20.8	9.6
<b>Average</b>			<b>303.0</b>	<b>(42.2)</b>	<b>4.3</b>	<b>7.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>3.9</b>	<b>6.0</b>	<b>8.4</b>	<b>5.4</b>	<b>27.3</b>	<b>13.9</b>
<b>Total Average</b>			<b>152.7</b>	<b>(29.9)</b>	<b>5.9</b>	<b>8.4</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>4.9</b>	<b>6.2</b>	<b>9.6</b>	<b>8.1</b>	<b>24.3</b>	<b>14.0</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates  
Based on 29 November 2022 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
<b>SET INDEX</b>	<b>1.0</b>	<b>(0.9)</b>	<b>3.6</b>	<b>(2.0)</b>	—	—	—	—
<b>Energy</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(5.7)</b>	<b>20.6</b>	<b>14.6</b>	<b>(1.6)</b>	<b>(4.8)</b>	<b>17.0</b>	<b>16.6</b>
BCP TB	4.1	(9.9)	31.2	25.7	3.1	(9.0)	27.6	27.7
ESSO TB	(15.2)	(12.8)	69.7	67.3	(16.1)	(11.9)	66.1	69.4
IRPC TB	(1.3)	(9.4)	(17.1)	(19.3)	(2.2)	(8.5)	(20.7)	(17.3)
IVL TB	(0.6)	(3.5)	6.4	(3.5)	(1.6)	(2.6)	2.8	(1.5)
PTT TB	(7.6)	(11.3)	(6.3)	(12.5)	(8.6)	(10.4)	(9.9)	(10.5)
PTTEP TB	3.9	11.9	66.1	59.7	2.9	12.8	62.5	61.8
PTTGC TB	10.9	1.6	(14.2)	(17.9)	9.9	2.5	(17.8)	(15.9)
SPRC TB	(1.7)	(9.3)	30.0	19.4	(2.7)	(8.4)	26.4	21.4
TOP TB	1.8	(8.6)	19.4	12.1	0.9	(7.8)	15.8	14.1

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	24.5	(7.6)	5.3	5.8	0.5	0.5	3.2	3.2	10.6	9.6
S.Korea	71.2	(28.1)	5.0	6.8	0.9	0.9	3.8	5.3	5.1	3.6
India	21.0	(31.2)	11.6	16.9	1.3	1.3	10.8	13.0	6.3	3.3
USA	na	(40.5)	4.2	7.0	1.8	1.6	3.2	4.7	2.2	2.7
Thailand	303.0	(42.2)	4.3	7.3	1.0	1.0	3.9	6.0	8.4	5.4
<b>Average</b>	<b>104.9</b>	<b>(29.9)</b>	<b>6.1</b>	<b>8.7</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>5.0</b>	<b>6.4</b>	<b>6.5</b>	<b>4.9</b>

Sources: Bloomberg Consensus

Note: \* Thanachart estimate – using normalized EPS

BUY (Unchanged)

TP: Bt 37.00

(From: Bt 39.00)

Change in Numbers

Upside : 16.5%

30 NOVEMBER 2022

# Bangchak Corporation Pcl (BCPTB)

## เติบโตต่อเนื่อง

เรายังคงแนะนำ ชื่อ BCP แต่ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 37 บาท เนื่องจากเราคาดว่า capex จะสูงขึ้น เรามองว่ากำไรของ BCP จะยังคงแข็งแกร่งในปี 2023F โดยได้แรงหนุนจาก GRM ที่สูง การเติบโตของ E&P และธุรกิจสถานีบริการน้ำมันที่เติบโต BCP ชื่อขายที่ระดับที่น่าสนใจที่ 2023F P/BV ที่ 0.6 เท่า เทียบกับ ROE ที่ 10% และอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 3.8%



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" BCP แม้จะปรับราคาเป้าหมายปีฐาน 2023F ลงเป็น 37 บาท จาก 39 บาท เราคาดว่าแนวโน้มกำไรของบริษัทฯ จะยังคงแข็งแกร่งในทุกธุรกิจหลัก (โรงกลั่น สารวจและผลิต และสถานีบริการน้ำมัน) เรามองว่าโรงกลั่นได้ประโยชน์จากอัตรากำไรของ middle-distillate ที่แข็งแกร่ง ขณะที่ธุรกิจ E&P และธุรกิจสถานีบริการน้ำมันมีแนวโน้มที่จะมีปริมาณขายเติบโตสูงขึ้นต่อเนื่อง การมองว่า BCP มีมูลค่าที่น่าสนใจที่ 0.6 เท่า P/BV เทียบกับ ROE ที่ 22.3% ในปี 2022F และ 9.9% ในปี 2023F BCP ชื่อขายที่ 2022F PE ที่ 3.3 เท่า และ 6.5 เท่า ในปี 2023F

### โรงกลั่นยังคงมีแนวโน้มแข็งแกร่ง

เราปรับ market GRM ของ BCP ขึ้นโดยเฉลี่ย 14% เป็น US\$13.5/8.2/7.3 ในปี 2022-24F คาดการณ์ GRM ที่สูงขึ้นเป็นเพราะเรารวมผลผลิต unconverted oil (UCO) ที่สูงขึ้น ซึ่งอัตรากำไรสูงกว่าดีเซลผลิตภัณฑ์นี้เป็นผลิตภัณฑ์เฉพาะซึ่งส่วนใหญ่ถูกใช้เป็นตัวเติมในการผลิตน้ำมันเครื่องบินสำหรับเครื่องบิน ซึ่งคิดเป็น 11% ของอัตราผลตอบแทนโรงกลั่นของ BCP ใน 9M22 เพิ่มขึ้นจาก 9% ในปี 2021 นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังมีแนวโน้มที่จะได้ประโยชน์จากอัตรากำไรของ middle-distillate ที่แข็งแกร่งขึ้น ด้วยมี middle-distillate ในสัดส่วน 58% เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 52% BCP กล่าวว่าบริษัทฯ มีโอกาสที่จะเพิ่ม middle-distillate ได้อีก 5%

### ปริมาณขายของธุรกิจ E&P เติบโต

BCP เป็นหนึ่งในไม่กี่บริษัทในประเทศไทยที่ดำเนินงานธุรกิจ E&P บริษัทฯ ถือหุ้น 45.7% ใน OKEA ซึ่งเป็นบริษัทสำรวจและผลิตปิโตรเลียมของนอร์เวย์ ซึ่งน่าจะทำให้ BCP ได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันและก๊าซในยุโรปที่อยู่ในระดับสูง ธุรกิจคิดเป็น 7% ของกำไรของ BCP ใน 3Q22 OKEA ได้เข้าซื้อหุ้น 35.2% ใน Brage Unit, 6.4615% ใน Ivar Aasen Unit และ 6% ใน Nova field จาก Wintershall ซึ่งน่าจะเพิ่มปริมาณขายได้ถึง 40% ในปี 2023F

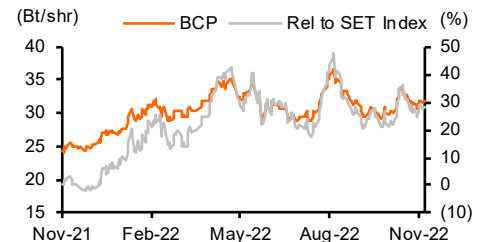
### สถานีบริการน้ำมันมีกำไรที่เติบโต

เราคาดว่า EBITDA ของสถานีบริการน้ำมันของ BCP จะเติบโตอย่างต่อเนื่องในปี 2023F แม้ว่าปีฐานสูงในปี 2022F เราคาดว่า EBITDA จะเพิ่มขึ้น 3% หลังจากเติบโต 20% ในปี 2022F โดยได้แรงหนุนจากการเติบโตของปริมาณขาย และการฟื้นตัวของค่าการตลาด ราคา น้ำมันที่ต่ำลงยังช่วยหนุนการเติบโตของอุปสงค์ในปี 2023F อีกด้วย

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	199,417	249,634	278,249	250,860
Net profit	7,624	14,769	6,741	4,877
Consensus NP	—	14,496	7,645	6,414
Diff frm cons (%)	—	1.9	(11.8)	(24.0)
Norm profit	4,592	13,279	6,741	5,372
Prev. Norm profit	—	9,937	6,474	5,282
Chg frm prev (%)	—	33.6	4.1	1.7
Norm EPS (Bt)	3.3	9.6	4.9	3.9
Norm EPS grw (%)	na	189.2	(49.2)	(20.3)
Norm PE (x)	9.5	3.3	6.5	8.1
EV/EBITDA (x)	4.3	2.6	3.9	4.5
P/BV (x)	0.8	0.7	0.6	0.6
Div yield (%)	6.3	5.7	3.8	3.8
ROE (%)	9.2	22.3	9.9	7.5
Net D/E (%)	68.5	75.8	98.9	86.6

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Nov-22 (Bt)	31.75
Market Cap (US\$ m)	1,235.6
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	64.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	5.8
12M Price H/L (Bt)	36.75/24.20
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.40%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P16

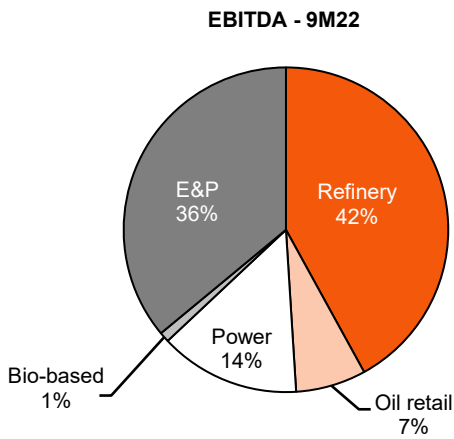
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์

ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

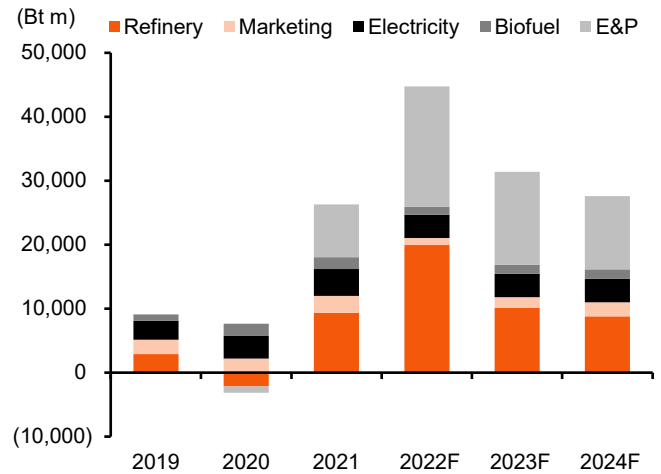


**Ex 1: EBITDA Breakdown**



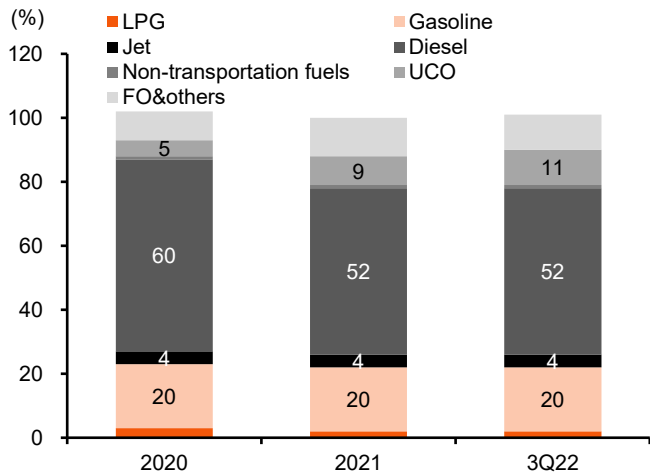
Sources: Company data

**Ex 2: EBITDA Forecasts**



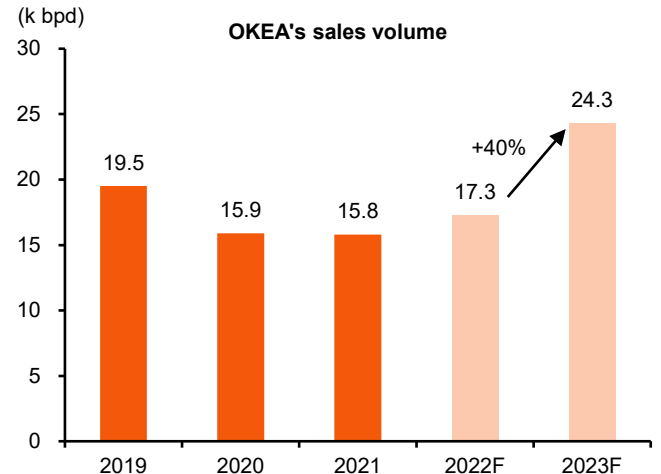
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: BCP's Refinery Yield Has Improved**



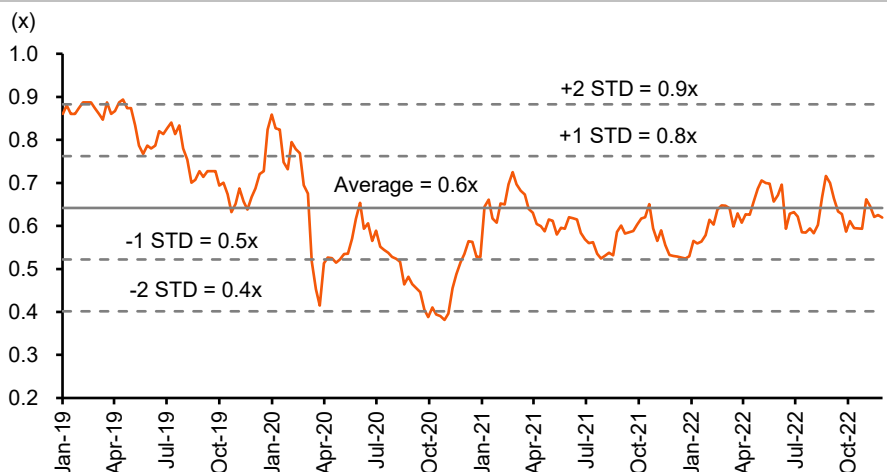
Sources: Company data

**Ex 4: E&P Volume Growth**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: BCP's P/BV**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 6: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
New	1,138.2	(4,450.2)	4,591.7	13,279	6,741	5,372
Old				9,937	6,474	5,282
Change (%)				33.6	4.1	1.7
<b>Net profit (Bt m)</b>						
New	1,731.6	(6,967.1)	7,623.8	14,769	6,741	4,877
Old				9,314	5,459	5,084
Change (%)				58.6	23.5	(4.1)
<b>Market GRM (USD/bbl)</b>						
New	5.4	3.2	4.2	13.7	8.2	7.3
Old				11.8	7.1	6.2
Change (%)				16.8	14.6	18.8
<b>Refinery utilization (%)</b>						
New	93.8	81.0	72.8	93.0	95.0	85.0
Old				93.0	95.0	85.0
Change (%)				-	-	-
<b>E&amp;P EBITDA (Bt m)</b>						
New	(36)	(1,004)	8,251	18,797	18,382	14,512
Old				18,049	14,120	12,290
Change (%)				4.1	30.2	18.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 7: 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	34,670	28,568	25,776	26,047	25,328	25,976	26,105	25,692	26,378	26,523	26,673	
Free cash flow *	(23,636)	11,255	9,073	10,269	11,429	8,727	10,541	11,982	9,307	11,196	11,444	203,002
PV of free cash flow *	(22,125)	9,858	7,345	7,747	8,035	5,717	6,436	6,818	4,753	5,305	5,033	89,275
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	6.9											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	134,197											
Net debt (2022F)	64,461											
Minority interest	19,394											
Equity value	50,342											
# of shares (m)	1,377											
Equity value/share (Bt)	37											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: \*Excluding solar farm cash flows; our TP is rounded up

