BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 12.00 (From: Bt 16.00)

Upside : 30.4%

16 JANUARY 2023

Small Cap Research

Esso (Thailand) Pcl (ESSO TB)

ราคาเข้าซื้อกิจการต่ำไป

แม้ว่าแผนการเข้าซื้อกิจการ ESSO ของ BCP น่าจะเป็นปัจจัยกังวลที่ทำให้ราคาหุ้น ESSO อยู่ในระดับปัจจุบัน แต่เราให้มูลค่า ESSO ที่ 12 บาท เรามองว่ามูลค่าปัจจุบันเป็นระดับที่ต่ำสุดแล้ว โดยสามารถขึ้นไปได้ถึง 12 บาท ในกรณีที่ดีลไม่ผ่าน คงคำแนะนำ "ซื้อ"

YUPAPAN POLPORNPRASERT
662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Exxon มีแผนที่จะขายหุ้น ESSO

เชื่อว่าเป็นการตัดสินใจเชิงกลยุทธ์ ด้วย ExxonMobil Asia Holding มีแผนที่จะขายหุ้น ESSO ในสัดส่วน 66% ให้กับบมจ.บางจาก คอร์ปอเรชั่น (BCP, "ถือ") ที่ราคาเบื้องต้นที่ 8.8 บาท/หุ้น ซึ่งจะปรับตามผลการดำเนินงานใน 1H23 และข้อตกลงมีกำหนดจะแล้วเสร็จใน 2H23 หลังจากนั้น BCP คาดว่าจะทำคำเสนอซื้อหุ้น ESSO ราคาเบื้องต้นคิดเป็นเพียง 5.8 เท่า 2023F PE และ 1.1 เท่า P/BV ในปี 2023F ซึ่งดูต่ำไปสำหรับเรา

ราคาปัจจุบันต่ำกว่ามูลค่าพื้นฐาน

ESSO มีธุรกิจหลัก 2 ธุรกิจ ได้แก่ โรงกลั่นขนาด 174kbd และสถานีบริการน้ำมัน 780 แห่ง นอกจากนี้ยังผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ใช้วัตถุดิบตั้งต้นจากโรงกลั่น (Exhibit 3) เราประเมินมูลค่า ESSO ปีฐาน 2023F ที่ 12 บาท ซึ่งคิดเป็น PE ที่ 7.8 เท่า และ P/BV ที่ 1.5 เท่า บน ROE 19% เราประมาณการว่า EBITDA ปี 2023F มาโรงกลั่น 60% และสถานีบริการน้ำมัน 40% ที่ EV/EBITDA เฉลี่ยของบริษัทอื่นในกลุ่มที่ 5.6 เท่า สำหรับธุรกิจโรงกลั่น และ 9 เท่า สำหรับธุรกิจสถานีบริการน้ำมัน ESSO มีมูลค่าที่ 14.1 บาท แม้มีแนวโน้มว่าราคาหุ้นของ ESSO จะยังคงอยู่ในระดับต่ำจนกว่าข้อตกลงจะแล้วเสร็จ แต่เรามองว่ามูลค่าปัจจุบันเป็นระดับที่ต่ำสุดแล้ว และมี upside จากราคาเป้าหมายของเราหากข้อตกลงไม่สำเร็จ เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ESSO

ปรับลดประมาณการกำไร และราคาเป้าหมาย

หากไม่รวมดีลการเข้าซื้อกิจการ เราปรับลดประมาณการกำไรของ ESSO ลง 15/8% ในปี 2023-24F และปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 12 บาท (จาก 16 บาท) เราเห็นความเสี่ยงต่อค่ากำกลั่นที่สูงในตลาดมากขึ้นในปัจจุบัน เนื่องจากยุโรปมีการเตรียมการจัดหาพลังงานหลังการคว่ำบาตรรัสเซียที่ดีกว่าคาดมาก โควตาการส่งออกที่มากขึ้นของจีน และฤดูหนาวที่อบอุ่นในยุโรปก็มีส่วนทำให้ราคาพลังงานลดลงเช่นกัน เราปรับลดสมมติฐานค่ากำกลั่นของ ESSO เป็น US$6.8/6.7/6.0 ต่อบาร์เรล (จาก US$7.3/7.0) ในปี 2023-25F และสมมติฐานระยะยาวที่ US$5.2 (จาก US$5.7) ดูการปรับประมาณการกำไรใน Exhibit 8

