Thailand Energy Sector

ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง

Sector Valuation			Current	Target	Market	Norm EPS grw		— Norm PE —		— P/BV —		— Div. yield —	
Company	BBG Code	Rec.	price (Bt)	price (Bt)	Cap (US$ m)	2024F (%)	2025F (%)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (x)	2025F (x)	2024F (%)	2025F (%)
Bangchak Corporation	BCP TB	BUY	33.75	40.00	1,371	(48.3)	69.9	9.3	5.5	0.6	0.6	1.6	4.1
Bangchak Sriracha	BSRC TB	HOLD	7.20	7.00	735	11.7	(7.0)	8.8	9.5	0.9	0.8	2.5	3.7
IRPC Pcl	IRPC TB	SELL	1.52	1.20	916	na	na	na	na	0.4	0.4	0.0	0.0
Indorama Ventures	IVL TB	BUY	25.75	29.00	4,264	298.1	28.1	22.7	17.7	1.0	0.9	0.0	1.7
PTT Pcl	PTT TB	BUY	33.75	38.00	28,435	0.7	(3.8)	9.6	10.0	0.8	0.8	5.9	5.9
PTT Exploration	PTTEP TB	BUY	126.50	150.00	14,813	(6.1)	(13.7)	6.8	7.9	0.9	0.9	7.5	7.1
PTT Global Chemical	PTTGC TB	SELL	26.50	23.00	3,524	na	na	na	24.1	0.4	0.4	2.8	1.5
Siam Cement Pcl	SCC TB	SELL	209.00	175.00	7,398	(44.9)	76.8	30.4	17.2	0.7	0.7	1.6	2.9
Star Petroleum	SPRC TB	SELL	6.70	5.90	857	na	(1.1)	9.1	9.1	0.7	0.7	3.4	2.9
Thai Oil Pcl	TOP TB	SELL	41.50	39.00	2,734	(41.5)	(16.6)	5.8	6.9	0.5	0.5	3.7	4.8

Source: Thanachart estimates, Based on 1 November 2024 closing prices

เราปรับลดน้ำหนักลงทุนกลุ่มพลังงานไทยเป็น "UNDERWEIGHT" และเห็นความอ่อนแอทั้ง "cyclical cycle" เนื่องจากรอบการผลิตที่ยืดเยื้อ และ "structural cycle" เนื่องจากจีนกลายเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำกว่า BCP เป็นหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มฯ

ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง

เราปรับลดน้ำหนักลงทุนกลุ่มพลังงานไทยเป็น "UNDERWEIGHT" เนื่องจาก 1) เราเห็นรอบการเติบโตขาลงกลุ่มฯ จากทั้งอุตสาหกรรมต้นน้ำและปลายน้ำ 2) จีนกลายเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำกว่า ซึ่งจะส่งผลให้เกิดการลดลงของเสปรดในระยะยาวสำหรับผู้ผลิตที่มีต้นทุนสูงอย่างไทย 3) ไทยกำลังสูญเสียความสามารถในการแข่งขันทั้งในด้านขนาดและต้นทุน ซึ่งจำกัดศักยภาพในการขยายกำลังการผลิตในระยะยาว และ 4) ด้วยสมมติฐานกำไรใหม่ของเราใน Exhibit 18 เรามีมุมมองที่เป็นลบต่อแนวโน้มของกลุ่มฯ และมองว่ามูลค่าที่ต่ำ โดยเฉพาะ P/BV นั้นสมเหตุสมผลกลุ่มฯ ไม่ถือว่าถูกเมื่อพิจารณาจาก PE

ผลกระทบจากจีน

ในกลุ่มอุตสาหกรรมปิโตรเคมี จีนเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลให้เกิดวัฏจักรขาลง เนื่องจากมีรอบการผลิตขนาดใหญ่ ในขณะที่ความต้องการอยู่ในระดับต่ำ และทำให้โครงสร้างอ่อนแอลง เนื่องจากมีขนาดที่ใหญ่กว่าและต้นทุนที่ต่ำกว่า เราปรับลดสมมติฐาน petrochemical spread ลงทั้งในระยะสั้นและระยะยาว มาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจที่อาจเกิดขึ้นในจีนอาจช่วยเสริมความเชื่อมั่น แต่ผลกระทบยังคงจำกัดสำหรับตลาดน้ำมันและก๊าซและการกลั่น เนื่องจากแนวโน้มการเติบโตของความต้องการในจีนที่ชะลอตัวลง เราจึงปรับลดสมมติฐานราคาน้ำมันและค่าการกลั่นลง ดูสมมติฐานของเราใน Exhibit 18

ไม่ถูกอย่างที่เห็น

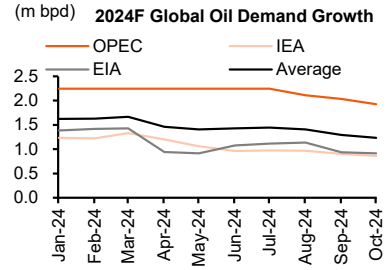
เรามองว่ากลุ่มพลังงานไทย ที่ซื้อขายที่ P/BV เฉลี่ยที่ 0.7 เท่าในปี 2025F นั้นไม่น่าสนใจ มูลค่าที่ต่ำดูเหมือนจะสมเหตุสมผลจากปัจจัยพื้นฐานที่อ่อนแอลง โดย ROE ของกลุ่มเฉลี่ยอยู่ที่เพียง 6.5% ในปี 2025F แม้จะซื้อขายที่ P/BV ที่ต่ำ แต่กลุ่มฯ ดูแพงเมื่อพิจารณาจาก PE ที่ 12.8/12 เท่า ในปี 2024-25F เราคาดว่ากำไรของกลุ่มฯ จะเติบโตที่ -8/2.5/6.9% ในปี 2024-26F

BCP เป็น Sector Pick ของเรา

ด้วยแนวโน้มอุตสาหกรรมที่ท้าทายในปี 2025F Top Sector Pick ของเรา คือ BCP เนื่องจากมีมูลค่าที่ถูก เห็นกำไรที่ชัดเจนดี และการเติบโตจากโครงการ SAF เราแนะนำ "ซื้อ" IVL จากกำไรที่ดีขึ้นจากการจัดการสินทรัพย์ และแนะนำ "ซื้อ" PTT และ PTTEP เนื่องจากกำไรที่แข็งแกร่งและปันผลที่สูง สำหรับโรงกลั่น หลังจากที่เราปรับลดคำแนะนำ TOP เราปรับลดคำแนะนำ SPRC เป็น "ขาย" และ BSRC เป็น "ถือ" ส่วนกลุ่มปิโตรเคมี เราปรับลดคำแนะนำ SCC เป็น "ขาย" และยังคงคำแนะนำ "ขาย" PTTGC และ IRPC

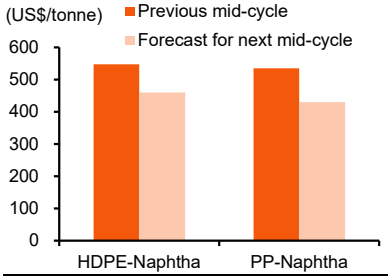
YUPAPAN POLPORNPRASERT
662-779-9119
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Oil Demand Growth Downgrade



Source: Bloomberg

Forecast for next mid-cycle



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Note: We use HDPE and PP over naphtha spreads in 2014-24 as the mid-cycle level in the previous upcycle compared to our mid-cycle assumptions in 2025-35F

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

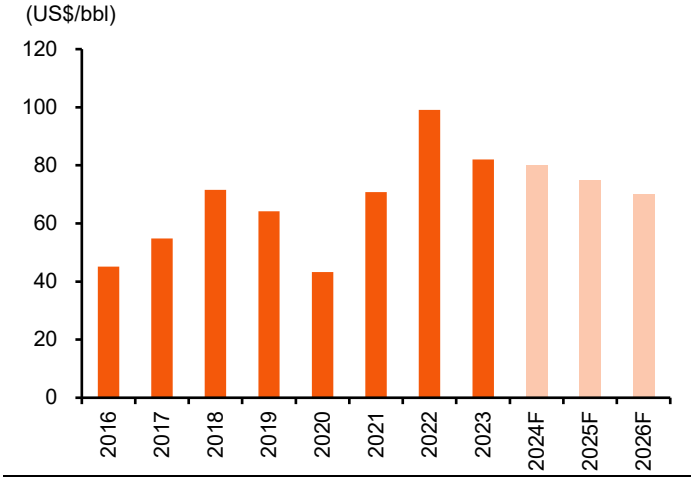
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด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

Ex 1: Energy Sector's Valuation Table

	Rating		Current price	*Target price*	*Upside/ downside*	Norm EPS grw 24F	Norm EPS grw 25F	Norm PE 24F	Norm PE 25F	EV/EBITDA 24F	EV/EBITDA 25F	— P/BV — 24F	— P/BV — 25F	— Yield — 24F	— Yield — 25F	— ROE — 24F	— ROE — 25F
	Old	New	(Bt)	(Bt)	*(%)*	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BCP	BUY	BUY	33.75	40.00	*18.5*	(48.3)	69.9	9.3	5.5	4.5	4.1	0.6	0.6	1.6	4.1	6.9	11.1
BSRC	BUY	HOLD	7.20	7.00	*(2.8)*	11.7	(7.0)	8.8	9.5	5.3	5.0	0.9	0.8	2.5	3.7	10.0	8.9
SPRC	BUY	SELL	6.70	5.90	*(11.9)*	na	(1.1)	9.1	9.1	5.2	5.2	0.7	0.7	3.4	2.9	8.5	7.9
TOP	SELL	SELL	41.50	39.00	*(6.0)*	(41.5)	(16.6)	5.8	6.9	7.8	9.1	0.5	0.5	3.7	4.8	9.6	7.7
PTT	SELL	BUY	33.75	38.00	*12.6*	0.7	(3.8)	9.6	10.0	4.4	4.1	0.8	0.8	5.9	5.9	8.9	8.3
PTTEP	BUY	BUY	126.50	150.00	*18.6*	(6.1)	(13.7)	6.8	7.9	2.1	2.4	0.9	0.9	7.5	7.1	14.2	11.4
PTTGC	SELL	SELL	26.50	23.00	*(13.2)*	na	na	na	24.1	11.8	9.2	0.4	0.4	2.8	1.5	(1.3)	1.8
SCC	BUY	SELL	209.00	175.00	*(16.3)*	(44.9)	76.8	30.4	17.2	24.0	12.1	0.7	0.7	1.6	2.9	2.3	3.9
IVL	BUY	BUY	25.75	29.00	*12.6*	298.1	28.1	22.7	17.7	7.4	6.7	1.0	0.9	0.0	1.7	4.5	5.8
IRPC	SELL	SELL	1.52	1.20	*(21.1)*	na	na	na	na	20.2	15.2	0.4	0.4	0.0	0.0	(4.1)	(2.0)
Average						**24.3**	**16.6**	**12.8**	**12.0**	**9.2**	**7.3**	**0.7**	**0.7**	**2.9**	**3.5**	**5.9**	**6.5**

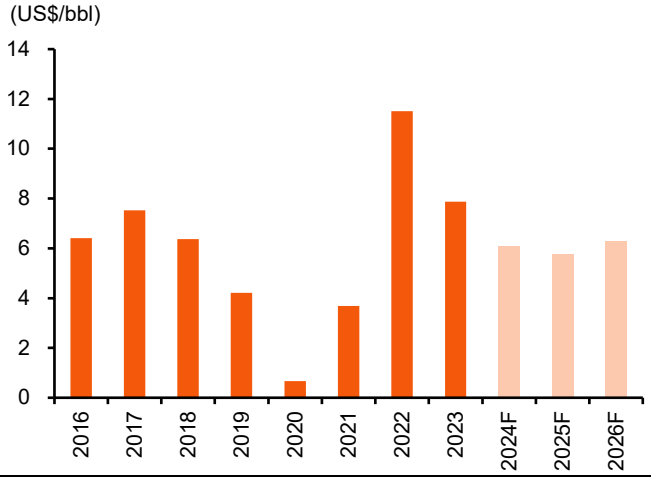
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Oil Prices Are Range Bound



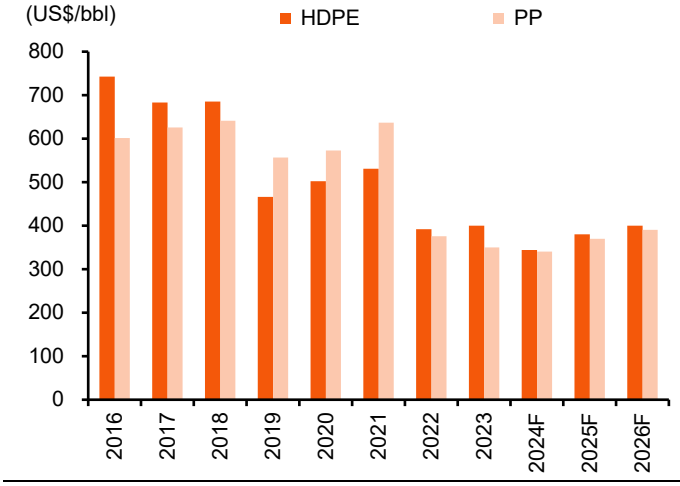
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 3: Disappointing Singapore GRM



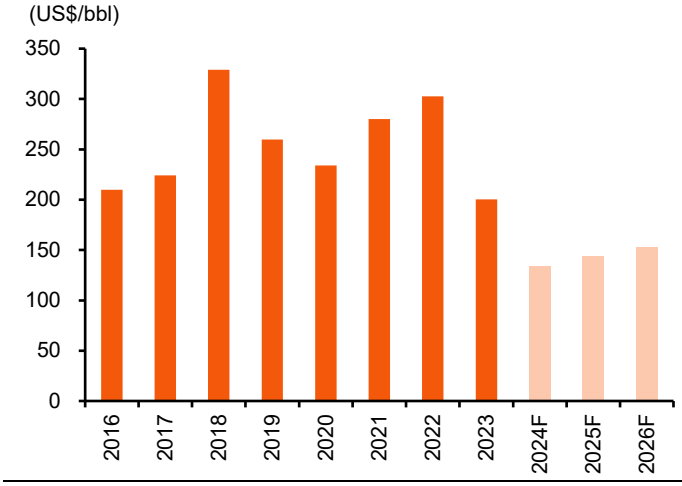
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Dragging Out Of Petrochemical Downcycle



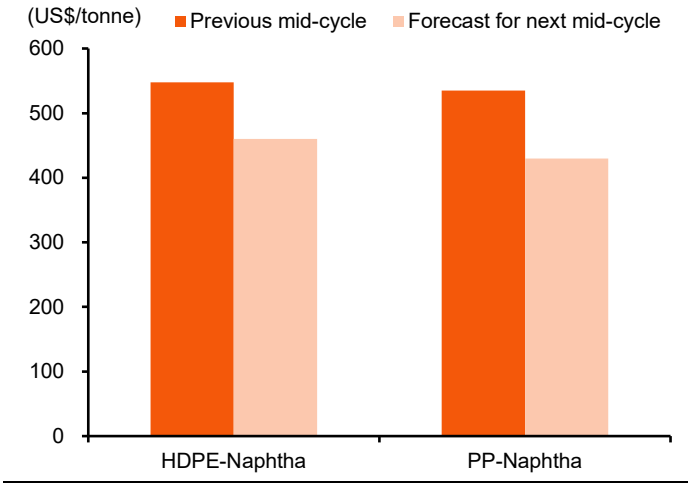
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: PET Also In A Downcycle



Sources: IVL, Thanachart estimates

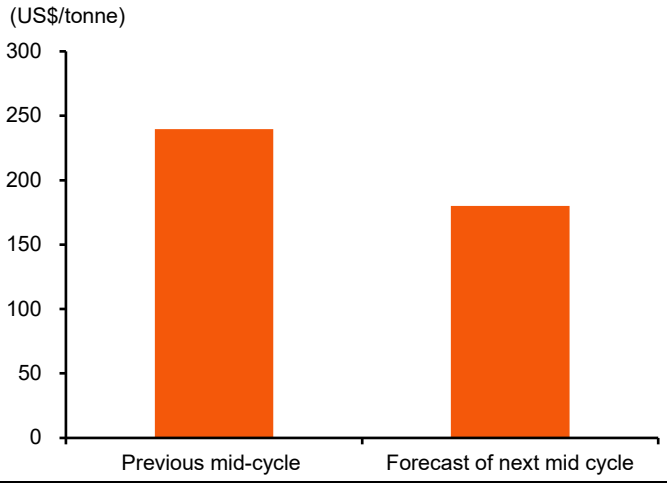
Ex 6: Mid-cycle Spreads To Be Lower



Sources: Bloomberg; Thanachart estimates

Note: We use HDPE and PP over naphtha spreads in 2014-24 as the mid-cycle level in the previous upcycle compared to our mid-cycle assumptions in 2025-35F.

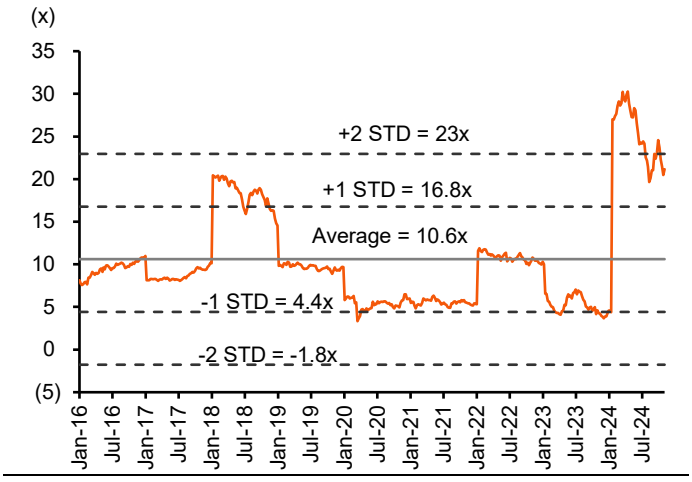
Ex 7: Less Bearish For PET



Sources: IVL, Thanachart estimates

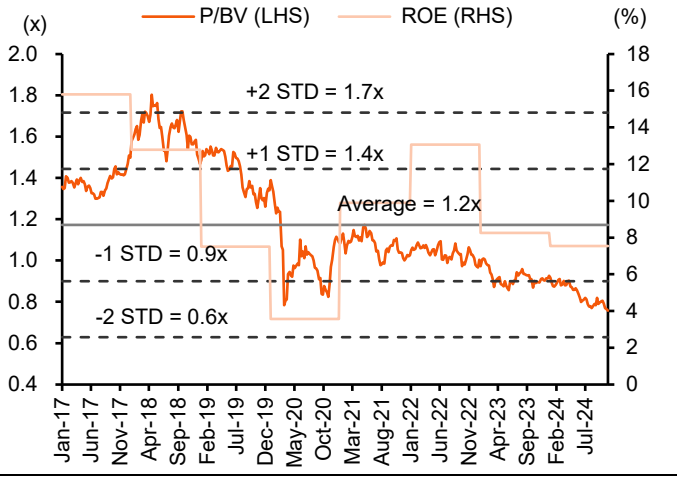
Note: We use IVL's integrated PET Asia spread in 2014-24 as the mid-cycle level in the previous upcycle compared to our mid-cycle assumptions in 2025-35F.

Ex 8: Sector PE



Sources: Bloomberg; Company data, Thanachart estimates

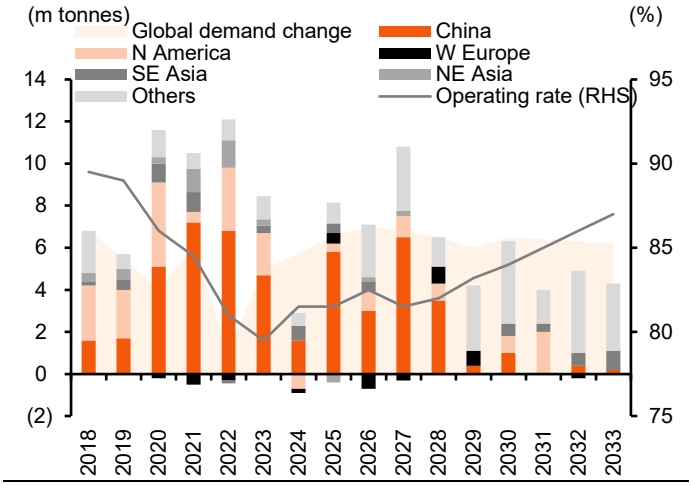
Ex 9: Low P/BV Justified With Low Sector ROE



Sources: Bloomberg; Company data, Thanachart estimates

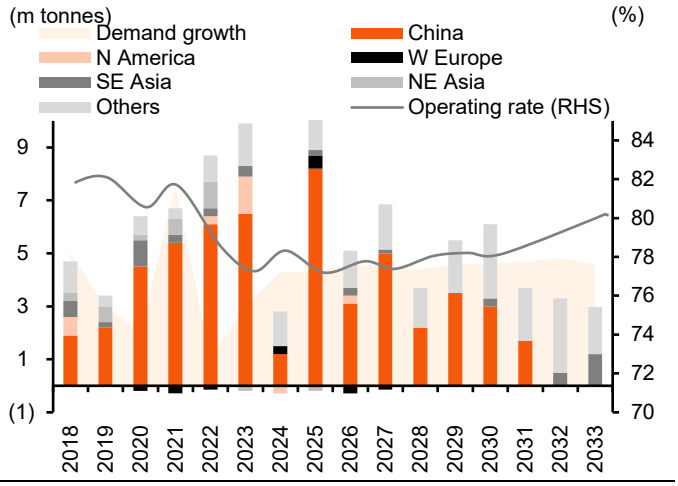
Note: We calculate sector ROE by averaging each company's ROE.

Ex 10: Global Ethylene New Supply Vs. Demand



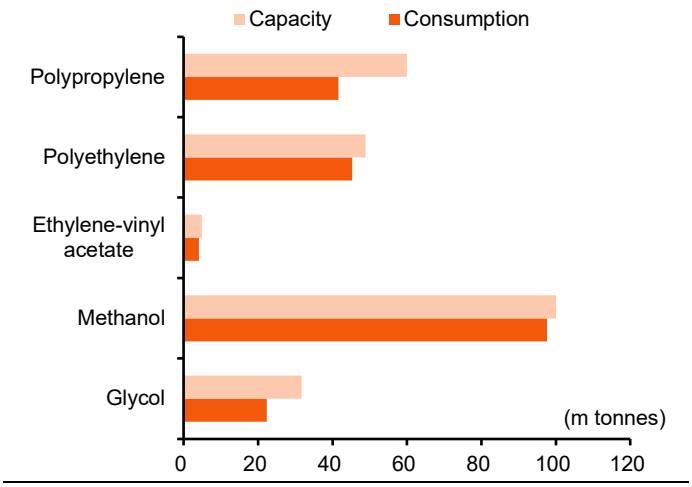
Source: SP Platts

Ex 11: Global Propylene New Supply Vs. Demand



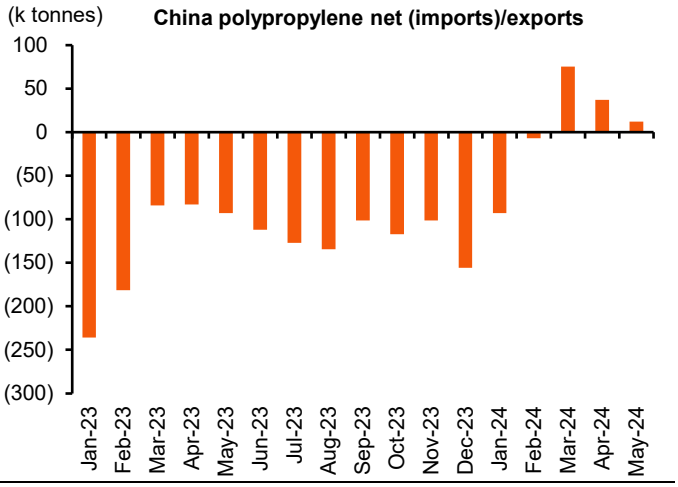
Source: SP Platts

Ex 12: China Produces More Than It Consumes (2025F)



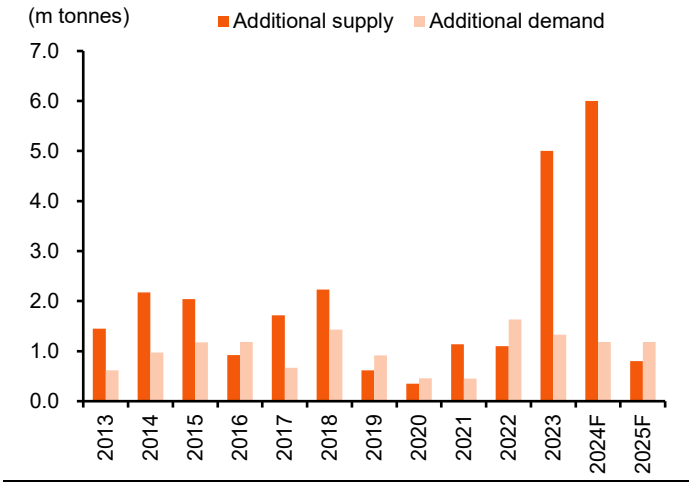
Source: Bloomberg

Ex 13: China Is Now A Polypropylene (PP) Net Exporter



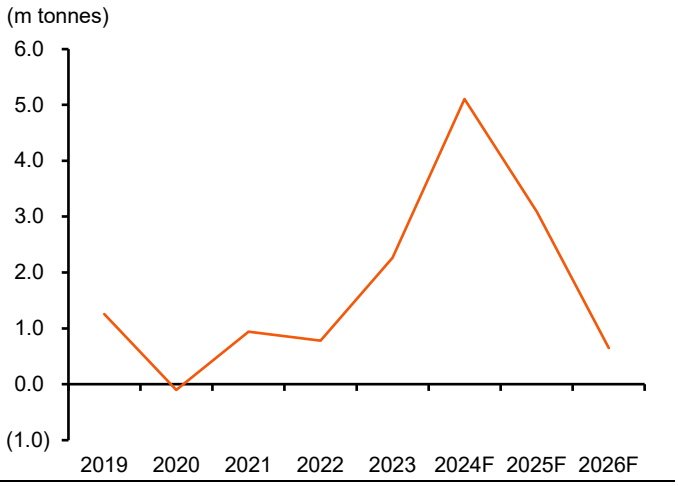
Source: Bloomberg

Ex 14: Global PET Demand Vs. Supply Growth



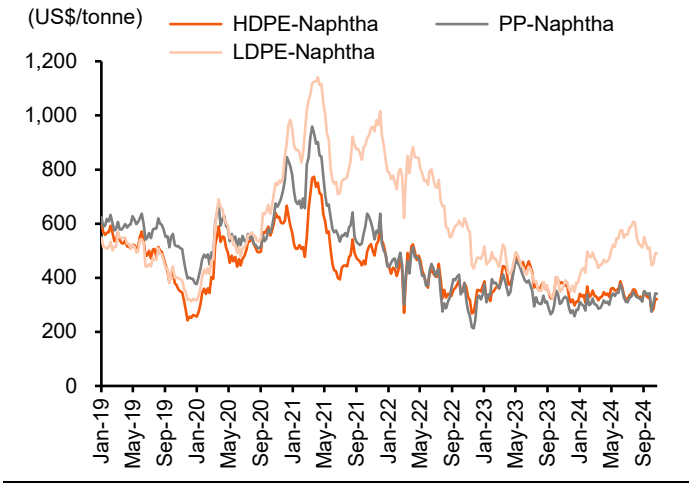
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 15: China PET Capacity Additions Peak This Year



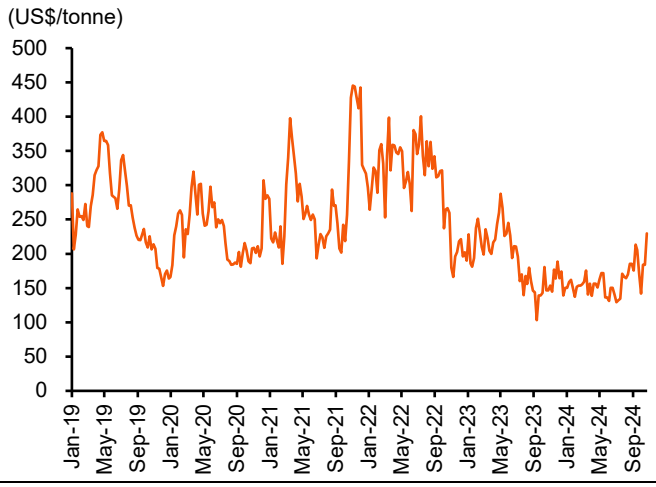
Source: Company data

Ex 16: Current Spreads Remain Depressed



Source: Bloomberg

Ex 17: Integrated Asia PET Also In A Downcycle



Source: Bloomberg

Ex 18: Our Key Assumption Changes

Assumption	(Unit)	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
New								
Brent oil price	(US$/bbl)	69	101	83	80	75	70	70
Singapore GRM	(US$/bbl)	3.7	11.5	8.2	6.1	5.8	6.3	6.5
HDPE-naphtha	(US$/tonne)	548	392	386	330	350	370	370
PP-naphtha	(US$/tonne)	655	407	356	320	350	360	360
PX-Naphtha	(US$/tonne)	294	243	274	300	320	350	350
BZ-Naphtha	(US$/tonne)	339	175	179	320	330	340	340
Old								
Brent oil price	(US$/bbl)				83	78	75	75
Singapore GRM	(US$/bbl)				6.6	6.5	6.5	6.5
HDPE-naphtha	(US$/tonne)				344	400	450	500
PP-naphtha	(US$/tonne)				340	370	390	390
PX-Naphtha	(US$/tonne)				350	380	400	400
BZ-Naphtha	(US$/tonne)				350	360	370	380
Change								
Brent oil price	*(US$/bbl)*				*(3)*	*(3)*	*(5)*	*(5)*
Singapore GRM	*(US$/bbl)*				*(1)*	*(1)*	*(0)*	*0*
HDPE-naphtha	*(US$/tonne)*				*(14)*	*(50)*	*(80)*	*(130)*
PP-naphtha	*(US$/tonne)*				*(20)*	*(20)*	*(30)*	*(30)*
PX-Naphtha	*(US$/tonne)*				*(50)*	*(60)*	*(50)*	*(50)*
BZ-Naphtha	*(US$/tonne)*				*(30)*	*(30)*	*(30)*	*(40)*