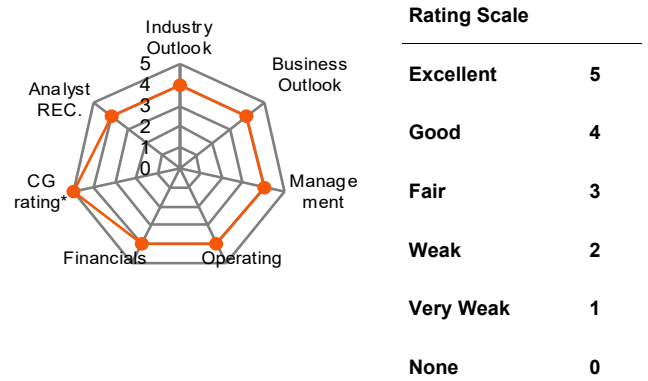
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- ความสอดคล้องในธุรกิจการกลั่น และธุรกิจการค้าน้ำมัน ส่งผลใน BCP มีส่วนต่างกำไรสูงสุดในผลผลิตจากการกลั่น
- การเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบภายในประเทศซึ่งมีคุณภาพสูง และราคาต้นทุนต่ำช่วยให้มีค่าการกลั่นสูงกว่าในกลุ่ม

## O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด

## W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่น
- การลงทุนในปริมาณมากในธุรกิจใหม่ยังไม่ก่อเกิดผลกำไร
- มีโอกาสจำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น ภายใต้ข้อจำกัดของปริมาณพื้นที่ และที่ดินที่วางอยู่

## T — Threat

- การแทรกแซงจากภาครัฐต่อส่วนต่างการตลาดในธุรกิจสถานีน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	38.26	37.00	-3%
Net profit 22F (Bt m)	14,496	14,769	2%
Net profit 23F (Bt m)	7,645	6,741	-12%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 4	SELL: 0

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไร 2022F ของเราใกล้เคียงกับของ consensus เนื่องจากเราให้สมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์ต่ำลง
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของ consensus เล็กน้อย เนื่องจากเราสมมติให้ราคาน้ำมันดิบในระยะยาวต่ำลง

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

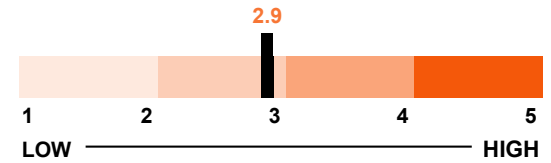
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าที่เราคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา
- ผลกำไรจากการลงทุนใหม่ที่ต่ำกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการกำไร และราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

บมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP) เป็นบริษัทที่ดำเนินธุรกิจการกลั่นที่มีเครือข่ายสถานีบริการค้ำปลีกทั่วประเทศ เราให้คะแนน ESG สำหรับ BCP ที่ 2.92 ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจที่ 2.9 เนื่องจากความเข้มของพลังงานที่ลดลง และเป้าหมายที่ชัดเจนยิ่งขึ้น และมีความคิดริเริ่มในการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอน

## Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BCP	YES	YES	-	AA	53.67	82.31	84.61	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

## Factors

## Our Comments

## ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ในปี 2021 BCP ปล่อย 1.06 ล้านตัน CO2 เทียบเท่า เพิ่มขึ้น 10% จากปี 2018 เราเชื่อว่าเป็นเพราะการขยายธุรกิจตั้งแต่ปี 2018 อย่างไรก็ตาม ความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซอยู่ที่ 120 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มพลังงานไทยที่ 280 กก./BOE การปล่อยคาร์บอนส่วนใหญ่มาจากธุรกิจโรงกลั่น ซึ่งคิดเป็น 99% ของการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG)
- กลยุทธ์หลักของบริษัทฯ ในการลดการปล่อยคาร์บอนคือการนำเสนอนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมทั้งการปรับปรุงประสิทธิภาพของโรงงานและการส่งเสริมเศรษฐกิจหมุนเวียน BCP จัดการของเสียด้วยกลยุทธ์ 3Rs (Reduce, Reuse & Recycle)
- BCP มีเป้าหมายในการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 และเป็นองค์กรที่มีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030

## ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- ระบบการบริหารจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของกลุ่ม BCP เป็นไปตามมาตรฐาน ISO บริษัทฯ ไม่มีกรณีร้ายแรงและสารเคมีรั่วไหลอย่างมีนัยสำคัญ และไม่มีกรณีบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTI) ในปี 2021
- BCP กล่าวไว้ว่าบริษัทฯ พยายามที่จะพัฒนาพนักงานและความสุขของพนักงาน ในปี 2021 พนักงานได้รับการฝึกอบรมโดยเฉลี่ย 27.99 ชั่วโมง และคะแนนการมีส่วนร่วมและผูกพันของบุคลากรอยู่ที่ 70%
- บริษัทฯ ยังพยายามทำให้เกิดความผาสุกของชุมชนโดยรอบ พนักงานของ BCP ใช้เวลา 1,762 ชั่วโมง เป็นจิตอาสาการเก็บขวดน้ำพลาสติก ผ่านโครงการ "รัก ปัน สุข"

## ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ

## (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- BCP มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสมในมุมมองของเรา มีกรรมการอิสระ 10 คน จากคณะกรรมการ 15 คน และประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ
- ประวัติการทำ M&A ได้สร้างความกังวลในอดีต ด้วยการลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก เช่น ธุรกิจลิเียมและ E&P BCP ได้เห็นการต่อยอดอย่างมากในทรัพย์สิน E&P อย่างไรก็ตาม สถานการณ์นี้ดีขึ้นแล้ว โดยบริษัทฯ ให้ความสำคัญกับธุรกิจหลักมากขึ้น
- งบดุลแข็งแกร่งขึ้น และมีความชัดเจนในเรื่อง debt covenants หลังการเพิ่มทุน และการเสนอขายหุ้น IPO ของบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าและเชื้อเพลิงชีวภาพ อย่างไรก็ตาม BCP มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Sales	136,450	199,417	249,634	278,249	250,860
Cost of sales	132,122	179,179	208,998	243,761	223,095
<b>Gross profit</b>	<b>4,328</b>	<b>20,238</b>	<b>40,636</b>	<b>34,488</b>	<b>27,765</b>
% gross margin	3.2%	10.1%	16.3%	12.4%	11.1%
Selling & administration expenses	7,141	7,153	7,370	8,215	7,406
<b>Operating profit</b>	<b>(2,813)</b>	<b>13,085</b>	<b>33,266</b>	<b>26,273</b>	<b>20,359</b>
% operating margin	-2.1%	6.6%	13.3%	9.4%	8.1%
Depreciation & amortization	6,821	8,075	7,920	8,397	8,210
<b>EBITDA</b>	<b>4,008</b>	<b>21,159</b>	<b>41,186</b>	<b>34,670</b>	<b>28,568</b>
% EBITDA margin	2.9%	10.6%	16.5%	12.5%	11.4%
Non-operating income	533	(512)	1,026	1,026	1,026
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,969)	(2,540)	(2,735)	(3,724)	(3,466)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(4,250)</b>	<b>10,034</b>	<b>31,557</b>	<b>23,575</b>	<b>17,919</b>
Income tax	(1,589)	4,263	15,222	14,890	11,231
<b>After-tax profit</b>	<b>(2,661)</b>	<b>5,771</b>	<b>16,335</b>	<b>8,685</b>	<b>6,688</b>
% net margin	-2.0%	2.9%	6.5%	3.1%	2.7%
Shares in affiliates' Earnings	(592)	1,042	246	246	246
Minority interests	(1,197)	(2,221)	(3,302)	(2,189)	(1,561)
Extraordinary items	(2,517)	3,032	1,490	0	(495)
<b>NET PROFIT</b>	<b>(6,967)</b>	<b>7,624</b>	<b>14,769</b>	<b>6,741</b>	<b>4,877</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(4,450)</b>	<b>4,592</b>	<b>13,279</b>	<b>6,741</b>	<b>5,372</b>
EPS (Bt)	(5.1)	5.5	10.7	4.9	3.5
Normalized EPS (Bt)	(3.2)	3.3	9.6	4.9	3.9

*Likely to report a profit decline in 2023F due to the absence of stock gains*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	47,296	69,372	64,165	70,343	65,731
Cash & cash equivalent	21,676	32,829	20,000	20,000	20,000
Account receivables	6,402	15,234	19,070	21,256	19,163
Inventories	16,162	18,497	21,575	25,164	23,030
Others	3,055	2,812	3,520	3,924	3,538
Investments & loans	15,586	14,070	14,070	14,070	14,070
Net fixed assets	54,567	69,233	83,813	115,416	115,207
Other assets	30,874	49,110	71,347	74,775	71,493
<b>Total assets</b>	<b>148,323</b>	<b>201,785</b>	<b>233,395</b>	<b>274,604</b>	<b>266,501</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	25,502	34,105	37,846	46,646	42,705
Account payables	12,277	15,651	18,255	21,292	19,487
Bank overdraft & ST loans	3,975	1,257	4,223	5,542	5,186
Current LT debt	5,174	9,464	8,024	10,530	9,854
Others current liabilities	4,076	7,734	7,344	9,282	8,179
<b>Total LT debt</b>	<b>54,095</b>	<b>69,787</b>	<b>72,215</b>	<b>94,772</b>	<b>88,683</b>
Others LT liabilities	10,409	28,334	38,320	41,307	38,448
<b>Total liabilities</b>	<b>90,006</b>	<b>132,226</b>	<b>148,381</b>	<b>182,725</b>	<b>169,836</b>
Minority interest	11,950	16,092	19,394	21,583	23,144
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
<b>Retained earnings</b>	<b>23,100</b>	<b>28,863</b>	<b>41,016</b>	<b>45,692</b>	<b>48,917</b>
Shareholders' equity	46,366	53,467	65,620	70,296	73,521
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>148,323</b>	<b>201,785</b>	<b>233,395</b>	<b>274,604</b>	<b>266,501</b>

*BCP's investments are mainly in its subsidiary, BCPG*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(4,250)	10,034	31,557	23,575	17,919
Tax paid	1,589	(4,263)	(15,222)	(14,890)	(11,231)
Depreciation & amortization	6,821	8,075	7,920	8,397	8,210
Chg In working capital	1,139	(7,793)	(4,310)	(2,738)	2,421
Chg In other CA & CL / minorities	6,732	8,341	(852)	1,780	(471)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>12,032</b>	<b>14,394</b>	<b>19,093</b>	<b>16,124</b>	<b>16,847</b>
Capex	(8,804)	(22,741)	(22,500)	(40,000)	(8,000)
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	(10,405)	(442)	(72)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(15,773)</b>	<b>(20,231)</b>	<b>(32,905)</b>	<b>(40,442)</b>	<b>(8,072)</b>
Debt financing	15,935	17,513	3,598	26,384	(7,122)
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
<b>Cash flow from financing</b>	<b>17,854</b>	<b>16,991</b>	<b>982</b>	<b>24,318</b>	<b>(8,775)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>3,227</b>	<b>(8,347)</b>	<b>(3,407)</b>	<b>(23,876)</b>	<b>8,847</b>

*We project negative FCF in 2022-23F due to power subsidiary capex*

## VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	9.5	3.3	6.5	8.1
Normalized PE - at target price (x)	na	11.1	3.8	7.6	9.5
PE (x)	na	5.7	3.0	6.5	9.0
PE - at target price (x)	na	6.7	3.4	7.6	10.4
EV/EBITDA (x)	21.3	4.3	2.6	3.9	4.5
EV/EBITDA - at target price (x)	23.1	4.7	2.8	4.1	4.7
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
P/BV - at target price (x)	1.1	1.0	0.8	0.7	0.7
P/CFO (x)	3.6	3.0	2.3	2.7	2.6
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	4.4	6.3	5.7	3.8	3.8
FCF Yield (%)	7.4	(19.1)	(7.8)	(54.6)	20.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(3.2)	3.3	9.6	4.9	3.9
EPS	(5.1)	5.5	10.7	4.9	3.5
DPS	1.4	2.0	1.8	1.2	1.2
BV/share	33.7	38.8	47.7	51.1	53.4
CFO/share	8.7	10.5	13.9	11.7	12.2
FCF/share	2.3	(6.1)	(2.5)	(17.3)	6.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

*BCP looks inexpensive on a P/BV basis.*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(28.4)	46.1	25.2	11.5	(9.8)
Net profit (%)	na	na	93.7	(54.4)	(27.6)
EPS (%)	na	na	93.7	(54.4)	(27.6)
Normalized profit (%)	na	na	189.2	(49.2)	(20.3)
Normalized EPS (%)	na	na	189.2	(49.2)	(20.3)
Dividend payout ratio (%)	(27.7)	36.1	16.8	24.5	33.9
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	3.2	10.1	16.3	12.4	11.1
Operating margin (%)	(2.1)	6.6	13.3	9.4	8.1
EBITDA margin (%)	2.9	10.6	16.5	12.5	11.4
Net margin (%)	(2.0)	2.9	6.5	3.1	2.7
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.2	1.0	1.2	1.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.8	1.0	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.2	12.2	7.1	5.9
Interest coverage - EBITDA (x)	2.0	8.3	15.1	9.3	8.2
ROA - using norm profit (%)	na	2.6	6.1	2.7	2.0
ROE - using norm profit (%)	na	9.2	22.3	9.9	7.5
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	11.6	27.4	12.8	9.3
- asset turnover (x)	1.0	1.1	1.1	1.1	0.9
- operating margin (%)	na	6.3	13.7	9.8	8.5
- leverage (x)	2.8	3.5	3.7	3.7	3.8
- interest burden (%)	186.4	79.8	92.0	86.4	83.8
- tax burden (%)	na	57.5	51.8	36.8	37.3
WACC (%)	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
ROIC (%)	(3.1)	8.6	17.0	7.4	4.7
NOPAT (Bt m)	(2,813)	7,525	17,220	9,678	7,598
invested capital (Bt m)	87,934	101,145	130,081	161,141	157,243