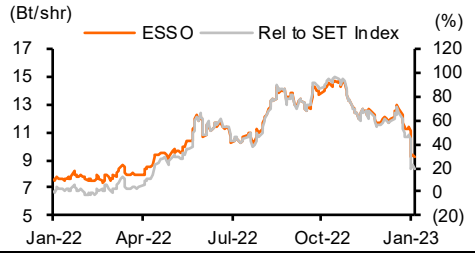
ตลาดยังคงค่อนข้างตึงตัว

แม้เราจะปรับลดสมมติฐานค่ากำกลั่นดังที่กล่าวข้างต้น แต่เรายังคงคาดว่าวัฏจักรการกลั่นจะยังคงตึงตัวในอีก 3 ปีข้างหน้า จากการคว่ำบาตรรัสเซียเป็นปัจจัยในระยะยาว สมมติฐานค่ากำกลั่นสิงคโปร์อ้างอิงของเราอยู่ที่ US$7.0/7.2/7.0 ต่อบาร์เรล (ปรับลดลง US$1.0 ต่อปี) ในปี 2023-25F และค่ากำกลั่นในระยะยาวอยู่ที่ US$6.6 (ลดลงจาก US$7.0) เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ผ่านมาที่ US$6.0 ตลาดที่คาดว่าจะตึงตัวนั้นเกิดจากประเด็นรัสเซีย และการเพิ่มกำลังการผลิตตามกำหนดซึ่งต่ำกว่าความต้องการที่เพิ่มขึ้นโดยเฉลี่ยในอีกสามปีข้างหน้า (Exhibit 13)

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	172,878	169,762	169,343	165,990
Net profit	4,443	10,275	5,311	4,488
Consensus NP	—	15,084	6,256	6,185
Diff frm cons (%)	—	*(31.9)*	*(15.1)*	*(27.4)*
Norm profit	(1,704)	10,275	5,311	5,315
Prev. Norm profit	—	9,927	6,252	5,760
Chg frm prev (%)	—	*3.5*	*(15.0)*	*(7.7)*
Norm EPS (Bt)	(0.5)	3.0	1.5	1.5
Norm EPS grw (%)	na	na	(48.3)	0.1
Norm PE (x)	na	3.1	6.0	6.0
EV/EBITDA (x)	27.2	3.1	4.9	4.6
P/BV (x)	1.7	1.2	1.1	1.0
Div yield (%)	0.0	12.9	8.3	7.0
ROE (%)	na	44.1	18.7	17.5
Net D/E (%)	146.7	62.2	47.7	33.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 16-Jan-23 (Bt)	9.20
Market Cap (US$ m)	965.5
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	34.0
Avg Daily Turnover (US$ m)	10.9
12M Price H/L (Bt)	14.70/7.40
Sector	Energy
Major Shareholder	ExxonMobil Int'l 65.99%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Thanachart Securities

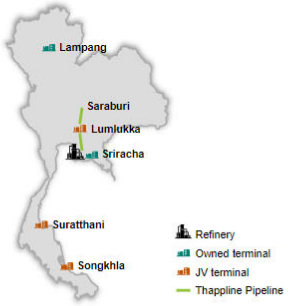
Ex 1: Overview Of ESSO's Business

Refinery

- **174 KBD** complex refinery with 43 KBD FCC
- Freehold land area **~800 rai**
- **Integrated chemical plants** with 500 KTA aromatics capacity
- Flexibility to handle a **wide range of crudes**
- **Well established crude receiving facilities** with environmental control units and utilities
- ExxonMobil's **world class technologies**

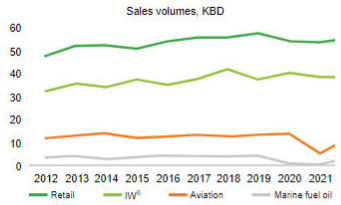
Midstream logistics

- **21%** interest in Thappline[1]
- **2 wholly owned terminals** – Sriracha and Lampang
- **3 JV terminals** – Lumlukka, Suratthani and Songkhla
- **7.06%** interest in BAFS[2]



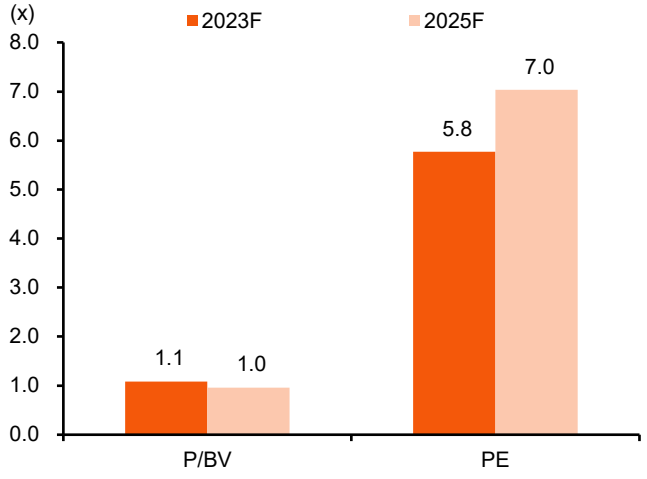
Marketing

- **700+ service stations**[3] in strategic locations
- **13% fuel retail market share by volume**[4] and **#2 market position** in premium fuels
- Strong position in commercial fuels: industrial and wholesale, marine fuel oil, asphalt, LPG and aviation
- Loyal customer base of **3.5mm+ members**[5] through the Esso Smiles Driver Rewards loyalty program