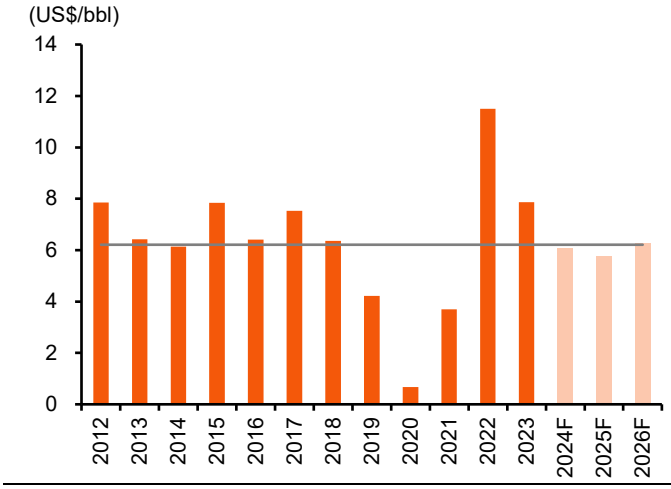
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 19: Our Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS			TP	REC
	2024F	2025F	2026F		
New					
BCP	3.64	6.19	7.37	40.00	BUY
BSRC	0.82	0.76	0.96	7.00	HOLD
IRPC	(0.15)	(0.07)	(0.02)	1.20	SELL
IVL	1.13	1.45	1.61	29.00	BUY
PTT	3.51	3.38	3.39	38.00	BUY
PTTEP	18.61	16.06	15.12	150.00	BUY
PTTGC	(0.83)	1.10	2.06	23.00	SELL
SPRC	0.74	0.73	0.63	5.90	SELL
TOP	7.19	5.99	8.13	39.00	SELL
SCC	6.87	12.14	16.60	175.00	SELL
Old					
BCP	6.85	7.65	8.41	53.00	BUY
BSRC	0.93	1.29	1.37	11.00	BUY
IRPC	0.03	0.06	0.04	1.50	SELL
IVL	0.81	1.27	1.42	20.00	BUY
PTT	3.15	3.21	3.20	29.00	SELL
PTTEP	19.31	17.84	17.49	188.00	BUY
PTTGC	0.20	1.68	2.82	25.00	SELL
SPRC	0.79	0.76	1.32	9.80	BUY
TOP	7.19	5.99	8.13	39.00	SELL
SCC	12.01	20.00	27.72	275.00	BUY
Change (%)					
BCP	*(46.8)*	*(19.1)*	*(12.3)*	*(24.5)*	*Maintain*
BSRC	*(12.1)*	*(41.0)*	*(29.8)*	*(36.4)*	*Downgrade*
IRPC	*na*	*na*	*na*	*(20.0)*	*Maintain*
IVL	*40.6*	*14.7*	*13.3*	*45.0*	*Maintain*
PTT	*11.6*	*5.3*	*6.0*	*31.0*	*Upgrade*
PTTEP	*(3.6)*	*(10.0)*	*(13.5)*	*(20.2)*	*Maintain*
PTTGC	*na*	*(34.6)*	*(26.9)*	*(8.0)*	*Maintain*
SPRC	*(6.2)*	*(4.0)*	*(52.7)*	*(39.8)*	*Downgrade*
TOP	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*0.0*	*Maintain*
SCC	*(42.8)*	*(39.3)*	*(40.1)*	*(36.4)*	*Downgrade*

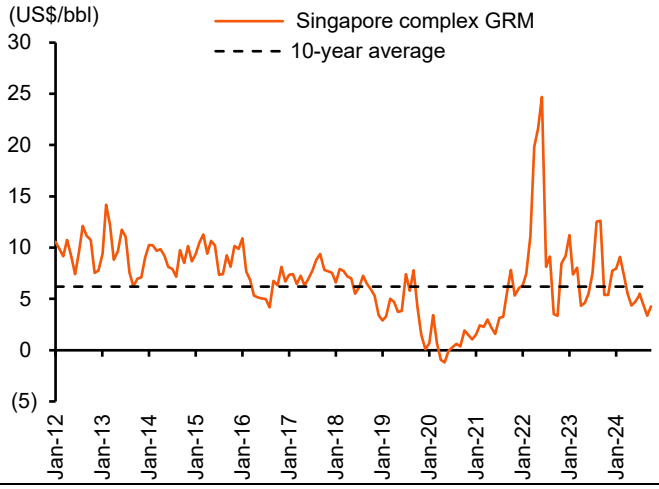
Sources: Thanachart estimates

Ex 20: Singapore GRM – Annually



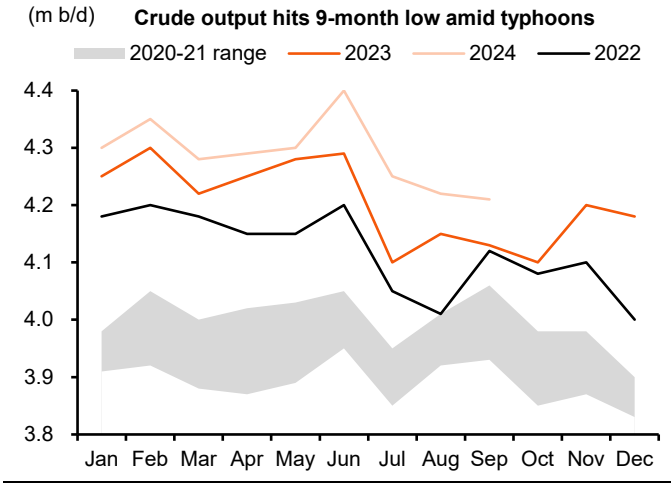
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 21: Singapore GRM – Monthly



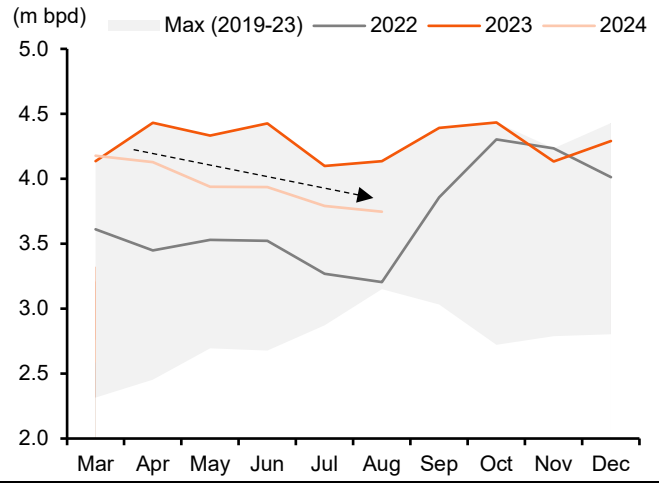
Source: Bloomberg

Ex 22: China Refinery Crude Output



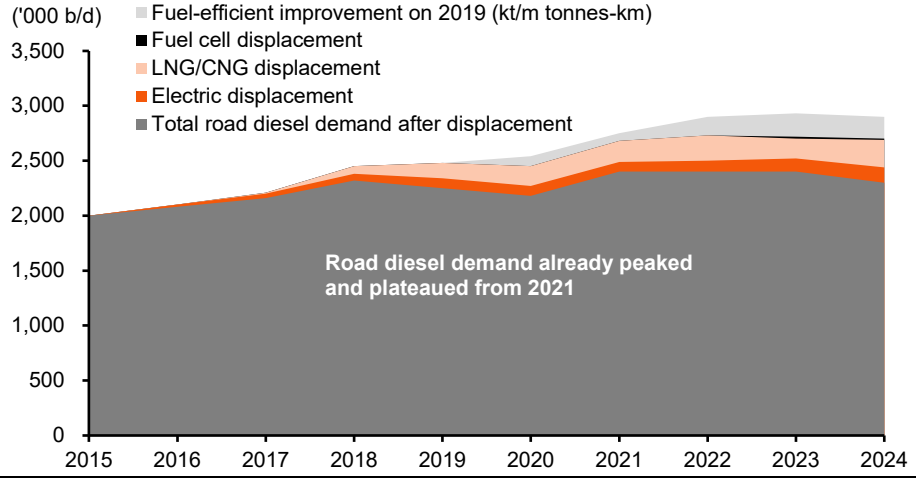
Source: Bloomberg

Ex 23: China Monthly Diesel Consumption



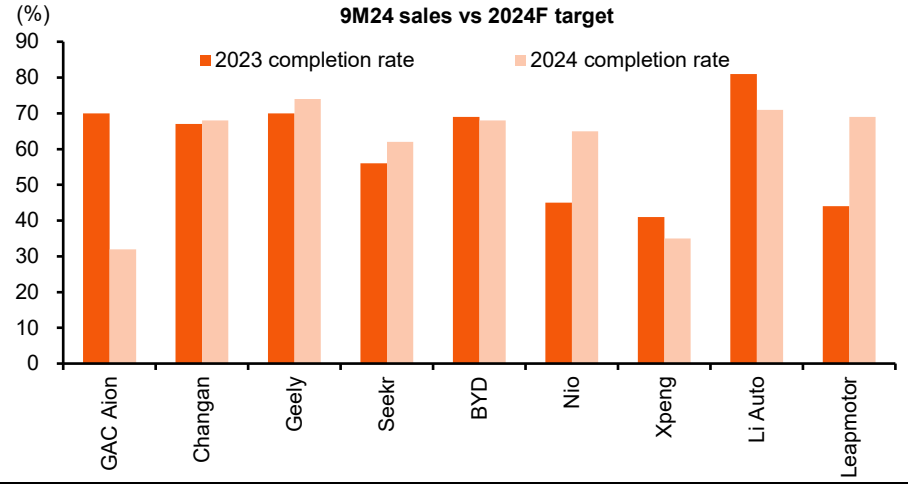
Source: Bloomberg

Ex 24: China Road Diesel/Gasoil Demand Displacement



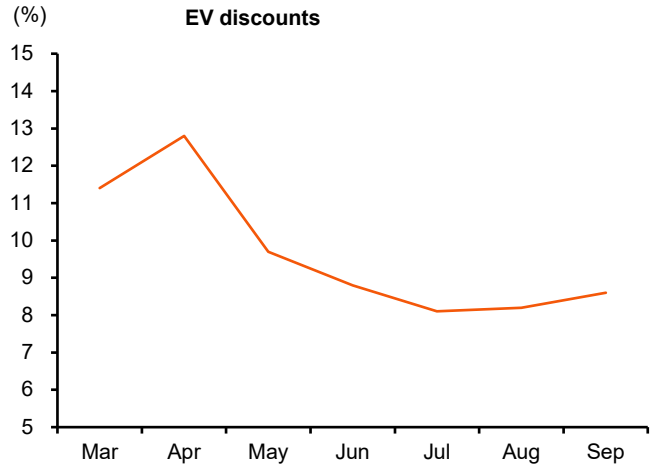
Source: Wood Mackenzie

Ex 25: China EV Makers On Track To Meet Ambitious Target



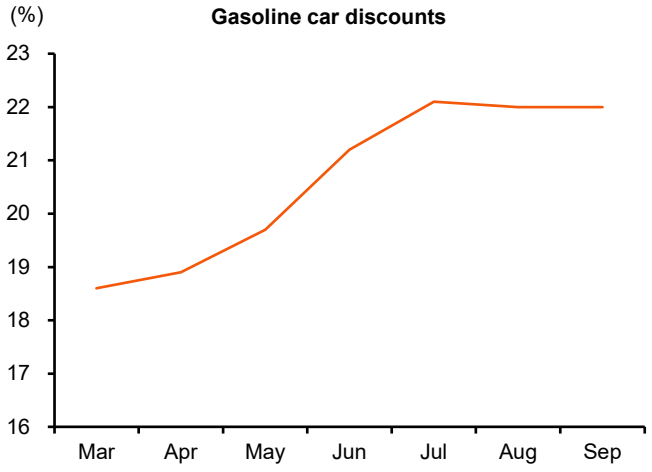
Source: Bloomberg

Ex 26: China EV Car Price Discounts Slow



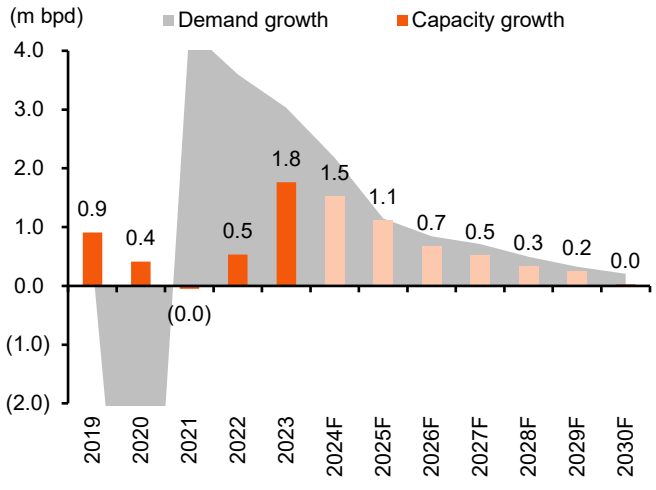
Source: Bloomberg

Ex 27: China Gasoline Car Price Discount Still At A Peak



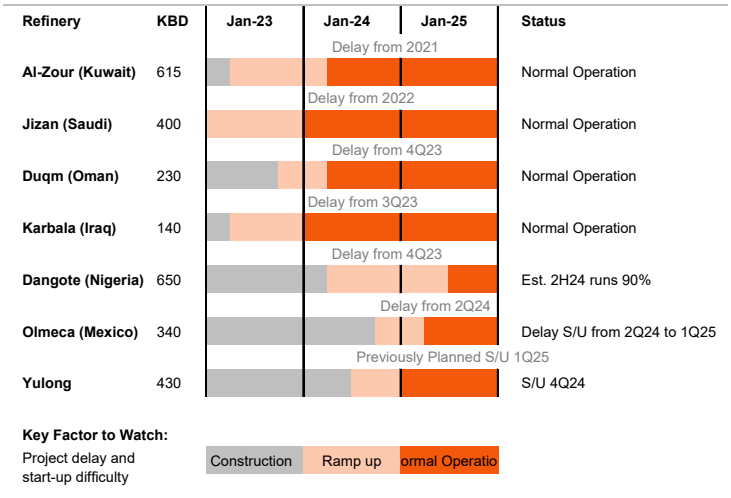
Source: Bloomberg

Ex 28: Global Refinery New Capacity Vs. Demand



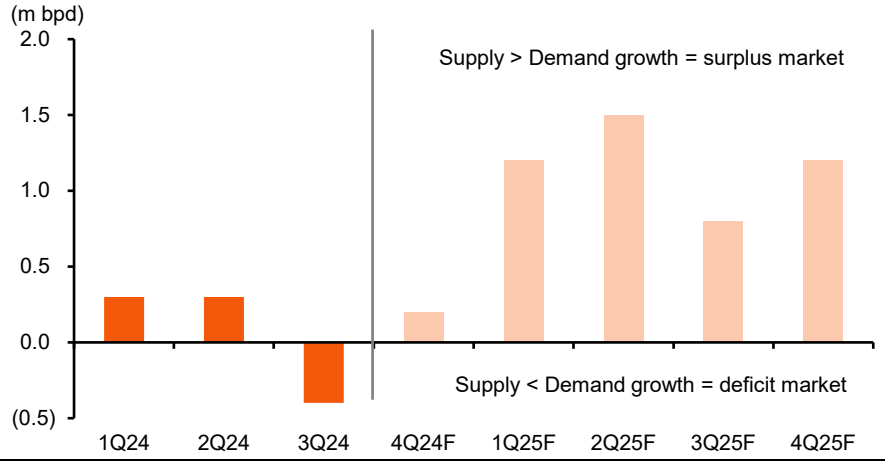
Source: TOP

Ex 29: New Refining Capacity Additions Status



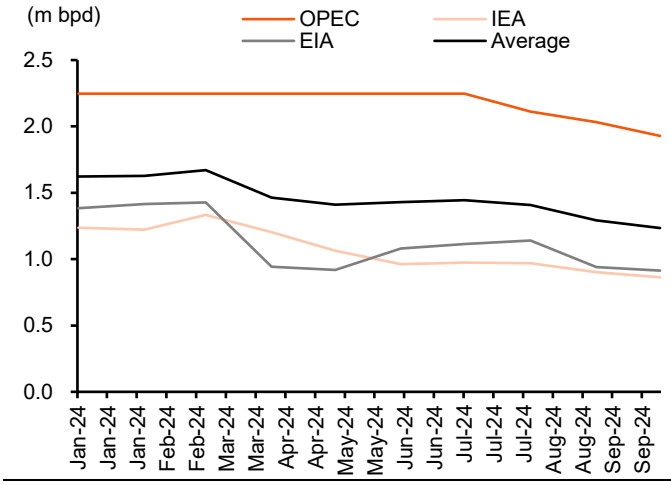
Source: TOP

Ex 30: Oil Market Balance



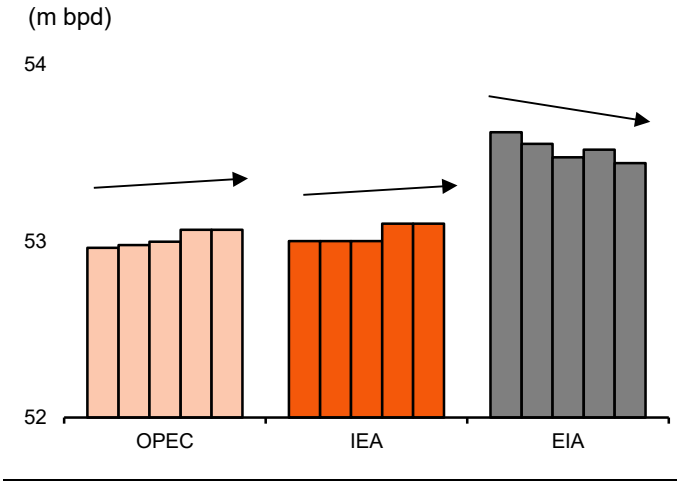
Source: IEA

Ex 31: Oil Demand Growth Downgrades



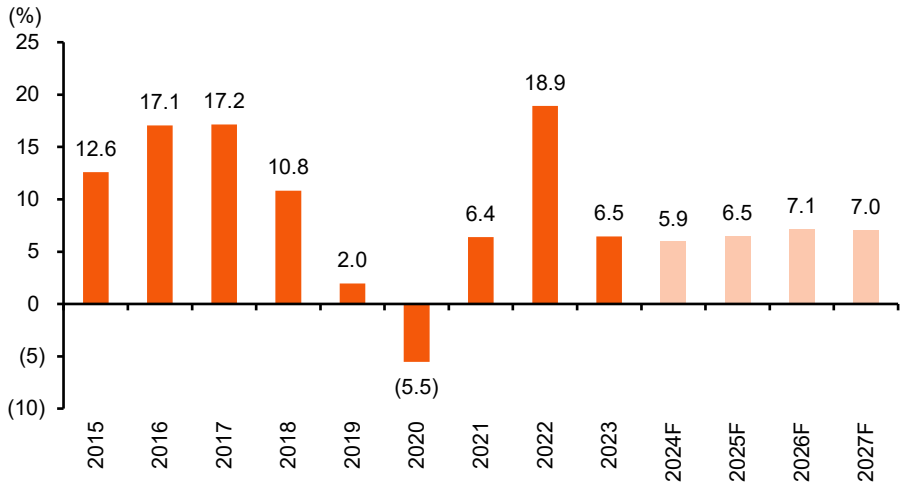
Source: Bloomberg

Ex 32: Non-Liquid OPEC Supply Growth Upgrades



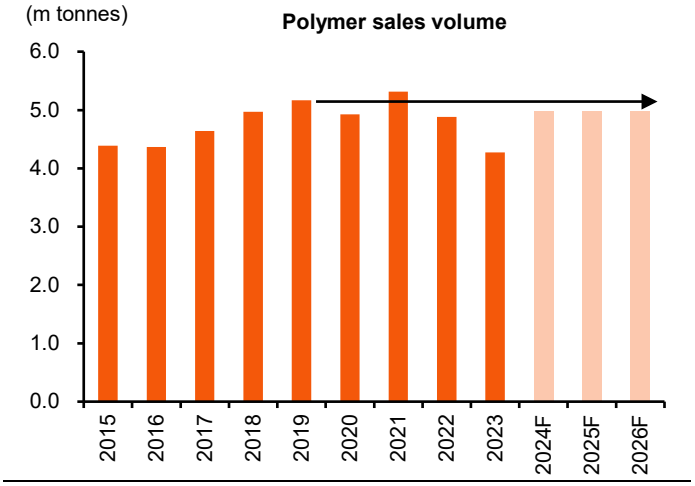
Source: Bloomberg

Ex 33: Weak ROE Outlook



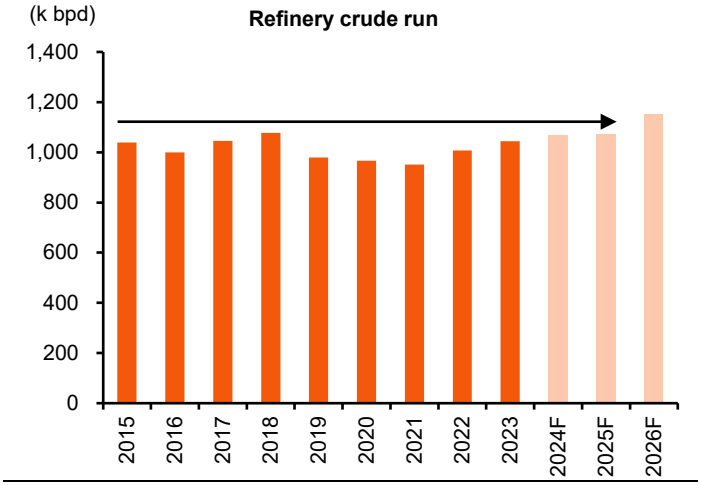
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 34: Thai Polymer Volume Growth Outlook



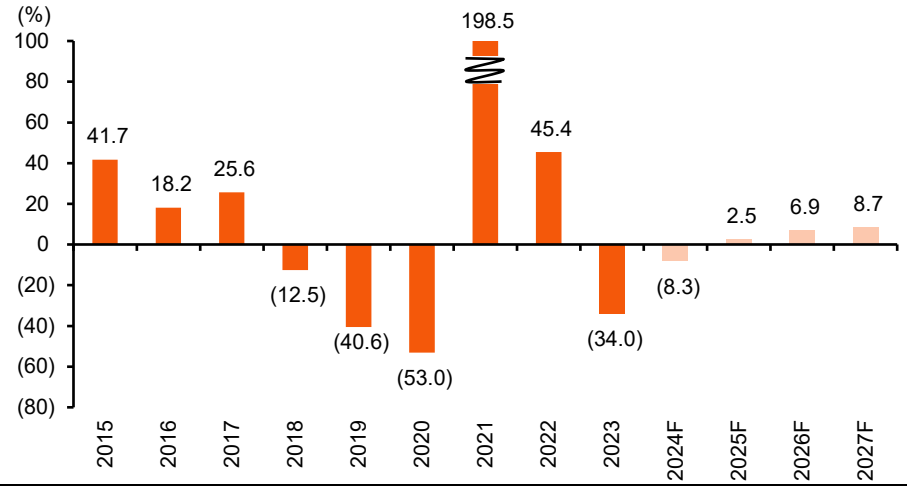
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 35: Thai Refinery Crude Run Outlook



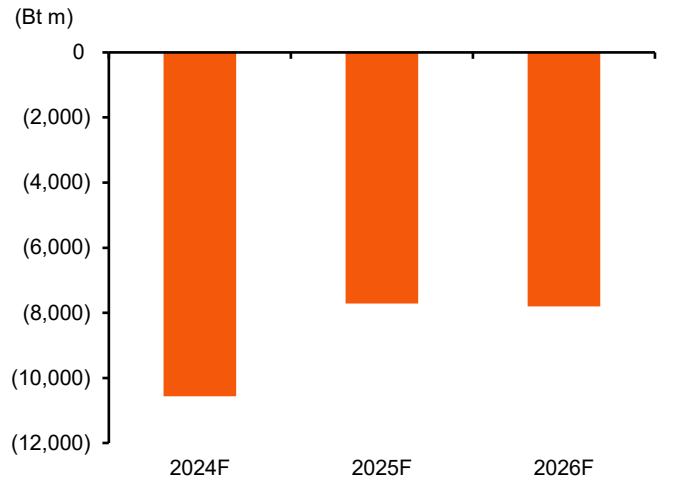
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 36: Sector's Earnings Growth



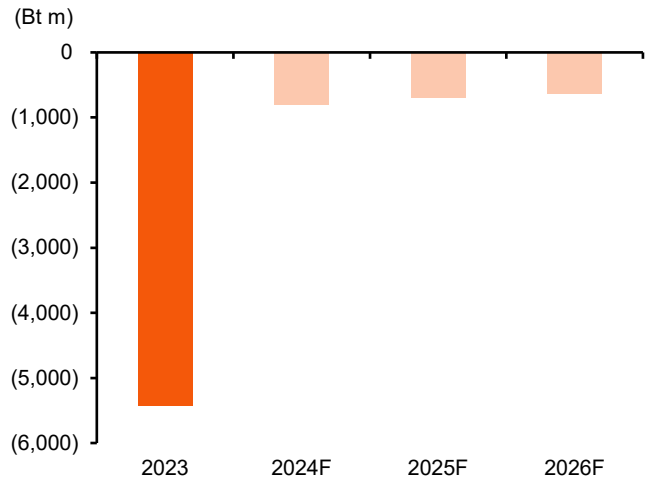
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 37: Impact Of Single Gas Pool Price On PTT's Profit



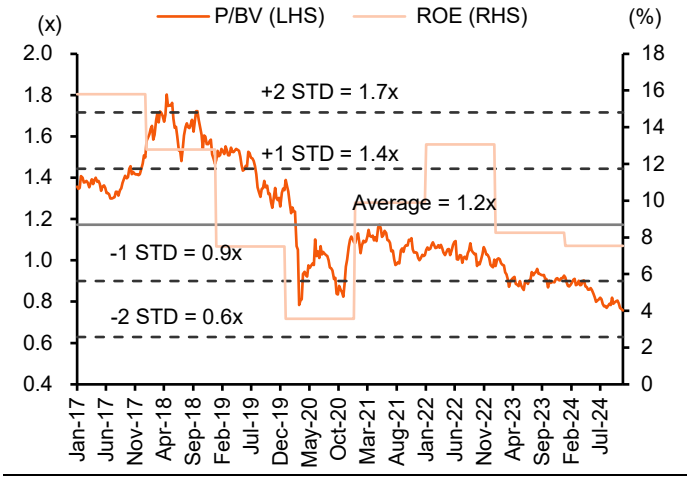
Sources: Thanachart estimates

Ex 38: PTT's NGV Loss



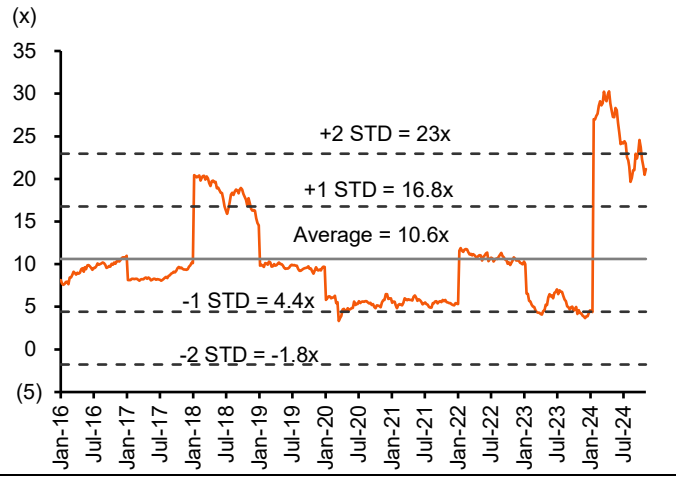
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 39: Low P/BV Reflects Low ROE



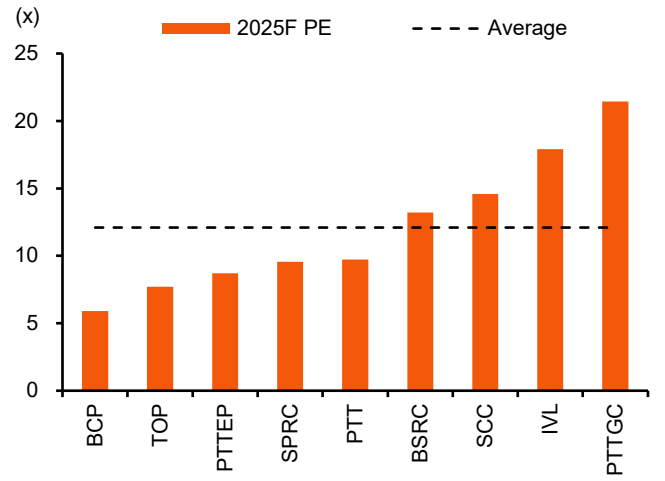
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 40: PE Is High