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect D/E to remain elevated*

**BUY** (Unchanged)

**TP: Bt 16.00** (From: Bt 18.00)

Change in Numbers

Upside : 30.1%

**30 NOVEMBER 2022**

# Esso (Thailand) Pcl (ESSO TB)

## มีปัจจัยหนุนของตัวเอง

นอกจาก TOP แล้ว ESSO เป็นอีกหนึ่งหุ้น Top Pick ในกลุ่มโรงกลั่นไทยของเรา ขณะที่เราคาดว่า ESSO จะได้ประโยชน์จากตลาดโรงกลั่นทั่วโลกที่ดิ่งตัว แต่เราชอบเรื่องราวของตัวเองบริษัทเองในเรื่องการขยายกำลังการผลิต และธุรกิจสถานีบริการน้ำมันที่เติบโต ESSO ยังให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่สูงอีกด้วย



**YUPAPAN POLPORNPRASERT**

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### เป็นหุ้น Top Pick ของเราอีกด้วย

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน – “ตลาดโรงกลั่นดิ่งตัว” วันที่ 30 พ.ย. 2022 เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ESSO และเป็นหุ้น Top Pick ของเราในกลุ่มโรงกลั่น นอกจาก บมจ. ไทยออยล์ (TOP, “ซื้อ”) เราชอบ ESSO ที่ไม่เพียงแต่ได้ประโยชน์จากตลาดโรงกลั่นที่ดิ่งตัวทั่วโลกเท่านั้น แต่ยังมีปัจจัยผลักดันการเติบโตของตัวเองด้วย ESSO มีผลผลิต middle distillate ที่มีอัตรากำไรสูงในสัดส่วนสูงถึง 52% การเปลี่ยน PX storage เป็น oil storage ในต้นปี 2023 น่าจะส่งผลให้ ESSO ใช้กำลังการผลิต 175kbd ที่อัตราการใช้กำลังการกลั่นสูงขึ้น นอกจากนี้ ESSO ยังมีเรื่องราวการเติบโตจากธุรกิจสถานีบริการน้ำมัน และสุดท้าย ESSO เป็นหุ้นที่ให้อัตราผลตอบแทนปันผลสูงที่ 12.1/6.2% ในปี 2022-23F บริษัทฯ จ่ายปันผลต่อหุ้นที่ 0.5 บาท สำหรับผลการดำเนินงาน 1H22 และเราคาดว่า จะจ่ายที่เหลือ 1.0 บาท (yield 8%) สำหรับผลการดำเนินงาน 2H22F

### ยังคงมี GRM สูง แม้จะถูกปรับลง

เราปรับสมมติฐาน GRM ของ ESSO ลงเฉลี่ย 9% เป็น US\$12.0/7.3/7.0/bbl ในปี 2022-24F โดยมีสาเหตุหลักมาจากสมมติฐานอัตรากำไรของแก๊สโซลีน และน้ำมันเตาที่มีกำมะถันสูง (HSFO) ที่ลดลง ซึ่งหักล้างสมมติฐานสเปรดน้ำมันดีเซลที่สูงขึ้น แม้จะมีการปรับลดลง แต่ GRM ของ ESSO ยังคงอยู่ในระดับสูงเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนช่วงโควิดที่ US\$3.9/bbl ด้วยคาดการณ์กำไรที่ลดลง ราคาเป้าหมายจึงถูกปรับลงเหลือ 16 บาท จาก 18 บาท

### กำลังการผลิตสูงขึ้นในปี 2023F

ESSO กำลังเปลี่ยน PX storage เป็น oil storage และโครงการน่าจะแล้วเสร็จในต้นปีหน้า ซึ่งจะช่วยให้บริษัทฯ สามารถดำเนินการหน่วยโรงกลั่นในอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้น เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นที่มีโอกาสจำกัดที่จะเพิ่มอัตราการใช้กำลังการกลั่นไปอีก เราคาดว่าอัตราการใช้กำลังการกลั่นของ ESSO จะเพิ่มขึ้นเป็น 77/84% ในปี 2022-23F เทียบกับ 71% ในปี 2021

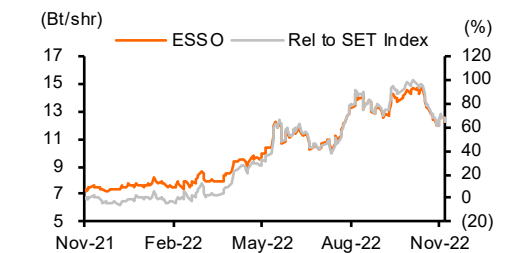
### การขยายธุรกิจสถานีบริการน้ำมัน

เราคาดว่าธุรกิจโรงกลั่นจะคิดเป็น 75% ของ EBITDA ของ ESSO และ สถานีบริการน้ำมันเป็น 25% ในปี 2023F ESSO มีเรื่องราวการเติบโตของธุรกิจสถานีบริการน้ำมัน ESSO ทำสัญญากับ SUSCO ในปี 2020 เพื่อบริหารและรีแบรนด์สถานี SUSCO กว่า 80 แห่ง เป็นสถานี ESSO ณ 3Q22 สถานี 68 แห่ง ของ SUSCO ได้เปลี่ยนเป็นแบรนด์ ESSO บริษัทฯ แจ้งว่ากำลังเจรจาเปลี่ยนสถานีบริการเพิ่มเติม ด้วยเหตุนี้ ส่วนแบ่งตลาดค้าปลีกน้ำมันของ ESSO จึงเพิ่มขึ้นเป็น 14% ใน 3Q22 จาก 9.5% ในปี 2021

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	172,878	169,762	169,343	165,990
Net profit	4,443	11,687	5,242	4,934
Consensus NP	—	16,206	6,376	6,359
Diff frm cons (%)	—	(27.9)	(17.8)	(22.4)
Norm profit	(1,704)	9,927	6,252	5,760
Prev. Norm profit	—	10,648	7,339	6,508
Chg frm prev (%)	—	(6.8)	(14.8)	(11.5)
Norm EPS (Bt)	(0.5)	2.9	1.8	1.7
Norm EPS grw (%)	na	na	(37.0)	(7.9)
Norm PE (x)	na	4.3	6.8	7.4
EV/EBITDA (x)	32.0	3.8	5.5	5.4
P/BV (x)	2.2	1.5	1.4	1.3
Div yield (%)	0.0	12.2	6.2	5.8
ROE (%)	na	41.8	21.6	18.7
Net D/E (%)	146.7	56.8	45.6	29.7

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Nov-22 (Bt)	12.30
Market Cap (US\$ m)	1,203.1
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	34.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.1
12M Price H/L (Bt)	14.70/7.20
Sector	Energy
Major Shareholder	ExxonMobil Int'l 65.99%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

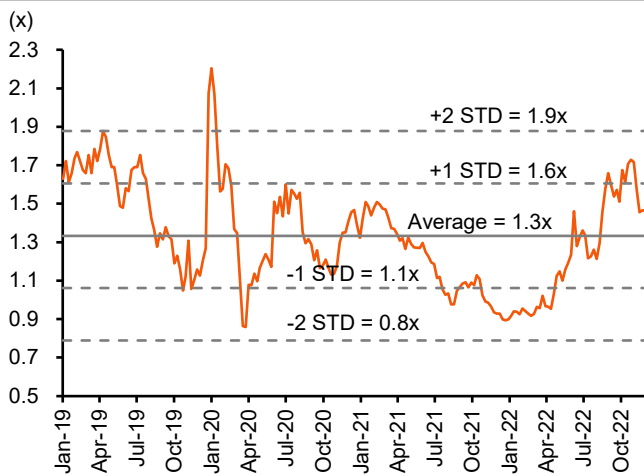
ESG Summary Report ..... P24

### กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

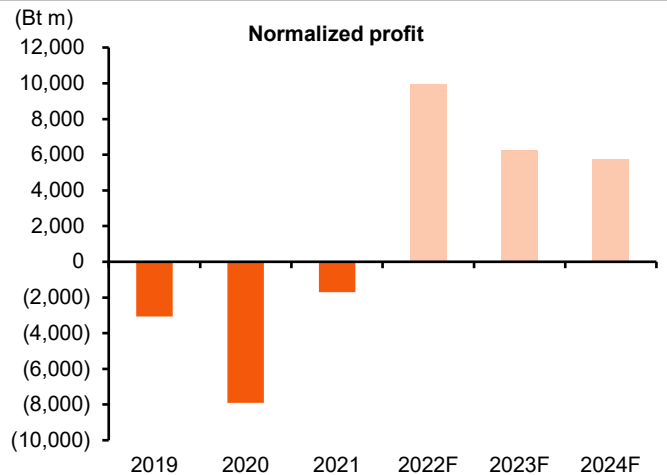


**Ex 1: ESSO's P/BV At Bottom Of Historical Range...**



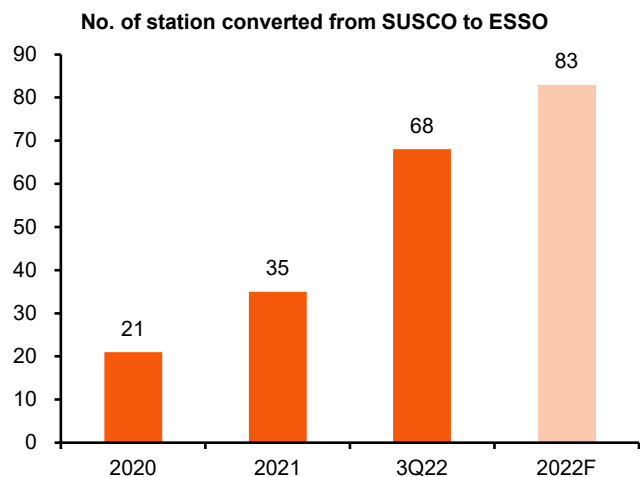
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 2: ...But Profit At High End Of Historical Range**



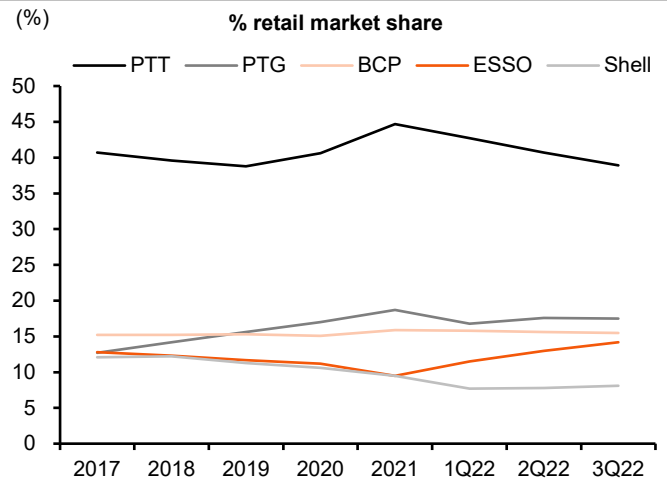
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: More Aggressive Expansion in 2022F**



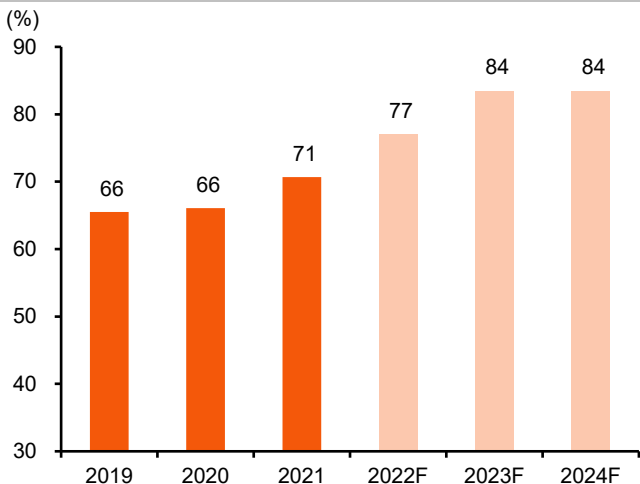
Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 4: ESSO's Is Gaining More Retail Market Share**



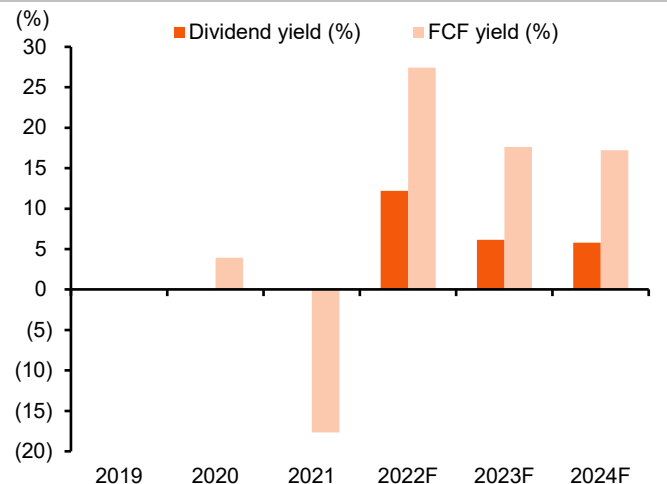
Source: DOEB

**Ex 5: ESSO's Utilization Rate**



Sources: Company data; Thanachart estimates

**Ex 6: FCF Yield Vs. Dividend Yield**



Sources: Company data; Thanachart estimates

## Ex 7: Earning Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>ESSO's market GRM (USD/bbl)</b>						
New	2.2	1.3	3.7	10.7	7.3	7.0
Old				12.0	8.0	7.4
Change (%)				(11.2)	(9.3)	(4.7)
<b>Refinery utilization (%)</b>						
New	65.5	66.1	70.7	77.0	83.5	83.5
Old				77.0	83.5	83.5
Change (%)				0.0	0.0	0.0
<b>Petrol station volume growth (%)</b>						
New	(3.7)	(2.3)	4.2	13.0	6.0	4.0
Old				13.0	6.0	4.0
Change (ppt)				0.0	0.0	0.0
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
New	(3,066)	(7,911)	(1,704)	9,927	6,252	5,760
Old				10,648	7,339	6,508
Change (%)				(6.8)	(14.8)	(11.5)
<b>Net profit (Bt m)</b>						
New	(3,066)	(7,911)	4,443	11,687	5,242	4,934
Old				17,297	5,845	5,808
Change (%)				(32.4)	(10.3)	(15.0)

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 8: 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	10,247	9,714	6,686	7,990	7,553	7,620	7,688	7,755	7,822	7,890	7,957	
Free cash flow	6,892	7,198	4,192	5,405	4,928	5,037	5,105	5,173	5,241	5,309	5,377	81,793
PV of free cash flow	6,395	6,195	3,305	3,936	3,315	3,130	2,930	2,743	2,472	2,303	2,146	32,642
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	7.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	71,512											
Net debt (2022F)	16,084											
Minority interest	8											
Equity value	55,419											
# of shares (m)	3,461											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>16.0</b>											

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 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

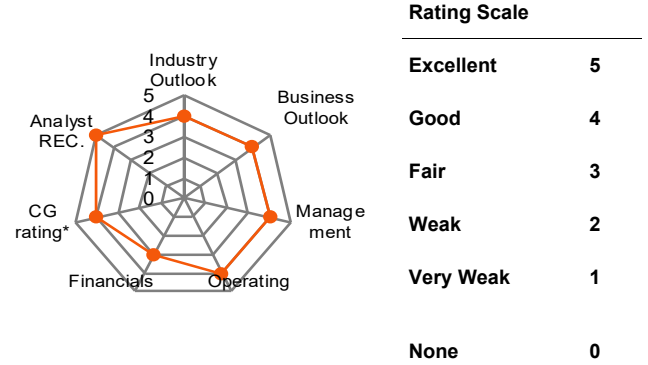
## S — Strength

- ข้อได้เปรียบด้านการถ่ายโอนเทคโนโลยีการจัดการน้ำมันดิบจาก Exxon ซึ่งเป็นบริษัทแม่
- 