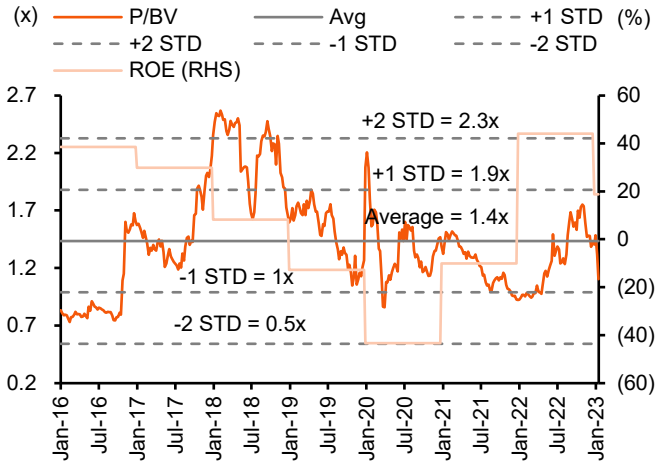
Source: Company data

Ex 2: Valuations At Bt8.8 Tentative Acquisition Price



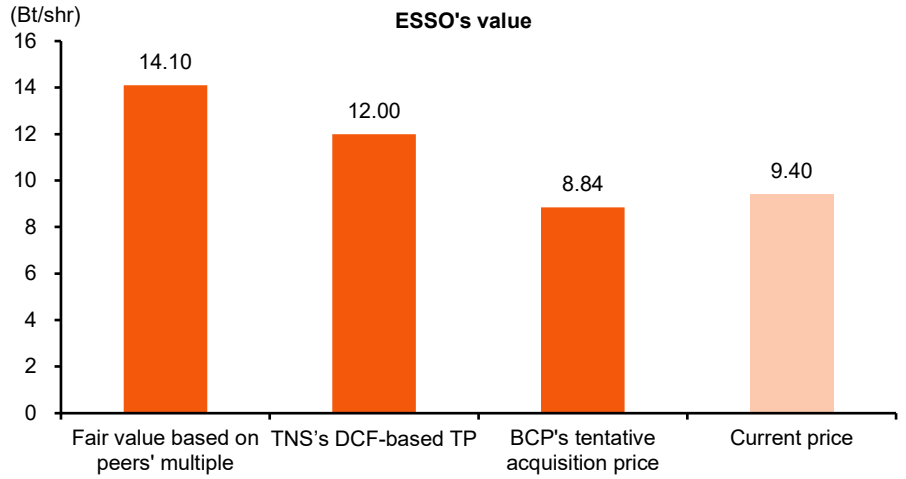
Source: Thanachart estimates

Ex 3: P/BV Band Vs. ROE



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 4: Estimated Fair Values Vs. Current Price



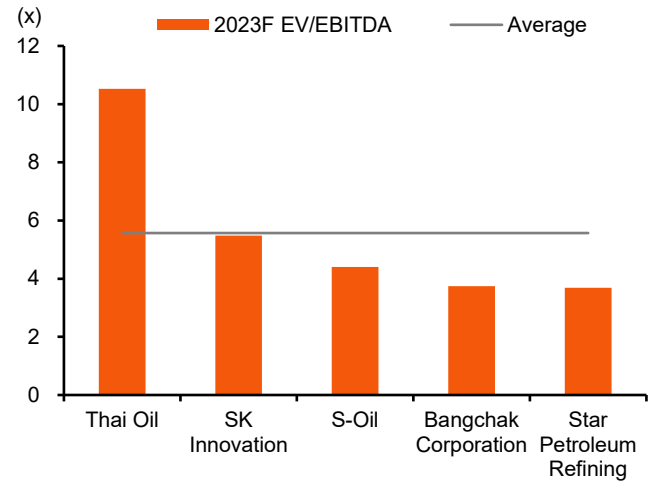
Sources: BCP, Thanachart estimates

Ex 5: Estimated ESSO Value Based On Peers' Multiples

(Bt m)	2023F EBITDA	EV/EBITDA (x)	Enterprise value
Refinery	5,897	5.6	33,023
Petrol stations	3,440	9.0	30,959
Total	**9,337**	**6.9**	**63,982**
- Net debt			(15,078)
Equity value			**48,904**
No. of shares (m)			3,461
Price per share (Bt)			**14.1**

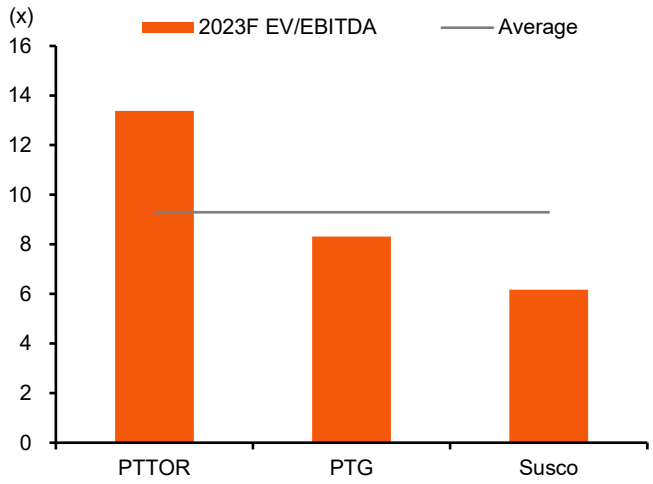
Source: Thanachart estimates

Ex 6: Refinery Peers' EV/EBITDA (2023F)