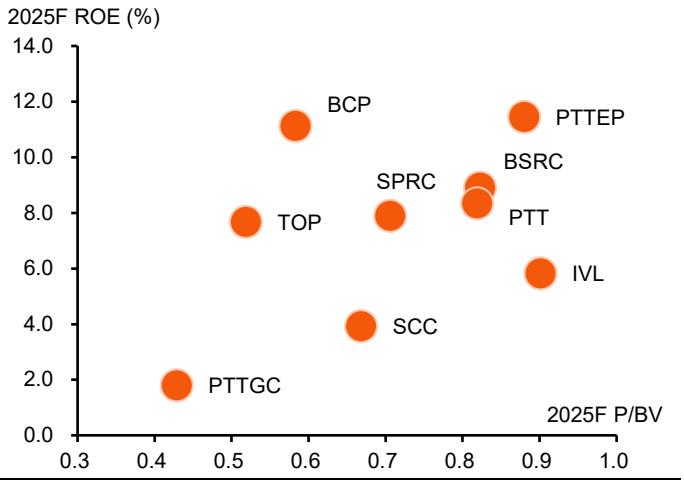
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 41: PE Comparison



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 42: P/BV Vs. ROE Comparison



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 43: Sector Valuation Comparison

		BCP	BSRC	IRPC	IVL	PTT	PTTEP	PTTGC	SPRC	TOP	SCC	Industry
Rating		**BUY**	**HOLD**	**SELL**	**BUY**	**BUY**	**BUY**	**SELL**	**SELL**	**SELL**	**SELL**	
Target price (Bt)	**Thanachart**	**40.00**	**7.00**	**1.20**	**29.00**	**38.00**	**150.00**	**23.00**	**5.90**	**39.00**	**175.00**	
	Consensus	45.16	8.87	1.65	26.12	37.68	170.66	29.20	9.23	59.15	242.29	
Consensus rec.	BUY	19	4	3	10	15	28	7	17	22	9	
	HOLD	1	3	8	10	10	4	14	4	3	15	
	SELL	1	1	9	0	2	1	6	1	5	2	
Sales (Bt m)	2023	385,853	229,538	299,075	550,877	3,144,551	300,694	616,635	238,284	469,244	499,646	6,734,395
	2024F	570,563	165,990	317,352	548,502	3,180,191	298,541	629,194	246,881	463,138	580,444	7,000,795
	2025F	594,226	165,990	298,873	463,027	3,166,801	292,694	620,183	249,110	455,096	615,800	6,921,799
	2026F	596,990	165,990	298,873	435,616	3,180,437	296,392	624,887	222,888	455,096	632,222	6,909,390
Norm profits	2023	9,699	2,529	(2,547)	2,366	99,606	78,656	(2,753)	(1,012)	27,412	14,963	228,919
(Bt m)	2024F	5,014	2,826	(3,048)	7,155	100,316	73,886	(3,722)	3,210	16,042	8,243	209,923
	2025F	8,519	2,629	(1,439)	9,069	96,540	63,775	4,951	3,175	13,373	14,571	215,164
	2026F	10,153	3,338	(459)	9,928	96,971	60,029	9,287	2,712	18,142	19,916	230,017
Sales	2023	23.6	(12.7)	(6.1)	(16.0)	(6.6)	(9.3)	(9.1)	(16.5)	(11.4)	(12.3)	(7.6)
growth (%)	2024F	47.9	(27.7)	6.1	(0.4)	1.1	(0.7)	2.0	3.6	(1.3)	16.2	4.7
	2025F	4.1	0.0	(5.8)	(15.6)	(0.4)	(2.0)	(1.4)	0.9	(1.7)	6.1	(1.6)
	2026F	0.5	0.0	0.0	(5.9)	0.4	1.3	0.8	(10.5)	0.0	2.7	(1.1)
Norm EPS	2023	(36.8)	(77.0)	na	(95.2)	(8.5)	(13.3)	na	na	(31.5)	(30.0)	(41.8)
growth (%)	2024F	(48.3)	11.7	na	298.1	0.7	(6.1)	na	na	(41.5)	(44.9)	24.3
	2025F	69.9	(7.0)	na	28.1	(3.8)	(13.7)	na	(1.1)	(16.6)	76.8	16.6
	2026F	19.2	27.0	na	10.5	0.4	(5.9)	87.6	(14.6)	35.7	36.7	21.8
Operating	2023	5.2	1.3	(1.0)	3.1	7.3	46.8	0.4	(0.5)	6.5	1.4	7.1
margin (%)	2024F	4.2	2.2	(1.2)	4.7	6.2	43.5	0.1	1.5	4.8	(1.3)	6.5
	2025F	4.6	2.2	(0.5)	5.9	6.4	38.0	1.3	1.3	4.3	2.3	6.6
	2026F	4.8	2.6	(0.0)	6.5	6.7	36.1	2.2	1.3	5.8	3.6	7.0
ROE (%)	2023	14.4	9.2	(3.3)	1.4	9.2	16.3	(0.9)	(2.7)	17.0	4.1	6.5
	2024F	6.9	10.0	(4.1)	4.5	8.9	14.2	(1.3)	8.5	9.6	2.3	5.9
	2025F	11.1	8.9	(2.0)	5.8	8.3	11.4	1.8	7.9	7.7	3.9	6.5
	2026F	12.2	10.7	(0.6)	6.1	8.1	10.3	3.3	6.4	9.8	5.2	7.1
Dividend yield	2023	5.9	3.5	2.0	3.6	5.9	7.5	2.8	0.0	8.2	2.9	4.2
(%)	2024F	1.6	2.5	0.0	0.0	5.9	7.5	2.8	3.4	3.7	1.6	2.9
	2025F	4.1	3.7	0.0	1.7	5.9	7.1	1.5	2.9	4.8	2.9	3.5
	2026F	5.0	4.5	0.0	1.9	5.9	6.7	3.1	3.3	6.9	4.0	4.1
P/BV (x)	2023	0.6	0.9	0.4	0.9	0.9	1.0	0.4	0.8	0.6	0.7	0.7
	2024F	0.6	0.9	0.4	1.0	0.8	0.9	0.4	0.7	0.5	0.7	0.7
	2025F	0.6	0.8	0.4	0.9	0.8	0.9	0.4	0.7	0.5	0.7	0.7
	2026F	0.5	0.8	0.4	0.9	0.8	0.8	0.4	0.7	0.5	0.6	0.6
Norm PE (x)	2023	4.8	9.9	na	90.4	9.7	6.4	na	na	3.4	16.8	20.2
	2024F	9.3	8.8	na	22.7	9.6	6.8	na	9.1	5.8	30.4	12.8
	2025F	5.5	9.5	na	17.7	10.0	7.9	24.1	9.1	6.9	17.2	12.0
	2026F	4.6	7.5	na	16.0	9.9	8.4	12.9	10.7	5.1	12.6	9.7
EV/EBITDA (x)	2023	4.0	9.1	16.8	8.0	3.9	2.1	11.3	27.0	5.8	14.0	10.2
	2024F	4.5	5.3	20.2	7.4	4.4	2.1	11.8	5.2	7.8	24.0	9.2
	2025F	4.1	5.0	15.2	6.7	4.1	2.4	9.2	5.2	9.1	12.1	7.3
	2026F	3.8	3.9	11.7	6.4	3.7	2.6	7.2	5.1	7.0	9.9	6.1
Net D/E (x)	2023	0.9	1.0	0.9	1.2	0.4	(0.1)	0.7	0.3	0.8	0.6	0.7
	2024F	1.3	0.5	1.0	1.5	0.4	(0.1)	0.8	0.1	0.8	0.7	0.7
	2025F	1.3	0.4	1.1	1.3	0.3	0.0	0.7	0.1	0.9	0.7	0.7
	2026F	1.1	0.2	1.0	1.1	0.3	0.1	0.6	0.0	0.8	0.7	0.6

Sources: Company data; Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 44: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth 24F (%)	EPS Growth 25F (%)	PE 24F (x)	PE 25F (x)	P/BV 24F (x)	P/BV 25F (x)	EV/EBITDA 24F (x)	EV/EBITDA 25F (x)	Div. Yield 24F (%)	Div. Yield 25F (%)	ROE 24F (%)	ROE 25F (%)
Refining & Marketing														
Ampol	ALD AU	Australia	(52.9)	47.9	19.1	12.9	2.0	1.8	8.3	7.0	3.3	5.8	10.6	15.6
BPCL	BPCL IN	India	na	(49.7)	5.0	9.9	1.8	1.6	4.4	7.4	8.0	4.3	44.0	16.9
HPCL	HPCL IN	India	na	(56.6)	4.7	10.9	1.8	1.6	5.6	9.1	5.8	3.6	43.9	16.8
IOCL	IOCL IN	India	na	(55.2)	4.6	10.3	1.2	1.0	4.7	7.9	10.0	3.7	29.5	10.6
Reliance Industries	RIL IN	India	1.7	7.7	na	na	na	na	12.9	12.0	na	na	8.8	8.9
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	na	na	13.3	0.6	0.5	11.9	7.1	2.3	2.6	na	4.2
S-OIL	010950 KS	S.Korea	(57.0)	109.8	16.0	7.6	0.7	0.7	7.4	5.3	2.6	3.5	5.3	10.3
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(21.2)	38.8	26.3	19.0	1.4	1.3	12.4	9.7	3.3	3.9	6.2	7.4
Bangchak *	BCP TB	Thailand	(48.3)	69.9	9.3	5.5	0.6	0.6	4.5	4.1	1.6	4.1	6.9	11.1
Bangchak Sriracha *	BSRC TB	Thailand	11.7	(7.0)	8.8	9.5	0.9	0.8	5.3	5.0	2.5	3.7	10.0	8.9
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	na	na	na	0.4	0.4	20.2	15.2	0.0	0.0	(4.1)	(2.0)
PTT Oil And Retail *	OR TB *	Thailand	(5.3)	6.4	17.6	16.6	1.6	1.6	9.0	8.5	3.2	3.4	9.4	9.6
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	(0.8)	6.0	17.0	16.1	1.7	1.6	4.1	4.2	2.6	2.8	10.5	10.5
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	na	na	na	24.1	0.4	0.4	11.8	9.2	2.8	1.5	(1.3)	1.8
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	(1.1)	9.1	9.1	0.7	0.7	5.2	5.2	3.4	2.9	8.5	7.9
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	(41.5)	(16.6)	5.8	6.9	0.5	0.5	7.8	9.1	3.7	4.8	9.6	7.7
Average			**(23.7)**	**7.7**	**11.9**	**12.3**	**1.1**	**1.0**	**8.5**	**7.9**	**3.7**	**3.4**	**13.2**	**9.1**
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	1.3	(0.5)	6.5	6.5	0.7	0.7	3.6	3.6	7.2	6.8	10.7	10.2
Sinopec	386 HK	China	(11.8)	9.4	8.8	8.1	0.6	0.6	5.6	5.2	7.4	8.0	7.2	7.7
Total	FP	France	(17.9)	1.4	na	na	na	na	na	na	na	na	16.0	14.8
Eni	ENI IM	Italy	(27.3)	1.8	7.7	7.5	0.8	0.8	3.5	3.7	7.1	7.4	10.8	10.6
Repsol	REP SM	Spain	(22.3)	(11.9)	4.1	4.7	0.5	0.5	3.0	3.2	8.0	8.6	12.3	10.2
Chevron Texaco	CVX US	USA	(18.7)	13.2	14.3	12.6	1.8	1.8	6.6	6.2	4.3	4.3	12.6	13.2
Exxon Mobil	XOM US	USA	(13.2)	5.0	14.3	13.6	1.8	1.8	7.3	6.9	3.4	3.5	14.4	13.4
Conoco Philips	COP US	USA	(8.7)	3.9	13.9	13.4	2.4	2.3	5.5	4.9	2.8	3.1	18.3	15.8
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	0.7	(3.8)	9.6	10.0	0.8	0.8	4.4	4.1	5.9	5.9	8.9	8.3
Average			**(13.1)**	**2.1**	**9.9**	**9.6**	**1.2**	**1.2**	**4.9**	**4.7**	**5.8**	**6.0**	**12.4**	**11.6**
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	(11.8)	4.5	16.9	16.2	1.4	1.4	5.3	5.1	3.5	3.1	8.5	8.7
Woodside	WDS AU	Australia	1.5	(32.0)	14.4	21.2	1.3	1.3	3.8	4.0	5.5	3.8	9.4	6.3
Suncor Energy	SU US	Canada	(1.9)	(3.5)	7.9	8.2	1.1	1.0	5.0	5.1	5.9	6.0	13.7	12.0
ONGC	ONGC IN	India	(4.9)	3.1	7.4	7.2	1.1	0.9	4.7	5.0	4.7	4.8	16.4	13.8
RIL	RIL IN	India	1.7	7.7	na	na	na	na	12.9	12.0	na	na	8.8	8.9
Apache	APA US	USA	(19.6)	(10.8)	6.1	6.8	1.3	1.2	2.9	3.0	4.3	4.4	25.7	17.4
Devon Energy	DVN US	USA	(13.0)	1.0	7.8	7.7	1.7	1.6	4.0	3.7	4.3	4.7	23.2	20.6
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	(6.1)	(13.7)	6.8	7.9	0.9	0.9	2.1	2.4	7.5	7.1	14.2	11.4
Average			**(6.8)**	**(5.5)**	**9.6**	**10.7**	**1.3**	**1.2**	**5.1**	**5.0**	**5.1**	**4.8**	**15.0**	**12.4**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 1 November 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 45: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth 24F (%)	EPS Growth 25F (%)	PE 24F (x)	PE 25F (x)	P/BV 24F (x)	P/BV 25F (x)	EV/EBITDA 24F (x)	EV/EBITDA 25F (x)	Div. Yield 24F (%)	Div. Yield 25F (%)	ROE 24F (%)	ROE 25F (%)
PetroChina	857 HK	China	1.3	(0.5)	6.5	6.5	0.7	0.7	3.6	3.6	7.2	6.8	10.7	10.2
Sinopec	386 HK	China	(11.8)	9.4	8.8	8.1	0.6	0.6	5.6	5.2	7.4	8.0	7.2	7.7
Average			**(5.3)**	**4.4**	**7.7**	**7.3**	**0.7**	**0.6**	**4.6**	**4.4**	**7.3**	**7.4**	**8.9**	**9.0**
SK Innovation	096770	S.Korea	na	na	na	13.3	0.6	0.5	11.9	7.1	2.3	2.6	na	4.2
S-Oil	010950	S.Korea	(57.0)	109.8	16.0	7.6	0.7	0.7	7.4	5.3	2.6	3.5	5.3	10.3
Average			**(57.0)**	**109.8**	**16.0**	**10.5**	**0.6**	**0.6**	**9.6**	**6.2**	**2.5**	**3.0**	**5.3**	**7.3**
Reliance Industries	RIL IB	India	1.7	7.7	na	na	na	na	12.9	12.0	na	na	8.8	8.9
Indian Oil	IOCL IB	India	na	(55.2)	4.6	10.3	1.2	1.0	4.7	7.9	10.0	3.7	29.5	10.6
Bharat Petroleum	BPCL IB	India	na	(49.7)	5.0	9.9	1.8	1.6	4.4	7.4	8.0	4.3	44.0	16.9
Hindustan Petroleum	HPCL IB	India	na	(56.6)	4.7	10.9	1.8	1.6	5.6	9.1	5.8	3.6	43.9	16.8
Average			**1.7**	**(38.4)**	**4.8**	**10.4**	**1.6**	**1.4**	**6.9**	**9.1**	**7.9**	**3.9**	**31.6**	**13.3**
Marathon Petroleum	MPC US	USA	(59.6)	11.3	16.2	14.5	2.6	2.6	7.2	7.1	2.3	2.5	15.1	17.1
Valero	VLO US	USA	(62.7)	14.0	14.2	12.5	1.7	1.6	7.1	6.7	3.3	3.4	10.8	12.6
Phillips 66	PSX US	USA	(47.8)	34.8	15.2	11.3	1.7	1.7	9.0	7.7	3.7	3.9	11.0	14.4
PBF Energy'	PBF US	USA	(118.8)	128.1	na	45.1	0.6	0.5	11.8	4.4	3.6	3.7	na	1.4
Delek	DK US	USA	na	52.8	na	na	1.5	2.0	8.5	5.8	6.5	6.8	na	na
Average			**(72.2)**	**48.2**	**15.2**	**20.8**	**1.6**	**1.7**	**8.7**	**6.3**	**3.9**	**4.1**	**12.3**	**11.4**
Bangchak Corp*	BCP TB *	Thailand	(48.3)	69.9	9.3	5.5	0.6	0.6	4.5	4.1	1.6	4.1	6.9	11.1
Bangchak Sriracha*	BSRC TB *	Thailand	11.7	(7.0)	8.8	9.5	0.9	0.8	5.3	5.0	2.5	3.7	10.0	8.9
Star Petroleum Refining *	SPRC TB *	Thailand	na	(1.1)	9.1	9.1	0.7	0.7	5.2	5.2	3.4	2.9	8.5	7.9
Thai Oil *	TOP TB *	Thailand	(41.5)	(16.6)	5.8	6.9	0.5	0.5	7.8	9.1	3.7	4.8	9.6	7.7
Average			**(26.0)**	**11.3**	**8.2**	**7.8**	**0.7**	**0.7**	**5.7**	**5.9**	**2.8**	**3.9**	**8.7**	**8.9**
Total Average			**(31.8**	**27.1**	**10.4**	**11.3**	**1.0**	**1.0**	**7.1**	**6.4**	**4.9**	**4.5**	**13.4**	**10.0**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 1 November 2024 closing prices

STOCK PERFORMANCE

	Absolute (%)				Rel SET (%)			
	1M	3M	12M	YTD	1M	3M	12M	YTD
SET INDEX	**1.4**	**11.5**	**3.1**	**3.4**	**—**	**—**	**—**	**—**
Energy	**(7.9)**	**(0.9)**	**(15.9)**	**(19.3)**	**(9.3)**	**(12.4)**	**(19.1)**	**(22.8)**
BCP TB	(7.5)	(2.9)	(16.1)	(22.4)	(8.9)	(14.4)	(19.3)	(25.8)
BSRC TB	(14.3)	(4.0)	(26.2)	(15.3)	(15.7)	(15.5)	(29.3)	(18.7)
IRPC TB	(11.1)	5.6	(22.4)	(24.8)	(12.5)	(6.0)	(25.6)	(28.2)
IVL TB	5.5	37.0	5.5	(5.5)	4.2	25.5	2.4	(8.9)
PTT TB	0.7	5.5	0.7	(5.6)	(0.6)	(6.0)	(2.4)	(9.0)
PTTEP TB	(5.6)	(15.4)	(21.7)	(15.4)	(7.0)	(26.9)	(24.8)	(18.8)
PTTGC TB	(10.9)	2.9	(25.9)	(31.2)	(12.3)	(8.6)	(29.0)	(34.6)
SCC TB	(14.7)	(3.7)	(28.2)	(31.7)	(16.1)	(15.2)	(31.3)	(35.1)
SPRC TB	(3.6)	(14.6)	(12.4)	(18.8)	(5.0)	(26.2)	(15.5)	(22.2)
TOP TB	(17.8)	(19.4)	(12.6)	(22.8)	(19.2)	(30.9)	(15.8)	(26.2)

Source: Bloomberg

SECTOR - SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

W — Weakness

- การขยายกำลังการผลิตในประเทศไทยได้อย่างจำกัด
- บริษัทไทยหลายแห่งได้ลงทุนในต่างประเทศซึ่งให้ผลตอบแทนต่ำกว่าที่คาดไว้
- กำไรและกระแสเงินสดมีความผันผวนสูงและเป็นไปตามราคาน้ำมันโลกที่ผันผวน

O — Opportunity

- ขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจใหม่เนื่องจากธุรกิจที่มีอยู่มีการเติบโตที่จำกัด
- ขยายธุรกิจไปสู่ผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูงขึ้นมากขึ้น

T — Threat

- มีความเสี่ยงในเรื่องกฎระเบียบข้อบังคับ อาทิเช่น การกำหนดราคา
- กำลังการผลิตเคมีภัณฑ์และโรงกลั่นแห่งใหม่ที่มีต้นทุนต่ำลง
- การเติบโตของอุปสงค์ทั่วโลกที่อ่อนแอ

REGIONAL COMPARISON

	—EPS growth—		—— PE ——		—— P/BV ——		— EV/EBITDA —		— Div. Yield —	
Name	**24F**	**25F**	**24F**	**25F**	**24F**	**25F**	**24F**	**25F**	**24F**	**25F**
	(%)	**(%)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(x)**	**(%)**	**(%)**
Australia	(21.1)	6.8	16.8	16.8	1.6	1.5	5.8	5.3	4.1	4.3
China	(5.3)	4.4	7.7	7.3	0.7	0.6	4.6	4.4	7.3	7.4
India	(0.5)	(23.8)	5.4	9.6	1.5	1.3	7.5	8.9	7.1	4.1
S.Korea	(57.0)	109.8	16.0	10.5	0.6	0.6	9.6	6.2	2.5	3.0
USA	(14.7)	2.5	11.3	10.8	1.8	1.7	5.3	4.9	3.8	4.0
Thailand	(12.8)	5.0	10.5	11.7	0.9	0.8	7.4	6.7	3.3	3.6
Average	**(18.5)**	**17.4**	**11.3**	**11.1**	**1.2**	**1.1**	**6.7**	**6.1**	**4.7**	**4.4**

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

BUY (Unchanged) | **TP: Bt 40.00** (From: Bt 53.00)

Change in Numbers | **Upside : 18.5%** | **4 NOVEMBER 2024**

Small Cap Research

Bangchak Corporation Pcl (BCP TB)

เป็นทางเลือกที่ถูกที่สุด

BCP เป็น Top Pick ของเราในกลุ่มพลังงานเนื่องจากปัจจัยขับเคลื่อนจาก synergies ที่ดี และมูลค่าที่ถูก แม้ GRM จะมีแนวโน้มลดลง แต่เราคาดว่า EPS จะเติบโต 70/19% ในปี 2025-26F จากปัจจัยหนุนจาก Synergies และโครงการ SAF เทียบกับการซื้อขายที่ 2025F PE เพียง 5.5 เท่า

YUPAPAN POLPORNPRASERT
662-779-9119
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

เป็น Sector Top Pick ของเรา แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” BCP ซึ่งเป็นหุ้นที่เราชอบที่สุดในกลุ่มพลังงาน แม้เราจะปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลงมาอยู่ที่ 40 บาท (จาก 53 บาท) เนื่องจากการปรับลดสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM) 1) synergies จากการเข้าซื้อ BSRC (BSRC, “ถือ”) ดีกว่าที่คาดไว้ ซึ่งจะช่วยป้องกันไม่ให้กำไรของ BCP ลดลง แม้ GRM จะมีแนวโน้มลดลง เราคาดว่า EPS จะเติบโต 70/19% ในปี 2025-26F 2) BCP ยังมีปัจจัยผลักดันใหม่จากโครงการเชื้อเพลิงอากาศยานชีวภาพแบบยั่งยืน (SAF) ที่จะเริ่มดำเนินการใน 2Q25 เราคาดว่าโครงการนี้จะสร้างกำไรให้ 9/14% ในปี 2025-26F และ 3) BCP ถือเป็นตัวเลือกที่ถูกที่สุดในกลุ่มฯ ในมุมมองของเรา ที่ PE ที่ 5.5 เท่า และ P/BV ที่ 0.6 เท่า ในปี 2025F

ปรับเพิ่มคาดการณ์ประโยชน์จาก synergy

BCP ได้เข้าซื้อหุ้น 70% ใน BSRC ในปี 2023 ปัจจุบันคาดว่า synergies ของทั้งสองบริษัทจะอยู่ที่ 5.0 พันลบ. ในปี 2024F และจะเพิ่มขึ้นเป็น 5.5 พันลบ. ในปี 2025F ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายเดิมที่ตั้งไว้ที่ 3 พันลบ.ต่อปี synergies หนึ่งที่สำคัญคืออัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นของ BSRC เนื่องจากผลิตภัณฑ์ของ BSRC สามารถจำหน่ายได้มากขึ้นที่สถานีบริการน้ำมันของ BCP อัตราการใช้กำลังการผลิตของ BSRC อยู่ที่ 89% ใน 2Q24 เทียบกับระดับก่อนการเข้าซื้อที่ 74% BCP และ BSRC ยังมีแผนที่จะเริ่มโปรแกรมการเพิ่มประสิทธิภาพโรงกลั่นเพื่อปรับปรุงผลผลิตและสร้าง synergies อื่น ๆ

โครงการ SAF เริ่มดำเนินการใน 2Q25

BCP ได้จัดตั้งบริษัทร่วมทุน (JV) 80% ชื่อว่าบีเอสจีเอฟ จำกัด (BSGF) โดยมีบริษัทย่อยที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ (BBGI) ถือหุ้น 20% เพื่อดำเนินธุรกิจผลิตและจำหน่ายเชื้อเพลิงอากาศยานยั่งยืน (SAF) จากน้ำมันใช้แล้วจากการทำอาหาร (Used Cooking Oil) เป็นรายแรกในประเทศไทย โครงการมีมูลค่า 8.5 พันลบ. ซึ่งอยู่ระหว่างการก่อสร้าง และมีกำหนดเริ่มดำเนินการใน 2Q25 กำลังการผลิตอยู่ที่ 1 ล้านลิตรต่อวัน ปัจจุบันได้เซ็นสัญญาจำหน่าย 30% ของผลผลิตให้กับ Cosmo Oil (ประเทศญี่ปุ่น)

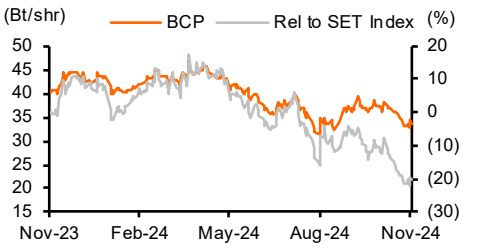
มีกำไรชัดเจนดี

เนื่องจากปัจจัยผลักดันการเติบโตมาจากประโยชน์จาก synergies และโรงงาน SAF ใหม่ เราจึงมองว่ากำไรของ BCP จะมีความชัดเจนมากกว่าหลายบริษัทในกลุ่มเดียวกัน นอกจากนี้ BCP ยังถือเป็นหุ้นที่ถูกที่สุดในกลุ่มฯ โดยซื้อขายที่ 0.6 เท่า P/BV เทียบกับ ROE ที่ 11.1% ในปี 2025F และยังดูถูกกว่าเมื่อพิจารณาจาก PE ที่ 5.5 เท่า ในปี 2025F เทียบกับการเติบโตของ EPS ที่ 69.9/19.2% ในปี 2025-26F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	385,853	570,563	594,226	596,990
Net profit	13,231	3,053	7,644	9,278
Consensus NP	—	7,149	9,798	12,206
Diff frm cons (%)	—	*(57.3)*	*(22.0)*	*(24.0)*
Norm profit	9,699	5,014	8,519	10,153
Prev. Norm profit	—	9,431	10,532	11,579
Chg frm prev (%)	—	*(46.8)*	*(19.1)*	*(12.3)*
Norm EPS (Bt)	7.0	3.6	6.2	7.4
Norm EPS grw (%)	(36.8)	(48.3)	69.9	19.2
Norm PE (x)	4.8	9.3	5.5	4.6
EV/EBITDA (x)	4.0	4.5	4.1	3.8
P/BV (x)	0.6	0.6	0.6	0.5
Div yield (%)	5.9	1.6	4.1	5.0
ROE (%)	14.4	6.9	11.1	12.2
Net D/E (%)	91.4	133.6	131.5	114.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	33.75
Market Cap (US$ m)	1,370.7
Listed Shares (m shares)	1,376.9
Free Float (%)	55.9
Avg Daily Turnover (US$ m)	11.7
12M Price H/L (Bt)	46.75/31.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Social Security Office 14.18%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P19

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earnings Revisions

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Net profit (Bt m)							
- New	(6,967)	7,624	12,575	13,231	3,053	7,644	9,278
- Old					9,041	10,124	11,579
- *Change (%)*					*(66.2)*	*(24.5)*	*(19.9)*
Normalized profit (Bt m)							
- New	(4,450)	4,592	15,337	9,699	5,014	8,519	10,153
- Old					9,431	10,532	11,579
- *Change (%)*					*(46.8)*	*(19.1)*	*(12.3)*
Market GRM (US$/bbl)							
- New	3.2	4.5	14.3	9.5	5.6	5.0	4.9
- Old					6.9	7.0	7.2
- *Change (%)*					*(18.7)*	*(28.7)*	*(32.3)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA	47,537	50,533	51,986	50,139	44,956	45,214	44,783	44,226	43,880	46,179	46,589	
Free cash flow *	14,143	16,477	18,031	21,411	11,473	16,149	16,956	17,588	21,434	18,380	22,608	282,422
PV of free cash flow *	13,022	13,966	14,069	15,376	7,585	9,828	9,225	8,770	9,797	7,702	8,684	108,488

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.3
WACC (%)	8.6
Terminal growth (%)	1.0
Enterprise value - add investments	226,512
Net debt	139,932
Minority interest	31,346
Equity value	55,234
# of shares (m)	1,377
Equity value/share (Bt)	**40**

Sources: Company data, Thanachart estimates
Note: *Excluding solar farm cash flows, our TP is rounded up

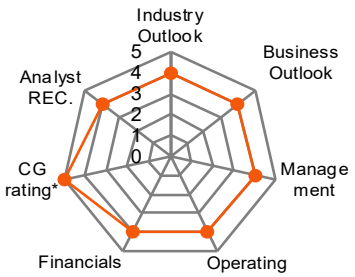
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (BCP) มีการดำเนินธุรกิจในหลายแขนง โดยมีธุรกิจหลักคือธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน (กำลังการผลิต 1.2 แสน bkd) และธุรกิจค้าน้ำมัน (เป็นอันดับ 3 ของประเทศ และมีสัดส่วนการตลาด 16%) โดยในช่วงปีที่ผ่านมาทางบริษัทได้มีการลงทุนขนาดใหญ่ในธุรกิจพลังงานโดยส่วนใหญ่เป็นธุรกิจเกี่ยวกับพลังงานทดแทนโดยการถือหุ้น 70% ในบริษัทลูก BCPG และยังมีการขยายไปในธุรกิจใหม่ๆ เช่นการสำรวจและผลิตน้ำมันและก๊าซธรรมชาติ