## O — Opportunity

- มีการเติบโตได้ตามอุตสาหกรรม แต่เป็นการเติบโตแบบจำกัดในมุมมองของเรา

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- นโยบายของบริษัทแม่ที่เฉื่อยชาจำกัดโอกาสในการเติบโต
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่สูงกว่าของคู่แข่ง
- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายต่ำกว่าราคาขายส่งผ่านทาง การควบคุม marketing margin

## T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ความเสี่ยงด้านกฎหมาย เนื่องจากมีความกังวลในเรื่องโลกร้อนมากขึ้น

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	14.46	16.00	11%
Net profit 22F (Bt m)	16,206	11,687	-28%
Net profit 23F (Bt m)	6,376	5,242	-18%
Consensus REC	BUY: 2	HOLD: 4	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการ EPS ปี 2023F ของเรต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรารวมขาดทุนจากสต็อก
- ราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด เราเชื่อว่าเป็นเพราะเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มโรงกลั่น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

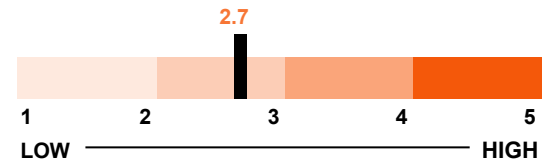
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ ESSO และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

บริษัท เอสโซ่ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (ESSO) เป็นบริษัทโรงกลั่นน้ำมันขนาดกลางของไทยที่มีกำลังการผลิต 174k b/d เราให้คะแนน ESG สำหรับ ESSO ที่ 2.7 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดของหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ เรามองว่ากลยุทธ์พลังงานสีเขียวของ ESSO ยังคงล้ำหลังคู่แข่ง เราไม่เชื่อว่า ESSO มีความตั้งใจแน่วแน่ในการลงทุนใหม่ที่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมากในประเทศไทย

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
ESSO	-	-	-	-	51.43	37.08	11.20	-	4.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "term of use" toward the back of this report.

Factors Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ESSO เป็นโรงกลั่นไทยที่มีระดับความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซคาร์บอนต่ำที่สุดเป็นอันดับสองในกลุ่มฯ ที่ 161 kg./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 280 kg./BOE อย่างไรก็ตาม เรายังคงให้คะแนน ESG ต่ำสุดที่ 2.7 เนื่องจากล้ำหลังกว่าคู่แข่งในการกำหนดเป้าหมายและแผนที่ชัดเจนต่อประเด็น ESG
- ESSO ปล่อย CO2 เทียบเท่า 1 ล้านตันในปี 2021 ซึ่งเป็นการปล่อยคาร์บอนลดลง 5% จากระดับปี 2020 ด้วยเงินลงทุนประมาณ 17 ลบ.
- ตั้งแต่ปี 2021, 93% ของน้ำทิ้งจากโรงกลั่นได้ถูกส่งไปเพื่อนำกลับมาใช้ใหม่ภายนอก
- ESSO ไม่มีเป้าหมายที่เป็นรูปธรรมในการลดการปล่อยคาร์บอน อย่างไรก็ตามบริษัทฯ ได้สนับสนุนเป้าหมายของบริษัทแม่ ExxonMobil ในการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 เราเชื่อว่าจุดที่บริษัทฯ ให้ความสำคัญคือการเพิ่มประสิทธิภาพพลังงานสำหรับการดำเนินงานที่มีอยู่ และไม่จำเป็นต้องลงทุนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมขนาดใหญ่เว้นแต่ไทยจะมีนโยบายเกี่ยวกับการกำหนดราคาคาร์บอนที่ชัดเจนขึ้น

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- ESSO มีมาตรฐานด้านความปลอดภัยในการปฏิบัติงานที่สูง และบรรลุเป้าหมายด้านความปลอดภัยหลายประการในปี 2021 และในปี 2021 ไม่มีเหตุการณ์การบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน และไม่มีรายงานการรั่วไหลในปี 2021 ทั้งโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์ไม่มีรายงานการรั่วไหลใดๆ เป็นเวลา 14 ปี ในขณะที่ไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานเป็นเวลา 10 ปี สำหรับพนักงานและผู้รับเหมา
- ในปี 2021 ESSO ได้จัดการฝึกอบรมและพัฒนาทักษะให้กับพนักงาน ด้วยหลักสูตรการฝึกอบรมระดับโลกที่ได้รับการพิสูจน์แล้ว จำนวนชั่วโมงการฝึกอบรมพนักงานเพิ่มขึ้น 81% นอกจากนี้ยังมีการตรวจสอบภาพประจำปี และวัคซีนป้องกันไข้หวัดใหญ่สำหรับพนักงานอีกด้วย
- ESSO ได้รับรางวัลองค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่นระดับแพลทินัมจากหอการค้าอเมริกันในประเทศไทยติดต่อกันเป็นเวลา 12 ปี

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- เรามองว่า ESSO มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม มีกรรมการอิสระ 5 คน จากทั้งหมด 13 คน และมีกรรมการหญิง 3 คน
- ESSO ขึ้นอยู่กับ ExxonMobil Corporation ในหลายพื้นที่ รวมถึงการจัดซื้อน้ำมันดิบ เทคโนโลยี และเครือข่ายการขายทั่วโลก อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ดำเนินการอย่างอิสระและผลิตภัณฑ์ที่ซื้อขึ้นอยู่กับราคาตลาด
- เราเห็นโอกาสในการปรับปรุงในแง่ของการเปิดเผยข้อมูล เมื่อเทียบกับบริษัทคู่แข่งในกลุ่มโรงกลั่น เรามองว่า ESSO มีการเปิดเผยข้อมูลต่ำที่สุด
- มีความผันผวนของกำไรอยู่ในระดับสูงตามลักษณะของธุรกิจที่ต้องเผชิญกับความผันผวนของราคาน้ำมัน และค่าการกลั่น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ต่ำ และข้อกำหนดด้านเงินลงทุนที่จำกัดส่วนใหญ่สำหรับธุรกิจสถานีบริการน้ำมันและการซ่อมบำรุงโรงกลั่น

Sources: Thanachart, Company data

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Sales	126,672	172,878	169,762	169,343	165,990
Cost of sales	131,408	168,408	152,082	157,052	154,397
<b>Gross profit</b>	<b>(4,736)</b>	<b>4,471</b>	<b>17,681</b>	<b>12,291</b>	<b>11,592</b>
% gross margin	-3.7%	2.6%	10.4%	7.3%	7.0%
Selling & administration expenses	5,217	5,068	4,976	4,964	4,866
<b>Operating profit</b>	<b>(9,953)</b>	<b>(597)</b>	<b>12,704</b>	<b>7,327</b>	<b>6,727</b>
% operating margin	-7.9%	-0.3%	7.5%	4.3%	4.1%
Depreciation & amortization	2,568	2,808	2,853	2,920	2,987
<b>EBITDA</b>	<b>(7,385)</b>	<b>2,210</b>	<b>15,557</b>	<b>10,247</b>	<b>9,714</b>
% EBITDA margin	-5.8%	1.3%	9.2%	6.1%	5.9%
Non-operating income	70	29	70	71	71
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(360)	(311)	(308)	(219)	(186)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(10,243)</b>	<b>(879)</b>	<b>12,465</b>	<b>7,179</b>	<b>6,611</b>
Income tax	(2,048)	1,051	2,922	1,311	1,234
<b>After-tax profit</b>	<b>(8,195)</b>	<b>(1,930)</b>	<b>9,544</b>	<b>5,869</b>	<b>5,378</b>
% net margin	-6.5%	-1.1%	5.6%	3.5%	3.2%
Shares in affiliates' Earnings	285	227	384	384	384
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	6,147	1,760	(1,010)	(826)
<b>NET PROFIT</b>	<b>(7,911)</b>	<b>4,443</b>	<b>11,687</b>	<b>5,242</b>	<b>4,934</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(7,911)</b>	<b>(1,704)</b>	<b>9,927</b>	<b>6,252</b>	<b>5,760</b>
EPS (Bt)	(2.3)	1.3	3.4	1.5	1.4
Normalized EPS (Bt)	(2.3)	(0.5)	2.9	1.8	1.7

*Core profit expects to remains elevated despite off from high base in 2022F.*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	22,921	33,784	33,905	34,425	33,854
Cash & cash equivalent	262	802	3,000	3,000	3,000
Account receivables	5,083	8,171	8,024	8,004	7,846
Inventories	13,144	18,786	16,965	17,519	17,223
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	22,553	21,333	20,046
Other assets	8,058	8,109	8,041	8,031	7,958
<b>Total assets</b>	<b>61,378</b>	<b>70,055</b>	<b>68,955</b>	<b>68,245</b>	<b>66,313</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	35,446	42,008	31,986	30,302	26,577
Account payables	4,452	5,117	4,621	4,772	4,692
Bank overdraft & ST loans	16,703	19,323	12,721	11,002	8,343
Current LT debt	5,167	5,667	3,731	3,227	2,447
Others current liabilities	9,125	11,900	10,913	11,301	11,095
<b>Total LT debt</b>	<b>6,333</b>	<b>3,999</b>	<b>2,633</b>	<b>2,277</b>	<b>1,727</b>
Others LT liabilities	5,239	4,839	6,036	6,030	5,982
<b>Total liabilities</b>	<b>47,019</b>	<b>50,846</b>	<b>40,655</b>	<b>38,609</b>	<b>34,286</b>
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
<b>Retained earnings</b>	<b>(7,080)</b>	<b>(2,637)</b>	<b>6,454</b>	<b>7,790</b>	<b>10,180</b>
Shareholders' equity	14,352	19,201	28,292	29,627	32,017
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>61,378</b>	<b>70,055</b>	<b>68,955</b>	<b>68,245</b>	<b>66,313</b>

*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)	12,465	7,179	6,611
Tax paid	2,048	(1,051)	(2,922)	(1,311)	(1,234)
Depreciation & amortization	2,568	2,808	2,853	2,920	2,987
Chg In working capital	6,754	(8,064)	1,472	(384)	374
Chg In other CA & CL / minorities	2,269	1,436	(494)	786	295
<b>Cash flow from operations</b>	<b>3,394</b>	<b>(5,751)</b>	<b>13,374</b>	<b>9,191</b>	<b>9,034</b>
Capex	(1,718)	(1,763)	(1,700)	(1,700)	(1,700)
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	3,025	(1,007)	(800)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(4,821)</b>	<b>5,098</b>	<b>1,325</b>	<b>(2,707)</b>	<b>(2,500)</b>
Debt financing	1,259	787	(9,905)	(2,578)	(3,990)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1)	(1)	(2,596)	(3,906)	(2,544)
Warrants & other surplus	153	406	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>1,411</b>	<b>1,193</b>	<b>(12,501)</b>	<b>(6,484)</b>	<b>(6,534)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,676</b>	<b>(7,514)</b>	<b>11,674</b>	<b>7,491</b>	<b>7,334</b>

*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	4.3	6.8	7.4
Normalized PE - at target price (x)	na	na	5.6	8.9	9.6
PE (x)	na	9.6	3.6	8.1	8.6
PE - at target price (x)	na	12.5	4.7	10.6	11.2
EV/EBITDA (x)	na	32.0	3.8	5.5	5.4
EV/EBITDA - at target price (x)	na	37.8	4.6	6.7	6.7
P/BV (x)	3.0	2.2	1.5	1.4	1.3
P/BV - at target price (x)	3.9	2.9	2.0	1.9	1.7
P/CFO (x)	12.5	(7.4)	3.2	4.6	4.7
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	12.2	6.2	5.8
FCF Yield (%)	3.9	(17.7)	27.4	17.6	17.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(2.3)	(0.5)	2.9	1.8	1.7
EPS	(2.3)	1.3	3.4	1.5	1.4
DPS	0.0	0.0	1.5	0.8	0.7
BV/share	4.1	5.5	8.2	8.6	9.3
CFO/share	1.0	(1.7)	3.9	2.7	2.6
FCF/share	0.5	(2.2)	3.4	2.2	2.1

*We think ESSO's valuation looks attractive, at 1.4x 2023F P/BV*

*With low capex and strong cashflow, we expect ESSO to pay good yield.*

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(25.2)	36.5	(1.8)	(0.2)	(2.0)
Net profit (%)	na	na	163.0	(55.1)	(5.9)
EPS (%)	na	na	163.0	(55.1)	(5.9)
Normalized profit (%)	na	na	na	(37.0)	(7.9)
Normalized EPS (%)	na	na	na	(37.0)	(7.9)
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	44.4	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	(3.7)	2.6	10.4	7.3	7.0
Operating margin (%)	(7.9)	(0.3)	7.5	4.3	4.1
EBITDA margin (%)	(5.8)	1.3	9.2	6.1	5.9
Net margin (%)	(6.5)	(1.1)	5.6	3.5	3.2
D/E (incl. minor) (x)	2.0	1.5	0.7	0.6	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	1.9	1.5	0.6	0.5	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	41.2	33.5	36.1
Interest coverage - EBITDA (x)	na	7.1	50.4	46.9	52.2
ROA - using norm profit (%)	na	na	14.3	9.1	8.6
ROE - using norm profit (%)	na	na	41.8	21.6	18.7
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	40.2	20.3	17.4
- asset turnover (x)	2.0	2.6	2.4	2.5	2.5
- operating margin (%)	na	na	7.5	4.4	4.1
- leverage (x)	3.5	3.9	2.9	2.4	2.2
- interest burden (%)	103.6	154.7	97.6	97.0	97.3
- tax burden (%)	na	na	76.6	81.7	81.3
WACC (%)	7.8	7.8	7.8	7.8	7.8
ROIC (%)	(20.4)	(1.4)	20.5	13.5	12.7
NOPAT (Bt m)	(9,953)	(597)	9,726	5,990	5,471
invested capital (Bt m)	42,293	47,389	44,376	43,134	41,534

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We expect net gearing to improve over the next few years*

BUY (Unchanged)

TP: Bt 14.50

(From: Bt 15.50)

Change in Numbers

Upside : 23.9%

30 NOVEMBER 2022

# Star Petroleum Refining (SPRC TB)

## GRM มีแนวโน้มสูงขึ้น

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SPRC แต่ปรับราคาเป้าหมายเป็น 14.5 บาท จาก 15.5 บาท จากสมมติฐานค่าการกลั่นที่ลดลง เรามองว่าหุ้นน่าสนใจที่ PE ที่ 8.5 เท่า ท่ามกลางแนวโน้มค่าการกลั่นที่สูงขึ้น