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: Petrol Station Peers' EV/EBITDA (2023F)



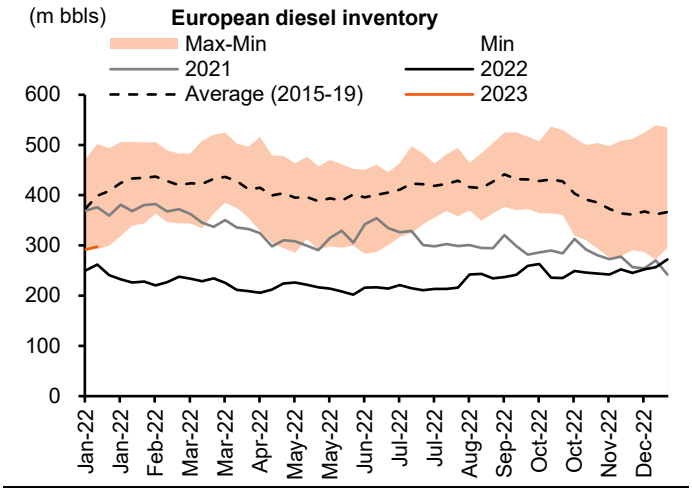
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 8: Earnings Revisions

	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F	2025F
ESSO's market GRM (US$/bbl)							
New	2.23	1.32	3.71	10.7	6.8	6.7	6.0
Old				10.7	7.3	7.0	na
Change (%)				*0.0*	*(6.9)*	*(4.5)*	*na*
Reported profit (Bt m)							
New	(3,066)	(7,911)	4,443	10,275	5,311	4,488	3,698
Old				11,687	5,242	4,934	na
Change (%)				*(12.1)*	*1.3*	*(9.0)*	*na*
Core profit (Bt m)							
New	(3,066)	(7,911)	(1,704)	10,273	5,304	5,306	4,349
Old				9,927	6,252	5,760	na
Change (%)				*3.5*	*(15.2)*	*(7.9)*	*na*

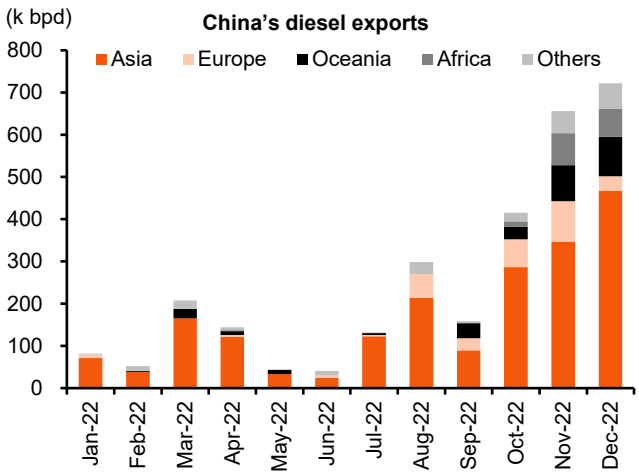
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: Diesel Inventory In Europe Is Improving