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

- ความสอดคล้องในธุรกิจการกลั่น และธุรกิจการค้าน้ำมัน ส่งผลใน BCP มีส่วนต่างกำไรสูงสุดในผลผลิตจากการกลั่น
- การเข้าถึงแหล่งน้ำมันดิบภายในประเทศซึ่งมีคุณภาพสูง และราคาต้นทุนต่ำช่วยให้มีค่าการกลั่นสูงกว่าในกลุ่ม

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากดำเนินธุรกิจโรงกลั่น
- การลงทุนในปริมาณมากในธุรกิจใหม่ยังไม่ก่อเกิดผลกำไร
- มีโอกาสจำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น ภายใต้ข้อจำกัดของปริมาณพื้นที่ และที่ดินที่ว่างอยู่

O — Opportunity

- การขยายธุรกิจไปยังธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด

T — Threat

- การแทรกแซงจากภาครัฐต่อส่วนต่างการตลาดในธุรกิจสถานีน้ำมัน โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นอย่างรวดเร็ว
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	45.16	40.00	-11%
Net profit 24F (Bt m)	7,149	3,053	-57%
Net profit 25F (Bt m)	9,798	7,644	-22%
Consensus REC	**BUY: 19**	**HOLD: 1**	**SELL: 1**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไร 2025F ของเราต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อค่าการกลั่น
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของ consensus เนื่องจากประมาณการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นแสดงถึงความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญสำหรับการคาดการณ์ของเรา หากค่าการกลั่นตกลงอย่างมาก ตลาดอาจกังวลเกี่ยวกับงบดุลของ BCP
- Synergies ที่ต่ำกว่าที่คาดไว้จากการเข้าซื้อกิจการของ BSRC จะนำไปสู่ความเสี่ยงด้านลบต่อการคาดการณ์กำไรต่อหุ้นและราคาเป้าหมายของเรา

Source: Thanachart

BCP

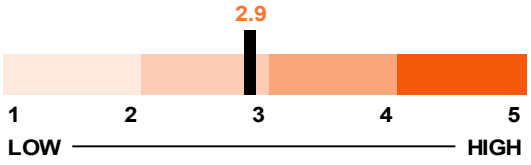
Bangchak Corporation Pcl

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

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

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BCP	YES	YES	-	AA	61.34	80.81	81.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ ในปี 2023 BCP ปล่อย 0.94 ล้านตัน CO2 เทียบเท่า ซึ่งเท่ากับปี 2022 อย่างไรก็ตาม ความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซอยู่ที่ 120 กก./BOE (บาร์เรล เทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งพลังงานไทยที่ 280 กก./BOE การปล่อยคาร์บอน ▪ กลยุทธ์หลักของบริษัทฯ ในการลดการปล่อยคาร์บอนคือการนำเสนอนวัตกรรมและผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม รวมทั้งการปรับปรุงประสิทธิภาพของโรงงานและการส่งเสริมเศรษฐกิจหมุนเวียน นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเพิ่มปริมาณการผลิตเชื้อเพลิงอากาศยานที่ยั่งยืน (Sustainable Aviation Fuel: SAF) เพื่อตอบสนองความต้องการของสายการบินที่ให้ความสำคัญในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากการเดินทางทางอากาศ โดยมีกำลังการผลิต 1 ล้านลิตรต่อวัน ซึ่งจะช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ประมาณ 80,000 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าต่อปี ▪ BCP มีเป้าหมายในการบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 และเป็นองค์กรที่มีความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2030
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ ระบบการบริหารจัดการอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของกลุ่ม BCP เป็นไปตามมาตรฐาน ISO บริษัทฯ ไม่มีกรณีน้ำมันและสารเคมีรั่วไหลอย่างมีนัยสำคัญ และไม่มีการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTI) ในปี 2023 ▪ BCP กล่าวว่าบริษัทฯ พยายามที่จะพัฒนาพนักงานและความสุขของพนักงาน ในปี 2023 พนักงานได้รับการฝึกอบรมโดยเฉลี่ย 33.75 ชั่วโมง ▪ ในปี 2023 ความพึงพอใจต่อกิจกรรมการมีส่วนร่วมของชุมชนของบริษัท อยู่ที่ 96.3%
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ จำนวนกรรมการอิสระมีมากกว่า 1 ใน 3 ของกรรมการทั้งหมด ปัจจุบันมีกรรมการอิสระ 11 คน ซึ่งมากกว่าครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมดตามหลักการกำกับดูแลกิจการที่ดี จำนวนนี้เหมาะสมกับขนาดและประเภทของธุรกิจ ทำให้กรรมการอิสระสามารถปฏิบัติหน้าที่ได้อย่างมีประสิทธิภาพ ▪ ประวัติการทำ M&A ได้สร้างความกังวลในอดีต ด้วยการลงทุนในสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก เช่น ธุรกิจลิเธียม และ E&P BCP ได้บันทึกการด้อยค่าอย่างมากในทรัพย์สิน E&P อย่างไรก็ตาม สถานการณ์นี้ดีขึ้นแล้ว โดยบริษัทฯ ให้ความสำคัญกับธุรกิจหลักมากขึ้น เรามีทัศนคติเชิงบวกต่อการซื้อกิจการของ Esso และคาดหวังว่าการทำงานร่วมกันจะนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้น ▪ งบดุลแข็งแกร่งขึ้น และมีความชัดเจนในเรื่อง debt covenants หลังการเพิ่มทุน และการเสนอขายหุ้น IPO ของบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจโรงไฟฟ้าและเชื้อเพลิงชีวภาพ อย่างไรก็ตาม BCP มีความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนและความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์

Sources: Thanachart, Company data

We expect BCP's earnings to fall less than peers' due to contributions from BSRC

BCP's balance sheet to remain strong despite BSRC acquisition

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	312,202	385,853	570,563	594,226	596,990
Cost of sales	262,503	354,055	530,629	550,053	551,638
Gross profit	**49,699**	**31,798**	**39,934**	**44,173**	**45,352**
% gross margin	15.9%	8.2%	7.0%	7.4%	7.6%
Selling & administration expenses	10,391	11,781	15,908	16,618	16,701
Operating profit	**39,308**	**20,018**	**24,025**	**27,555**	**28,651**
% operating margin	12.6%	5.2%	4.2%	4.6%	4.8%
Depreciation & amortization	10,004	14,370	17,807	19,982	21,882
EBITDA	**49,312**	**34,388**	**41,832**	**47,537**	**50,533**
% EBITDA margin	15.8%	8.9%	7.3%	8.0%	8.5%
Non-operating income	(4,754)	1,766	3,022	3,779	3,779
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(3,977)	(4,980)	(6,068)	(7,354)	(7,227)
Pre-tax profit	**30,578**	**16,803**	**20,979**	**23,981**	**25,203**
Income tax	12,852	8,766	13,323	12,857	12,199
After-tax profit	**17,726**	**8,037**	**7,656**	**11,124**	**13,004**
% net margin	5.7%	2.1%	1.3%	1.9%	2.2%
Shares in affiliates' Earnings	188	340	784	984	784
Minority interests	(2,577)	1,322	(3,426)	(3,589)	(3,634)
Extraordinary items	(2,762)	3,532	(1,961)	(875)	(875)
NET PROFIT	**12,575**	**13,231**	**3,053**	**7,644**	**9,278**
Normalized profit	**15,337**	**9,699**	**5,014**	**8,519**	**10,153**
EPS (Bt)	9.1	9.6	2.2	5.6	6.7
Normalized EPS (Bt)	11.1	7.0	3.6	6.2	7.4

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	111,349	121,881	146,389	141,282	141,761
Cash & cash equivalent	47,169	36,795	20,000	10,000	10,000
Account receivables	22,199	33,274	49,202	51,243	51,481
Inventories	29,533	47,840	71,699	74,323	74,537
Others	12,449	3,972	5,488	5,716	5,742
Investments & loans	3,505	29,382	29,382	29,382	29,382
Net fixed assets	73,018	119,374	131,567	131,586	133,403
Other assets	54,471	69,792	87,864	111,075	111,345
Total assets	**242,344**	**340,429**	**395,202**	**413,325**	**415,892**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	47,852	87,879	111,140	117,402	114,887
Account payables	28,948	41,287	61,878	64,143	64,328
Bank overdraft & ST loans	1,101	13,354	7,997	8,040	7,686
Current LT debt	9,631	14,501	19,172	19,275	18,429
Others current liabilities	8,172	18,738	22,094	25,945	24,444
Total LT debt	**70,507**	**100,414**	**132,763**	**133,476**	**127,614**
Others LT liabilities	40,607	52,104	46,547	47,800	47,946
Total liabilities	**158,966**	**240,397**	**290,451**	**298,678**	**290,447**
Minority interest	20,674	27,920	31,346	34,934	38,568
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	12,099	10,839	10,839	10,839	10,839
Retained earnings	**38,071**	**48,738**	**50,032**	**56,339**	**63,502**
Shareholders' equity	62,704	72,112	73,406	79,713	86,876
Liabilities & equity	**242,344**	**340,429**	**395,202**	**413,325**	**415,892**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	30,578	16,803	20,979	23,981	25,203
Tax paid	(12,852)	(8,766)	(13,323)	(12,857)	(12,199)
Depreciation & amortization	10,004	14,370	17,807	19,982	21,882
Chg In w orking capital	(4,704)	(17,043)	(19,196)	(2,400)	(268)
Chg In other CA & CL / minorities	(4,192)	31,349	2,363	4,607	(743)
Cash flow from operations	**18,833**	**36,713**	**8,629**	**33,312**	**33,876**
Capex	(13,789)	(60,725)	(30,000)	(20,000)	(23,700)
Right of use	(3,322)	(1,725)	0	0	0
ST loans & investments	(91)	(169)	260	0	0
LT loans & investments	10,564	(25,877)	0	0	0
Adj for asset revaluation	491	67	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	4,749	(2,197)	(25,590)	(22,833)	(999)
Cash flow from investments	**(1,397)**	**(90,627)**	**(55,330)**	**(42,833)**	**(24,699)**
Debt financing	733	47,430	31,664	858	(7,061)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,261)	(3,209)	(1,759)	(1,337)	(2,115)
Warrants & other surplus	431	(681)	0	0	0
Cash flow from financing	**(3,097)**	**43,541**	**29,906**	**(479)**	**(9,176)**
Free cash flow	**5,045**	**(24,012)**	**(21,371)**	**13,312**	**10,176**

We include capex of Bt8.5bn from the SAF plant

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	3.0	4.8	9.3	5.5	4.6
Normalized PE - at target price (x)	3.6	5.7	11.0	6.5	5.4
PE (x)	3.7	3.5	15.2	6.1	5.0
PE - at target price (x)	4.4	4.2	18.0	7.2	5.9
EV/EBITDA (x)	1.6	4.0	4.5	4.1	3.8
EV/EBITDA - at target price (x)	1.8	4.3	4.7	4.3	3.9
P/BV (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5
P/BV - at target price (x)	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
P/CFO (x)	2.5	1.3	5.4	1.4	1.4
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	6.7	5.9	1.6	4.1	5.0
FCF Yield (%)	10.9	(51.7)	(46.0)	28.6	21.9
(Bt)					
Normalized EPS	11.1	7.0	3.6	6.2	7.4
EPS	9.1	9.6	2.2	5.6	6.7
DPS	2.3	2.0	0.6	1.4	1.7
BV/share	45.5	52.4	53.3	57.9	63.1
CFO/share	13.7	26.7	6.3	24.2	24.6
FCF/share	3.7	(17.4)	(15.5)	9.7	7.4

BCP trades at a valuation discount to peers despite its higher ROE

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net D/E to rise post-BSRC acquisition

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	56.6	23.6	47.9	4.1	0.5
Net profit (%)	64.9	5.2	(76.9)	150.4	21.4
EPS (%)	64.9	5.2	(76.9)	150.4	21.4
Normalized profit (%)	234.0	(36.8)	(48.3)	69.9	19.2
Normalized EPS (%)	234.0	(36.8)	(48.3)	69.9	19.2
Dividend payout ratio (%)	24.6	20.8	25.0	25.0	25.0
Operating performance					
Gross margin (%)	15.9	8.2	7.0	7.4	7.6
Operating margin (%)	12.6	5.2	4.2	4.6	4.8
EBITDA margin (%)	15.8	8.9	7.3	8.0	8.5
Net margin (%)	5.7	2.1	1.3	1.9	2.2
D/E (incl. minor) (x)	1.0	1.3	1.5	1.4	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.4	0.9	1.3	1.3	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	9.9	4.0	4.0	3.7	4.0
Interest coverage - EBITDA (x)	12.4	6.9	6.9	6.5	7.0
ROA - using norm profit (%)	6.9	3.3	1.4	2.1	2.4
ROE - using norm profit (%)	26.4	14.4	6.9	11.1	12.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	30.5	11.9	10.5	14.5	15.6
- asset turnover (x)	1.4	1.3	1.6	1.5	1.4
- operating margin (%)	11.1	5.6	4.7	5.3	5.4
- leverage (x)	3.8	4.3	5.1	5.3	5.0
- interest burden (%)	88.5	77.1	77.6	76.5	77.7
- tax burden (%)	58.0	47.8	36.5	46.4	51.6
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.6	8.6
ROIC (%)	22.5	9.9	5.4	6.0	6.4
NOPAT (Bt m)	22,787	9,575	8,768	12,782	14,783
invested capital (Bt m)	96,774	163,584	213,338	230,503	230,605

Sources: Company data, Thanachart estimates

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 7.00 (From: Bt 11.00)

Downside : 2.8%

4 NOVEMBER 2024

Small Cap Research

Bangchak Sriracha Pcl (BSRC TB)

ซื้อขายในระดับที่เหมาะสมแล้ว

YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

เราปรับลดประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายของ BSRC ลงเป็น 7.0 บาท สะท้อนถึงสมมติฐาน GRM ที่ลดลงของเรา เนื่องจากแนวโน้มอุตสาหกรรมการกลั่นที่อ่อนแอลง การซื้อขายที่ 0.8 เท่า 2025F P/BV นั้น เรามองว่าสมเหตุสมผลเมื่อเทียบกับ ROE ที่ 9% เราปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" และมองว่า BCP เป็นตัวเลือกที่ดีกว่า

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เนื่องจากสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM) ที่ลดลง เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ BSRC ลง 12/41/30% ในปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลงเหลือ 7.0 บาท (จาก 11.0 บาท) และปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" จาก “ซื้อ" เนื่องจาก 1) เรามองลบมากขึ้นต่อแนวโน้มตลาดการกลั่น เนื่องจากการเติบโตของความต้องการที่ชะลอตัวลง และแรงกดดันจากอุปทานใหม่ในปี 2025F 2) การเติบโตจากผลประโยชน์จาก synergies กับบริษัทแม่ BCP (BCP, “ซื้อ”) ไม่เพียงพอที่จะชดเชยผลกระทบจาก GRM ที่ลดลงได้ และเราคาดว่า EPS จะหดตัวลง 7% ในปี 2025F และ 3) เรามองว่า BSRC ซื้อขายที่ระดับที่เหมาะสมแล้วที่ 0.8 เท่า P/BV เทียบกับ ROE ที่ 8.9% ในปี 2025F

มีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้ม GRM

กำลังการกลั่นใหม่ ร่วมกับความต้องการที่ซบเซา โดยเฉพาะจากจีน ส่งผลให้อัตรากำไรลดลงไปถึงระดับต่ำสุดในหลายปี เราจึงมีมุมมองเชิงลบต่อแนวโน้มตลาดการกลั่นมากขึ้น และปรับลดสมมติฐานค่าการกลั่นลง เราปรับลด GRM ของ BSRC ลง 3/9/5% เป็น US$4.2/4.1/4.4 ต่อบาร์เรลในปี 2024-26F

Synergies เป็นเบาะรองรับ

ทั้ง BCP ซึ่งถือหุ้น 70% ใน BSRC และ BSRC ปัจจุบันตั้งเป้าผลประโยชน์จาก Synergies ที่ 5.0 พันลบ. ในปี 2024F เทียบกับเป้าหมายก่อนหน้านี้ที่ 3 พันลบ. ในจำนวนผลประโยชน์รวมกันนี้ เป็นของ BSRC ประมาณ 50% และ BCP จะได้รับอีกครึ่งหนึ่ง Synergies หลักมาจากการอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นของโรงกลั่น เนื่องจากผลิตภัณฑ์สามารถจำหน่ายได้มากขึ้นผ่านสถานีบริการน้ำมันของ BCP อัตราการใช้กำลังการผลิตของ BSRC เพิ่มขึ้นเป็น 89% ใน 2Q24 จาก 86% ใน 1Q24 และเฉลี่ย 10 ปีก่อนการเข้าซื้อที่ 74% บริษัทฯ คาดว่าจะถึงระดับ 95% แต่เราเชื่อว่าจำเป็นต้องใช้เงินลงทุนเพิ่มเติมบางส่วนเพื่อให้บรรลุเป้าหมายนี้

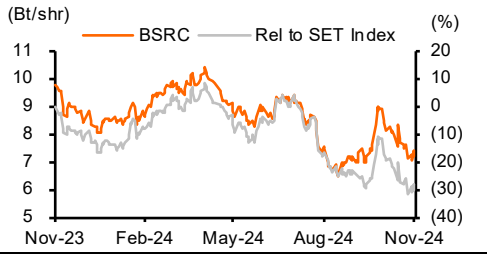
ธุรกิจ non-oil สร้างกำไรให้มากขึ้น

EBITDA ของ BSRC ใน 1H24 ราว 63% มาจากธุรกิจโรงกลั่น และ 37% จากธุรกิจค้าปลีกน้ำมันหรือสถานีบริการน้ำมัน โดยใน 3Q24 ราว 90% ของสถานีบริการน้ำมันของ BSRC ได้เปลี่ยนชื่อเป็นสถานี BCP บริษัทฯ ตั้งเป้าหมายที่จะเปลี่ยนชื่อทั้งหมดภายในปี 2024F นอกจากนี้ BSRC ยังวางแผนที่จะเสนอผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่น้ำมันมากขึ้นที่สถานีบริการน้ำมัน ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรโดยรวมของธุรกิจสถานีบริการน้ำมัน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	229,538	165,990	165,990	165,990
Net profit	2,142	1,527	2,314	2,813
Consensus NP	—	2,186	4,519	5,309
Diff frm cons (%)	—	*(30.1)*	*(48.8)*	*(47.0)*
Norm profit	2,529	2,826	2,629	3,338
Prev. Norm profit	—	3,217	4,454	4,756
Chg frm prev (%)	—	*(12.1)*	*(41.0)*	*(29.8)*
Norm EPS (Bt)	0.7	0.8	0.8	1.0
Norm EPS grw (%)	(77.0)	11.7	(7.0)	27.0
Norm PE (x)	9.9	8.8	9.5	7.5
EV/EBITDA (x)	9.1	5.3	5.0	3.9
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8
Div yield (%)	3.5	2.5	3.7	4.5
ROE (%)	9.2	10.0	8.9	10.7
Net D/E (%)	97.7	47.2	37.9	22.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	7.20
Market Cap (US$ m)	735.0
Listed Shares (m shares)	3,460.9
Free Float (%)	23.7
Avg Daily Turnover (US$ m)	1.1
12M Price H/L (Bt)	10.40/6.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Bangchak Corp. Pcl 76.34%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P26

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earnings Revisions

	2022	2023	2024F	2025F	2026F
ESSO's market GRM (US$/bbl)					
New	5.8	3.8	4.2	4.1	4.4
Old			4.4	4.5	4.6
Change (%)			*(3.4)*	*(9.2)*	*(4.6)*
Refinery utilization (%)					
New	75	68	90	92	95
Old			90	92	95
Change (%)			*0.0*	*0.0*	*0.0*
Net profit (Bt m)					
New	9,508	2,142	1,527	2,314	2,813
Old			2,970	4,174	4,756
Change (%)			*(48.6)*	*(44.6)*	*(40.8)*
Normalized profit (Bt m)					
New	11,007	2,529	2,826	2,629	3,338
Old			3,217	4,454	4,756
Change (%)			*(12.1)*	*(41.0)*	*(29.8)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)		2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA + dividend		7,304	8,156	6,582	5,941	6,215	5,732	5,251	4,754	4,426	4,826	4,863	
Free cash flow		4,712	5,515	3,984	3,514	3,779	3,337	2,938	2,526	2,258	2,544	2,529	35,026
PV of free cash flow		4,327	4,650	3,085	2,498	2,466	1,999	1,570	1,234	1,008	1,039	944	13,080
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.2												
WACC (%)	8.9												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	37,902												
Net debt (2024F)	13,584												
Minority interest	7												
Equity value	24,311												
# of shares (m)	3,461												
Equity value/share (Bt)	**7.0**												

Sources: Company data, Thanachart estimates

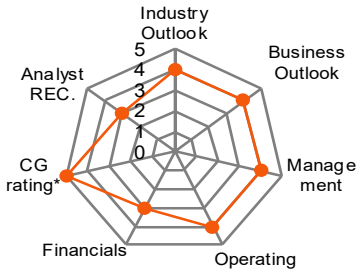
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นหนึ่งในโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำในประเทศไทย บริษัทฯ ประกอบกิจการโรงงานกลั่นน้ำมันแบบ complex ขนาดใช้น้ำมันดิบวันละ 177,000 บาร์เรล และ Nelson Complexity index ที่ 6.6 กำลังการผลิตของ BSRC คิดเป็น 13% ของกำลังการผลิตของประเทศไทย และมีส่วนแบ่งการตลาดน้ำมันค้าปลีกราว 15% นอกจากนี้ BSRC ยังมีกำลังการผลิต PX ที่ 0.5 ล้านตัน บริษัทฯ เป็นบริษัทย่อยของ บริษัท บางจาก คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) (ถือหุ้น 76%) บริษัทแม่ใหม่ บริษัทฯ คาดว่าจะเปลี่ยนโฉมสถานีบริการทั้งหมดเป็นปั๊มบางจากภายในสิ้นปี 2024

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

- ประโยชน์จากการผนึกกำลังหลังการเข้าซื้อของ BCP

W — Weakness

- รัฐบาลสามารถแทรกแซงราคาขายปลีกได้ง่ายดายกว่าราคาขายส่งผ่านทางการควบคุมค่าการตลาด
- การเป็นโรงกลั่นที่ซับซ้อนน้อยกว่าจะทำให้บริษัทมีโครงสร้างต้นทุนที่สูงขึ้นและมีการแข่งขันน้อยลง

O — Opportunity

- เครือข่ายค้าปลีกและโรงกลั่นยังคงใช้ประโยชน์น้อยเกินไป เราคาดว่าจะมีการเพิ่มประสิทธิภาพมากขึ้นภายหลังการเข้าซื้อกิจการของ BCP ในปี 2023

T — Threat

- คู่แข่งในกลุ่ม PTT ขยายกำลังการผลิตต่อเนื่อง และมีศักยภาพในการเติบโตในพื้นที่ใหม่ๆ
- ภัยคุกคามจากสิ่งทดแทน เช่น ยานพาหนะไฟฟ้า อาจลดความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมัน

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	8.87	7.00	-21%
Net profit 24F (Bt m)	2,186	1,527	-30%
Net profit 25F (Bt m)	4,519	2,314	-49%
Consensus REC	**BUY: 4**	**HOLD: 3**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราสำหรับปี 2024-25F ต่ำกว่าประมาณการของตลาด ซึ่งอาจเกิดจากการที่เราให้สมมติฐาน GRM ที่ระมัดระวังมากขึ้น
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาดจากประมาณการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด เป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เติบโตต่ำกว่าคาด จะส่งผลทางลบต่อธุรกิจค้าปลีกน้ำมันของ BSRC และเป็นความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

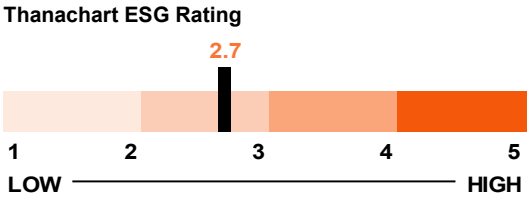
BSRC

Bangchak Sriracha Pcl

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

บริษัท บางจาก ศรีราชา จำกัด (มหาชน) (BSRC) เป็นบริษัทโรงกลั่นน้ำมันขนาดกลางของไทยที่มีกำลังการผลิต 174k b/d เราให้คะแนน ESG สำหรับ BSRC ที่ 2.7 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดของหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ เรามองว่ากลยุทธ์พลังงานสีเขียวของ BSRC ยังคงล้าหลังคู่แข่ง เราไม่เชื่อว่า BSRC มีความตั้งใจแน่แน่ในการลงทุนใหม่ที่ต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมากในประเทศไทย



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
BSRC	-	-	-	B	58.59	55.27	20.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ BSRC เป็นโรงกลั่นไทยที่มีระดับความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซคาร์บอนต่ำที่สุดเป็นอันดับสองในกลุ่มฯ ที่ 161 kg./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มฯ ที่ 280 kg./BOE อย่างไรก็ตาม เรายังคงให้คะแนน ESG ต่ำสุดที่ 2.7 เนื่องจากล้าหลังกว่าคู่แข่งในการกำหนดเป้าหมายและแผนที่ชัดเจนต่อประเด็น ESG ▪ BSRC ปล่อย CO2 เทียบเท่า 0.9 ล้านตันในปี 2023 ซึ่งเป็นการปล่อยคาร์บอนลดลง 9% จากระดับปี 2022 เราเชื่อว่ามีสาเหตุมาจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ได้ลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลงประมาณ 1.2% เมื่อเทียบกับปี 2021 ▪ BSRC ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2026 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (GHG) ภายในปี 2050 ซึ่งเปลี่ยนแปลงเนื่องจากบริษัทแม่ใหม่
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ BSRC มีมาตรฐานด้านความปลอดภัยในการปฏิบัติงานที่สูง และบรรลุเป้าหมายด้านความปลอดภัยหลายประการในปี 2022 และไม่มีเหตุการณ์การบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน และไม่มีรายงานการรั่วไหลในปี 2022 ทั้งโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์ไม่มีรายงานการรั่วไหลใดๆ เป็นเวลา 16 ปี ในขณะที่ไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานเป็นเวลา 12 ปี สำหรับพนักงานและผู้รับเหมา ▪ BSRC ได้รับรางวัลองค์กรที่มีความรับผิดชอบต่อสังคมดีเด่นระดับแพลทินัมจากหอการค้าอเมริกันในประเทศไทยติดต่อกันเป็นเวลา 13 ปี
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ เรามองว่า BSRC มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม มีกรรมการอิสระ 6 คน จากทั้งหมด 12 คน และมีกรรมการหญิง 4 คน ▪ ปัจจุบัน BSRC ถูกซื้อกิจการโดย BCP โรงกลั่นจดทะเบียนในประเทศ เราคาดว่าการเข้าซื้อกิจการที่อาจเกิดขึ้น synergy ร่วมกัน ซึ่งจะนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นสำหรับบริษัทฯ ▪ มีความผันผวนของกำไรอยู่ในระดับสูงตามลักษณะของธุรกิจที่ต้องเผชิญกับความผันผวนของราคาน้ำมัน และค่าการกลั่น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ต่ำ และข้อกำหนดด้านเงินลงทุนที่จำกัดส่วนใหญ่สำหรับธุรกิจสถานีบริการน้ำมันและการซ่อมบำรุงโรงกลั่น

Sources: Company data, Thanachart

We expect BSRC to see resilient profit despite falling GRM in 2025F

We estimate a higher ROE from synergies with BCP

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	263,000	229,538	165,990	165,990	165,990
Cost of sales	244,209	221,259	158,513	158,628	157,872
Gross profit	**18,792**	**8,279**	**7,477**	**7,361**	**8,118**
% gross margin	7.1%	3.6%	4.5%	4.4%	4.9%
Selling & administration expenses	5,440	5,215	3,771	3,771	3,771
Operating profit	**13,352**	**3,064**	**3,706**	**3,590**	**4,346**
% operating margin	5.1%	1.3%	2.2%	2.2%	2.6%
Depreciation & amortization	2,772	2,700	3,542	3,714	3,810
EBITDA	**16,123**	**5,765**	**7,248**	**7,304**	**8,156**
% EBITDA margin	6.1%	2.5%	4.4%	4.4%	4.9%
Non-operating income	40	289	242	276	276
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(376)	(735)	(1,124)	(1,043)	(964)
Pre-tax profit	**13,016**	**2,619**	**2,824**	**2,823**	**3,658**
Income tax	2,320	451	382	578	703
After-tax profit	**10,696**	**2,168**	**2,442**	**2,245**	**2,955**
% net margin	4.1%	0.9%	1.5%	1.4%	1.8%
Shares in affiliates' Earnings	312	361	384	384	384
Minority interests	(1)	0	0	0	0
Extraordinary items	(1,499)	(387)	(1,298)	(315)	(525)
NET PROFIT	**9,508**	**2,142**	**1,527**	**2,314**	**2,813**
Normalized profit	**11,007**	**2,529**	**2,826**	**2,629**	**3,338**
EPS (Bt)	2.7	0.6	0.4	0.7	0.8
Normalized EPS (Bt)	3.2	0.7	0.8	0.8	1.0