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### คงคำแนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน - “ตลาดโรงกลั่น ดึงตัว” วันที่ 30 พ.ย. 2022 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” SPRC เรายังคงคาดว่า SPRC จะได้ประโยชน์จากอัตราค่าไรของ middle distillate ที่แข็งแกร่ง แม้ว่าจะเพิ่มขึ้นน้อยกว่าเมื่อเทียบกับคู่แข่งรายอื่น บริษัทฯ เป็นโรงกลั่นที่ดี ด้วยมีมarginsที่แข็งแกร่ง เราเชื่อว่า FCF yield ที่สูงถึง 17-19% สามารถรองรับอัตราเงินผลตอบแทนปันผลที่ 5.9/4.5% ในปี 2023-24F ได้ เรามองว่าหุ้นน่าสนใจที่ 2023F PE ที่ 8.5 เท่า และ P/BV ที่ 1.2 เท่า ซึ่งอยู่ใกล้ค่าเฉลี่ยในอดีต ขณะที่เราคาดว่าจะให้ ROE สูงที่ 14.5/12.5% ในปี 2024-23F

### สมมติให้ GRM ลดลง

เราสมมติให้ GRM ลดลงเหมือนที่เราให้กับโรงกลั่นอื่นๆ เราสมมติให้ Singapore GRM อยู่ที่ US\$7.9/7.6/6.9/bbl ในปี 2023-25F ในแง่ของสัดส่วนผลิตภัณฑ์ SPRC อาจเสียเปรียบโรงกลั่นอื่นในประเทศเล็กน้อย เนื่องจากมีอัตราการผลิตแก๊สโซลีนที่ค่อนข้างสูง และผลิตภัณฑ์มีสเปคที่อ่อนแอ เราปรับลดประมาณการกำไรปกติของ SPRC ลง 20/13/17% ในปี 2022-24F และปรับลดราคาเป้าหมายลงเป็น 14.5 บาท จาก 15.5 บาท

### GRM สูงขึ้น แต่น้อยกว่าบริษัทอื่น

GRM ของ SPRC สูงกว่าคู่แข่งอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2015 เนื่องจาก gasoline spread สูงกว่าดีเซล เราคาดว่า GRM ของ SPRC จะต่ำกว่าคู่แข่งในปี 2022-24F เนื่องจากเราคาดว่า middle distillate จะเป็นแรงหนุนสำคัญที่ทำให้ค่าการกลั่นแข็งแกร่ง เมื่อเทียบกับบริษัทอื่น SPRC มีสัดส่วน gasoline ที่สูงกว่า และ middle distillate ที่น้อยกว่า ผลผลิต gasoline อยู่ที่ 25% ใน 3Q22 เทียบกับบริษัทอื่นที่ 20% ขณะที่ middle distillate อยู่ที่ 44% เทียบกับบริษัทอื่นที่ 49% ปัจจัยอีกประการหนึ่งที่ทำให้ต่ำกว่าคือ บริษัทฯ มีต้นทุนค่าขนส่งที่สูงกว่าปกติเช่นกัน เนื่องจากใบอนุญาต SPM ถูกระงับอยู่ในปัจจุบัน แม้ว่าจะต่ำกว่าคู่แข่ง แต่เรายังคงคาดว่า SPRC จะมี GRM ที่สูง เราคาดว่า GRM ของ SPRC จะอยู่ที่ US\$9/7.0/6.7/bbl ในปี 2022-24F ซึ่งยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$3.9/bbl อยู่มาก

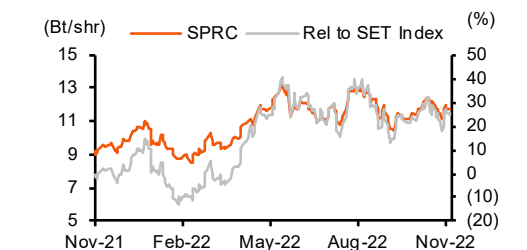
### อัตราค่าไรของแก๊สโซลีนใกล้แตะระดับต่ำสุด

เรามองว่าอัตราค่าไรของแก๊สโซลีนใกล้จุดต่ำสุดแล้ว และปัจจุบันอยู่ที่ US\$15/bbl จากระดับต่ำสุดที่ US\$3.8/bbl ในเดือน ต.ค. 2022 แม้ว่าจะมีอุปสงค์น้อยตามฤดูกาลก็ตาม เราเชื่อว่าเป็นเพราะสต็อกแก๊สโซลีนคงคลังสหรัฐฯ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และราคาน้ำมันที่ลดลงน่าจะช่วยยกระดับอุปสงค์ได้ สิ่งนี้ถือเป็นผลดีต่อ SPRC เนื่องจากมีอัตราการผลิตน้ำมันเบนซินที่สูง เราคาดว่าอัตราค่าไรจากแก๊สโซลีนจะอยู่ที่ระดับเฉลี่ยในอดีตที่ US\$12/bbl ในปี 2023-24F ลดลงจาก US\$19/bbl ในปี 2022F เนื่องจากการเติบโตของอุปสงค์ที่ลดลง

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	172,484	273,611	246,337	232,246
Net profit	4,746	8,663	5,947	4,515
Consensus NP	—	12,259	6,552	6,419
Diff frm cons (%)	—	(29.3)	(9.2)	(29.7)
Norm profit	(1,542)	9,070	5,947	5,341
Prev. Norm profit	—	11,348	6,870	6,444
Chg frm prev (%)	—	(20.1)	(13.4)	(17.1)
Norm EPS (Bt)	(0.4)	2.1	1.4	1.2
Norm EPS grw (%)	na	na	(34.4)	(10.2)
Norm PE (x)	na	5.6	8.5	9.5
EV/EBITDA (x)	19.6	3.7	4.5	4.4
P/BV (x)	1.5	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	1.5	10.3	5.9	4.5
ROE (%)	na	24.4	14.5	12.5
Net D/E (%)	14.9	5.5	(8.8)	(20.2)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Nov-22 (Bt)	11.70
Market Cap (US\$ m)	1,433.8
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US\$ m)	9.2
12M Price H/L (Bt)	13.30/8.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

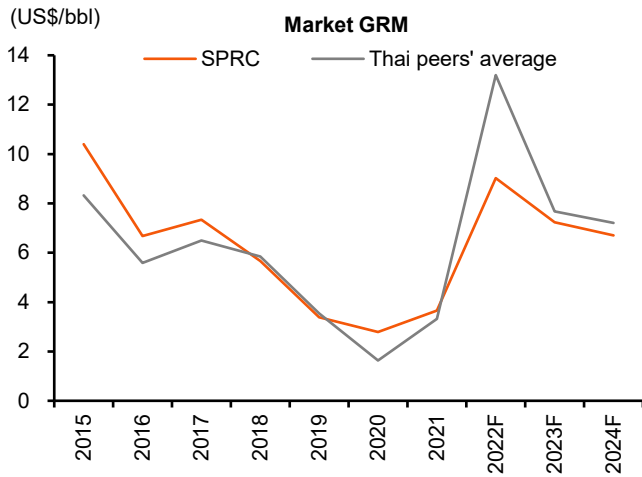
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P32

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

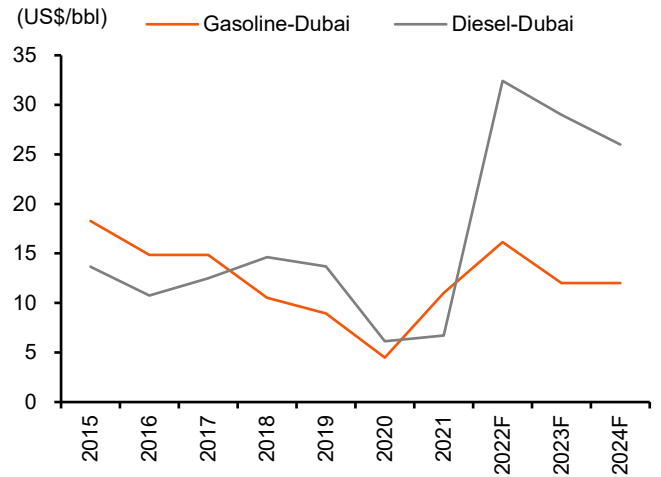


**Ex 1: SPRC's GRM Vs. Thai Peers' Average**



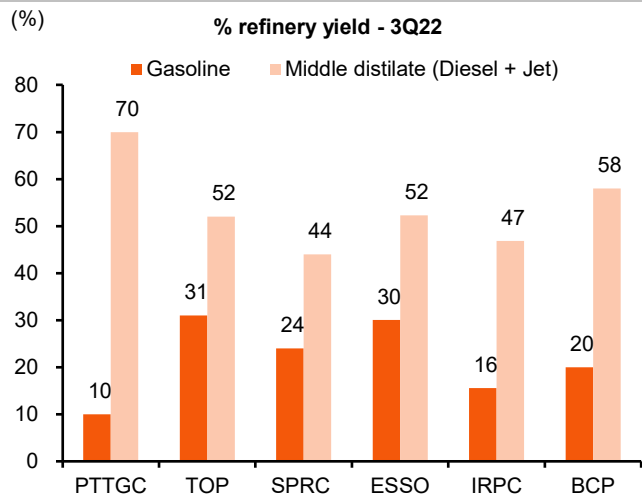
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: Gasoline Margin To Be At A Discount To Diesel**



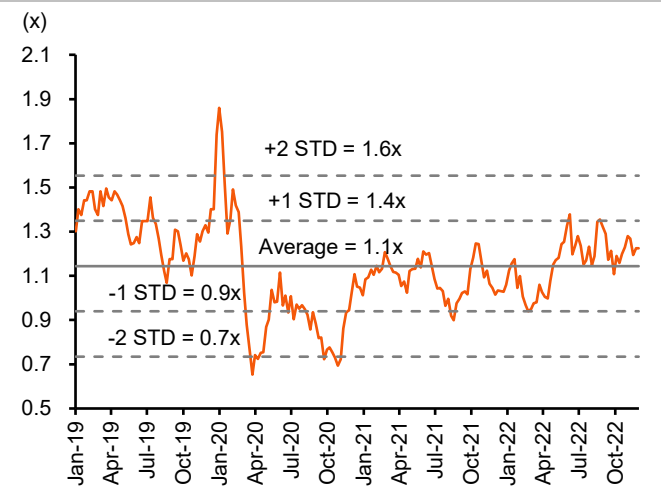
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 3: Thai Refinery Yield**



Source: Company data

**Ex 4: SPRC's P/BV Range**



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 5: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
New	(4,034)	(6,325)	(1,542)	9,070	5,947	5,341
Old				11,348	6,870	6,444
Change (%)				(20.1)	(13.4)	(17.1)
<b>Net profit (Bt m)</b>						
New	(1,694)	(12,280)	4,746	8,663	5,947	4,515
Old				13,807	5,073	5,583
Change (%)				(37.3)	17.2	(19.1)
<b>Market GRM (US\$/bbl)</b>						
New	3.4	2.8	3.7	9.0	7.2	6.7
Old				9.9	7.5	7.4
Change (%)				(9.0)	(3.7)	(8.8)
<b>Utilization (%)</b>						
New	81.5	86.7	77.2	90.0	92.0	94.0
Old				92.0	98.0	98.0
Change (ppt)				(2.0)	(6.0)	(4.0)

Sources: Company data, 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	10,477	9,433	7,763	6,913	7,430	7,436	7,439	7,442	5,381	7,454	7,460	
Free cash flow	10,247	8,474	5,420	1,902	5,892	5,896	5,903	5,911	7,671	2,525	5,940	66,899
PV of free cash flow	9,402	7,131	4,129	1,323	3,745	3,421	3,129	2,862	3,261	976	2,088	23,511
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	1.0											
Enterprise value - add	64,979											
Investments												
Net debt (2022F)	2,198											
Minority interest	0											
Equity value	62,780											
# of shares (m)	4,336											
Equity value/sh (Bt)	14.5											

Sources: Thanachart estimates

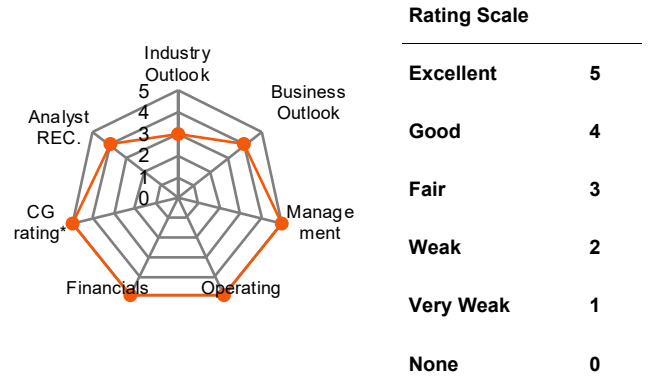
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

โรงงานของ SPRC ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งได้แก่ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว น้ำมันเบนซิน ไรสารตะกั่วเกรดพิเศษและเกรดธรรมดา น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว น้ำมันเตา และยางมะตอย รวมทั้งผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีซึ่งใช้เป็นผลิตภัณฑ์ตั้งต้นในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้แก่ โพรพิลีนเกรดโพลิเมอร์ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว แนฟทาเกรดปิโตรเคมี ก๊าซผสม C4 และรีฟอร์มเมท บริษัทฯ มีกำลังการผลิต 175K b/d

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงงานที่น่าเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

## O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงงานเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

## W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจการกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงงาน เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

## T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	12.83	14.50	13%
Net profit 22F (Bt m)	12,259	8,663	-29%
Net profit 23F (Bt m)	6,552	5,947	-9%
Consensus REC	BUY: 9	HOLD: 6	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการของเราต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากการคาดการณ์ GRM ที่ต่ำลง และขาดทุนสต็อกของเรา ประมาณการกำไรปี 2023F ของเราน่าจะต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากการรวมค่าขนส่งที่สูงขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาด เนื่องจากมุมมองที่เป็นบวกมากขึ้นของเราเกี่ยวกับค่าการกลั่น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

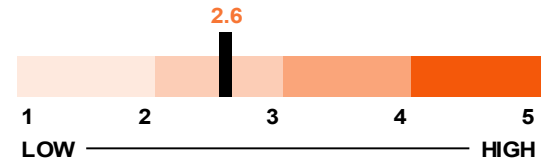
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มีความเสี่ยงหากเงินส่งออกมากขึ้น หรือความต้องการลดลงอย่างมาก ซึ่งจะทำให้ค่าการกลั่นปรับลดลง
- การแทรกแซงราคาหน้าโรงงานของรัฐบาลจะช่วยลดแรงกดดันด้านเงินเพื่อ