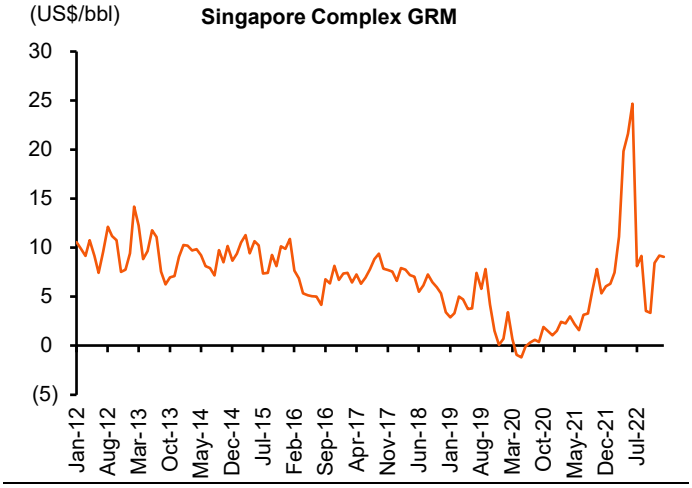
Source: Bloomberg

Ex 10: China, A Potential Supplier To The EU



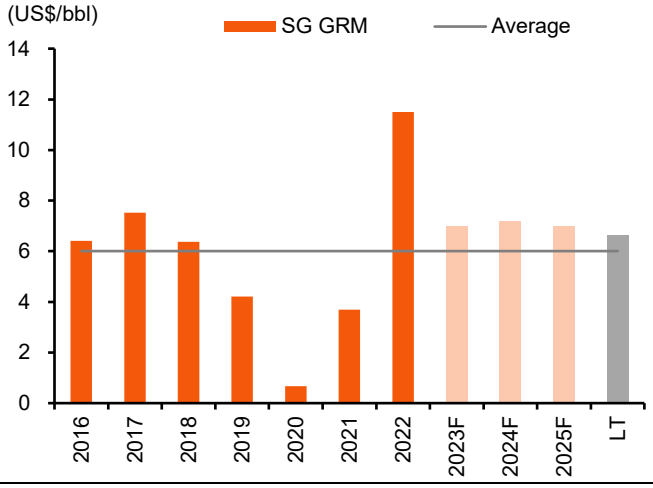
Source: Bloomberg

Ex 11: Singapore Complex GRM



Sources: TOP, Bloomberg; Thanachart estimates

Ex 12: Our Market GRM Forecasts



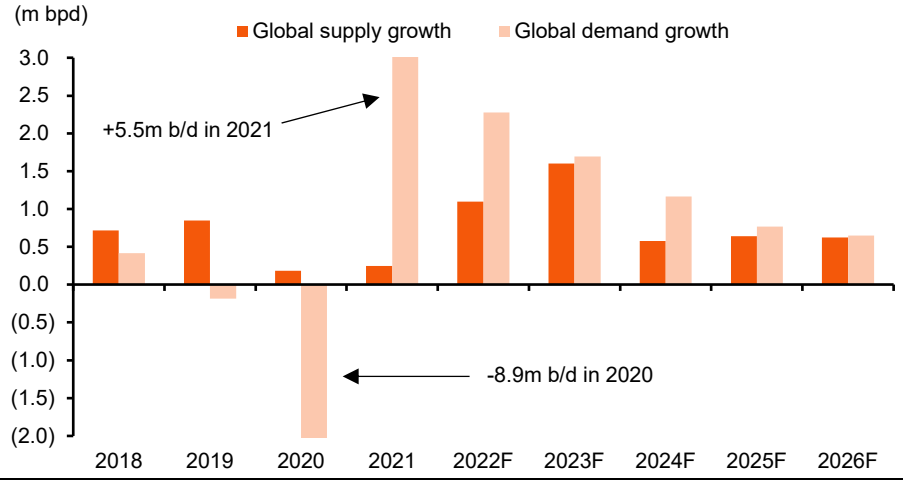
Sources: TOP, Thanachart estimates

Ex 13: Refined Product Spread Assumptions

				New (US$/bbl)				Old (US$/bbl)				Change (US$/bbl)			
	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	LT	2023F	2024F	2025F	LT	2023F	2024F	2025F	LT
(US$/bbl)															
Gasoline-Dubai	4.4	11.0	17.8	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	-	-	-	-
Diesel-Dubai	6.2	6.7	34.3	23.0	20.0	19.0	16.0	29.0	26.0	26.0	19.0	*(6.0)*	*(6.0)*	*(7.0)*	*(3.0)*
Jet-Dubai	2.6	5.8	30.3	23.0	20.0	19.0	16.0	27.0	24.0	24.0	19.0	*(4.0)*	*(4.0)*	*(5.0)*	*(3.0)*
HSFO-Dubai	(3.0)	(4.9)	(14.1)	(10.0)	(8.0)	(8.0)	(5.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(8.0)	-	*2.0*	*2.0*	*3.0*
SG GRM	**0.7**	**3.1**	**11.5**	**7.0**	**7.2**	**7.0**	**6.6**	**7.9**	**8.0**	**8.3**	**7.0**	***(0.9)***	***(0.8)***	***(1.3)***	***(0.4)***