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	51,922	35,876	28,115	28,125	28,063
Cash & cash equivalent	586	976	3,000	3,000	3,000
Account receivables	8,430	9,548	6,904	6,904	6,904
Inventories	23,893	18,182	13,026	13,035	12,973
Others	19,013	7,171	5,186	5,186	5,186
Investments & loans	2,871	2,835	2,835	2,835	2,835
Net fixed assets	22,982	22,888	21,345	19,631	17,822
Other assets	7,766	9,022	7,475	7,475	7,475
Total assets	**85,541**	**70,621**	**59,771**	**58,067**	**56,195**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	49,624	22,618	17,047	14,950	13,574
Account payables	5,872	5,262	3,770	3,773	3,755
Bank overdraft & ST loans	26,436	8,234	4,824	4,209	2,990
Current LT debt	5,334	4,641	2,719	2,372	1,685
Others current liabilities	11,983	4,481	5,734	4,596	5,145
Total LT debt	**4,166**	**15,433**	**9,041**	**7,889**	**5,604**
Others LT liabilities	4,547	4,607	4,930	4,930	4,930
Total liabilities	**58,337**	**42,658**	**31,019**	**27,769**	**24,109**
Minority interest	7	7	7	7	7
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	691	315	315	315	315
Retained earnings	**5,399**	**6,534**	**7,323**	**8,868**	**10,656**
Shareholders' equity	27,197	27,956	28,745	30,290	32,078
Liabilities & equity	**85,541**	**70,621**	**59,771**	**58,067**	**56,195**

Sources: Company data, Thanachart estimates

With limited capex and a healthy refinery margin, we expect positive FCF

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	13,016	2,619	2,824	2,823	3,658
Tax paid	(2,320)	(451)	(382)	(578)	(703)
Depreciation & amortization	2,772	2,700	3,542	3,714	3,810
Chg In w orking capital	(4,611)	3,984	6,307	(7)	44
Chg In other CA & CL / minorities	(12,565)	4,751	3,623	(755)	932
Cash flow from operations	**(3,709)**	**13,603**	**15,914**	**5,197**	**7,741**
Capex	(2,048)	(2,606)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Right of use	482	388	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	1,585	36	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,957)	(2,020)	572	(315)	(525)
Cash flow from investments	**(1,939)**	**(4,203)**	**(1,428)**	**(2,315)**	**(2,525)**
Debt financing	6,945	(7,627)	(11,724)	(2,114)	(4,191)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(1,730)	(1,038)	(738)	(768)	(1,025)
Warrants & other surplus	217	(376)	0	0	0
Cash flow from financing	**5,433**	**(9,041)**	**(12,462)**	**(2,882)**	**(5,216)**
Free cash flow	**(5,757)**	**10,997**	**13,914**	**3,197**	**5,741**

We think BSRC's valuation is fair

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	2.3	9.9	8.8	9.5	7.5
Normalized PE - at target price (x)	2.2	9.6	8.6	9.2	7.3
PE (x)	2.6	11.6	16.3	10.8	8.9
PE - at target price (x)	2.5	11.3	15.9	10.5	8.6
EV/EBITDA (x)	3.7	9.1	5.3	5.0	3.9
EV/EBITDA - at target price (x)	3.7	8.9	5.2	4.9	3.9
P/BV (x)	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
P/CFO (x)	(6.7)	1.8	1.6	4.8	3.2
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	6.9	3.5	2.5	3.7	4.5
FCF Yield (%)	(23.1)	44.1	55.8	12.8	23.0
(Bt)					
Normalized EPS	3.2	0.7	0.8	0.8	1.0
EPS	2.7	0.6	0.4	0.7	0.8
DPS	0.5	0.3	0.2	0.3	0.3
BV/share	7.9	8.1	8.3	8.8	9.3
CFO/share	(1.1)	3.9	4.6	1.5	2.2
FCF/share	(1.7)	3.2	4.0	0.9	1.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect net gearing to improve over the next few years

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	57.3	(12.7)	(27.7)	0.0	0.0
Net profit (%)	114.0	(77.5)	(28.7)	51.5	21.6
EPS (%)	114.0	(77.5)	(28.7)	51.5	21.6
Normalized profit (%)	na	(77.0)	11.7	(7.0)	27.0
Normalized EPS (%)	na	(77.0)	11.7	(7.0)	27.0
Dividend payout ratio (%)	18.2	40.4	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	7.1	3.6	4.5	4.4	4.9
Operating margin (%)	5.1	1.3	2.2	2.2	2.6
EBITDA margin (%)	6.1	2.5	4.4	4.4	4.9
Net margin (%)	4.1	0.9	1.5	1.4	1.8
D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.0	0.6	0.5	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	1.3	1.0	0.5	0.4	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	35.5	4.2	3.3	3.4	4.5
Interest coverage - EBITDA (x)	42.9	7.8	6.5	7.0	8.5
ROA - using norm profit (%)	14.1	3.2	4.3	4.5	5.8
ROE - using norm profit (%)	47.4	9.2	10.0	8.9	10.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	46.1	7.9	8.6	7.6	9.5
- asset turnover (x)	3.4	2.9	2.5	2.8	2.9
- operating margin (%)	5.1	1.5	2.4	2.3	2.8
- leverage (x)	3.4	2.8	2.3	2.0	1.8
- interest burden (%)	97.2	78.1	71.5	73.0	79.1
- tax burden (%)	82.2	82.8	86.5	79.5	80.8
WACC (%)	8.5	8.5	8.5	8.9	8.9
ROIC (%)	23.2	4.1	5.8	6.7	8.4
NOPAT (Bt m)	10,972	2,537	3,205	2,855	3,511
invested capital (Bt m)	62,546	55,287	42,329	41,760	39,358

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged) | **TP: Bt 1.20** (From: Bt 1.50) | **4 NOVEMBER 2024**

Change in Numbers | **Downside : 21.1%**

IRPC Public Co Ltd (IRPC TB)

ถูกกระทบมากกว่าเพื่อน

เราคงคำแนะนำ "ขาย" IRPC ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 1.2 บาท เรามองว่า IRPC บาดเจ็บในช่วงขาลงของอุตสาหกรรมมากกว่าคู่แข่ง เนื่องจากเป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนค่อนข้างสูง และมีผลิตภัณฑ์ที่มีอุปทานล้นตลาดมากขึ้น ซึ่งคือ PP

YUPAPAN POLPORNPRASERT
662-779-9119
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ขาย"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง" วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เราคงคำแนะนำ "ขาย" IRPC 1) IRPC เป็นผู้ผลิตที่มีต้นทุนที่ค่อนข้างสูง เนื่องจากมีขนาดกำลังการผลิตที่เล็ก ซึ่งทำให้ยากกว่าคู่แข่งในการต้านทานการหดตัวของอุตสาหกรรม เราคาดว่า IRPC จะขาดทุนในปี 2024-26F เราได้ปรับลดประมาณการกำไรในปี 2024-26F ลงเพื่อสะท้อนสมมติฐาน GIM ที่ลดลง ตามที่แสดงใน Exhibit 1 2) IRPC ยังมีผลิตภัณฑ์โพลีโพรพิลีน (PP) มากกว่าคู่แข่ง PP เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีแนวโน้มที่จะมีอุปทานล้นตลาดมากที่สุด เนื่องจากการเพิ่มกำลังการผลิตอย่างมากในจีน และ 3) เรามองว่า IRPC นั้นแพง แม้ซื้อขายที่ 2024F P/BV ที่ 0.4 เท่า เนื่องจากมี ROE ติดลบในช่วงที่ขาดทุน

ต้นทุนสูง และอัตราส่วนหนี้สินสูง

IRPC มีโครงสร้างต้นทุนการดำเนินงานที่ค่อนข้างสูงและมีระดับหนี้สินที่สูงด้วย ต้นทุนการดำเนินงานสูงถึง US$10.0/bbl ใน 1H24 ซึ่งใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในช่วงห้าปีที่ US$10.4/bbl ขณะเดียวกัน สัดส่วนหนี้สินสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (net D/E) เพิ่มขึ้นอย่างมากเป็น 0.97 เท่า ใน 2Q24 จาก 0.57 เท่า ในปี 2021 และ 0.86 เท่า ในปี 2023 IRPC ประสบกับการขาดทุนติดต่อกันเป็นเวลาห้าไตรมาส และเราคาดว่าบริษัทฯ จะยังคงขาดทุนในปี 2025F และมีมุมมองเชิงลบมากขึ้นต่อทั้งตลาดการกลั่นและปิโตรเคมี

มีผลิตภัณฑ์ PP ที่สูง

บริษัทฯ มีผลิตภัณฑ์ PP สูง โดยคิดเป็น 25% ของกำลังการผลิตปิโตรเคมีรวม PP เป็นผลิตภัณฑ์ที่เผชิญกับการเพิ่มขึ้นของอุปทานขนาดใหญ่โดยเฉพาะจากจีน และเราคาดว่าจะยังคงอยู่ในรอบขาลงไปจนถึงปี 2028F จากข้อมูลของ IRPC การใช้กำลังการผลิต PP ทั่วโลกคาดว่าจะยังคงอ่อนแอที่ 76/77/75% ในปี 2024-26F ซึ่งน่าจะนำไปสู่การลดลงของอัตรากำไรในระยะยาว เราปรับลดสมมติฐาน PP-naphtha spread ลง 10/7/9% เป็น US$320/350/360 ต่อตัน ในปี 2024-27F เทียบกับ US$359 ในปี 2023 และค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US$458

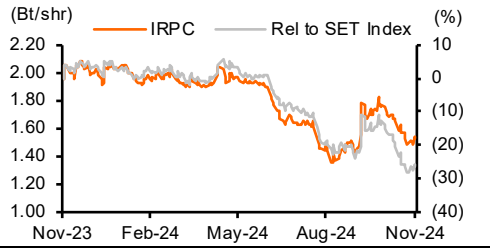
GRM มีแนวโน้มลดลง

IRPC ยังมีหน่วยการกลั่นที่มีกำลังการผลิต 215,000 บาร์เรลต่อวัน หน่วยนี้ผลิตทั้งวัตถุดิบสำหรับธุรกิจปิโตรเคมีและจำหน่ายเป็นผลิตภัณฑ์น้ำมันกลั่น ดังนั้น บริษัทฯ จึงได้รับผลกระทบจากตลาดการกลั่นที่อ่อนแอด้วย เราคาดว่า GRM ของ IRPC จะลดลงตามแนวโน้มของอุตสาหกรรมในปี 2025F โดยประมาณการ GRM สำหรับ IRPC อยู่ที่ US$3.5/3.3/3.6/bbl ในปี 2024-26F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	299,075	317,352	298,873	298,873
Net profit	(2,923)	(3,958)	(1,847)	(459)
Consensus NP	—	(1,335)	1,067	3,457
Diff frm cons (%)	—	*na*	*na*	*na*
Norm profit	(2,547)	(3,048)	(1,439)	(459)
Prev. Norm profit	—	612	1,252	743
Chg frm prev (%)	—	*na*	*na*	*na*
Norm EPS (Bt)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
Norm EPS grw (%)	na	na	na	na
Norm PE (x)	na	na	na	na
EV/EBITDA (x)	16.8	20.2	15.2	11.7
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4
Div yield (%)	2.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	na	na	na	na
Net D/E (%)	85.1	102.8	110.4	100.6

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	1.52
Market Cap (US$ m)	916.2
Listed Shares (m shares)	20,434.4
Free Float (%)	51.9
Avg Daily Turnover (US$ m)	2.0
12M Price H/L (Bt)	2.08/1.35
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.05%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P33

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earnings Revisions

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2025F
Net profit (Bt m)							
- New	(6,152)	14,505	(4,364)	(2,923)	(3,958)	(1,847)	(459)
- Old					612	1,252	743
- Change (%)					*na*	*na*	*na*
Normalized profit (Bt m)							
- New	(2,646)	3,910	1,869	(2,547)	(3,048)	(1,439)	(459)
- Old					2,815	2,753	3,255
- Change (%)					*na*	*na*	*na*
Market GIM (US$/bbl)							
- New	8.7	13.1	10.6	7.9	7.6	8.4	9.0
- Old					9.1	9.9	9.9
- Change (%)					*(16.1)*	*(15.1)*	*(8.4)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA	7,233	8,801	9,739	9,088	9,563	8,889	8,618	8,997	9,377	9,756	10,136	
Free cash flow	(2,968)	8,583	9,089	8,849	9,047	8,675	8,451	8,751	9,109	9,415	9,728	145,495
PV of free cash flow	(2,527)	6,745	6,593	5,922	5,587	4,944	4,297	4,088	3,910	3,714	3,526	52,740

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.1
WACC (%)	8.4
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	99,539
Net debt (2024F)	74,512
Minority interest	223
Equity value	24,804
# of shares (m)	20,434
Equity value/share (Bt)	**1.2**

Sources: Company data, Thanachart estimates

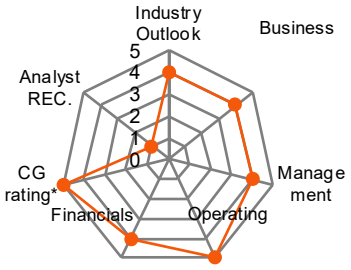
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ไออาร์พีซี จำกัด (มหาชน) (IRPC) เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมีครบวงจรตั้งอยู่ในพื้นที่ชายฝั่งทะเลทางภาคตะวันออกของประเทศไทย บริษัท มีกำลังการกลั่นน้ำมันดิบ 215 kbd กำลังการผลิตโอเลฟิน 1.2m tpa และอะโรเมติกและสไตรีนิคส์ 0.6m tpa กลยุทธ์การเติบโตของบริษัทฯ มุ่งเน้นไปที่การขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ซึ่งบริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะเพิ่มปริมาณการขายโพลีเมอร์เป็น 52% ภายในปี 2025 จาก 22% ในปัจจุบัน

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

- เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมี complex แบบครบวงจร
- เป็นบริษัทในเครือ PTT

W — Weakness

- โครงสร้างต้นทุนเดิม
- ทำเลที่ตั้งค่อนข้างแยกออกจากมาบตาพุด

O — Opportunity

- มีโอกาสในการลดต้นทุน และปรับปรุงสัดส่วนการขายในประเทศ
- มีโอกาสที่มาร์จิ้นเพิ่มขึ้นจากการขยายพอร์ตผลิตภัณฑ์ specialty ที่ประสบความสำเร็จ

T — Threat

- ค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่อ่อนแอกว่าที่คาดจากทั้งความต้องการที่อ่อนแอและอุปทานใหม่ที่เติบโตอย่างมาก

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	1.65	1.20	-27%
Net profit 24F (Bt m)	-1,335	-3,958	na
Net profit 25F (Bt m)	1,067	-1,847	na
Consensus REC	**BUY: 3**	**HOLD: 8**	**SELL: 9**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไร 2024-25F ของเราต่ำกว่า consensus มาก เนื่องจากเราให้สมมติฐานเคมิคอล และ GRM ที่ระมัดระวังมากขึ้น
- ดังนั้นราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Petrochemical spreads หรือ refining margin ที่สูงกว่าคาด เป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- หากราคาน้ำมันดิบลดลงสูงระดับต่ำ ซึ่งจะนำไปสู่ต้นทุนการดำเนินงานที่ลดลง จะเป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา
- การประหยัดต้นทุน และ/หรือ การปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิตที่ดีขึ้นจะเป็นความเสี่ยงด้านบวกอีกประการต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

IRPC

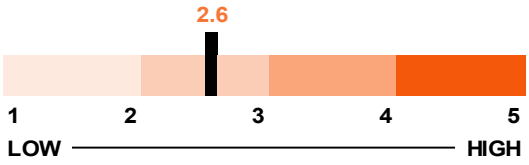
IRPC Public Co Ltd

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

IRPC เป็นโรงกลั่นและปิโตรเคมีที่ใช้แนฟทาแบบครบวงจร โดยมี PTT เป็นผู้ถือหุ้นในสัดส่วน 47.6% เราให้คะแนน ESG สำหรับ IRPC ที่ 2.6 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ เราเชื่อว่า IRPC ยังตามหลังโรงกลั่นและบริษัทเคมีภัณฑ์ในประเทศในแง่ของพันธสัญญาด้าน ESG และอาจล้าหลังกว่าบริษัทอื่นทั่วโลกที่เริ่มผลิตผลิตภัณฑ์ชีวภาพหรือผลิตภัณฑ์ที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมมากขึ้น เช่น เชื้อเพลิงอากาศยานชีวภาพ

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
IRPC	YES	YES	YES	A	60.87	79.66	72.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ IRPC ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ 3.61 ล้านตันเทียบเท่าในปี 2023 ซึ่งอยู่ในขอบเขตเป้าหมาย และลดลง 2% จากปี 2022 ความเข้มการปล่อยคาร์บอนอยู่ที่ 320 กก. CO2 ต่อบาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 280 กก. CO2 ต่อบาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ เราเชื่อว่าเป็นเพราะ IRPC มีห่วงโซ่การดำเนินงานที่ยาวที่สุดในบรรดาบริษัทปลายน้ำของไทย ▪ IRPC มีเป้าหมายระยะยาวในการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 20% ภายในปี 2023 (ปีฐาน: 2018) บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะทำผ่านการปรับปรุงประสิทธิภาพ โครงการ UFC เพื่อผลิตน้ำมันดีเซลตามมาตรฐาน Euro 5 และการส่งเสริมเศรษฐกิจหมุนเวียน
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ บริษัทฯ ไม่ยอมรับความเสี่ยงที่กระทบต่อชีวิต ความปลอดภัย และสุขภาพอนามัยของพนักงาน บุคลากรที่เกี่ยวข้อง และผู้มีส่วนได้เสีย ตลอดจนผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่รุนแรง ในปี 2023 บริษัทฯ มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานของพนักงานและผู้รับเหมาเพียง 1 ราย อีกทั้งบริษัทฯ ยังได้คะแนนความพึงพอใจจากสังคมและชุมชนรอบข้างที่ 82% ในปี 2023 ด้วย ▪ บริษัทฯ ได้ Employee Engagement Score ที่ 86 ในปี 2023 ซึ่งต่ำกว่า 87% ในปี 2022 เล็กน้อย IRPC มีสหภาพแรงงานทั้งหมด 7 กลุ่ม และพนักงาน 75% เป็นสมาชิกสหภาพแรงงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ เรามองว่า IRPC มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม สมาชิกคณะกรรมการ 8 ใน 14 คนมีความเป็นอิสระ ▪ การตัดสินใจของ IRPC ต้องได้รับอนุมัติจาก PTT แต่ส่วนใหญ่ก็เพื่อให้สอดคล้องกับนโยบายของกลุ่ม ▪ ต้นทุนต่อหน่วยของ IRPC ค่อนข้างสูงเมื่อเทียบกับโรงกลั่นไทยในกลุ่มเดียวกัน โดยมีสาเหตุหลักมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ มีความมุ่งมั่นในการลดต้นทุนการดำเนินงานเพื่อสร้างผลตอบแทนที่สูงขึ้นให้กับผู้ถือหุ้น

Sources: Company data, Thanachart

With weak chemical and refinery margin, we expect IRPC to make loss in 2024-26F.

Weak earnings will drag balance sheet

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	318,396	299,075	317,352	298,873	298,873
Cost of sales	302,694	288,142	306,155	286,111	284,801
Gross profit	**15,702**	**10,933**	**11,196**	**12,762**	**14,072**
% gross margin	4.9%	3.7%	3.5%	4.3%	4.7%
Selling & administration expenses	14,777	13,888	14,882	14,127	14,127
Operating profit	**925**	**(2,955)**	**(3,686)**	**(1,365)**	**(55)**
% operating margin	0.3%	-1.0%	-1.2%	-0.5%	0.0%
Depreciation & amortization	8,059	8,666	8,921	8,598	8,856
EBITDA	**8,984**	**5,711**	**5,236**	**7,233**	**8,801**
% EBITDA margin	2.8%	1.9%	1.6%	2.4%	2.9%
Non-operating income	1,353	1,407	1,534	1,469	1,469
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(1,836)	(2,021)	(2,132)	(2,252)	(2,236)
Pre-tax profit	**442**	**(3,569)**	**(4,283)**	**(2,147)**	**(822)**
Income tax	(1,142)	(772)	(986)	(459)	(112)
After-tax profit	**1,584**	**(2,797)**	**(3,297)**	**(1,689)**	**(709)**
% net margin	0.5%	-0.9%	-1.0%	-0.6%	-0.2%
Shares in affiliates' Earnings	289	261	261	261	261
Minority interests	(4)	(11)	(12)	(11)	(11)
Extraordinary items	(6,233)	(376)	(910)	(408)	0
NET PROFIT	**(4,364)**	**(2,923)**	**(3,958)**	**(1,847)**	**(459)**
Normalized profit	**1,869**	**(2,547)**	**(3,048)**	**(1,439)**	**(459)**
EPS (Bt)	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
Normalized EPS (Bt)	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	70,920	61,683	81,515	75,979	78,521
Cash & cash equivalent	3,230	6,220	14,000	12,699	15,421
Account receivables	15,051	15,597	17,552	16,530	16,530
Inventories	39,376	32,413	42,055	39,302	39,122
Others	13,263	7,453	7,908	7,448	7,448
Investments & loans	8,746	9,013	9,013	9,013	9,013
Net fixed assets	111,432	114,362	115,840	120,294	113,138
Other assets	7,088	7,604	8,008	7,599	7,599
Total assets	**198,187**	**192,661**	**214,376**	**212,885**	**208,271**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	62,056	58,944	63,453	60,594	59,750
Account payables	34,466	34,305	41,013	38,328	38,153
Bank overdraft & ST loans	9,000	7,200	0	0	0
Current LT debt	10,762	10,881	15,090	15,627	14,873
Others current liabilities	7,827	6,558	7,350	6,639	6,725
Total LT debt	**51,849**	**52,945**	**73,422**	**76,034**	**72,366**
Others LT liabilities	4,604	4,650	5,038	4,759	4,759
Total liabilities	**118,509**	**116,539**	**141,913**	**141,387**	**136,875**
Minority interest	225	211	223	234	245
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	20,434	20,434	20,434	20,434	20,434
Share premium	28,554	28,554	28,554	28,554	28,554
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(116)	(124)	(124)	(124)	(124)
Retained earnings	**30,579**	**27,046**	**23,376**	**22,400**	**22,286**
Shareholders' equity	79,452	75,911	72,240	71,264	71,151
Liabilities & equity	**198,187**	**192,661**	**214,376**	**212,885**	**208,271**

Sources: Company data, Thanachart estimates

FCF is volatile with spread movement.

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	442	(3,569)	(4,283)	(2,147)	(822)
Tax paid	1,142	772	986	459	112
Depreciation & amortization	8,059	8,666	8,921	8,598	8,856
Chg In w orking capital	(1,081)	6,256	(4,889)	1,090	4
Chg In other CA & CL / minorities	(3,642)	6,220	598	10	347
Cash flow from operations	**4,920**	**18,345**	**1,333**	**8,010**	**8,498**
Capex	(10,424)	(11,596)	(10,399)	(13,052)	(1,700)
Right of use	(24)	(5)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(143)	(267)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(9,017)	(2,288)	(927)	(277)	0
Cash flow from investments	**(19,608)**	**(14,155)**	**(11,326)**	**(13,329)**	**(1,700)**
Debt financing	10,361	(581)	17,485	3,148	(4,422)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(3,674)	(612)	287	871	346
Warrants & other surplus	(6)	(7)	0	0	0
Cash flow from financing	**6,682**	**(1,200)**	**17,773**	**4,019**	**(4,076)**
Free cash flow	**(5,504)**	**6,749**	**(9,066)**	**(5,042)**	**6,798**

Valuation looks unattractive, in our view

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	16.6	na	na	na	na
Normalized PE - at target price (x)	13.1	na	na	na	na
PE (x)	na	na	na	na	na
PE - at target price (x)	na	na	na	na	na
EV/EBITDA (x)	11.1	16.8	20.2	15.2	11.7
EV/EBITDA - at target price (x)	10.3	15.6	18.9	14.3	10.9
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/BV - at target price (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
P/CFO (x)	6.3	1.7	23.3	3.9	3.7
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	4.6	2.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	(17.7)	21.7	(29.2)	(16.2)	21.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.1	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.0)
EPS	(0.2)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.0)
DPS	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	3.9	3.7	3.5	3.5	3.5
CFO/share	0.2	0.9	0.1	0.4	0.4
FCF/share	(0.3)	0.3	(0.4)	(0.2)	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	35.4	(6.1)	6.1	(5.8)	0.0
Net profit (%)	na	na	na	na	na
EPS (%)	na	na	na	na	na
Normalized profit (%)	(52.2)	na	na	na	na
Normalized EPS (%)	(52.2)	na	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	(32.8)	(21.0)	30.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	4.9	3.7	3.5	4.3	4.7
Operating margin (%)	0.3	(1.0)	(1.2)	(0.5)	(0.0)
EBITDA margin (%)	2.8	1.9	1.6	2.4	2.9
Net margin (%)	0.5	(0.9)	(1.0)	(0.6)	(0.2)
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	1.2	1.3	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.0
Interest coverage - EBIT (x)	0.5	na	na	na	na
Interest coverage - EBITDA (x)	4.9	2.8	2.5	3.2	3.9
ROA - using norm profit (%)	1.0	na	na	na	na
ROE - using norm profit (%)	2.2	na	na	na	na
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.9	na	na	na	na
- asset turnover (x)	1.6	1.5	1.6	1.4	1.4
- operating margin (%)	0.7	na	na	na	na
- leverage (x)	2.3	2.5	2.7	3.0	3.0
- interest burden (%)	19.4	230.6	199.1	(2,050.3)	(58.1)
- tax burden (%)	358.4	na	na	na	na
WACC (%)	7.9	7.9	7.9	8.4	8.4
ROIC (%)	2.4	(2.0)	(2.0)	(0.7)	(0.0)
NOPAT (Bt m)	3,315	(2,955)	(2,837)	(1,073)	(47)
invested capital (Bt m)	147,833	140,717	146,752	150,225	142,968

With a weak PP spread and lower GRM, ROE looks set to remain low

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged) | **TP: Bt 29.00** (From: Bt 20.00) | **4 NOVEMBER 2024**

Change in Numbers | **Upside : 12.6%**

Indorama Ventures Pcl (IVL TB)

กลับมาฟื้นตัว

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" IVL ราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 29 บาท เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายขึ้นเพื่อสะท้อนถึงการประหยัดต้นทุนจากการปิดโรงงานที่ไม่ทำกำไร และคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งถึง 28/11% ในปี 2025-26F แม้แนวโน้มอุตสาหกรรมจะยังอ่อนแอ

YUPAPAN POLPORNPRASERT
662-779-9119
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง" วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เรายังคงให้คำแนะนำ "ซื้อ" IVL 1) เราปรับประมาณการกำไรของ IVL ขึ้น 34%/13%/12% สำหรับปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) เป็น 29 บาท จากเดิม 20 บาท เพื่อสะท้อนถึงความสามารถในการทำกำไรที่ดีขึ้นจากการปิดโรงงานที่ไม่ทำกำไร เราคาดว่ากำไรของ IVL จะเติบโต 298%/28%/11% ในปี 2024-26F 2) เราเชื่อว่า integrated PET spread ต่ำสุดแล้ว และมีแนวโน้มจะลดลงจำกัด แม้ว่าเราคาดว่าอุตสาหกรรมจะยังคงอ่อนแอจนถึงปี 2026F แต่เรายังคงคาดว่า IVL จะยังคงมีกำไรที่เติบโตจากปัจจัยดังกล่าว ในความเป็นจริง integrated PET spread ในเอเชียได้ฟื้นตัวใน 4Q24 จากจุดต่ำสุดใน 3Q23 3) เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวแข็งแกร่งใน 3Q24F และ 4) เรามองว่า IVL มีมูลค่าไม่แพง ที่ PE ที่สูงที่ 17.7 เท่า เป็นผลมาจากการฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่ง

ปิดโรงงานที่ไม่ทำกำไร

IVL เริ่มปิดโรงงานที่ไม่ทำกำไรใน 2Q24 โดยการประหยัดต้นทุนได้ที่ US$15m ใน 3Q24F และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น US$15-20m ใน 4Q24F เราจึงปรับประมาณการประหยัดต้นทุนขึ้นเป็น US$120m (46% ของกำไรปี 2025F) จากประมาณการก่อนหน้านี้ที่ US$100m ซึ่งยังถือว่าเป็นระดับที่ไม่สูงเมื่อเทียบกับเป้าหมายของบริษัทฯ ที่ US$170m ในปี 2025F.