Source: Thanachart

SPRC เป็นหนึ่งในบริษัทที่มีความโปร่งใสที่สุดและมีมาตรการที่แข็งแกร่งในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเพื่อชดเชยธุรกรรมระหว่างกันกับผู้ถือหุ้นใหญ่ อย่างเชฟรอน เราให้คะแนน ESG สำหรับ SPRC ที่ 2.6 เนื่องจากการที่ SPRC มีความเข้มข้นของพลังงานสูงตามลักษณะธุรกิจ และไม่มีโครงการลงทุนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SPRC	-	-	-	-	56.47	54.92	26.94	-	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "term of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
<p><b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>- การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>- การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ในปี 2021 SPRC ปล่อย 1.3 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ซึ่งคงที่จากปี 2018 ความเข้มข้นของการปล่อยอยู่ที่ 194 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทพลังงานไทยอื่นที่ 280 กก./BOE เราเชื่อว่าเป็นเพราะการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจที่ต่ำ เนื่องจากบริษัทมีโรงกลั่นเป็นธุรกิจหลักเท่านั้น</li> <li>- บริษัทฯ ไม่มีเป้าหมายการลดการปล่อยมลพิษที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีเป้าหมายในการป้องกันการรั่วไหลเป็นศูนย์ การปรับปรุงคุณภาพอากาศ และการจัดการของเสีย/น้ำ นอกจากนี้ SPRC จะร่วมมือกับ Chevron ซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำของโลก เพื่อศึกษาและจัดทำการศึกษาปรับปรุงอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจำเป็นต่อการใช้พลังงานและการปล่อยก๊าซเรือนกระจก</li> <li>- SPRC ล้ำหลังกว่าคู่แข่งทั่วโลกในแง่ของการหันไปทำธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพหรือพลังงานหมุนเวียนที่สามารถช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนได้ เราเชื่อว่าบริษัทฯ คงเป้าหมายที่จะใช้เงินลงทุนในการปรับปรุงประสิทธิภาพ</li> </ul>
<p><b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>- การดูแลพนักงาน</li> <li>- สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- บริษัทฯ ใช้นโยบายสิ่งแวดล้อม อาชีวอนามัยและความปลอดภัย (EHS) เป็นกรอบสำหรับความปลอดภัยสำหรับการปฏิบัติงานทั้งหมดของ SPRC บริษัทฯ มีเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลในช่วงต้นปี 2022 แต่บริษัทฯ ได้ดำเนินการอย่างทันท่วงที และไม่มีรายงานผู้ได้รับบาดเจ็บสาหัส บริษัทฯ ยังรับผิดชอบในการฟื้นฟูความเสียหายและจ่ายค่าชดเชยให้กับกลุ่มคนที่ได้รับผลกระทบเป็นจำนวนเงิน US\$42m ในปี 2022</li> <li>- ในปี 2021 SPRC ไม่ได้รับข้อร้องเรียนใดๆ ผ่านช่องทางการแจ้งเบาะแส ณ เดือนธันวาคม 2021 SPRC มีอัตราการจ้างงาน 7% รวมมีพนักงานเต็มเวลา 499 คน ซึ่ง 492 คน ทำงานประจำ 70% ของพนักงานอยู่กับครอบครัว SPRC มานานกว่า 10 ปี และอัตราการลาออกบริษัทฯ อยู่ที่ 2% เท่านั้น</li> </ul>
<p><b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>- จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>- ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>- การบริหารความเสี่ยง</li> <li>- นวัตกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ผู้ถือหุ้นรายใหญ่คือ Chevron South Asia Limited ซึ่งถือหุ้น 60.6% แต่บริษัทฯ ดำเนินกิจการโดยอิสระ และมีความยืดหยุ่นในการจัดซื้อน้ำมันดิบ</li> <li>- บริษัทฯ มีสัดส่วนคณะกรรมการที่ดี โดยมีแนวทางนโยบายและทบทวนผลงานเป็นประจำทุกปี สมาชิกคณะกรรมการ 4 ใน 8 คนของ SPRC เป็นกรรมการอิสระที่ไม่เป็นผู้บริหาร (INED) มีกรรมการบริหารเพียงคนเดียวที่ทำหน้าที่ในคณะกรรมการ: CEO Robert Joseph Dobrik ตัวแทนจากเชฟรอน</li> <li>- อัตรากำไรจากผลการดำเนินงานเป็นไปตามเกณฑ์มาตรฐานและสามารถตรวจสอบได้อย่างง่ายดาย มีการรายงานค่าสอบบัญชี และใช้มาตรฐานการบัญชี IFRS แม้ว่าจะมีความเสี่ยงจากหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และอัตราแลกเปลี่ยน แต่ยังคงแข็งแกร่ง</li> </ul>

## INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	130,163	172,484	273,611	246,337	232,246
Cost of sales	137,169	171,528	261,460	237,897	224,876
<b>Gross profit</b>	<b>(7,006)</b>	<b>956</b>	<b>12,151</b>	<b>8,440</b>	<b>7,370</b>
% gross margin	-5.4%	0.6%	4.4%	3.4%	3.2%
Selling & administration expenses	911	749	881	881	881
<b>Operating profit</b>	<b>(7,916)</b>	<b>207</b>	<b>11,270</b>	<b>7,559</b>	<b>6,489</b>
% operating margin	-6.1%	0.1%	4.1%	3.1%	2.8%
Depreciation & amortization	2,832	2,644	2,874	2,918	2,944
<b>EBITDA</b>	<b>(5,084)</b>	<b>2,851</b>	<b>14,144</b>	<b>10,477</b>	<b>9,433</b>
% EBITDA margin	-3.9%	1.7%	5.2%	4.3%	4.1%
Non-operating income	71	62	40	70	103
Non-operating expenses	143	(433)	0	0	0
Interest expense	(177)	(212)	(249)	(204)	(130)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(7,880)</b>	<b>(376)</b>	<b>11,061</b>	<b>7,425</b>	<b>6,462</b>
Income tax	(1,555)	1,166	1,990	1,478	1,121
<b>After-tax profit</b>	<b>(6,325)</b>	<b>(1,542)</b>	<b>9,070</b>	<b>5,947</b>	<b>5,341</b>
% net margin	-4.9%	-0.9%	3.3%	2.4%	2.3%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(5,955)	6,288	(407)	0	(826)
<b>NET PROFIT</b>	<b>(12,280)</b>	<b>4,746</b>	<b>8,663</b>	<b>5,947</b>	<b>4,515</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(6,325)</b>	<b>(1,542)</b>	<b>9,070</b>	<b>5,947</b>	<b>5,341</b>
EPS (Bt)	(2.8)	1.1	2.0	1.4	1.0
Normalized EPS (Bt)	(1.5)	(0.4)	2.1	1.4	1.2

*Though we expect lower profit in 2023F, we see upside risk if the Ukraine war is prolonged*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	19,323	32,731	43,304	43,691	44,254
Cash & cash equivalent	1,635	2,945	5,000	9,000	11,500
Account receivables	8,515	13,219	16,732	15,064	14,202
Inventories	9,052	16,486	21,444	19,511	18,443
Others	121	81	128	115	109
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	2,763	2,497	2,359
<b>Total assets</b>	<b>46,541</b>	<b>58,726</b>	<b>69,112</b>	<b>67,015</b>	<b>65,197</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	10,740	20,031	21,652	19,330	18,002
Account payables	7,821	13,961	18,045	16,419	15,520
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	1,380	4,680	1,080	797	396
Others current liabilities	1,539	1,390	2,527	2,114	2,086
<b>Total LT debt</b>	<b>8,857</b>	<b>3,374</b>	<b>6,118</b>	<b>4,519</b>	<b>2,246</b>
Others LT liabilities	517	950	1,297	1,262	1,145
<b>Total liabilities</b>	<b>20,114</b>	<b>24,355</b>	<b>29,067</b>	<b>25,111</b>	<b>21,394</b>
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)
<b>Retained earnings</b>	<b>2,892</b>	<b>7,596</b>	<b>13,270</b>	<b>15,129</b>	<b>17,029</b>
Shareholders' equity	26,427	34,371	40,045	41,904	43,804
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>46,541</b>	<b>58,726</b>	<b>69,112</b>	<b>67,015</b>	<b>65,197</b>

*Balance sheet remains strong despite a difficult operating environment during the pandemic*

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Earnings before tax	(7,880)	(376)	11,061	7,425	6,462
Tax paid	1,555	(1,166)	(1,990)	(1,478)	(1,121)
Depreciation & amortization	2,832	2,644	2,874	2,918	2,944
Chg In working capital	1,736	(5,999)	(4,386)	1,974	1,031
Chg In other CA & CL / minorities	847	(171)	1,086	(402)	(23)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(910)</b>	<b>(5,068)</b>	<b>8,645</b>	<b>10,437</b>	<b>9,293</b>
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	(1,045)	234	(804)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(7,444)</b>	<b>5,005</b>	<b>(2,745)</b>	<b>(466)</b>	<b>(1,504)</b>
Debt financing	3,738	(1,824)	(856)	(1,882)	(2,674)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(271)	(774)	(2,989)	(4,088)	(2,616)
Warrants & other surplus	6,502	3,971	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>9,969</b>	<b>1,373</b>	<b>(3,844)</b>	<b>(5,970)</b>	<b>(5,289)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(1,163)</b>	<b>(7,733)</b>	<b>6,945</b>	<b>9,737</b>	<b>8,593</b>

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

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Normalized PE (x)	na	na	5.6	8.5	9.5
Normalized PE - at target price (x)	na	na	6.9	10.6	11.8
PE (x)	na	10.7	5.9	8.5	11.2
PE - at target price (x)	na	13.2	7.3	10.6	13.9
EV/EBITDA (x)	na	19.6	3.7	4.5	4.4
EV/EBITDA - at target price (x)	na	23.8	4.6	5.6	5.7
P/BV (x)	1.9	1.5	1.3	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	2.4	1.8	1.6	1.5	1.4
P/CFO (x)	(55.7)	(10.0)	5.9	4.9	5.5
Price/sales (x)	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	0.0	1.5	10.3	5.9	4.5
FCF Yield (%)	(2.3)	(15.2)	13.7	19.2	16.9
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(1.5)	(0.4)	2.1	1.4	1.2
EPS	(2.8)	1.1	2.0	1.4	1.0
DPS	0.0	0.2	1.2	0.7	0.5
BV/share	6.1	7.9	9.2	9.7	10.1
CFO/share	(0.2)	(1.2)	2.0	2.4	2.1
FCF/share	(0.3)	(1.8)	1.6	2.2	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation at 1.2x P/BV looks attractive to us vs. ROE of 14.5% in 2023F*

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(22.9)	32.5	58.6	(10.0)	(5.7)
Net profit (%)	na	na	82.5	(31.4)	(24.1)
EPS (%)	na	na	82.5	(31.4)	(24.1)
Normalized profit (%)	na	na	na	(34.4)	(10.2)
Normalized EPS (%)	na	na	na	(34.4)	(10.2)
Dividend payout ratio (%)	0.0	16.3	60.1	50.0	50.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	(5.4)	0.6	4.4	3.4	3.2
Operating margin (%)	(6.1)	0.1	4.1	3.1	2.8
EBITDA margin (%)	(3.9)	1.7	5.2	4.3	4.1
Net margin (%)	(4.9)	(0.9)	3.3	2.4	2.3
D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.2	0.2	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.1	0.1	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	na	1.0	45.2	37.0	49.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	13.5	56.8	51.3	72.6
ROA - using norm profit (%)	na	na	14.2	8.7	8.1
ROE - using norm profit (%)	na	na	24.4	14.5	12.5
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	24.4	14.5	12.5
- asset turnover (x)	2.6	3.3	4.3	3.6	3.5
- operating margin (%)	na	na	4.1	3.1	2.8
- leverage (x)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.5
- interest burden (%)	102.3	229.4	97.8	97.3	98.0
- tax burden (%)	na	na	82.0	80.1	82.7
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	(20.2)	0.6	23.2	14.3	13.6
NOPAT (Bt m)	(7,916)	207	9,164	6,055	5,199
invested capital (Bt m)	35,029	39,480	42,243	38,220	34,946

*ROE looks set to remain at double-digit levels over the next three years.*

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

TP: Bt 70.00 (Unchanged)

30 NOVEMBER 2022

Change in Numbers

Upside : 26.1%

# Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

## Top pick ของเรา

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOP และเป็นหุ้น Top Pick ในกลุ่มโรงกลั่นของเรา เรามองว่าหุ้นอยู่ในตำแหน่งที่ดีที่สุดในการเล่นก่อนการคว่ำบาตรผลิตภัณฑ์กลั่นของรัสเซียของสหภาพยุโรปในเดือนกุมภาพันธ์ 2023 TOP มีน้ำมันดีเซลในสัดส่วนที่สูง มีความเสี่ยงจากค่าระวางบรรทุกน้ำมันที่สูงขึ้นน้อยกว่า และมีมูลค่าน่าสนใจที่ 0.7 เท่า 2023F P/BV



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### เป็น Top refinery pick ของเรา

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน - “ตลาดโรงกลั่น ดึงตัว” วันที่ 30 พ.ย. 2022 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOP และเป็น Top refinery pick ของเรา ราคาเป้าหมายปี 2023F ที่ 70 บาท เนื่องจากเรามองว่าหุ้นอยู่ในสถานะที่ดีที่สุดที่จะได้ประโยชน์กับตลาดโรงกลั่นที่คาดว่าจะดึงตัวในปีหน้า เนื่องจาก 1) TOP มีสัดส่วน middle distillate ที่มีอัตรากำไรสูงในระดับสูงที่สุดในกลุ่มโรงกลั่นของไทยที่ 52% 2) ขณะที่เราคาดว่า jet spread จะขึ้นตามอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นจากการท่องเที่ยวทั่วโลก และธุรกิจที่ฟื้นตัว diesel spread คาดว่าจะได้รับแรงหนุนจากการที่สหภาพยุโรปประกาศห้ามนำเข้าผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปของรัสเซียในเดือนกุมภาพันธ์ 2023 3) TOP เป็นโรงกลั่นของไทยรายเดียวที่มีเรื่องราวการเติบโตของกำลังการผลิตในระยะยาวในปี 2025F 4) TOP เติบโต VLCC หรือให้บริการขนส่งน้ำมันดิบเองที่ 75% ของการใช้งานของบริษัทฯ และได้รับผลกระทบน้อยกว่าบริษัทอื่นในเรื่องอัตราค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น และ 5) เรามองว่า TOP น่าสนใจที่ 0.7 เท่า P/BV และ 7.7 เท่า PE ในปี 2023F นอกจากนี้ เรายังคาดว่าจะให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.4/5.5% ในปี 2022-23F อีกด้วย

### GRM อยู่ในระดับสูง

แม้ว่า GRM ของ TOP จะลดลงจากระดับสูงสุดในช่วงสงครามรัสเซีย-ยูเครนเริ่มขึ้น แต่เราคาดว่าจะยังคงอยู่ในระดับสูง เราคาดว่า GRM ของ TOP อยู่ที่ US\$14.8/7.2/7.6 ต่อบาร์เรล ในปี 2022-24F เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนโควิดที่ US\$5.5/bbl ประมาณการ GRM ของเรายังคงสูง แม้ว่าเราจะปรับลดลง US\$1.3/0.5/1.8/bbl จากการคาดการณ์ครั้งก่อนเพื่อสะท้อนถึง gasoline และ high-sulfur fuel oil spreads ที่อ่อนแอกว่าค่าโปรดักต์น้ำมันอุตสาหกรรมโรงกลั่นของเราส่วนหลักของบทวิเคราะห์นี้

### กำไรแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 4Q22-1Q23F

เราคาดว่าปัจจัยหนุน GRM ในระยะสั้นคือความต้องการในฤดูหนาว ความต้องการน้ำมันอากาศยานที่เพิ่มขึ้นในช่วงฤดูท่องเที่ยว และการห้ามการใช้น้ำมันสำเร็จรูปของรัสเซียของสหภาพยุโรปในเดือนกุมภาพันธ์ 2023 diesel spread เฉลี่ยใน 4Q22 เพิ่มขึ้น 19% เป็น US\$42/bbl จากค่าเฉลี่ยใน US\$3Q22 Murban crude premium ก็มีแนวโน้มลดลงใน 4Q22 ซึ่งบ่งชี้ถึงอัตรากำไรที่ดีขึ้นสำหรับ TOP นอกจากนี้ เราคาดว่าจะไม่มีผลขาดทุนการป้องกันความเสี่ยงและสินค้าคงคลังใน 4Q22F ด้วย

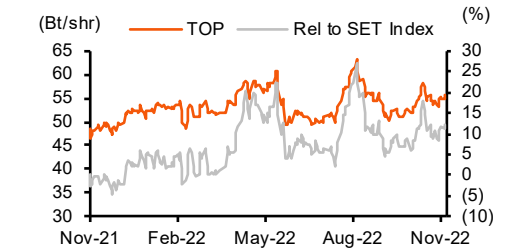
### กำลังการผลิตเติบโต

การเพิ่มกำลังการผลิตใหม่สุทธิของ TOP ที่ 400kbd หรือ 45% จากโครงการเชื้อเพลิงสะอาด (CFP) นั้นเสร็จสิ้นล่าช้าจากต้นปี 2024F ไปยังปีต้นปี 2025F เราได้รวมสิ่งนี้แล้วในการปรับประมาณการกำไรของเราในบทวิเคราะห์นี้ (Exhibit 8) แม้ว่าจะมีความล่าช้า แต่ TOP ยังคงเป็นโรงกลั่นไทยรายเดียวที่มีการเติบโตของกำลังการผลิต ซึ่งเราคาดว่าจะช่วยเพิ่มกำไรในปี 2025F

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	345,496	491,591	428,902	389,795
Net profit	12,578	39,216	15,099	13,614
Consensus NP	—	36,597	13,138	13,157
Diff frm cons (%)	—	7.2	14.9	3.5
Norm profit	5,583	29,568	16,174	14,633
Prev. Norm profit	—	31,457	15,270	16,216
Chg frm prev (%)	—	(6.0)	5.9	(9.8)
Norm EPS (Bt)	2.7	14.0	7.2	6.6
Norm EPS grw (%)	na	416.8	(48.3)	(9.5)
Norm PE (x)	20.5	4.0	7.7	8.5
EV/EBITDA (x)	15.6	5.4	10.3	11.0
P/BV (x)	0.9	0.8	0.7	0.7
Div yield (%)	4.6	5.4	5.5	4.9
ROE (%)	4.7	20.8	9.6	8.3
Net D/E (%)	112.8	87.2	100.1	93.7

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 29-Nov-22 (Bt)	55.50
Market Cap (US\$ m)	3,501.7
Listed Shares (m shares)	2,232.3
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	24.6
12M Price H/L (Bt)	63.00/46.50
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

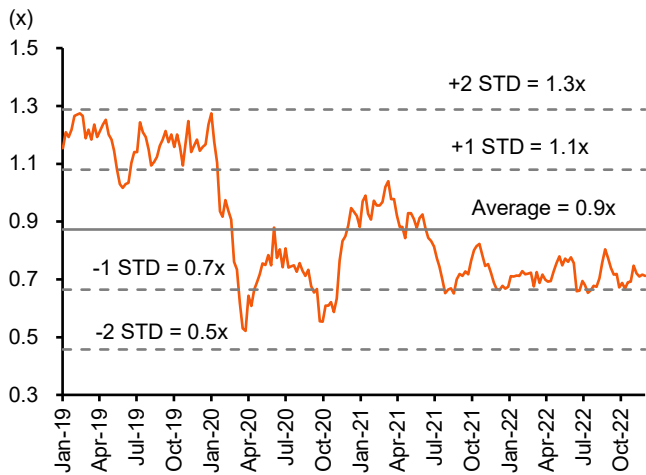
ESG Summary Report ..... P41

### กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไม่เข้าข่าย ดัดแปลง แก้ไข หรือลอกเลียนแบบที่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

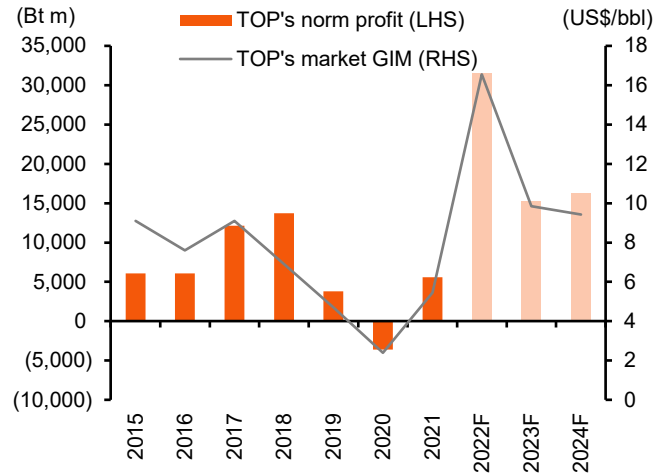


**Ex 1: TOP's P/BV At Bottom Of Historical Range...**



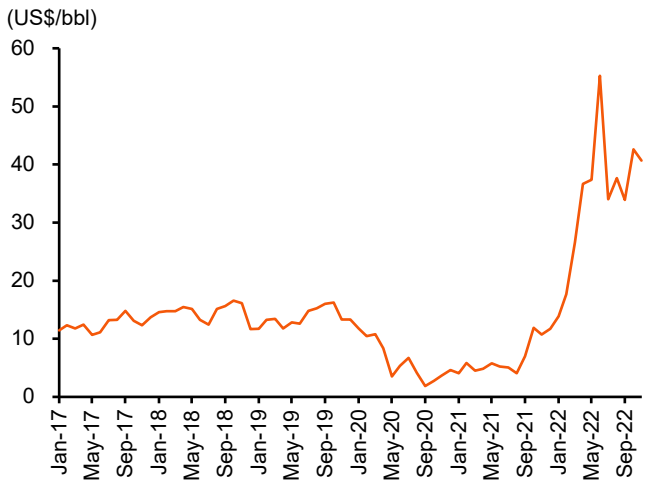
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

**Ex 2: ...But Profit At High End Of Historical Range**



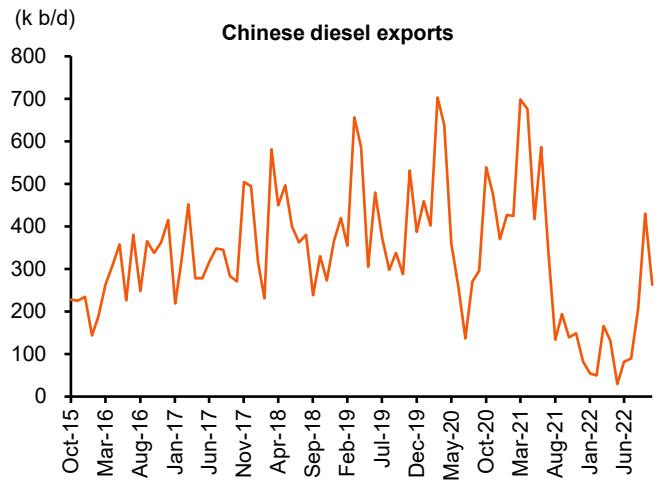
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: Diesel Spread Remains Stubbornly High...**



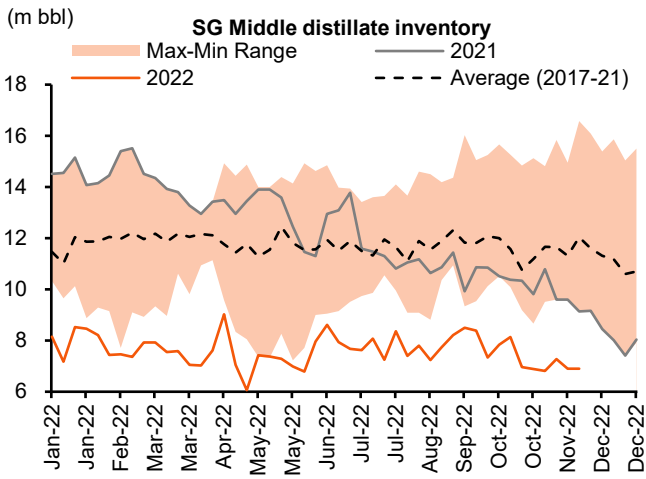
Source: Bloomberg

**Ex 4: ...Despite The Return Of Chinese Exports**



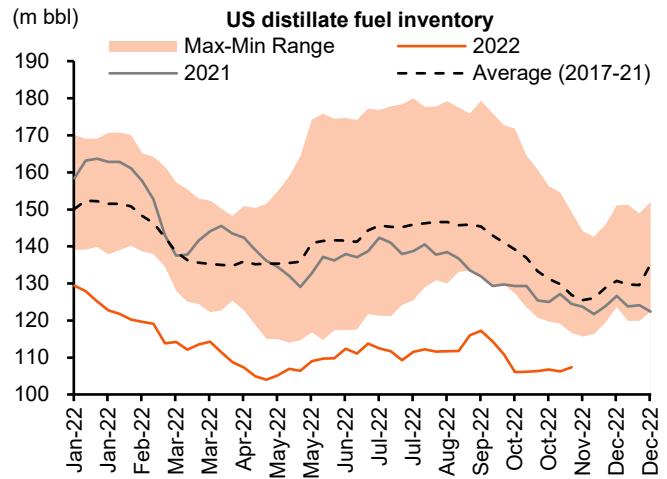
Source: Bloomberg

**Ex 5: Middle-Distillate Inventories Are Very Low In Asia...**



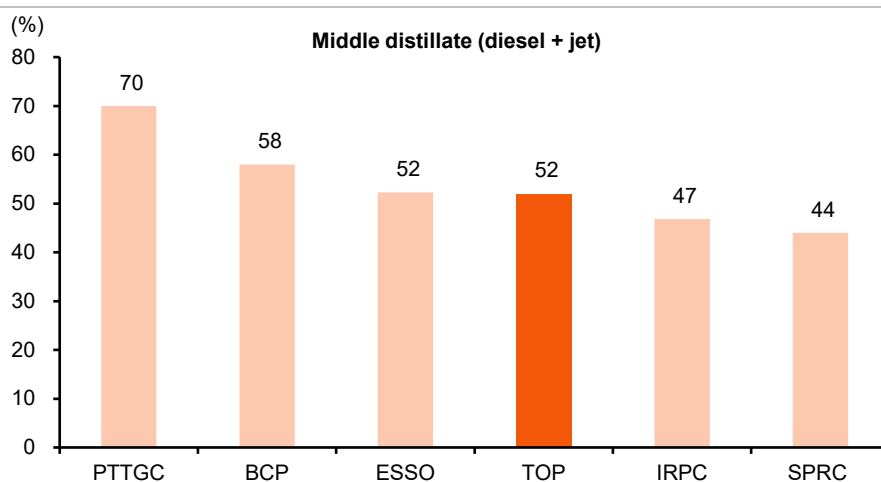
Source: Bloomberg

**Ex 6: ...And In The US**



Source: Bloomberg

### Ex 7: TOP Has High Exposure To Diesel/Jet Among Thai Refineries



Source: Company data

### Ex 8: Key Operating Assumption Changes

	2019	2020	2021	New			Old			Change (%)		
				2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F	2022F	2023F	2024F
Market GRM (USD/bbl)	3.6	(1.9)	6.9	15.0	7.6	7.2	16.3	8.2	8.9	(8.0)	(6.5)	(19.7)
Refinery utilization (%)	107	101	100	110	108	100	110	108	90	0.0	0.0	10.0
Lube base spread (USD/tonne)	321	389	847	684	500	450	450	400	400	51.9	25.0	12.5
Market GIM (USD/bbl)	4.7	2.4	5.5	16.5	9.3	8.9	17.5	9.3	9.6	(5.6)	0.2	(7.1)
Net profit (Bt m)	6,277	(3,301)	12,578	39,216	15,099	13,614	41,105	12,960	15,056	(4.6)	16.5	(9.6)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>	<b>4,556</b>	<b>(10,421)</b>	<b>5,583</b>	<b>29,568</b>	<b>16,174</b>	<b>14,633</b>	<b>31,457</b>	<b>15,270</b>	<b>16,216</b>	<b>(6.0)</b>	<b>5.9</b>	<b>(9.8)</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: 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	29,216	26,818	29,348	32,685	29,607	31,548	32,482	32,482	33,516	33,516	33,516	
Free cash flow	(16,589)	14,561	22,293	22,030	19,179	21,146	21,935	21,973	22,939	22,966	23,047	352,974
PV of free cash flow	(15,401)	12,544	17,599	16,073	12,933	13,176	12,631	11,695	10,860	10,004	9,240	141,507
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.1											
WACC (%)	7.7											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	252,861											
Net cash/(debt) (2022F)	145,192											
Minority interest	2,818											
Equity value	104,851											
# of shares (m)	2,040											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>51</b>											

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Downstream	104,851	51	73%	DCF
Power (GPSC)	10,898	5	8%	DCF
Chandra Asri	28,291	14	20%	BBG consensus
<b>Total value per share</b>	<b>144,040</b>	<b>70</b>		

Sources: Thanachart estimates

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

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## 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 และน้ำมันหล่อลื่นและปิโตรเมเนน 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

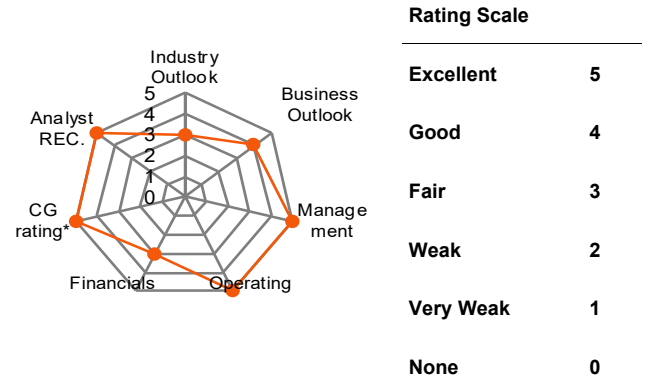
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	62.76	70.00	12%
Net profit 22F (Bt m)	36,597	39,216	7%
Net profit 23F (Bt m)	13,138	15,099	15%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 5	SELL: 3

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2023F ของเราสูงกว่า เนื่องจากเรามองบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มโรงกลั่น
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงสูงกว่าของตลาด เนื่องจากสมมติฐาน GRM ของเราที่สูงขึ้น

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะในธุรกิจการกลั่นซึ่งอุปสงค์มีแนวโน้มอ่อนแอ
- งบดุลที่อ่อนแอ และมี Capex สูงในช่วงสองปีข้างหน้า อันเนื่องมาจากการลงทุน US\$4bn ในโครงการเชื้อเพลิงสะอาด (CFP)

## T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัทฯ ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

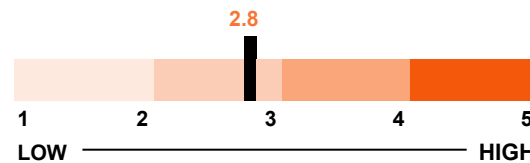
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ความเสี่ยงหลักต่อประมาณการของเรา คือ ค่าการกลั่น (GRM) ที่ต่ำกว่าคาด
- Downside risk ต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะก่อให้เกิดขาดทุนจากสต็อก
- ขณะที่ค่าพรีเมียม้ำมันดิบชนิดเบาที่สูงกว่าคาด จะเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา
- ความเสี่ยงหากเงินส่งออกน้ำมันเพิ่มขึ้นทันที หรือความต้องการลดลงอย่างมาก ซึ่งจะทำให้ค่าการกลั่นลดลง

Source: Thanachart

TOP เป็นโรงกลั่นน้ำมันรายใหญ่ที่สุดของประเทศไทย โดยมีกำลังการผลิตรวม 275kbd เราให้คะแนน ESG สำหรับ TOP ที่ 2.8 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 2.9 เล็กน้อย TOP ไม่มีโครงการพลังงานสีเขียว และคาดว่าจะการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจะเพิ่มขึ้นด้วยกำลังการผลิตใหม่ คือ โครงการพลังงานสะอาด (CFP) ในปี 2024F

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TOP	YES	YES	YES	BBB	50.03	85.05	88.13	38.0	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" toward the back of this report.