Sources: TOP, Thanachart estimates

Ex 14: A Tight Supply-Demand Outlook



Sources: TOP; Thanachart estimates

Ex 15: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)		2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA + dividend		9,337	9,174	8,058	8,774	7,915	7,056	6,197	6,268	6,340	6,411	6,482	
Free cash flow		5,784	6,698	5,286	5,888	5,088	4,415	3,743	3,890	3,963	4,035	4,107	60,488
PV of free cash flow		5,356	5,741	4,142	4,253	3,388	2,710	2,118	2,030	1,835	1,715	1,603	23,608
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
WACC (%)	8.0												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	58,500												
Net debt (2022F)	17,054												
Minority interest	8												
Equity value	41,438												
# of shares (m)	3,461												
Equity value/share (Bt)	**12.0**												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 16: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth 22F (%)	EPS Growth 23F (%)	PE 22F (x)	PE 23F (x)	P/BV 22F (x)	P/BV 23F (x)	EV/EBITDA 22F (x)	EV/EBITDA 23F (x)	Div. Yield 22F (%)	Div. Yield 23F (%)	ROE 22F (%)	ROE 23F (%)
PetroChina	857 HK	China	52.8	(12.7)	5.0	5.8	0.5	0.5	2.9	2.9	9.1	7.7	10.6	8.6
Sinopec	386 HK	China	(0.8)	(2.2)	6.8	6.9	0.6	0.6	3.5	3.5	9.3	9.0	9.1	8.6
Average			**26.0**	**(7.5)**	**5.9**	**6.4**	**0.6**	**0.5**	**3.2**	**3.2**	**9.2**	**8.4**	**9.8**	**8.6**
SK Innovation	096770	S.Korea	na	(24.1)	5.8	7.6	0.7	0.6	4.4	5.7	2.5	2.1	13.3	8.6
S-Oil	010950	S.Korea	58.4	(30.0)	4.2	5.9	1.1	1.0	3.2	4.8	7.7	5.4	29.7	18.5
Average			**58.4**	**(27.0)**	**5.0**	**6.8**	**0.9**	**0.8**	**3.8**	**5.3**	**5.1**	**3.8**	**21.5**	**13.5**
Reliance Industries	RIL IB	India	31.2	18.6	26.9	22.7	2.1	1.9	17.7	13.8	0.3	0.4	8.0	8.5
Indian Oil	IOCL IB	India	65.8	(60.9)	4.6	11.8	0.9	0.9	6.0	9.8	9.3	4.2	19.3	7.4
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	(0.3)	(82.1)	7.5	41.8	1.4	1.3	9.0	15.0	7.3	1.6	18.8	5.9
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	(12.6)	(86.5)	5.3	39.4	0.8	1.0	9.4	na	7.0	2.7	17.2	na
Average			**21.0**	**(52.7)**	**11.1**	**28.9**	**1.3**	**1.3**	**10.5**	**12.9**	**6.0**	**2.2**	**15.8**	**7.3**
Marathon Petroleum	MPC US	USA	na	(38.2)	4.8	7.7	2.2	2.0	3.4	5.3	2.1	2.4	44.9	22.2
Valero	VLO US	USA	na	(35.9)	4.9	7.6	2.2	1.9	3.5	5.3	2.9	3.0	50.8	27.5
Phillips 66	PSX US	USA	na	(25.6)	5.3	7.1	1.6	1.5	4.1	5.8	3.7	3.8	40.2	21.5
PBF Energy'	PBF US	USA	na	(58.5)	1.7	4.0	1.0	0.9	1.4	2.8	0.5	1.8	na	27.0
Delek	DK US	USA	na	(35.1)	4.1	6.3	1.5	1.4	3.2	4.0	2.5	3.4	42.7	21.4
Average			**na**	**(38.6)**	**4.1**	**6.6**	**1.7**	**1.5**	**3.1**	**4.6**	**2.3**	**2.9**	**44.7**	**23.9**
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	211.0	(50.4)	3.6	7.3	0.8	0.7	2.9	5.3	4.8	4.1	23.8	10.3
ESSO (Thailand) *	ESSO TB *	Thailand	na	(48.3)	3.1	6.0	1.2	1.1	3.1	4.9	12.9	8.3	44.1	18.7
Star Petroleum Refining	SPRC TB *	Thailand	na	(34.4)	5.0	7.7	1.1	1.1	3.4	4.0	11.4	6.5	24.4	14.5
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	416.8	(48.3)	4.0	7.8	0.8	0.7	5.4	10.3	5.3	5.4	20.8	9.6
Average			**313.9**	**(45.4)**	**3.9**	**7.2**	**1.0**	**0.9**	**3.7**	**6.1**	**8.6**	**6.1**	**28.3**	**13.3**
Total Average			**104.8**	**(34.2)**	**6.0**	**11.2**	**1.1**	**1.0**	**4.9**	**6.4**	**6.2**	**4.7**	**24.0**	**13.3**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 16 January 2023 closing prices

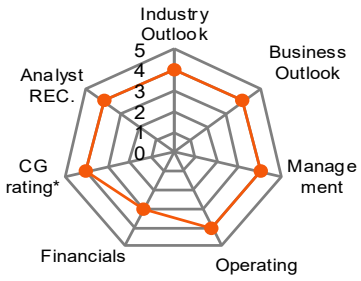
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- ข้อได้เปรียบด้านการถ่ายโอนเทคโนโลยีการจัดหาน้ำมันดิบจาก Exxon ซึ่งเป็นบริษัทแม่
-

W — Weakness

- นโยบายของบริษัทแม่ที่เฉื่อยชาจำกัดโอกาสในการเติบโต
- มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสุทธิที่สูงกว่าของคู่แข่ง
- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายดายกว่าราคาขายส่งผ่านทางการควบคุม marketing margin

O — Opportunity

- มีการเติบโตได้ตามอุตสาหกรรม แต่เป็นการเติบโตแบบจำกัดในมุมมองของเรา

T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ความเสี่ยงด้านกฎหมาย เนื่องจากมีความกังวลในเรื่องโลกร้อนมากขึ้น

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	13.32	12.00	-10%
Net profit 22F (Bt m)	15,084	10,275	-32%
Net profit 23F (Bt m)	6,256	5,311	-15%
Consensus REC	**BUY: 2**	**HOLD: 3**	**SELL: 2**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี 2023F ของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐาน GRM ที่ระมัดระวังมากขึ้น
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลทางลบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ ESSO และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