PET spread แตะจุดต่ำสุดแล้ว

เรายังคงคาดว่าอุปทาน PET จะยังคงล้นตลาดต่อเนื่องไปจนถึงปี 2026F (ดูข้อมูลอุปสงค์-อุปทาน ใน Exhibit 14 ในบทวิเคราะห์หลัก) แต่อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า integrated PET spread ในเอเชียได้แตะจุดต่ำสุดแล้ว เนื่องจากสเปรดอยู่ในระดับที่ค่อนข้างเสถียรตลอดห้าสัปดาห์ที่ผ่านมา เนื่องจากผู้ประกอบการหลายรายขาดทุนแล้ว เราจึงเห็นว่ามีแนวโน้มลดลงที่จำกัด ที่จริงแล้วสเปรดฟื้นตัวขึ้นที่ US$162/tonne ใน 4QTD เพิ่มขึ้น 25% q-q จาก 3Q24 เนื่องจากการควบคุมอุปทานที่มีวินัยมากขึ้นในประเทศจีน เราคาดว่าสเปรดจะอยู่ที่ US$137/157/167 ต่อตัน ในปี 2024-26F จากจุดสูงสุดที่ US$427 ในปี 2018

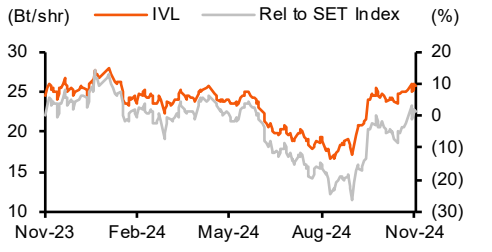
กำไรฟื้นตัวใน 3Q24F

เราคาดว่ากำไรปกติของ IVL ใน 3Q24F จะอยู่ที่ 2.4 พันลบ. เพิ่มขึ้น 100% q-q และจากการขาดทุน 345 ลบ. ใน 3Q23 เราคาดว่าจะมีรายการพิเศษเป็นผลขาดทุนจากสต็อก 1.6 พันลบ. แต่ไม่มีการด้อยค่าสินทรัพย์ การด้อยค่าของสินทรัพย์ใน 2Q24 อยู่ที่ 24 พันลบ. จากการปิดโรงงาน การกลับมาฟื้นตัวของกำไรปกติครั้งนี้ได้รับแรงขับเคลื่อนหลักจากการประหยัดต้นทุนจากการปิดโรงงาน และ product spread ที่ดีขึ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	550,877	548,502	463,027	435,616
Net profit	(10,798)	(17,853)	9,069	9,928
Consensus NP	—	(18,401)	9,797	13,658
Diff frm cons (%)	—	*(3.0)*	*(7.4)*	*(27.3)*
Norm profit	2,366	7,155	9,069	9,928
Prev. Norm profit	—	5,316	8,027	8,870
Chg frm prev (%)	—	*34.6*	*13.0*	*11.9*
Norm EPS (Bt)	0.3	1.1	1.5	1.6
Norm EPS grw (%)	(95.2)	298.1	28.1	10.5
Norm PE (x)	90.4	22.7	17.7	16.0
EV/EBITDA (x)	8.0	7.4	6.7	6.4
P/BV (x)	0.9	1.0	0.9	0.9
Div yield (%)	3.6	0.0	1.7	1.9
ROE (%)	1.4	4.5	5.8	6.1
Net D/E (%)	124.1	145.3	125.0	112.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	25.75
Market Cap (US$ m)	4,264.5
Listed Shares (m shares)	5,614.6
Free Float (%)	35.2
Avg Daily Turnover (US$ m)	19.6
12M Price H/L (Bt)	28.00/16.60
Sector	PETRO
Major Shareholder	Indorama Resources 64.74%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P41

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earning Revisions

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Normalized profit (Bt m)						
- New	20,420	34,057	2,366	7,155	9,069	9,928
- Old				5,316	8,027	8,870
- Change (%)				*34.6*	*13.0*	*11.9*
Net profit (Bt m)						
- New	26,288	31,006	(10,798)	(17,853)	9,069	9,928
- Old				5,316	8,027	8,870
- Change (%)				*na*	*13.0*	*11.9*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal value
EBITDA	54,352	54,658	54,941	56,086	56,867	57,535	58,222	58,928	59,653	60,399	61,166	
Free cash flow	32,831	31,314	31,660	32,612	33,325	32,962	33,686	34,371	35,071	35,787	36,520	510,276
PV of free cash flow	30,172	26,440	24,561	23,240	21,819	19,828	18,076	16,870	15,749	14,703	13,728	191,813

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.2
WACC (%)	8.8
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	417,000
Net debt	239,034
Minority interest	13,590
Equity value	164,375
# of shares	5,615
Equity value/share (Bt)	**29**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth 24F (%)	EPS growth 25F (%)	PE 24F (x)	PE 25F (x)	P/BV 24F (x)	P/BV 25F (x)	EV/EBITDA 24F (x)	EV/EBITDA 25F (x)	Div yield 24F (%)	Div yield 25F (%)
Reliance Industries	RIL IN	India	1.7	7.7	na	na	na	na	12.9	12.0	na	na
Lotte Chemical	011170 KS	South Korea	na	na	na	33.0	0.3	0.3	17.3	9.7	3.3	3.8
Alpek	ALPEKA MM	Mexico	49.5	74.3	16.3	9.4	0.8	0.9	5.7	5.1	4.5	8.6
Sinopec	386 HK	Hong Kong	(11.8)	9.4	8.8	8.1	0.6	0.6	5.6	5.2	7.4	8.0
IRPC	IRPC TB *	Thailand	na	na	na	na	0.4	0.4	20.2	15.2	0.0	0.0
Indorama Ventures	IVL TB *	Thailand	298.1	28.1	22.7	17.7	1.0	0.9	7.4	6.7	0.0	1.7
PTT Global Chemical	PTTGC TB *	Thailand	na	na	na	24.1	0.4	0.4	11.8	9.2	2.8	1.5
Siam Cement	SCC TB *	Thailand	(44.9)	76.8	30.4	17.2	0.7	0.7	24.0	12.1	1.6	2.9
Average			**64.5**	**38.5**	**18.2**	**16.2**	**0.7**	**0.7**	**12.5**	**9.4**	**2.6**	**3.4**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 1 November 2024 closing prices

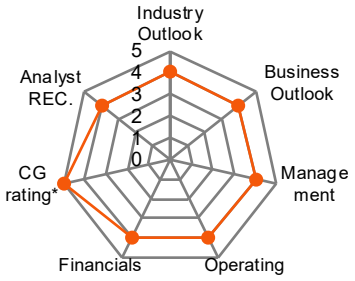
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ผลิตพอลิเอทิลีนเทเรฟทาเล (PET) เส้นใยและเส้นด้ายโพลีเอสเตอร์ กรดเทอเรฟทาลิกบริสุทธิ์ (PTA) และ โมโนเอธิลีน ไกลโคล (MEG) IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตแนวตั้งของห่วงโซ่โพลีเอสเตอร์ที่ใหญ่ที่สุดในโลก ยอดขายมีการกระจายอยู่ในตลาดสำคัญๆ ทั่วโลก เช่น อเมริกาและยุโรป และมีผลิตภัณฑ์ในหลายตลาดเช่น อาหาร เครื่องดื่ม การดูแลส่วนบุคคลและที่บ้าน การดูแลสุขภาพ ยานยนต์ สิ่งทอและผลิตภัณฑ์ในกลุ่มอุตสาหกรรม เราเชื่อว่า IVL อยู่ในจุดเปลี่ยนสำหรับการเติบโตระยะที่สาม ผ่านการขยายสู่บริษัทบรรจุภัณฑ์, โอเลฟินส์ครบวงจร

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

- โรงงานที่มีขนาดใหญ่และมีประสิทธิภาพสูงทำให้ IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในโลก
- ปริมาณการผลิตที่มาก และความสัมพันธ์ที่ดีกับลูกค้าช่วยให้ IVL สามารถคงอัตราการผลิตไว้ได้ในระดับสูง และได้รับผลจากการประหยัดต่อขนาดมาก
- การสร้างโรงงานในตลาดสำคัญๆ ช่วยให้ IVL สามารถลดค่าใช้จ่ายการขนส่งไปได้มาก และช่วยป้องกันความเสี่ยงจากการตั้งกำแพงการค้า

W — Weakness

- IVL พึ่งพาต่อสายการผลิตผลิตภัณฑ์ PET/polyester เป็นอย่างมาก และการลงทุนในอีเทนแคร็กเกอร์ของสหรัฐฯ ทำให้ IVL มีความเสี่ยงต่อความผันผวนของราคาน้ำมัน
- สำหรับกลุ่ม PET ลูกค้าส่วนใหญ่ของ IVL เป็นบริษัทที่เกี่ยวข้องกับอาหารและเครื่องดื่ม ซึ่งมีอำนาจการต่อรองสูง

O — Opportunity

- IVL ยังคงมีโอกาสสำหรับศักยภาพในการเติบโตเพิ่มเติมจากการขยายพอร์ต IOD
- มี upside ที่อาจเกิดขึ้นจากธุรกิจ rPET
- การควบรวมกิจการในสหรัฐฯ และในยุโรปช่วยให้ส่วนต่างราคาของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ยังคงตัวอยู่ได้

T — Threat

- ภัยคุกคามจากการตระหนักถึงสิ่งแวดล้อมที่สูงขึ้น จะนำไปสู่ความต้องการ PET ที่ลดลง
- เทคโนโลยีใหม่ๆที่ช่วยลดต้นทุนการผลิตลง จะทำให้ผู้เล่นรายอื่นเลือกลงทุนเพิ่มขึ้นเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพและความสามารถในการแข่งขัน
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และเกิดประโยชน์ร่วมกันจำกัด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	26.12	29.00	11%
Net profit 24F (Bt m)	(18,401)	(17,853)	na
Net profit 25F (Bt m)	9,797	9,069	-7%
Consensus REC	**BUY: 10**	**HOLD: 10**	**SELL: 0**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2025F ของเราต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเราให้สมมติฐาน PET margin ต่ำลง
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าของตลาดเล็กน้อย เนื่องจากเรามองเป็นบวกมากขึ้นต่อการประหยัดต้นทุนหลังจากปิดโรงงาน

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Spreads ที่ต่ำกว่าคาด และ/หรือ การควบคุมต้นทุนที่แย่กว่าคาดเป็นปัจจัยหลักที่ก่อให้เกิด downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้สเปรด MTBE และ MEG เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา
- ความสำเร็จในการเข้าซื้อกิจการล่าสุดที่ช้ากว่าคาดจะเป็น downside risk ต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

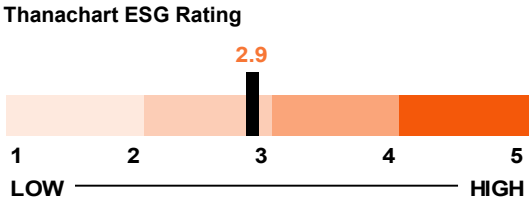
IVL

Indorama Ventures Pcl

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

IVL เป็นผู้ผลิต PET รายใหญ่ที่สุดในโลก ในฐานะบริษัทปิโตรเคมี IVL ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจกในปริมาณมาก อย่างไรก็ตาม คะแนน ESG ของเราที่ให้ IVL ที่ 2.94 ซึ่งสอดคล้องกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มธุรกิจ เราคิดว่าบริษัทฯ มีความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าที่จะบรรลุเป้าหมาย ESG ในทุกด้าน ซึ่งรวมถึงการเน้นไปที่ recycling PET ในเชิงรุกมากขึ้น แต่ถูกชดเชยด้วยความเข้มข้นของการใช้พลังงาน (energy intensity) ที่สูง



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
IVL	YES	YES	YES	A	60.66	48.1	81.00	45.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ ในปี 2023 IVL ได้ปล่อย CO2 เทียบเท่า 9.5 ล้านตัน ลดลง 2.2% จากปี 2022 เนื่องจากการขยายธุรกิจรวมถึงการควบรวมกิจการ ในแง่ของความเข้มของการปล่อยก๊าซ บริษัทฯ ปล่อย 598 kg/BOE (เทียบเท่าบาร์เรลของน้ำมันดิบ) เทียบกับค่าเฉลี่ยของบริษัทพลังงานไทย 280 kg IVL มีเป้าหมายที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 30% จากปี 2020 ถึง 2030 ▪ ระหว่างเดือนกุมภาพันธ์ 2011 ถึงกันยายน 2023 IVL บรรลุเป้าหมายในการรีไซเคิลขวด PET 1.0 แสนล้านขวด ความสำเร็จนี้ช่วยให้ขยะ PET 2.1 ล้านตันหายไปจากสิ่งแวดล้อม และลดปริมาณการปล่อยคาร์บอนได้ 2.9 ล้านตัน โรงงานรีไซเคิล 20 แห่งของบริษัทฯ ส่งผลให้ปริมาณการปล่อยคาร์บอนลดลง 0.3 ล้านตัน คาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากปริมาณ PET 324,256 ตันที่รีไซเคิลในปี 2023 ▪ IVL ยังตั้งเป้าที่จะเพิ่มการใช้ไฟฟ้าพลังงานทดแทนในกระบวนการผลิตเป็น 10% ของการใช้ไฟฟ้าทั้งหมดภายในปี 2025 และ 25% ภายในปี 2030 กำลังการผลิตพลังงานทดแทนคิดเป็น 3.14% ของการใช้ไฟฟ้าทั้งหมดในปี 2023 และ IVL มีแผนจะเพิ่มชีวมวลเป็นวัตถุดิบจาก 1% ของทั้งหมดในปี 2021 เป็น 16% ในปี 2030
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ นโยบายสิทธิมนุษยชนของ IVL ปฏิบัติตามกฎหมายสิทธิมนุษยชนและกฎหมายแรงงานระหว่างประเทศและท้องถิ่น โดยเฉพาะอย่างยิ่งในประเทศที่ IVL ดำเนินธุรกิจ ▪ IVL มีเป้าหมายด้าน CSR ด้วย บริษัทฯ สนับสนุนโครงการสร้างความตระหนักในการรีไซเคิลในชุมชน และประเทศต่างๆ และมีเป้าหมายเพื่อให้ความรู้แก่ผู้คน 1 ล้านคนทั่วโลก ภายในปี 2030 นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังตั้งเป้าที่จะพัฒนาการมีส่วนร่วมกับชุมชนท้องถิ่นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตและความเป็นอยู่ที่ดีขึ้น และคาดว่าจะเข้าถึงผู้ได้ประโยชน์/ประชาชนในชุมชนอย่างน้อย 100,000 คน จากการริเริ่มโครงการความเป็นอยู่ที่ดีของ IVL ภายในปี 2030
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ IVL มีกรรมการบริษัท 12 คน ซึ่งเรามองว่าเหมาะสมกับขนาดและขอบเขตธุรกิจของบริษัทฯ ในจำนวน 12 คน 5 คน เป็นกรรมการอิสระ มีสมาชิก 5 คน รวมทั้งประธาน อยู่ในครอบครัวของเจ้าของ กรรมการเป็นผู้หญิง 3 คน ▪ เนื่องจากเป็นธุรกิจครอบครัว จึงมีการทำธุรกรรมระหว่างบริษัทในเครือ IVL มีความโปร่งใสในการกำหนดราคาการซื้อขายที่เกี่ยวข้องกันให้เป็นไปตามราคาตลาด ▪ IVL เติบโตมากกว่าปกติของธุรกิจผ่านการเข้าซื้อกิจการหลายครั้ง และงบดุลของบริษัทอาจสร้างความกังวลได้ อย่างไรก็ตาม เมื่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมอ่อนแอลง บริษัทฯ จึงมุ่งเน้นไปที่การลดค่าใช้จ่ายด้านการลงทุนและการลดหนี้

Sources: Company note, Thanachart

We expect a profit turnaround in 2025F due to asset optimization

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	655,543	550,877	548,502	463,027	435,616
Cost of sales	539,644	469,977	459,499	382,242	357,133
Gross profit	**115,899**	**80,900**	**89,003**	**80,784**	**78,483**
% gross margin	17.7%	14.7%	16.2%	17.4%	18.0%
Selling & administration expenses	62,416	63,661	63,217	53,366	50,206
Operating profit	**53,483**	**17,239**	**25,786**	**27,419**	**28,276**
% operating margin	8.2%	3.1%	4.7%	5.9%	6.5%
Depreciation & amortization	25,767	28,183	26,105	26,933	26,382
EBITDA	**79,250**	**45,421**	**51,892**	**54,352**	**54,658**
% EBITDA margin	12.1%	8.2%	9.5%	11.7%	12.5%
Non-operating income	518	(1,038)	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9,610)	(14,426)	(16,886)	(16,231)	(16,016)
Pre-tax profit	**44,391**	**1,775**	**8,901**	**11,188**	**12,260**
Income tax	7,078	(462)	1,861	2,238	2,452
After-tax profit	**37,313**	**2,237**	**7,039**	**8,950**	**9,808**
% net margin	5.7%	0.4%	1.3%	1.9%	2.3%
Shares in affiliates' Earnings	(28)	7	0	0	0
Minority interests	(3,228)	122	115	119	119
Extraordinary items	(3,051)	(13,164)	(25,007)	0	0
NET PROFIT	**31,006**	**(10,798)**	**(17,853)**	**9,069**	**9,928**
Normalized profit	**34,057**	**2,366**	**7,155**	**9,069**	**9,928**
EPS (Bt)	5.4	(2.1)	(3.3)	1.5	1.6
Normalized EPS (Bt)	5.9	0.3	1.1	1.5	1.6

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	215,708	189,354	183,087	160,899	152,111
Cash & cash equivalent	21,744	19,757	16,074	21,074	21,074
Account receivables	55,580	51,114	50,893	42,962	40,419
Inventories	115,872	96,657	94,502	78,613	73,449
Others	22,511	21,827	21,618	18,249	17,169
Investments & loans	4,065	4,436	4,436	4,436	4,436
Net fixed assets	320,630	312,393	315,337	311,504	305,072
Other assets	83,475	83,949	83,801	78,480	76,773
Total assets	**623,878**	**590,132**	**586,662**	**555,319**	**538,392**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	202,200	201,347	171,305	165,398	156,928
Account payables	106,721	101,935	99,662	82,906	77,460
Bank overdraft & ST loans	31,248	28,419	30,111	28,151	26,476
Current LT debt	33,777	38,536	14,863	31,009	31,706
Others current liabilities	30,455	32,457	26,669	23,331	21,285
Total LT debt	**178,388**	**173,824**	**210,135**	**179,348**	**166,131**
Others LT liabilities	42,404	36,893	40,659	36,658	35,375
Total liabilities	**422,993**	**412,064**	**422,100**	**381,404**	**358,434**
Minority interest	14,896	13,706	13,590	13,471	13,352
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Share premium	60,331	60,331	60,331	60,331	60,331
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	8,047	4,661	9,661	9,661	9,661
Retained earnings	**111,997**	**93,755**	**75,364**	**84,836**	**91,000**
Shareholders' equity	185,990	164,362	150,972	160,444	166,607
Liabilities & equity	**623,878**	**590,132**	**586,662**	**555,319**	**538,392**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	44,391	1,775	8,901	11,188	12,260
Tax paid	(7,208)	(795)	(1,473)	(2,721)	(2,465)
Depreciation & amortization	25,767	28,183	26,105	26,933	26,382
Chg In w orking capital	(12,846)	18,897	103	7,063	2,261
Chg In other CA & CL / minorities	2,258	10,983	(6,083)	514	(952)
Cash flow from operations	**52,361**	**59,042**	**27,553**	**42,977**	**37,487**
Capex	(54,720)	(19,946)	(29,050)	(23,100)	(19,950)
Right of use	(943)	(2,589)	0	0	0
ST loans & investments	7	(92)	116	0	0
LT loans & investments	(462)	(371)	0	0	0
Adj for asset revaluation	3,717	(3,386)	5,000	0	0
Chg In other assets & liabilities	(16,699)	(24,569)	(21,093)	1,320	423
Cash flow from investments	**(69,101)**	**(50,952)**	**(45,028)**	**(21,780)**	**(19,527)**
Debt financing	29,530	(2,634)	14,330	(16,599)	(14,195)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(8,885)	(7,225)	(538)	403	(3,765)
Warrants & other surplus	1,383	(219)	0	0	0
Cash flow from financing	**22,028**	**(10,078)**	**13,792**	**(16,197)**	**(17,960)**
Free cash flow	**(2,359)**	**39,097**	**(1,497)**	**19,877**	**17,537**

VALUATION

We see IVL's 0.9x 2025F P/BV already pricing in weak PET spreads and an asset impairment

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	4.3	90.4	22.7	17.7	16.0
Normalized PE - at target price (x)	4.9	101.9	25.6	20.0	18.1
PE (x)	4.8	na	na	17.7	16.0
PE - at target price (x)	5.4	na	na	20.0	18.1
EV/EBITDA (x)	4.6	8.0	7.4	6.7	6.4
EV/EBITDA - at target price (x)	4.9	8.5	7.7	7.0	6.7
P/BV (x)	0.8	0.9	1.0	0.9	0.9
P/BV - at target price (x)	0.9	1.0	1.1	1.0	1.0
P/CFO (x)	2.8	2.4	5.2	3.4	3.9
Price/sales (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	6.2	3.6	0.0	1.7	1.9
FCF Yield (%)	(1.6)	27.0	(1.0)	13.7	12.1
(Bt)					
Normalized EPS	5.9	0.3	1.1	1.5	1.6
EPS	5.4	(2.1)	(3.3)	1.5	1.6
DPS	1.6	0.9	0.0	0.4	0.5
BV/share	33.1	29.3	26.9	28.6	29.7
CFO/share	9.3	10.5	4.9	7.7	6.7
FCF/share	(0.4)	7.0	(0.3)	3.5	3.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Leverage is trending down with lower capex

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	40.0	(16.0)	(0.4)	(15.6)	(5.9)
Net profit (%)	17.9	na	na	na	9.5
EPS (%)	18.5	na	na	na	10.5
Normalized profit (%)	66.8	(93.1)	202.3	26.8	9.5
Normalized EPS (%)	69.3	(95.2)	298.1	28.1	10.5
Dividend payout ratio (%)	29.7	(44.9)	30.0	30.0	30.0
Operating performance					
Gross margin (%)	17.7	14.7	16.2	17.4	18.0
Operating margin (%)	8.2	3.1	4.7	5.9	6.5
EBITDA margin (%)	12.1	8.2	9.5	11.7	12.5
Net margin (%)	5.7	0.4	1.3	1.9	2.3
D/E (incl. minor) (x)	1.2	1.4	1.6	1.4	1.2
Net D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.2	1.5	1.3	1.1
Interest coverage - EBIT (x)	5.6	1.2	1.5	1.7	1.8
Interest coverage - EBITDA (x)	8.2	3.1	3.1	3.3	3.4
ROA - using norm profit (%)	5.8	0.4	1.2	1.6	1.8
ROE - using norm profit (%)	19.8	1.4	4.5	5.8	6.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	21.6	1.3	4.5	5.7	6.0
- asset turnover (x)	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
- operating margin (%)	8.2	2.9	4.7	5.9	6.5
- leverage (x)	3.4	3.5	3.7	3.7	3.3
- interest burden (%)	82.2	11.0	34.5	40.8	43.4
- tax burden (%)	84.1	126.0	79.1	80.0	80.0
WACC (%)	8.4	8.4	8.4	8.8	8.8
ROIC (%)	12.6	5.3	5.3	5.6	6.0
NOPAT (Bt m)	44,955	21,724	20,393	21,935	22,621
invested capital (Bt m)	407,658	385,384	390,006	377,879	369,846

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (From: SELL)

Change in Recommendation

TP: Bt 38.00 (From: Bt 29.00)

Upside : 12.6%

4 NOVEMBER 2024

PTT Public Co Ltd (PTT TB)

มีเสถียรภาพมากขึ้น

YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

PTT มีแหล่งรายได้ที่มีเสถียรภาพมากกว่าบริษัทอื่นในกลุ่ม และเริ่มดูน่าสนใจมากขึ้นในช่วงที่บริษัทในกลุ่มอยู่ในช่วงขาลงทางธุรกิจ ด้วยความเสี่ยงด้านนโยบายที่ลดลงจากราคาพลังงานที่ลดลง และผลตอบแทนปันผลที่ 5.9% ในปี 2025F เราจึงปรับคำแนะนำ PTT เป็น "ซื้อ" จาก "ขาย"

เป็นทางเลือกที่ปลอดภัยกว่า ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เราปรับคำแนะนำ PTT เป็น "ซื้อ" จาก ขาย เนื่องจาก 1) เราได้ปรับประมาณการกำไรของ PTT ขึ้น 12/5/6% ในปี 2024-26F เนื่องจากภาระค่าใช้จ่ายในการช่วยเหลือต่ำกว่าที่คาดไว้จากราคา LNG นำเข้าที่ลดลง ด้วยกำไรที่สูงขึ้น และการปรับมาใช้ปีฐาน 2025F ราคาเป้าหมายปี 2025F ของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 38 บาท จาก เดิม 29 บาท 2) เราเห็นความเสี่ยงด้านนโยบายลดลง เนื่องจากแนวโน้มราคาพลังงานที่อ่อนแอลง 3) PTT มีกระแสเงินสดและกำไรที่แข็งแกร่งมากกว่าบริษัทย่อยและบริษัทในเครือ เนื่องจากธุรกิจขายก๊าซที่ค่อนข้างเสถียร นี่ทำให้ PTT น่าสนใจมากขึ้นในช่วงที่บริษัทในกลุ่มเผชิญกับช่วงขาลงของธุรกิจ และ 4) PTT ยังมีอัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าพอใจที่ 5.9% ตามตัวเลขปี 2025F ของเรา

มีความเสี่ยงและภาระค่าใช้จ่ายในการสนับสนุนที่ต่ำลง

เราคาดว่า PTT จะมีความเสี่ยงและภาระค่าใช้จ่ายในการสนับสนุนที่ต่ำลงในช่วงที่ราคาพลังงานอ่อนแอ การขาดดุลของกองทุนน้ำมันของรัฐบาลลดลงเหลือ 4.4 หมื่นลบ. จากจุดสูงสุดที่ 6.3 หมื่นลบ. ในเดือนมิถุนายนปีนี้ ปัจจุบัน PTT มีการอุดหนุนราคาขาย NGV และ gas pool ที่ขายให้กับโรงไฟฟ้า โดยภาระค่าใช้จ่ายในการช่วยเหลือใหญ่ที่สุดคือการใช้ single gas pool price เพื่อคงราคาค่าไฟฟ้าให้อยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้เรายังคาดว่า PTT จะแบ่งภาระค่าใช้จ่ายนี้กับ บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC, “ขาย”) ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ที่ 45% โดย PTTGC จะต้องจ่ายในราคาพื้นฐานที่สูงขึ้นสำหรับสูตรราคาก๊าซอีเทนในกระบวนการนี้ เราคาดว่ากำไรจากธุรกิจก๊าซของ PTT จะเพิ่มขึ้น 11/0.5% ในปี 2025-26F

กำไรมีเสถียรภาพมากกว่าบริษัทอื่นในกลุ่ม

แม้ตลาดการกลั่นและปิโตรเคมีจะยังคงอยู่ในภาวะขาลง ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำไรของบริษัทในกลุ่ม PTT แต่เราคาดว่ากำไรของ PTT จะลดลงเพียง 4% ในปี 2025F และทรงตัวในปี 2026F เราให้สมมติฐานราคาน้ำมัน และ petrochemical spreads ที่ต่ำลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรจากก๊าซจะดีขึ้น เนื่องจากภาระในการอุดหนุนลดลง

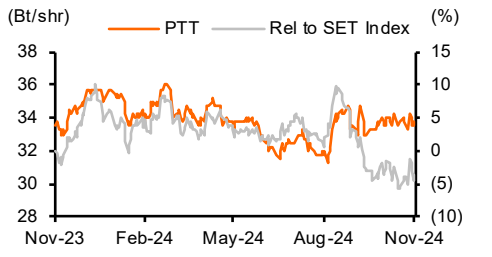
กระแสเงินสดแข็งแกร่ง และอัตราผลตอบแทนปันผลสูง

PTT มีงบดุลที่แข็งแกร่ง กระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง และอัตราผลตอบแทนปันผลที่น่าพอใจ อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนอยู่ที่เพียง 0.4 เท่า และเราคาดว่าอัตราผลตอบแทนจากกระแสเงินสดอิสระจะอยู่ที่ 10% ในปี 2025F ซึ่งหนุนอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 59% และการคาดการณ์อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 5.9% สำหรับปี 2025F เมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่งซึ่งอยู่ที่เพียง 3.4% เท่านั้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	3,144,551	3,180,191	3,166,801	3,180,437
Net profit	112,024	100,316	96,540	96,971
Consensus NP	—	101,143	107,981	108,091
Diff frm cons (%)	—	*(0.8)*	*(10.6)*	*(10.3)*
Norm profit	99,606	100,316	96,540	96,971
Prev. Norm profit	—	89,849	91,691	91,521
Chg frm prev (%)	—	*11.6*	*5.3*	*6.0*
Norm EPS (Bt)	3.5	3.5	3.4	3.4
Norm EPS grw (%)	(8.5)	0.7	(3.8)	0.4
Norm PE (x)	9.7	9.6	10.0	9.9
EV/EBITDA (x)	3.9	4.4	4.1	3.7
P/BV (x)	0.9	0.8	0.8	0.8
Div yield (%)	5.9	5.9	5.9	5.9
ROE (%)	9.2	8.9	8.3	8.1
Net D/E (%)	37.8	38.3	34.4	28.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	33.75
Market Cap (US$ m)	28,434.9
Listed Shares (m shares)	28,563.0
Free Float (%)	48.9
Avg Daily Turnover (US$ m)	33.6
12M Price H/L (Bt)	36.00/31.25
Sector	Energy
Major Shareholder	Ministry of Finance 51.11%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P48

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earnings Revision

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Normalized profit (Bt m)						
- New	88,796	108,916	99,606	100,316	96,540	96,971
- Old				89,849	91,691	91,521
- Change (%)				*11.6*	*5.3*	*6.0*
Net profit (Bt m)						
- New	108,363	91,175	112,024	100,316	96,540	96,971
- Old				89,849	91,691	91,521
- Change (%)				*11.6*	*5.3*	*6.0*
Gas EBITDA (Bt m)						
- New	86,497	61,207	66,024	58,041	62,218	60,165
- Old				50,702	56,593	55,650
- Change (%)				*14.5*	*9.9*	*8.1*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-derived SOTP-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA	61,207	66,024	58,041	62,218	60,165	62,143	61,587	60,553	59,273	58,061	56,913	
Free cash flow	31,870	56,175	51,462	59,153	59,675	61,629	61,201	60,218	59,052	57,949	56,949	756,350
PV of free cash flow	29,171	47,051	39,443	41,478	38,291	36,186	32,053	28,747	25,703	22,996	20,605	273,660

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.0
WACC (%)	9.3
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value - add investments	635,383
Net debt	182,560
Minority interest	0
Equity value	452,823
# of shares (m)	28,563
Equity value/sh (Bt)	**16.00**

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Gas and other core operation	452,823	15.9	38%	DCF
Oil & retail	144,000	5.0	12%	EV/EBITDA
Upstream	387,074	13.6	32%	DCF
Refining & chemical	102,345	3.6	9%	DCF
Power	29,944	1.0	2%	DCF
Other investments	86,400	3.0	7%	Earnings multiples
Total equity value		**42.0**	**100%**	**SOTP**
Holding discount		10%		
Target price		**38.0**		