## Factors

## Our Comments

## ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ในปี 2021 TOP ได้ปล่อย CO2 เทียบเท่า 3.1 ล้านตัน ลดลง 10% จากระดับปี 2018 จากระดับการผลิตที่ลดลงอันเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่อ่อนแอในช่วงวิกฤตโควิด อย่างไรก็ตาม ความเข้มของการปล่อยมลพิษทรงตัวที่ 220-230 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ตั้งแต่ปี 2018 ความเข้มของการปล่อยมลพิษต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 280 กก./BOE
- เราคาดว่าความเข้มข้นของก๊าซเรือนกระจก (GHG) ของ TOP จะเพิ่มขึ้นในปี 2024F เมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มต้นขึ้น CFP ได้รับการออกแบบเพื่อใช้น้ำมันดิบหนักเป็นวัตถุดิบ และอัพเกรดท่ามะถันสูงให้เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูง ซึ่งหมายถึงจะมีความร้อนและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากขึ้น
- TOP มีเป้าหมายที่จะปล่อย GHG ให้เหลือศูนย์ภายในปี 2060 โดยไม่มีเป้าหมายระยะกลาง เราเห็นว่า TOP ยังคงล้ำหลังคู่แข่งระดับโลกในการลงทุนด้านพลังงานสีเขียว

## ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- ระบบการบริหารจัดการด้านสุขภาพและความปลอดภัยของพนักงานของ TOP สอดคล้องกับมาตรฐาน ISO ประสิทธิภาพด้านความปลอดภัยของบริษัท นั้นเทียบเท่ากับบริษัทชั้นนำอันดับต้นๆ ในอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซ
- ในปี 2021 TOP ใช้เงิน 506 ลบ. ในการพัฒนาทุนมนุษย์ โดยมีพนักงานโดยเฉลี่ยได้รับการฝึกอบรม 275 ชั่วโมงต่อพนักงานเต็มเวลา (FTE) อัตราการลาออกของพนักงานอยู่ที่ 1.17% ในปี 2021 ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายที่ 2.5% อัตราความพึงพอใจของพนักงานอยู่ที่ 94% สูงกว่าเป้าหมายที่ 85% เช่นกัน
- TOP ยังคำนึงถึงสุขภาพของชุมชนโดยรอบ และไม่ได้รับการร้องเรียนจากชุมชนท้องถิ่นเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม

## ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ

## (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- PTT ถือหุ้น TOP ในสัดส่วน 45% จึงมีการทำรายการระหว่างกันกับ PTT เป็นจำนวนมาก รวมทั้งการซื้อวัตถุดิบดิบ อย่างไรก็ตาม มีการใช้มาตรการเพื่อให้มั่นใจว่าเป็นไปตามราคาตลาด
- สมาชิกคณะกรรมการ 8 ใน 15 คน เป็นกรรมการอิสระ คณะกรรมการบริษัท (BOD) มี ดร. สุพจน์ เตชวรสินสกุล เป็นกรรมการอิสระและประธานกรรมการ อย่างไรก็ตาม มีผู้หญิงเพียงคนเดียวใน BOD วาระการดำรงตำแหน่งของกรรมการเฉลี่ยคือ 2.56 ปี
- Accounting & Audit โดยทั่วไปจ่ายต่อการตรวจสอบ และโปร่งใส
- ธุรกิจของ TOP มีความผันผวนของกำไรสูงมากโดยธรรมชาติ และอยู่ในช่วงกลางของวัฏจักรการลงทุนหนักอันเนื่องมาจากโครงการพลังงานสะอาดใหม่ (CFP)

Source: Thanachart

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
Sales	247,913	345,496	491,591	428,902	389,795
Cost of sales	255,300	333,614	445,246	402,622	366,380
<b>Gross profit</b>	<b>(7,387)</b>	<b>11,882</b>	<b>46,345</b>	<b>26,279</b>	<b>23,415</b>
% gross margin	-3.0%	3.4%	9.4%	6.1%	6.0%
Selling & administration expenses	2,650	3,056	4,916	4,289	3,898
<b>Operating profit</b>	<b>(10,037)</b>	<b>8,826</b>	<b>41,429</b>	<b>21,990</b>	<b>19,517</b>
% operating margin	-4.0%	2.6%	8.4%	5.1%	5.0%
Depreciation & amortization	7,554	7,424	7,454	7,226	7,300
<b>EBITDA</b>	<b>(2,483)</b>	<b>16,250</b>	<b>48,883</b>	<b>29,216</b>	<b>26,818</b>
% EBITDA margin	-1.0%	4.7%	9.9%	6.8%	6.9%
Non-operating income	1,115	1,136	1,616	1,410	1,281
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(4,292)	(3,595)	(4,363)	(3,929)	(3,905)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(13,215)</b>	<b>6,367</b>	<b>38,682</b>	<b>19,471</b>	<b>16,894</b>
Income tax	(647)	2,034	7,841	3,934	3,561
<b>After-tax profit</b>	<b>(12,568)</b>	<b>4,333</b>	<b>30,841</b>	<b>15,537</b>	<b>13,333</b>
% net margin	-5.1%	1.3%	6.3%	3.6%	3.4%
Shares in affiliates' Earnings	2,566	1,675	(669)	1,165	1,780
Minority interests	(419)	(425)	(605)	(528)	(480)
Extraordinary items	7,120	6,995	9,648	(1,075)	(1,019)
<b>NET PROFIT</b>	<b>(3,301)</b>	<b>12,578</b>	<b>39,216</b>	<b>15,099</b>	<b>13,614</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(10,421)</b>	<b>5,583</b>	<b>29,568</b>	<b>16,174</b>	<b>14,633</b>
EPS (Bt)	(1.6)	6.1	18.6	6.8	6.1
Normalized EPS (Bt)	(5.1)	2.7	14.0	7.2	6.6

*We expect earnings to normalize at a higher base*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022F</b>	<b>2023F</b>	<b>2024F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	114,229	101,239	133,136	103,840	87,151
Cash & cash equivalent	71,354	29,696	50,000	30,000	20,000
Account receivables	12,702	23,415	29,902	26,089	23,710
Inventories	22,461	39,576	41,066	37,135	33,792
Others	7,712	8,552	12,168	10,617	9,649
Investments & loans	24,521	55,412	55,412	55,412	55,412
Net fixed assets	145,225	178,399	233,646	261,786	269,643
Other assets	22,213	27,094	30,768	29,906	29,556
<b>Total assets</b>	<b>306,188</b>	<b>362,144</b>	<b>452,962</b>	<b>450,944</b>	<b>441,761</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	28,620	38,476	73,187	34,795	33,431
Account payables	9,517	23,001	26,181	11,031	11,042
Bank overdraft & ST loans	713	929	1,076	1,134	1,056
Current LT debt	7,952	4,213	31,059	10,224	9,522
Others current liabilities	10,438	10,334	14,871	12,407	11,811
<b>Total LT debt</b>	<b>136,237</b>	<b>163,343</b>	<b>163,057</b>	<b>194,250</b>	<b>180,923</b>
Others LT liabilities	21,212	37,230	50,140	46,439	44,315
<b>Total liabilities</b>	<b>186,069</b>	<b>239,050</b>	<b>286,384</b>	<b>275,485</b>	<b>258,669</b>
Minority interest	3,889	2,213	2,818	3,346	3,825
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	20,400	20,400	22,323	22,323	22,323
Share premium	2,456	2,456	10,533	10,533	10,533
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>139,044</b>	<b>147,397</b>	<b>154,551</b>
Shareholders' equity	116,229	120,881	163,760	172,113	179,267
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>306,188</b>	<b>362,144</b>	<b>452,962</b>	<b>450,944</b>	<b>441,761</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(13,215)	6,367	38,682	19,471	16,894
Tax paid	871	(1,747)	(7,615)	(4,020)	(3,656)
Depreciation & amortization	7,554	7,424	7,454	7,226	7,300
Chg In working capital	2,096	(14,344)	(4,796)	(7,406)	5,732
Chg In other CA & CL / minorities	(1,806)	(7,818)	(4,337)	(4,463)	(2,526)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>(4,500)</b>	<b>(10,117)</b>	<b>29,387</b>	<b>10,808</b>	<b>23,745</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	23,747	1,389	2,479
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(27,385)</b>	<b>(42,602)</b>	<b>(39,453)</b>	<b>(34,477)</b>	<b>(13,178)</b>
Debt financing	27,070	18,988	26,707	10,415	(14,106)
Capital increase	0	0	10,000	0	0
Dividends paid	(1,020)	(2,652)	(6,001)	(6,746)	(6,461)
Warrants & other surplus	578	(5,274)	(336)	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>26,628</b>	<b>11,061</b>	<b>30,370</b>	<b>3,670</b>	<b>(20,567)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(50,720)</b>	<b>(50,716)</b>	<b>(33,313)</b>	<b>(24,558)</b>	<b>8,588</b>

*Capex on a declining trend over the next three years*

## VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	20.5	4.0	7.7	8.5
Normalized PE - at target price (x)	na	25.8	5.0	9.7	10.7
PE (x)	na	9.1	3.0	8.2	9.1
PE - at target price (x)	na	11.5	3.8	10.3	11.5
EV/EBITDA (x)	na	15.6	5.4	10.3	11.0
EV/EBITDA - at target price (x)	na	17.4	6.0	11.4	12.2
P/BV (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.9
P/CFO (x)	(25.4)	(11.3)	4.0	11.5	5.2
Price/sales (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	1.2	4.6	5.4	5.5	4.9
FCF Yield (%)	(44.4)	(44.4)	(28.5)	(19.8)	6.9
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(5.1)	2.7	14.0	7.2	6.6
EPS	(1.6)	6.1	18.6	6.8	6.1
DPS	0.7	2.6	3.0	3.0	2.7
BV/share	56.5	58.7	73.4	77.1	80.3
CFO/share	(2.2)	(4.9)	13.9	4.8	10.6
FCF/share	(24.6)	(24.6)	(15.8)	(11.0)	3.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see TOP's 0.7x 2023F P/BV as attractive*

## FINANCIAL RATIOS

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

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	(31.9)	39.4	42.3	(12.8)	(9.1)
Net profit (%)	na	na	211.8	(61.5)	(9.8)
EPS (%)	na	na	204.2	(63.6)	(9.8)
Normalized profit (%)	na	na	429.6	(45.3)	(9.5)
Normalized EPS (%)	na	na	416.8	(48.3)	(9.5)
Dividend payout ratio (%)	(43.3)	42.2	17.1	45.0	45.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	(3.0)	3.4	9.4	6.1	6.0
Operating margin (%)	(4.0)	2.6	8.4	5.1	5.0
EBITDA margin (%)	(1.0)	4.7	9.9	6.8	6.9
Net margin (%)	(5.1)	1.3	6.3	3.6	3.4
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.2	1.2	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	1.1	0.9	1.0	0.9
Interest coverage - EBIT (x)	na	2.5	9.5	5.6	5.0
Interest coverage - EBITDA (x)	na	4.5	11.2	7.4	6.9
ROA - using norm profit (%)	na	1.7	7.3	3.6	3.3
ROE - using norm profit (%)	na	4.7	20.8	9.6	8.3
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	3.7	21.7	9.3	7.6
- asset turnover (x)	0.8	1.0	1.2	0.9	0.9
- operating margin (%)	na	2.9	8.8	5.5	5.3
- leverage (x)	2.5	2.8	2.9	2.7	2.5
- interest burden (%)	148.1	63.9	89.9	83.2	81.2
- tax burden (%)	na	68.1	79.7	79.8	78.9
WACC (%)	7.7	7.7	7.7	7.7	7.7
ROIC (%)	(6.2)	3.2	12.7	5.7	4.4
NOPAT (Bt m)	(10,037)	6,007	33,032	17,547	15,404
invested capital (Bt m)	189,777	259,670	308,952	347,721	350,768

Sources: Company data, Thanachart estimates

**ESG Information - Third Party Terms**

www.Settrade.com

**SETTRADE:** You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

**SET THSI Index (SETTHSI)**

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

**Arabesque S-Ray®**

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

**Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100,** identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

**MSCI ESG Research LLC**

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, non of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

**The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)**

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

**S&P Global Market Intelligence**

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

**Moody's ESG Solutions**

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

#### Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information").

2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

**The Refinitiv ESG Information** is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

**CG Report** : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below	▲	N/A

## 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 74 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AMATA16C2212A, AOT16C2212A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2212A, BANPU16C2302A, BBL16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2303A, BH16C2212A, BH16C2212B, BLA16C2212A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, DTAC16C2212A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2212A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2212A, MTC16C2301A, PSL16C2212A, PTTEP16C2212A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2212A, SCGP16C2303A, SET5016P2303A, SET5016C2303A, SET5016C2212A, SET5016C2212B, SET5016C2212C, SET5016P2212A, SET5016P2212B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, TIDLOR16C2212A, TRUE16C2212A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PSL, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, SINGER, SPRC, TIDLOR, VGI, TRUE)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ 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 สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิวิเปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

**หมายเหตุ:** \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ 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 นิจารุณ, CFA  
Tel: 662-779-9199  
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

### Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์  
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, เติบเรอ

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, บันเทิง

รดา 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, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล  
Tel: 662-779-9115  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

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

### วิเคราะห์เทคนิค

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

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุ่ง  
Tel: 662-779-9123  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

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

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

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

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลั่งเปรมจิตต์  
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

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

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

### สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117  
sunset.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

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