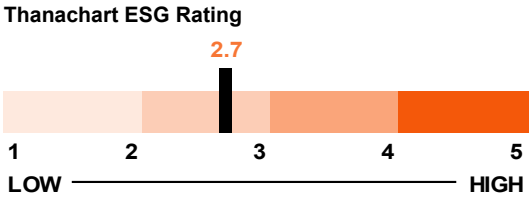
ESSO

Esso (Thailand) Pcl

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

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



	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	-	-	-	-	**46.07**	**39.95**	**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 – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ ESSO เป็นโรงกลั่นไทยที่มีระดับความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซคาร์บอนต่ำที่สุดเป็นอันดับสองในกลุ่มฯ ที่ 161 kg./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 280 kg./BOE อย่างไรก็ตาม เรายังคงให้คะแนน ESG ต่ำสุดที่ 2.7 เนื่องจากล้าหลังกว่าคู่แข่งในการกำหนดเป้าหมายและแผนที่ชัดเจนต่อประเด็น 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 และไม่น่าจะลงทุนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมขนาดใหญ่เว้นแต่ไทยจะมีนโยบายเกี่ยวกับการกำหนดราคาคาร์บอนที่ชัดเจนขึ้น
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% นอกจากนี้ยังมีการตรวจสุขภาพประจำปี 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 ดำเนินการอย่างอิสระและผลิตภัณฑ์ที่ซื้อจะขึ้นอยู่กับราคาตลาด ▪ เราเห็นโอกาสในการปรับปรุงในแง่ของการเปิดเผยข้อมูล เมื่อเทียบกับบริษัทคู่แข่งในกลุ่มโรงกลั่น เรามองว่า ESSO มีการเปิดเผยข้อมูลต่ำที่สุด ▪ มีความผันผวนของกำไรอยู่ในระดับสูงตามลักษณะของธุรกิจที่ต้องเผชิญกับความผันผวนของราคาน้ำมัน และค่าการกลั่น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ต่ำ และข้อกำหนดด้านเงินลงทุนที่จำกัดส่วนใหญ่สำหรับธุรกิจสถานีบริการน้ำมันและการซ่อมบำรุงโรงกลั่น

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	126,672	172,878	169,762	169,343	165,990
Cost of sales	131,408	168,408	152,082	157,968	154,947
Gross profit	**(4,736)**	**4,471**	**17,681**	**11,375**	**11,042**
% gross margin	-3.7%	2.6%	10.4%	6.7%	6.7%
Selling & administration expenses	5,217	5,068	4,976	4,964	4,866
Operating profit	**(9,953)**	**(597)**	**12,704**	**6,411**	**6,177**
% operating margin	-7.9%	-0.3%	7.5%	3.8%	3.7%
Depreciation & amortization	2,568	2,808	2,855	2,926	2,997
EBITDA	**(7,385)**	**2,210**	**15,559**	**9,337**	**9,174**
% EBITDA margin	-5.8%	1.3%	9.2%	5.5%	5.5%
Non-operating income	70	29	70	71	71
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(360)	(311)	(313)	(226)	(193)
Pre-tax profit	**(10,243)**	**(879)**	**12,461**	**6,256**	**6,054**
Income tax	(2,048)	1,051	2,569	1,328	1,122
After-tax profit	**(8,195)**	**(1,930)**	**9,892**	**4,928**	**4,932**
% net margin	-6.5%	-1.1%	5.8%	2.9%	3.0%
Shares in affiliates' Earnings	285	227	384	384	384
Minority interests	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Extraordinary items	0	6,147	0	0	(826)
NET PROFIT	**(7,911)**	**4,443**	**10,275**	**5,311**	**4,488**
Normalized profit	**(7,911)**	**(1,704)**	**10,275**	**5,311**	**5,315**
EPS (Bt)	(2.3)	1.3	3.0	1.5	1.3
Normalized EPS (Bt)	(2.3)	(0.5)	3.0	1.5	1.5

Core profit likely to remain elevated despite coming off the high base in 2022F

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	22,921	33,784	33,905	34,528	33,915
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	17,621	17,284
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	22,651	21,525	20,328
Other assets	8,058	8,109	8,041	8,031	7,958
Total assets	**61,378**	**70,055**	**69,053**	**68,540**	**66,656**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	35,446	42,008	32,822	30,809	27,423
Account payables	4,452	5,117	4,621	4,800	4,708
Bank overdraft & ST loans	16,703	19,323	13,367	11,324	8,956
Current LT debt	5,167	5,667	3,920	3,321	2,627
Others current liabilities	9,125	11,900	10,913	11,363	11,132
Total LT debt	**6,333**	**3,999**	**2,767**	**2,344**	**1,854**
Others LT liabilities	5,239	4,839	6,036	6,030	5,982
Total liabilities	**47,019**	**50,846**	**41,624**	**39,182**	**35,260**
Minority interest	7	7	8	9	10
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
Share premium	4,032	4,032	4,032	4,032	4,032
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	325	731	731	731	731
Retained earnings	**(7,080)**	**(2,637)**	**5,583**	**7,511**	**9,550**
Shareholders' equity	14,352	19,201	27,421	29,349	31,387
Liabilities & equity	**61,378**	**70,055**	**69,053**	**68,540**	**66,656**