Sources: Thanachart estimates

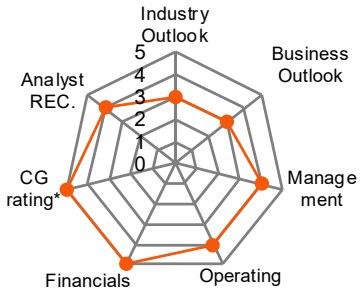
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทน้ำมันครบวงจร และมีหุ้นขนาดใหญ่ที่สุดในตลาดไทย ภาครัฐถือหุ้นใน PTT ทั้งโดยตรง และโดยอ้อม 66% ธุรกิจของ PTT สามารถแบ่งออกได้เป็น 7 กลุ่ม ได้แก่ 1) E&P ซึ่งดำเนินธุรกิจโดยบริษัทย่อย PTTEP ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65% 2) ปิโตรเคมี ซึ่งดำเนินธุรกิจโดย PTTGC 3) โรงกลั่น ซึ่งมีบริษัทในเครือซึ่งจดทะเบียนซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ นั่นคือ TOP และ IRPC 4) ธุรกิจการตลาดน้ำมันผ่าน PTTOR ที่ถือหุ้น 75% 5) ธุรกิจไฟฟ้าผ่านการถือหุ้น GPSC ในสัดส่วน 43%; 6) ธุรกิจท่อส่งก๊าซ และ GSP ที่ดำเนินการโดย PTT บริษัทแม่ และ 7) การค้าถ่านหินและการค้าระหว่างประเทศ

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

- ผู้จัดจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวในประเทศไทยที่ดำเนินธุรกิจท่อส่งก๊าซ และโรงแยกก๊าซของประเทศไทย
- ธุรกิจครบวงจร : upstream E&P ผลิตก๊าซ ปิโตรเคมี โรงกลั่น และค้าปลีก

W — Weakness

- PTT พึ่งพาตลาดประเทศไทยเป็นอย่างมาก ซึ่งมีโอกาสเติบโตจำกัดสำหรับธุรกิจ O&G เดิม
- PTT ด้วยเป็นองค์กรของรัฐ จึงถูกควบคุมอย่างมาก และบริษัทฯ อาจต้องให้ดำเนินการเพื่อชาติ เช่นให้การอุดหนุนราคาพลังงาน

O — Opportunity

- กระแสเงินสดอิสระที่แข็งแกร่งทำให้สามารถขยายตัวไปยังผลิตภัณฑ์ใหม่ และต่างประเทศ
- ทำ M&As ภายในกลุ่ม หรือ ทำ M&As ในต่างประเทศ เพื่อทำให้โครงสร้างธุรกิจแข็งแกร่ง

T — Threat

- รัฐบาลจะอนุญาตให้บุคคลที่สามนำเข้า LNG และอาจส่งผลลบต่อการเป็นตัวแทนจำหน่ายก๊าซแต่เพียงผู้เดียวของ PTT
- ปริมาณสำรองก๊าซในประเทศหมดลง ซึ่งอาจเป็นภัยคุกคามต่อกำไรของโรงแยกก๊าซ
- การลงทุนที่อาจนำไปสู่การทำลายมูลค่า

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	37.68	38.00	1%
Net profit 24F (Bt m)	101,143	100,316	-1%
Net profit 25F (Bt m)	107,981	96,540	-11%
Consensus REC	**BUY: 15**	**HOLD: 10**	**SELL: 2**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการผลกำไรของเราในปี 2025F ต่ำกว่าของตลาด 11% เนื่องจากกำไรจากบริษัทย่อยที่ลดลง
- ราคาเป้าหมายของเราใกล้เคียงกับของตลาด เนื่องจากเราลดการให้ส่วนลดบริษัทโฮดิ้งเพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านนโยบายที่ลดลง

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมันที่ต่ำกว่าสมมติฐานของเราจะเป็น downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา
- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้เกิดการดำเนินมาตรการกำกับดูแลที่ไม่พึงประสงค์
- มี downside risk อีกประการจากค่าการกลั่นและเคมิคอลสเปรดที่ต่ำกว่าคาด

Source: Thanachart

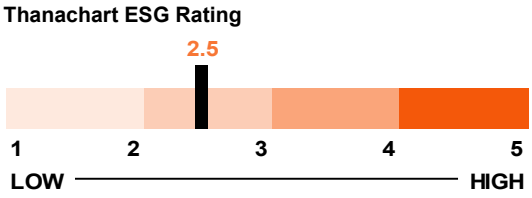
PTT

PTT Public Co Ltd

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

PTT เป็นบริษัทพลังงานของรัฐที่รับภาระในการสร้างความมั่นคงด้านพลังงานของประเทศ บริษัทฯกำลังแสวงหาโอกาสทางธุรกิจใหม่ ๆ เพื่อเพิ่มการดำเนินงานในธุรกิจพลังงานทดแทน และ EV เราได้คะแนน ESG สำหรับ PTT ที่ 2.5 อย่างไรก็ตาม 90% ของ EBITDA ยังคงมาจากธุรกิจพลังงานดั้งเดิม เราคาดว่าคะแนนจะดีขึ้นในอนาคตจากการเพิ่มขึ้นของสัดส่วนของธุรกิจพลังงานสีเขียวและธุรกิจที่ไม่ใช่น้ำมัน (non-oil)



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PTT	YES	YES	YES	AA	74.08	77.89	80.00	44.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ ในปี 2023 ปตท. ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า 10.13 ล้านตัน และกลุ่ม ปตท. ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า 41.59 ล้านตัน ซึ่งสูงที่สุดในกลุ่มพลังงาน โดยปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกถือว่าสูงเนื่องจากขนาดของบริษัท แต่หากพิจารณาในแง่ของธุรกิจของ PTT ▪ PTT ตั้งเป้าลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนลง 15% ตั้งแต่ปี 2020 ถึง 2023 และคาดว่าจะปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050F ▪ PTT ได้จัดตั้งคณะทำงาน PTT Group Net Zero Task Force (G-NET) ซึ่งประกอบด้วยผู้บริหารระดับสูงจากบริษัทต่างๆ ในกลุ่ม PTT คณะทำงานนี้มีหน้าที่กำหนดเป้าหมายและเน้นการจัดการโครงการสำคัญต่างๆ ที่มุ่งลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกหรือเพิ่มการกำจัดและกักเก็บคาร์บอนไดออกไซด์อย่างมีนัยสำคัญ ความพยายามเหล่านี้สอดคล้องกับบริบททางธุรกิจของกลุ่ม PTT เช่น การจับและกักเก็บคาร์บอน (CCS) การจับและใช้ประโยชน์คาร์บอน (CCU) พลังงานทำแทน (RE) พลังงานไฮโดรเจน และการปลูกป่าทดแทน (RF) เพื่อสนับสนุนให้ประเทศไทยบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ บริษัทฯ ยังได้กำหนดนโยบายคุณภาพ ความมั่นคง ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม (QSHE) ของกลุ่ม ปตท. เพื่อเป็นกรอบในการควบคุมกระบวนการทำงาน การบำรุงรักษา และการปรับปรุงประสิทธิภาพการผลิต นโยบายเหล่านี้จะได้รับการทบทวนอย่างสม่ำเสมอเพื่อให้สอดคล้องกับกฎหมายของประเทศไทย มาตรฐานสากล และแนวปฏิบัติอื่นๆ เช่น ISO Standard, GRI, WBCSD และ IPIECA ตลอดจนการเปลี่ยนแปลงบริบทขององค์กรและปัจจัยเสี่ยง ▪ PTT ยังจัดสรรงบประมาณส่วนหนึ่งเพื่อทำกิจกรรมและบริการชุมชนอีกด้วย
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ การเป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติที่มีรัฐบาลเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ PTT ในบางครั้งต้องปฏิบัติตามพันธกรณีในการบริการสังคม/ประเทศชาติ ▪ PTT มีขนาดคณะกรรมการที่เหมาะสมคือ 15 คน กรรมการ 12 จาก 15 คน เป็นกรรมการอิสระ ▪ การเปิดเผยข้อมูลทางการเงินมีมาตรฐานที่สูงมากในมุมมองของเรา อย่างไรก็ตาม มีรายการระหว่างกันหลายบริษัท เนื่องจากการขายวัตถุดิบก๊าซ/น้ำมันให้กับบริษัทย่อย บางครั้งบริษัทฯ ยังให้เงินกู้เพื่อช่วยเหลือบริษัทย่อยอีกด้วย

Sources: Company data, Thanachart

PTT's profit set to be more resilient than subsidiary.

PTT has plenty of cash for future investments

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	3,367,203	3,144,551	3,180,191	3,166,801	3,180,437
Cost of sales	2,906,726	2,767,102	2,833,462	2,813,696	2,817,018
Gross profit	**460,477**	**377,449**	**346,729**	**353,105**	**363,418**
% gross margin	13.7%	12.0%	10.9%	11.2%	11.4%
Selling & administration expenses	171,732	148,280	149,961	149,330	149,973
Operating profit	**288,745**	**229,168**	**196,768**	**203,775**	**213,446**
% operating margin	8.6%	7.3%	6.2%	6.4%	6.7%
Depreciation & amortization	167,330	173,065	170,938	180,072	190,381
EBITDA	**456,075**	**402,233**	**367,706**	**383,847**	**403,827**
% EBITDA margin	13.5%	12.8%	11.6%	12.1%	12.7%
Non-operating income	47,714	50,572	12,721	12,667	12,722
Non-operating expenses	(74,914)	(13,194)	0	0	0
Interest expense	(37,091)	(45,383)	(40,892)	(42,757)	(44,262)
Pre-tax profit	**224,454**	**221,163**	**168,597**	**173,686**	**181,905**
Income tax	90,462	81,313	46,335	44,175	46,229
After-tax profit	**133,992**	**139,850**	**122,262**	**129,511**	**135,676**
% net margin	4.0%	4.4%	3.8%	4.1%	4.3%
Shares in affiliates' Earnings	5,849	3,013	3,013	3,013	3,013
Minority interests	(30,925)	(43,256)	(24,959)	(35,984)	(41,717)
Extraordinary items	(17,741)	12,418	0	0	0
NET PROFIT	**91,175**	**112,024**	**100,316**	**96,540**	**96,971**
Normalized profit	**108,916**	**99,606**	**100,316**	**96,540**	**96,971**
EPS (Bt)	3.2	3.9	3.5	3.4	3.4
Normalized EPS (Bt)	3.8	3.5	3.5	3.4	3.4

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	1,040,863	1,081,739	1,093,012	1,089,721	1,091,791
Cash & cash equivalent	352,654	449,525	450,990	450,990	450,990
Account receivables	219,054	259,813	262,758	261,651	262,778
Inventories	222,348	210,999	216,059	214,552	214,805
Others	246,806	161,401	163,206	162,528	163,218
Investments & loans	173,060	179,265	179,265	179,265	179,265
Net fixed assets	1,499,330	1,541,209	1,513,851	1,540,181	1,538,465
Other assets	702,379	658,249	793,048	791,294	793,080
Total assets	**3,415,632**	**3,460,462**	**3,579,177**	**3,600,461**	**3,602,601**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	592,540	588,710	607,948	586,888	576,570
Account payables	230,366	243,385	249,221	247,483	247,775
Bank overdraft & ST loans	90,757	103,011	105,411	101,620	93,218
Current LT debt	74,021	97,399	99,667	96,083	88,139
Others current liabilities	197,395	144,915	153,649	141,702	147,438
Total LT debt	**924,943**	**863,303**	**883,410**	**851,641**	**781,229**
Others LT liabilities	364,456	383,474	421,341	420,056	421,365
Total liabilities	**1,881,940**	**1,835,486**	**1,912,699**	**1,858,586**	**1,779,164**
Minority interest	481,102	503,778	528,736	564,720	606,437
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	33,499	55,858	29,211	29,211	29,211
Retained earnings	**961,318**	**1,007,566**	**1,050,756**	**1,090,171**	**1,130,016**
Shareholders' equity	1,052,591	1,121,198	1,137,741	1,177,156	1,217,001
Liabilities & equity	**3,415,632**	**3,460,462**	**3,579,177**	**3,600,461**	**3,602,601**

Sources: Company data, Thanachart estimates

PTT's capex is mainly driven by subsidiaries

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	224,454	221,163	168,597	173,686	181,905
Tax paid	(93,039)	(85,895)	(44,751)	(44,932)	(45,791)
Depreciation & amortization	167,330	173,065	170,938	180,072	190,381
Chg In w orking capital	(57,914)	(16,391)	(2,168)	875	(1,088)
Chg In other CA & CL / minorities	(118,267)	15,620	6,207	(7,498)	7,619
Cash flow from operations	**122,563**	**307,561**	**298,823**	**302,202**	**333,027**
Capex	(229,782)	(214,945)	(143,580)	(206,401)	(188,665)
Right of use	(43,664)	7,954	0	0	0
ST loans & investments	(594)	(43)	0	0	0
LT loans & investments	(35,658)	(6,205)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	13,773	49,689	(94,779)	468	(477)
Cash flow from investments	**(295,925)**	**(163,550)**	**(238,360)**	**(205,933)**	**(189,142)**
Debt financing	209,659	(3,724)	24,774	(39,143)	(86,758)
Capital increase	0	0	(0)	0	0
Dividends paid	(78,469)	(62,368)	(57,126)	(57,126)	(57,126)
Warrants & other surplus	33,189	18,951	(26,647)	0	0
Cash flow from financing	**164,379**	**(47,141)**	**(58,999)**	**(96,269)**	**(143,884)**
Free cash flow	**(107,219)**	**92,617**	**155,242**	**95,801**	**144,361**

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	8.9	9.7	9.6	10.0	9.9
Normalized PE - at target price (x)	10.0	10.9	10.8	11.2	11.2
PE (x)	10.6	8.6	9.6	10.0	9.9
PE - at target price (x)	11.9	9.7	10.8	11.2	11.2
EV/EBITDA (x)	3.7	3.9	4.4	4.1	3.7
EV/EBITDA - at target price (x)	4.0	4.2	4.7	4.4	4.0
P/BV (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
P/BV - at target price (x)	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
P/CFO (x)	7.9	3.1	3.2	3.2	2.9
Price/sales (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
FCF Yield (%)	(11.1)	9.6	16.1	9.9	15.0
(Bt)					
Normalized EPS	3.8	3.5	3.5	3.4	3.4
EPS	3.2	3.9	3.5	3.4	3.4
DPS	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
BV/share	36.9	39.3	39.8	41.2	42.6
CFO/share	4.3	10.8	10.5	10.6	11.7
FCF/share	(3.8)	3.2	5.4	3.4	5.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect steady ROE with steady profit.

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	49.1	(6.6)	1.1	(0.4)	0.4
Net profit (%)	(15.9)	22.9	(10.5)	(3.8)	0.4
EPS (%)	(15.9)	22.9	(10.5)	(3.8)	0.4
Normalized profit (%)	22.7	(8.5)	0.7	(3.8)	0.4
Normalized EPS (%)	22.7	(8.5)	0.7	(3.8)	0.4
Dividend payout ratio (%)	62.7	51.0	56.9	59.2	58.9
Operating performance					
Gross margin (%)	13.7	12.0	10.9	11.2	11.4
Operating margin (%)	8.6	7.3	6.2	6.4	6.7
EBITDA margin (%)	13.5	12.8	11.6	12.1	12.7
Net margin (%)	4.0	4.4	3.8	4.1	4.3
D/E (incl. minor) (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.5
Net D/E (incl. minor) (x)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	7.8	5.0	4.8	4.8	4.8
Interest coverage - EBITDA (x)	12.3	8.9	9.0	9.0	9.1
ROA - using norm profit (%)	3.4	2.9	2.9	2.7	2.7
ROE - using norm profit (%)	10.6	9.2	8.9	8.3	8.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.0	12.9	10.8	11.2	11.3
- asset turnover (x)	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	7.8	8.5	6.6	6.8	7.1
- leverage (x)	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0
- interest burden (%)	85.8	83.0	80.5	80.2	80.4
- tax burden (%)	59.7	63.2	72.5	74.6	74.6
WACC (%)	8.9	8.9	8.9	9.3	9.3
ROIC (%)	11.3	8.1	8.2	8.6	9.0
NOPAT (Bt m)	172,372	144,912	142,691	151,948	159,201
invested capital (Bt m)	1,789,659	1,735,386	1,775,239	1,775,510	1,728,597

Sources: Company data, Thanachart estimates

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 150.00 (From: Bt 188.00)

Upside : 18.6%

4 NOVEMBER 2024

PTT Exp & Production Pcl (PTTEP TB)

ซื้อขายที่ราคาน้ำมันที่ต่ำ

YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" PTTEP เนื่องจากมูลค่าของบริษัทสะท้อนถึงราคาน้ำมันเบรนท์เพียง US$65/bbl นอกจากนี้ เราเชื่อว่าหุ้นมีมูลค่าไม่แพงที่ 7.9 เท่า PE และมีอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.1% ในปี 2025F เมื่อเราคาดว่าราคาน้ำมันเฉลี่ยอยู่ที่ US$75/bbl

ไม่แพง แนะนำ “ซื้อ”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" PTTEP แม้เราจะปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลงจาก 188 บาท เป็น 150 บาท โดยอิงจากสมมติฐานราคาน้ำมันที่ลดลงของเรา เนื่องจาก 1) ราคาหุ้นของ PTTEP สะท้อนถึงราคาน้ำมันเบรนท์เพียง US$65/bbl ซึ่งเรามองว่าเป็นราคาที่ต่ำเกินไปและไม่ยั่งยืน นอกจากนี้ หุ้นยังมีมูลค่าที่ไม่แพงที่ 7.9 เท่า PE และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.1% ในปี 2025F 2) เราเชื่อว่า PTTEP ในฐานะผู้ผลิตน้ำมันและก๊าซต้นน้ำ มีความสามารถในการทำกำไรที่เห็นชัดกว่าหลายบริษัทคู่แข่งในกลุ่มในส่วนปิโตรเคมีและการกลั่น นอกจากนี้ ก๊าซซึ่งมีราคาที่เสถียรกว่าน้ำมัน คิดเป็น 73% ของกำไรของบริษัทฯ ด้วย PTTEP ยังน่าจะมีการเติบโตของปริมาณขายที่ 6% ต่อปี ในอีกหลายปีข้างหน้า และ 3) ความเสี่ยงจากโครงการในโมซัมบิกไม่ใช่เรื่องใหม่ และเราไม่ได้รวมผลตอบแทนจากโครงการนี้ในประมาณการของเรา

ปรับลดสมมติฐานราคาน้ำมัน

เราปรับลดประมาณการราคาน้ำมันเบรนท์ลง US$3-5/bbl เป็น US$80/75/70/bbl ในปี 2024F-2026F ซึ่งส่งผลให้เราปรับประมาณการกำไรลง 4/10/14% ในปี 2024-26F ขณะที่ความต้องการน้ำมันต่ำกว่าที่คาดจากการเติบโตทางเศรษฐกิจของจีนที่อ่อนแอ และยังมีแนวโน้มชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกในปีหน้าอีกด้วย ส่วนด้านอุปทาน การเติบโตของอุปทานในสหรัฐฯ ยังคงดำเนินต่อไป และมีความเสี่ยงที่ OPEC+ จะกลับมาผลิตบางส่วนอีกด้วย การวิเคราะห์ sensitivity analysis ราคาน้ำมันของเราชี้ให้เห็นว่า ราคาน้ำมันที่เปลี่ยนไปทุกๆ US$1/bbl กำไรของ PTTEP จะเปลี่ยนแปลงในทิศทางเดียวกันที่ 1.6.

โครงการโมซัมบิกเริ่มกลับมาก่อสร้าง

ตามข้อมูลจาก PTTEP สถานการณ์ความขัดแย้งภายในในโมซัมบิกดีขึ้น และการก่อสร้างโครงการโมซัมบิก Area 1 น่าจะสามารถกลับมาดำเนินการได้ในเร็วๆ นี้ PTTEP ถือหุ้น 8.5% ในโครงการนี้ และคาดว่าจะมีการส่งมอบ LNG แรกใน 2H28F-1H29F บริษัทฯ คาดว่าจะไม่มีการด้อยค่าภายในปีนี้ เนื่องจากความล่าช้าเล็กน้อยในโครงการไม่ได้ส่งผลกระทบต่อการประเมินมูลค่าของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ ปัจจุบันมีสัญญาซื้อขาย LNG จำนวน 11.14 ล้านตันต่อปี หรือคิดเป็น 85% ของกำลังการผลิตรวม 13.1 ล้านตัน.

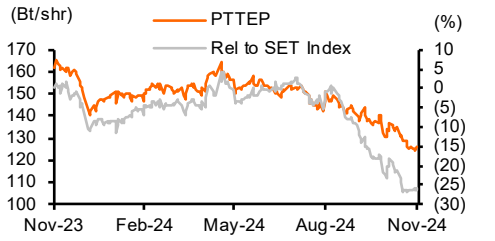
กระแสเงินสดและปันผลแข็งแกร่ง

PTTEP มีฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง ด้วยมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิในปี 2024F หุ้นมีมูลค่าที่ดี ซื้อขายที่ PE ที่ 7.3 เท่า ในปี 2025F ด้วยอัตราผลตอบแทนปันผลที่ 7.2% หลังการด้อยค่า US$470m การลงทุนสุทธิในโมซัมบิกของบริษัทฯ จะอยู่ที่ US$2.6bn หรือ 88 พันลบ. ในมุมมองของเรา หากสมมติว่ามีสถานการณ์เลวร้ายที่สุดที่การลงทุนล้มเหลวและต้องตัดจำหน่ายทั้งหมด ทุนของผู้ถือหุ้นที่ US$15bn ถือว่ายังมีขนาดใหญ่พอที่จะรับความเสี่ยงนั้นได้

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	300,694	298,541	292,694	296,392
Net profit	76,706	73,886	63,775	60,029
Consensus NP	—	2,260	2,116	1,918
Diff frm cons (%)	—	*3,169.8*	*2,914.0*	*3,030.4*
Norm profit	78,656	73,886	63,775	60,029
Prev. Norm profit	—	76,676	70,839	69,428
Chg frm prev (%)	—	*(3.6)*	*(10.0)*	*(13.5)*
Norm EPS (Bt)	19.8	18.6	16.1	15.1
Norm EPS grw (%)	(13.3)	(6.1)	(13.7)	(5.9)
Norm PE (x)	6.4	6.8	7.9	8.4
EV/EBITDA (x)	2.1	2.1	2.4	2.6
P/BV (x)	1.0	0.9	0.9	0.8
Div yield (%)	7.5	7.5	7.1	6.7
ROE (%)	16.3	14.2	11.4	10.3
Net D/E (%)	(9.1)	(8.8)	0.3	6.9

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	126.50
Market Cap (US$ m)	14,813.4
Listed Shares (m shares)	3,970.0
Free Float (%)	34.7
Avg Daily Turnover (US$ m)	40.6
12M Price H/L (Bt)	165.00/124.00
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 63.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P55

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earnings Revisions

	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Normalized profit (Bt m)							
- New	21,397	42,888	90,721	78,656	73,886	63,775	60,029
- Old					76,676	70,839	69,428
- Change (%)					*(3.6)*	*(10.0)*	*(13.5)*
Net profit (Bt m)							
- New	22,664	38,864	70,901	76,706	73,886	63,775	60,029
- Old					76,676	70,839	69,428
- Change (%)					*(3.6)*	*(10.0)*	*(13.5)*
Brent oil (US$/bbl)							
- New	64	42	69	101	80	75	70
- Old					83	78	75
- Change (%)					*(3.6)*	*(3.8)*	*(6.7)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA	213,442	211,871	212,521	232,860	227,854	218,105	208,806	199,939	191,485	183,427	175,747	
Free cash flow	(8,022)	(3,907)	38,200	74,238	82,247	80,149	77,133	74,364	71,835	69,535	67,460	764,551
PV of free cash flow	(7,260)	(3,199)	28,293	49,731	49,845	43,944	37,152	32,259	28,074	24,482	21,398	242,510

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.2
WACC (%)	10.5
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value	547,230
Net debt	(48,009)
Minority interest	0
Equity value	595,239
# of shares	3,970
Equity value / share	**150**

Sources: Company data, Thanachart estimates

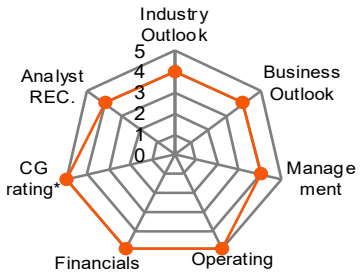
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทต้นน้ำในการสำรวจและผลิตปิโตรเลียม ซึ่งมีปริมาณการผลิต 464,000 boe ต่อวัน 70% ของการผลิตเป็นก๊าซธรรมชาติและเกือบทั้งหมดของการผลิตมาจากแหล่งในประเทศไทยและประเทศอื่นในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ บริษัทฯ มีปริมาณสำรองที่พิสูจน์แล้วกว่า 2,286 ล้าน boe และมีอายุ 10.7 ปี PTTEP เป็นบริษัทในเครือ PTT ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65%

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

- มี PTT ซึ่งเป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ และเป็นผู้ซื้อก๊าซรายใหญ่ที่สุดของประเทศ และเป็นลูกค้ารายใหญ่สุดของ PTTEP
- ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมของบริษัทได้ทำสัญญาซื้อขายไว้แล้ว จึงมีความเสี่ยงต่อปริมาณการผลิตต่ำ

W — Weakness

- ปริมาณสำรองในอ่าวไทยที่เริ่มลดลง โดยปริมาณสำรองเหลือเพียง 8 ปี
- ขาดประสบการณ์และทักษะด้านเทคนิคการลงทุนในต่างประเทศ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในต่างประเทศ

O — Opportunity

- ยังมีแหล่งทรัพยากรในมืออีกมากที่ยังไม่ได้ดำเนินการ
- โอกาสในการลงทุนในต่างประเทศ หรือขยายไปยังธุรกิจใหม่

T — Threat

- การนำเข้าก๊าซ LNG ราคาถูกจากต่างประเทศ
- ความเสี่ยงจากการด้อยค่าที่อาจเกิดขึ้นกับธุรกิจในต่างประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในต่างประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงทางการเมือง และกฎระเบียบเกี่ยวกับการให้สัมปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่กำลังจะหมดอายุ
- การจ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ ส่งผลให้ ROI ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	170.66	150.00	-12%
Net profit 24F (Bt m)	76,342	73,886	-3%
Net profit 25F (Bt m)	71,487	63,775	-11%
Consensus REC	**BUY: 28**	**HOLD: 4**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Downside risks ต่อประมาณการของเรามาจากราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่ต่ำลง
- ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา น่าจะมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคาด
- มีความเสี่ยงจากการลงทุนใหม่ที่ไม่เพิ่มมูลค่า

Source: Thanachart

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-25F ของเราต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราเชื่อว่าเป็นเพราะเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อราคาน้ำมัน/ก๊าซ
- ดังนั้นราคาเป้าหมาย DCF ของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

PTTEP

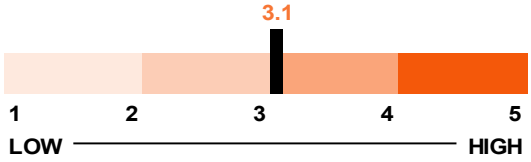
PTT Exp. & Production Pcl.