With low capex, higher profit should improve its balance sheet

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	(10,243)	(879)	12,461	6,256	6,054
Tax paid	2,048	(1,051)	(2,569)	(1,328)	(1,122)
Depreciation & amortization	2,568	2,808	2,855	2,926	2,997
Chg In w orking capital	6,754	(8,064)	1,472	(458)	404
Chg In other CA & CL / minorities	2,269	1,436	(494)	848	270
Cash flow from operations	**3,394**	**(5,751)**	**13,724**	**8,244**	**8,603**
Capex	(1,718)	(1,763)	(1,800)	(1,800)	(1,800)
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	1,265	3	(800)
Cash flow from investments	**(4,821)**	**5,098**	**(535)**	**(1,797)**	**(2,600)**
Debt financing	1,259	787	(8,936)	(3,064)	(3,553)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1)	(1)	(2,055)	(3,383)	(2,450)
Warrants & other surplus	153	406	0	0	0
Cash flow from financing	**1,411**	**1,193**	**(10,991)**	**(6,447)**	**(6,003)**
Free cash flow	**1,676**	**(7,514)**	**11,924**	**6,444**	**6,803**

We think ESSO's valuation looks attractive, at 1.1x 2023F P/BV

With low capex and strong cashflow, we expect ESSO to offer decent yields

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	na	na	3.1	6.0	6.0
Normalized PE - at target price (x)	na	na	4.0	7.8	7.8
PE (x)	na	7.2	3.1	6.0	7.1
PE - at target price (x)	na	9.3	4.0	7.8	9.3
EV/EBITDA (x)	na	27.2	3.1	4.9	4.6
EV/EBITDA - at target price (x)	na	31.5	3.8	5.9	5.7
P/BV (x)	2.2	1.7	1.2	1.1	1.0
P/BV - at target price (x)	2.9	2.2	1.5	1.4	1.3
P/CFO (x)	9.4	(5.5)	2.3	3.9	3.7
Price/sales (x)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	0.0	0.0	12.9	8.3	7.0
FCF Yield (%)	5.3	(23.6)	37.5	20.2	21.4
(Bt)					
Normalized EPS	(2.3)	(0.5)	3.0	1.5	1.5
EPS	(2.3)	1.3	3.0	1.5	1.3
DPS	0.0	0.0	1.2	0.8	0.6
BV/share	4.1	5.5	7.9	8.5	9.1
CFO/share	1.0	(1.7)	4.0	2.4	2.5
FCF/share	0.5	(2.2)	3.4	1.9	2.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net gearing to improve over the next few years

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(25.2)	36.5	(1.8)	(0.2)	(2.0)
Net profit (%)	na	na	131.2	(48.3)	(15.5)
EPS (%)	na	na	131.2	(48.3)	(15.5)
Normalized profit (%)	na	na	na	(48.3)	0.1
Normalized EPS (%)	na	na	na	(48.3)	0.1
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	40.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(3.7)	2.6	10.4	6.7	6.7
Operating margin (%)	(7.9)	(0.3)	7.5	3.8	3.7
EBITDA margin (%)	(5.8)	1.3	9.2	5.5	5.5
Net margin (%)	(6.5)	(1.1)	5.8	2.9	3.0
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	40.6	28.4	32.0
Interest coverage - EBITDA (x)	na	7.1	49.7	41.3	47.5
ROA - using norm profit (%)	na	na	14.8	7.7	7.9
ROE - using norm profit (%)	na	na	44.1	18.7	17.5
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	42.4	17.4	16.2
- asset turnover (x)	2.0	2.6	2.4	2.5	2.5
- operating margin (%)	na	na	7.5	3.8	3.8
- leverage (x)	3.5	3.9	3.0	2.4	2.2
- interest burden (%)	103.6	154.7	97.5	96.5	96.9
- tax burden (%)	na	na	79.4	78.8	81.5
WACC (%)	8.0	8.0	8.0	8.0	8.0
ROIC (%)	(20.4)	(1.4)	21.3	11.4	11.6
NOPAT (Bt m)	(9,953)	(597)	10,085	5,050	5,032
invested capital (Bt m)	42,293	47,389	44,474	43,338	41,824

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 redisseminated 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	**LAGGARD:** A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	**AVERAGE :** A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	**LEADER:** 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.

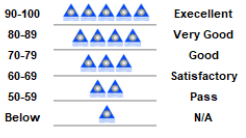
MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.
All information contained herein is obtained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



Disclaimers

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

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

Recommendation Structure:

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

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

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 60 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DELTA16C2305A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2305A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2305A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DELTA, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL. SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จากัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จากัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทุนธนชาต จากัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จากัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

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

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

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

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

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

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