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

PTTEP เป็นบริษัทย่อยที่ดำเนินธุรกิจสำรวจน้ำมันและก๊าซของ PTT สัดส่วนผลิตภัณฑ์น้ำมันและก๊าซอยู่ที่ราว 30:70 ขณะที่ก๊าซปล่อยคาร์บอนน้อยกว่าน้ำมัน แม้ว่าโดยธรรมชาติของธุรกิจจะปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นจำนวนมาก แต่เรายังคงให้คะแนน ESG ที่ดีแก่ PTTEP ที่ 3.1 เนื่องจากบริษัทฯ มีความมุ่งมั่นอย่างมาก ด้วยมีเป้าหมายที่ชัดเจนในการปรับปรุงประเด็น ESG ให้ดีขึ้น อีกทั้งยังมีแผนที่จะกระจายธุรกิจไปยังธุรกิจที่ไม่ใช่ E&P อีกด้วย

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PTTEP	YES	YES	YES	A	69.03	62.96	70.00	45.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ PTTEP ปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า 6.7 ล้านตัน ในปี 2023 เพิ่มขึ้น 63% จากระดับปี 2018 เนื่องจากมีการเข้าซื้อโครงการใหม่ ในปี 2023 PTTEP สามารถหลีกเลี่ยงและลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ โดยสามารถลดการปล่อยก๊าซสะสมได้ประมาณ 2.4 ล้านตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าหรือเทียบเท่านับตั้งแต่ปี 2020 เราเชื่อว่าการลดลงนั้นเกิดจาก hydrocarbon recovery และการเพิ่มประสิทธิภาพพลังงาน ▪ PTTEP ตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 เป้าหมายในระยะกลางคือการลดระดับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลงอย่างน้อย 30% ภายในปี 2030 และ 50% ภายในปี 2040 จากระดับปี 2020 นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังแสดงความสนใจที่จะลงทุนในธุรกิจที่ไม่ใช่ E&P โดยมีเป้าหมายเพื่อลดการปล่อยคาร์บอน ▪ PTTEP เป็นบริษัทแรกในประเทศไทยที่มีแผนการลงทุนในการดักจับและกักเก็บคาร์บอน (CCS) ซึ่งเป็นก้าวสำคัญสู่การลดคาร์บอน บริษัทฯ ยังคงดำเนินแผนลงทุนสำหรับธุรกิจ E&P หลักอย่างต่อเนื่อง แผนลงทุนของบริษัทฯ อยู่ที่ US$29bn ในปี 2023-27 ซึ่งในจำนวนนี้ ราว US$407m สำหรับโครงการที่เกี่ยวกับ ESG
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ นโยบายสิทธิมนุษยชนของ PTTEP สอดคล้องกับมาตรฐานสิทธิมนุษยชนสากล บริษัทฯ ยังจัดให้มีโปรแกรมการฝึกอบรมเพื่อเตรียมพนักงานให้พร้อมรับการเปลี่ยนแปลงอย่างรวดเร็วของสภาพแวดล้อมทางธุรกิจ ▪ ด้านความปลอดภัยในการผลิต PTTEP มีประสิทธิภาพการทำงานที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของสมาคมผู้ผลิตน้ำมันและก๊าซนานาชาติ (IOGP) ▪ PTTEP จัดสรรงบประมาณส่วนหนึ่งเพื่อทำกิจกรรมและบริการชุมชน การใช้จ่ายทั้งหมดในโครงการ CSR รวมถึงโครงการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก มีมูลค่า US$11.1m
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ คณะกรรมการบริษัทของ PTTEP ประกอบด้วยกรรมการ 15 คน ที่มีความเชี่ยวชาญหลากหลาย และมีทักษะที่เหมาะสมกับอุตสาหกรรม E&P มีกรรมการอิสระ 10 คน และกรรมการหญิง 2 คน ▪ PTTEP อยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิ และมีกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง แม้ว่าจะมีลูกค้ากระจุกตัวสูง (ส่วนใหญ่ขายก๊าซให้ PTT ซึ่งเป็นผู้ซื้อก๊าซรายใหญ่ของไทย) แต่ราคาขายจะอิงตามราคาตลาดและเชื่อมโยงกับราคาน้ำมัน ▪ ด้านความยั่งยืนของธุรกิจ PTTEP เผชิญกับความเสี่ยงจากการหมดไปของทรัพยากรพลังงานภายในประเทศในระยะยาว บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะกระจายไปสู่ธุรกิจใหม่ที่ไม่ใช่ E&P เพื่อจัดการกับปัญหานี้ ธุรกิจเหล่านั้นรวมถึงธุรกิจ AI และ Robotics Venture และธุรกิจพลังงานทดแทน

Source: Thanachart

We expect volume growth to support earnings over 2025-28F

PTTEP generates strong cash flows, which lead to a robust balance sheet

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	331,350	300,694	298,541	292,694	296,392
Cost of sales	148,949	142,926	149,848	161,870	168,322
Gross profit	**182,401**	**157,768**	**148,692**	**130,824**	**128,070**
% gross margin	55.0%	52.5%	49.8%	44.7%	43.2%
Selling & administration expenses	20,386	16,979	18,801	19,471	20,998
Operating profit	**162,015**	**140,788**	**129,891**	**111,353**	**107,072**
% operating margin	48.9%	46.8%	43.5%	38.0%	36.1%
Depreciation & amortization	83,168	81,322	91,345	102,089	104,798
EBITDA	**245,183**	**222,110**	**221,236**	**213,442**	**211,871**
% EBITDA margin	74.0%	73.9%	74.1%	72.9%	71.5%
Non-operating income	8,552	10,336	10,774	11,370	12,563
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(8,218)	(10,243)	(7,803)	(8,244)	(11,968)
Pre-tax profit	**162,348**	**140,881**	**132,862**	**114,479**	**107,667**
Income tax	72,295	63,704	60,452	52,180	49,115
After-tax profit	**90,053**	**77,177**	**72,410**	**62,299**	**58,552**
% net margin	27.2%	25.7%	24.3%	21.3%	19.8%
Shares in affiliates' Earnings	668	1,477	1,477	1,477	1,477
Minority interests	0	2	0	0	0
Extraordinary items	(19,820)	(1,949)	0	0	0
NET PROFIT	**70,901**	**76,706**	**73,886**	**63,775**	**60,029**
Normalized profit	**90,721**	**78,656**	**73,886**	**63,775**	**60,029**
EPS (Bt)	17.9	19.3	18.6	16.1	15.1
Normalized EPS (Bt)	22.9	19.8	18.6	16.1	15.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	196,842	234,800	230,631	260,663	292,261
Cash & cash equivalent	122,369	144,387	144,387	174,387	204,387
Account receivables	42,166	62,241	61,795	60,585	61,351
Inventories	19,115	20,914	17,243	18,626	19,369
Others	13,192	7,259	7,207	7,066	7,155
Investments & loans	9,609	9,783	9,957	10,131	10,306
Net fixed assets	410,614	440,271	499,986	577,447	645,163
Other assets	252,799	217,967	208,184	206,428	207,539
Total assets	**869,864**	**902,821**	**948,759**	**1,054,669**	**1,155,268**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	114,616	88,590	83,665	89,225	97,213
Account payables	52,940	49,412	51,805	55,961	58,192
Bank overdraft & ST loans	16,887	3,560	0	0	0
Current LT debt	0	0	2,891	5,279	9,814
Others current liabilities	44,789	35,619	28,968	27,985	29,207
Total LT debt	**97,095**	**95,320**	**93,486**	**170,688**	**235,537**
Others LT liabilities	191,033	219,468	228,071	224,167	226,637
Total liabilities	**402,744**	**403,378**	**405,222**	**484,079**	**559,387**
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Share premium	105,418	105,418	105,418	105,418	105,418
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	28,668	23,067	30,990	30,990	30,990
Retained earnings	**329,065**	**366,988**	**403,159**	**430,212**	**455,504**
Shareholders' equity	467,121	499,443	543,537	570,590	595,881
Liabilities & equity	**869,864**	**902,821**	**948,759**	**1,054,669**	**1,155,268**

Sources: Company data, Thanachart estimates

PTTEP continues to generate high cash flows from operations

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	162,348	140,881	132,862	114,479	107,667
Tax paid	(70,801)	(74,429)	(56,520)	(54,576)	(47,875)
Depreciation & amortization	83,168	81,322	91,345	102,089	104,798
Chg In w orking capital	2,499	(25,403)	6,510	3,983	723
Chg In other CA & CL / minorities	(19,566)	11,737	(9,055)	3,030	1,370
Cash flow from operations	**157,647**	**134,108**	**165,142**	**169,005**	**166,683**
Capex	(113,475)	(110,978)	(151,060)	(179,550)	(172,515)
Right of use	(16,319)	4,978	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	6,186	(174)	(174)	(174)	(174)
Adj for asset revaluation	0	116	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	26,628	51,945	18,387	(2,148)	1,359
Cash flow from investments	**(96,980)**	**(54,114)**	**(132,848)**	**(181,872)**	**(171,331)**
Debt financing	(4,695)	(13,476)	(2,502)	79,589	69,385
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(28,670)	(36,720)	(37,715)	(36,722)	(34,737)
Warrants & other surplus	9,539	(7,780)	7,923	0	0
Cash flow from financing	**(23,826)**	**(57,977)**	**(32,295)**	**42,867**	**34,647**
Free cash flow	**44,173**	**23,129**	**14,082**	**(10,545)**	**(5,832)**

At 0.9x 2025F P/BV, we see PTTEP's valuation as attractive

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	5.5	6.4	6.8	7.9	8.4
Normalized PE - at target price (x)	6.6	7.6	8.1	9.3	9.9
PE (x)	7.1	6.5	6.8	7.9	8.4
PE - at target price (x)	8.4	7.8	8.1	9.3	9.9
EV/EBITDA (x)	2.0	2.1	2.1	2.4	2.6
EV/EBITDA - at target price (x)	2.4	2.5	2.5	2.8	3.0
P/BV (x)	1.1	1.0	0.9	0.9	0.8
P/BV - at target price (x)	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
P/CFO (x)	3.2	3.7	3.0	3.0	3.0
Price/sales (x)	1.5	1.7	1.7	1.7	1.7
Dividend yield (%)	7.3	7.5	7.5	7.1	6.7
FCF Yield (%)	8.8	4.6	2.8	(2.1)	(1.2)
(Bt)					
Normalized EPS	22.9	19.8	18.6	16.1	15.1
EPS	17.9	19.3	18.6	16.1	15.1
DPS	9.3	9.5	9.5	9.0	8.5
BV/share	117.7	125.8	136.9	143.7	150.1
CFO/share	39.7	33.8	41.6	42.6	42.0
FCF/share	11.1	5.8	3.5	(2.7)	(1.5)

Sources: Company data, Thanachart estimates

We see room for ROE to improve on higher gearing and margin expansion

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	51.3	(9.3)	(0.7)	(2.0)	1.3
Net profit (%)	82.4	8.2	(3.7)	(13.7)	(5.9)
EPS (%)	82.4	8.2	(3.7)	(13.7)	(5.9)
Normalized profit (%)	111.5	(13.3)	(6.1)	(13.7)	(5.9)
Normalized EPS (%)	111.5	(13.3)	(6.1)	(13.7)	(5.9)
Dividend payout ratio (%)	51.8	49.2	51.0	56.0	56.2
Operating performance					
Gross margin (%)	55.0	52.5	49.8	44.7	43.2
Operating margin (%)	48.9	46.8	43.5	38.0	36.1
EBITDA margin (%)	74.0	73.9	74.1	72.9	71.5
Net margin (%)	27.2	25.7	24.3	21.3	19.8
D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	0.0	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	19.7	13.7	16.6	13.5	8.9
Interest coverage - EBITDA (x)	29.8	21.7	28.4	25.9	17.7
ROA - using norm profit (%)	11.0	8.9	8.0	6.4	5.4
ROE - using norm profit (%)	20.6	16.3	14.2	11.4	10.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	20.4	16.0	13.9	11.2	10.0
- asset turnover (x)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	51.5	50.3	47.1	41.9	40.4
- leverage (x)	1.9	1.8	1.8	1.8	1.9
- interest burden (%)	95.2	93.2	94.5	93.3	90.0
- tax burden (%)	55.5	54.8	54.5	54.4	54.4
WACC (%)	10.1	10.1	10.1	10.5	10.5
ROIC (%)	20.2	16.8	15.6	12.2	10.2
NOPAT (Bt m)	89,868	77,127	70,791	60,598	58,229
invested capital (Bt m)	458,733	453,936	495,528	572,170	636,846

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 23.00 (From: Bt 25.00)

Downside : 13.2%

4 NOVEMBER 2024

PTT Global Chemical Pcl (PTTGC TB)

เผชิญกับความท้าทายหลายประการ

YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

PTTGC เผชิญกับความท้าทายหลายประการในเวลาเดียวกัน ได้แก่ ราคาน้ำมันที่ต่ำ, petrochemical spreads ที่ต่ำ, GRM ที่อ่อนแอ และความเสี่ยงด้านนโยบาย เรายังคงแนะนำ "ขาย" โดยมีราคาเป้าหมายที่ 23

ช่วงเวลาที่ยากลำบาก แนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เราคงคำแนะนำ “ขาย” PTTGC โดยมีราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ที่ 23 บาท จากเดิม 25 บาท เนื่องจาก 1) บริษัทฯ เผชิญกับความท้าทายหลายประการในเวลาเดียวกัน ขณะที่ราคาน้ำมันที่ต่ำส่งผลกระทบเชิงลบต่อหน่วยปิโตรเคมีที่ใช้ก๊าซ petrochemical spreads ที่อ่อนแอส่งผลกระทบต่อหน่วยปิโตรเคมีที่ใช้แนฟทา และ GRM ที่อ่อนแอก็กระทบต่อธุรกิจการกลั่นของบริษัทฯ นอกจากนี้ ความเสี่ยงจากนโยบายอุดหนุนราคาพลังงานของรัฐบาลยังเป็นเรื่องที่ต้องจับตามองอีกด้วย 2) PTTGC มีกำไรที่ต่ำกว่าที่เคยเป็น แม้ว่าเราคาดว่าบริษัทฯ จะกลับมาฟื้นตัวในปีหน้า และคาดการณ์ ROE ที่เพียง 3.3% ในปี 2026F และ 3) เรามองว่าหุ้นมีมูลค่าที่แพงที่ 24.1 เท่า PE และ 0.4 เท่า P/BV ในปี 2025F

ปรับลดกำไรมากขึ้น

เราลดประมาณการกำไรปกติของ PTTGC จากมีกำไรเป็นขาดทุนในปีนี้ และลดลง 35/27% ในปี 2025-26F เนื่องจาก petrochemical spreads และ GRM ที่อ่อนแอกว่าที่คาด (ดู Exhibit 1) เนื่องจากวัฏจักรขาลงยังคงดำเนินต่อไป เราจึงลดสมมติฐาน HDPE-naphtha spread 4/12/18% เป็น US$330/350/370 สำหรับปี 2024-26F นอกจากนี้ ตลาดการกลั่นยังอ่อนแอ เราจึงลดสมมติฐานGRM ลง 14/16/13% เป็น US$4.3/4.2/5.0/bbl ในปี 2024-26F ด้วย

ธุรกิจปิโตรเคมีเผชิญปัจจัยลบหลายประการ

ปัจจัยหลายประการส่งผลกระทบต่อธุรกิจปิโตรเคมีของ PTTGC โดย 1) ราคาน้ำมันที่ต่ำส่งผลลบต่อหน่วยปิโตรเคมีที่ใช้ก๊าซ เนื่องจากแม้ว่าต้นทุนก๊าซในประเทศจะมีความเสถียรมากกว่าราคาน้ำมัน แต่ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีสุดท้ายกลับเคลื่อนไหวตามราคาน้ำมัน 2) ความสามารถในการทำกำไรของหน่วยปิโตรเคมีที่ใช้ก๊าซยังเชื่อมโยงกับกำไรของโรงแยกก๊าซ (GSP) ของ PTT ด้วย ดังนั้น กำไรที่ลดลงจาก GSP อันเนื่องมาจากนโยบายการอุดหนุนของรัฐบาล จึงหมายถึงความสามารถในการทำกำไรที่ลดลงสำหรับ PTTGC ด้วย เราคาดว่าสิ่งนี้จะทำให้ฐานกำไรของ PTTGC ลดลงปีละ 2.7 พันลบ. ตั้งแต่ปี 2025F เป็นต้นไป และ 3) petrochemical spreads (เทียบกับแนฟทา) ก็ส่งผลกระทบต่อหน่วยปิโตรเคมีที่ใช้แนฟทาด้วย โดยสังเกตว่าก๊าซ (อีเทน) คิดเป็นราว 35% ของต้นทุนวัตถุดิบและแนฟทาคิดเป็น 65%

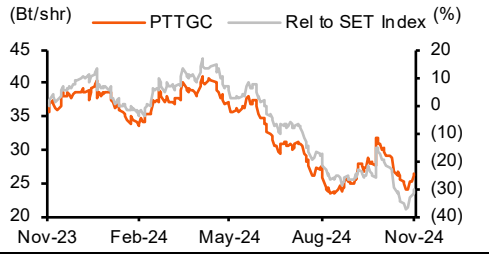
อ่อนแอใน 3Q24F

เราคาดว่าจะมีผลขาดทุนสุทธิที่ 1.2 หมื่นลบ. ใน 3Q24F เทียบกับกำไร 1.8 พันลบ. ใน 2Q24F โดยในจำนวนขาดทุนทั้งหมด 9.0 พันลบ. เกิดจากการด้อยค่าจาก Vencorex หากพิจารณาจากกำไรปกติ เราประเมินว่าผลขาดทุนปกติจะอยู่ที่ 3.8 พันลบ. ใน 3Q24F เทียบกับขาดทุน 2.0 พันลบ. ใน 2Q24 นอกจากนี้ เรายังคาดว่าจะมีผลขาดทุนใน 4Q24F ด้วย เนื่องจาก GRM ที่ต่ำลง และส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจาก Allnex อันเป็นผลมาจากปัจจัยฤดูกาล

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	616,635	629,194	620,183	624,887
Net profit	999	(20,202)	4,454	9,287
Consensus NP	—	(9,872)	8,536	12,246
Diff frm cons (%)	—	*na*	*(47.8)*	*(24.2)*
Norm profit	(2,753)	(3,722)	4,951	9,287
Prev. Norm profit	—	922	7,565	12,697
Chg frm prev (%)	—	*na*	*(34.6)*	*(26.9)*
Norm EPS (Bt)	(0.6)	(0.8)	1.1	2.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	87.6
Norm PE (x)	na	na	24.1	12.9
EV/EBITDA (x)	11.3	11.8	9.2	7.2
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4
Div yield (%)	2.8	2.8	1.5	3.1
ROE (%)	na	na	1.8	3.3
Net D/E (%)	73.9	78.7	67.8	57.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	26.50
Market Cap (US$ m)	3,524.4
Listed Shares (m shares)	4,508.8
Free Float (%)	54.8
Avg Daily Turnover (US$ m)	15.6
12M Price H/L (Bt)	41.00/23.40
Sector	PETRO
Major Shareholder	PTT Pcl 45.18%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P63

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earnings Revisions

	2022	2023	2024F	2025F	2025F
Net profit (Bt m)					
- New	(8,752)	999	(18,756)	4,454	9,287
- Old			(15,558)	7,068	12,697
- Change (%)			*na*	*(37.0)*	*(26.9)*
Normalized profit (Bt m)					
- New	17,381	(2,753)	(3,722)	4,951	9,287
- Old			922	7,565	12,697
- Change (%)			*na*	*(34.6)*	*(26.9)*
Market GRM (US$/bbl)					
- New	12.0	12.7	4.3	4.2	5.0
- Old			4.7	6.0	6.5
- Change (%)			*(8.9)*	*(30.8)*	*(23.0)*
Px-Naphtha (US$/tonne)					
- New	243	274	300	320	350
- Old			350	380	400
- Change (%)			*(14.3)*	*(15.8)*	*(12.5)*
HDPE-Naphtha (US$/tonne)					
- New	392	386	330	350	370
- Old			344	400	450
- Change (%)			*(4.1)*	*(12.5)*	*(17.8)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA & equity income	34,037	39,837	34,784	32,503	31,443	35,338	34,667	34,667	34,667	34,667	34,667	
Free cash flow	31,458	35,269	31,855	15,727	25,527	28,513	27,301	27,388	27,463	27,538	28,653	355,524
PV of free cash flow	28,952	29,867	24,822	11,273	16,837	17,304	14,801	13,601	12,496	11,481	10,946	135,813

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.2
WACC (%)	8.7
Terminal growth (%)	1.0
Enterprise value - add investments	328,193
Net debt	219,046
Minority interest	7,150
Equity value	101,997
# of shares (m)	4,509
Equity value / share	**23.0**

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 3: Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth 24F (%)	EPS growth 25F (%)	PE 24F (x)	PE 25F (x)	P/BV 24F (x)	P/BV 25F (x)	EV/EBITDA 24F (x)	EV/EBITDA 25F (x)	Div yield 24F (%)	Div yield 25F (%)
Sinopec Shanghai	338 HK	Hong Kong	na	na	63.7	17.5	0.5	0.5	13.4	8.3	0.8	1.7
Sinopec Yizheng	1033 HK	Hong Kong	42.3	27.0	18.6	14.7	1.4	1.3	13.4	14.3	na	na
AKR Corporindo	AKRA IJ	Indonesia	0.0	9.6	10.2	9.3	2.2	2.1	8.2	7.4	6.4	6.5
Reliance Industries Ltd	RIL IN	India	1.7	7.7	na	na	na	na	12.9	12.0	na	na
LG Chem	051910 KS	South Korea	(60.8)	na	40.6	12.8	0.7	0.7	8.2	5.5	1.0	1.6
SK Energy	096770 KS	South Korea	na	na	na	13.3	0.6	0.5	11.9	7.1	2.3	2.6
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	11.3	13.2	18.2	16.1	1.0	1.0	8.6	7.7	3.0	3.4
Formosa Chemical	1326 TT	Taiwan	(24.2)	63.5	31.6	19.3	0.7	0.7	16.2	12.1	2.6	4.1
Far Eastern New Century	1402 TT	Taiwan	16.7	12.9	20.5	18.1	0.8	0.9	10.7	9.6	4.0	4.6
IRPC Pcl *	IRPC TB *	Thailand	na	na	na	na	0.4	0.4	20.2	15.2	0.0	0.0
Indorama Ventures *	IVL TB *	Thailand	298.1	28.1	22.7	17.7	1.0	0.9	7.4	6.7	0.0	1.7
PTT Global Chemical *	PTTGC TB *	Thailand	na	na	na	24.1	0.4	0.4	11.8	9.2	2.8	1.5
Siam Cement *	SCC TB *	Thailand	(44.9)	76.8	30.4	17.2	0.7	0.7	24.0	12.1	1.6	2.9
Average			**51.4**	**38.9**	**24.7**	**18.0**	**0.7**	**0.7**	**13.8**	**9.9**	**2.1**	**2.6**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 1 November 2024 closing prices

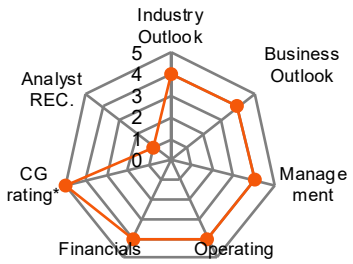
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

PTTGC เป็นบริษัทปิโตรเคมีและโรงกลั่นที่มีฐานการผลิตครบวงจรหลังเกิดการควบรวมระหว่าง PTTCH และ PTTAR ในปลายปี 2011 ผลิตภัณฑ์ของบริษัทคือ olefins และ derivatives โดยที่ผลิตภัณฑ์หลักคือ ethylene, propylene, HDPE, LDPE, LLDPE, และ MEG และด้วยธุรกิจโอเลฟินคิดเป็นสัดส่วนประมาณครึ่งหนึ่งของ EBITDA ปี 2022 PTTGC เป็นหนึ่งในแครกเกอร์ที่ใช้ก๊าซเป็นส่วนประกอบเพียงไม่กี่แห่งในเอเชีย และมีโครงสร้างต้นทุนที่แข่งขันได้เมื่อเทียบกับแครกเกอร์ที่ใช้แนฟทาอื่นๆ บริษัทฯ ยังมีโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์แบบครบวงจร ซึ่งผลิตพาราไซลีน และเบนซินเป็นหลัก นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังได้ย้ายเข้าสู่ธุรกิจสารเคลือบพิเศษด้วยการลงทุนใน Allnex Holdings GmbH (Allnex)

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

- ผู้ผลิต gas-based และมีความยืดหยุ่นในด้านการผลิต ได้เปรียบในด้านต้นทุน
- ประหยัดจากขนาดด้วยมี synergy จากฐานการผลิตที่ครบวงจร
- เป็นเครือบริษัท PTT ซึ่งช่วยให้มีวัตถุดิบที่แน่นอน และฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง

W — Weakness

- เป็นวัฏจักรธุรกิจ กำไรและกระแสเงินสดจึงมีความผันผวน
- ผลกระทบต่อกำไรจากการขาดทุนสต๊อก (หลักๆ จากราคาน้ำมัน)
- การพึ่งพาเคมีภัณฑ์จำนวนมาก และมีเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษจำกัด

O — Opportunity

- ความต้องการเคมีภัณฑ์ที่เติบโตอย่างมากในภูมิภาค
- เพิ่มมูลค่าจาก synergies และการทำ debottlenecking และ downstream ที่ครบวงจรมากขึ้น
- กิจกรรม M&A ที่อาจนำไปสู่ผลตอบแทนที่สูงขึ้นแก่นักลงทุน

T — Threat

- การลดอุปทานก๊าซธรรมชาติที่มีต้นทุนต่ำจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันในการเป็นผู้ผลิตต้นทุนต่ำลดลง
- ราคาน้ำมันที่ตกต่ำบั่นทอนความได้เปรียบทางการแข่งขัน
- การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำในตะวันออกกลางและแครกเกอร์ในสหรัฐฯ
- จ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ และ synergies ที่จำกัด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	29.20	23.00	-21%
Net profit 24F (Bt m)	(9,872)	(20,202)	na
Net profit 25F (Bt m)	8,536	4,454	-48%
Consensus REC	**BUY: 7**	**HOLD: 14**	**SELL: 6**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ราคาน้ำมัน และ/หรือ chemical spreads ที่สูงกว่าคาด น่าจะเป็นความเสี่ยงเชิงบวกต่อประมาณการของเรา
- อุปทานก๊าซที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทแม่อย่าง PTT หรือการปิดฐานการผลิตที่น้อยลง เป็นความเสี่ยงด้านบวกต่อประมาณการของเรา

Source: Thanachart

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรสุทธิปี 2024-25F ของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากสมมติฐาน chemical spread ที่อ่อนแอลงของเรา
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

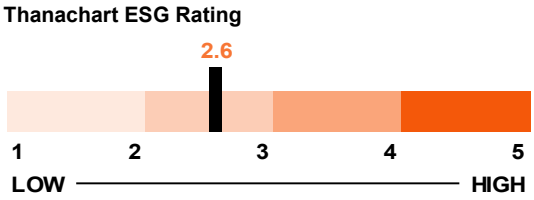
PTTGC

PTT Global Chemical Pcl

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

PTTGC เป็นแครกเกอร์โอเลฟินขนาดใหญ่ ซึ่ง 35-45% ของกำลังการผลิตโอเลฟินส์ ใช้อีเทน และ 55-65% ใช้แนฟทา/แอลพีจี นอกจากนี้ยังมีกำลังการกลั่นน้ำมัน 145kbd เราให้คะแนน ESG สำหรับ PTTGC เท่ากับ 2.6 ซึ่งถือว่าต่ำที่สุดในบรรดาหุ้นที่เราทำบทวิเคราะห์ บริษัทฯ มีความตั้งใจและเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดการปล่อยคาร์บอน แต่คะแนนถูกฉุดโดยความเข้มข้นของพลังงานของบริษัทฯ ที่สูง และระดับการเปิดเผยข้อมูลที่สามารถดีขึ้นได้



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
PTTGC	YES	YES	YES	A	-	52.6	87.00	50.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ PTTGC ปล่อย CO2 เทียบเท่า 8.2 ล้านตัน ในปี 2023 ลดลง 3% จากระดับปี 2022 เราคาดว่ามาจากความต้องการเคมีภัณฑ์ที่อ่อนแอ ความเข้มของการปล่อยคาร์บอนยังลดลง เป็น 0.37 ตัน CO2 เทียบเท่า ต่อผลผลิตหนึ่งตัน จาก 0.41 ในปี 2022 PTTGC ปล่อยคาร์บอนน้อยกว่าค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม ซึ่งส่วนใหญ่ใช้แนฟทา ▪ PTTGC ตั้งเป้าปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) สูงสุดในปี 2025F บริษัทฯ มีเป้าหมายที่จะลดการปล่อย GHG ลง 20% จากระดับ 2020 ภายใน 2030F ▪ บริษัทฯ ยังมีความสนใจในการลงทุนในการดักจับและกักเก็บคาร์บอน (CCS) ซึ่งเราเชื่อว่าจะเป็นความร่วมมือระหว่างกลุ่ม ปตท. เนื่องจากต้นทุนการลงทุนที่สูง
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ PTTGC ส่งเสริมวัฒนธรรมความปลอดภัย ด้วยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานทั้งหมด (TRIR) ของพนักงานและผู้รับเหมาเพียง 0.4 และ 0.63 กรณี ต่อ 1 ล้านชั่วโมงการทำงานตามลำดับ ▪ อัตราการลาออกของพนักงานของ PTTGC อยู่ในระดับต่ำที่ 5.43% ในปี 2023 และการฝึกอบรมพนักงานอยู่ที่ 38.68 ชั่วโมงฝึกอบรม/คน/ปี บริษัทฯ ยังเน้นเรื่องความเป็นอยู่ที่ดีของพนักงาน เช่น การนำนโยบาย Work From Home (WFH) ไปปฏิบัติให้เป็นรูปแบบการทำงานปกติ ให้ประกันสำหรับพนักงานและครอบครัว และจัดโครงการ Employee Assistance Program (EAP) เพื่อส่งเสริมคุณภาพชีวิตและให้คำปรึกษาพนักงานสำหรับปัญหาส่วนบุคคล ▪ PTTGC ในปี 2023 ได้รับอัตราความพึงพอใจสูงกว่า 90% จากลูกค้า ซัพพลายเออร์ พนักงาน ตลอดจนชุมชน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ PTTGC มีสมาชิกคณะกรรมการจำนวน 15 คน โดยมีกรรมการอิสระ 9 คน โดยมีวาระการดำรงตำแหน่งเฉลี่ย 1.3 ปี ▪ มีรายการระหว่างกันกับบริษัทแม่อย่าง ปตท. เป็นจำนวนมาก วัตถุดิบก๊าซ (อีเทนและโพรเพน) มาจาก ปตท. การกำหนดราคาเป็นแบบ net-back หรือ equal IRR basis กับธุรกิจโรงแยกก๊าซของ ปตท. ▪ เราเห็นโอกาสสำหรับในการปรับปรุงการเปิดเผยข้อมูล เช่น ผลการดำเนินงานของ Allnex ที่เข้าซื้อมูลค่า US$4.75bn และเหตุการณ์ที่อุปทานขาดหายไปในอดีตอย่างทันท่วงที ▪ เราเห็นความเสี่ยงของงบดุลจากการด้อยค่าสินทรัพย์ที่อาจเกิดขึ้นจากต้นทุนการลงทุนที่สูงของ Allnex

Sources: Company data, Thanachart

We expect a turnaround in 2024-25F earnings, but there could be a risk

Balance sheet has grown following a major acquisition

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	678,267	616,635	629,194	620,183	624,887
Cost of sales	631,848	587,414	601,424	585,138	584,189
Gross profit	**46,419**	**29,221**	**27,770**	**35,045**	**40,698**
% gross margin	6.8%	4.7%	4.4%	5.7%	6.5%
Selling & administration expenses	31,457	26,824	27,370	26,978	27,183
Operating profit	**14,962**	**2,397**	**400**	**8,067**	**13,515**
% operating margin	2.2%	0.4%	0.1%	1.3%	2.2%
Depreciation & amortization	26,646	27,504	28,404	25,970	26,322
EBITDA	**41,608**	**29,901**	**28,804**	**34,037**	**39,837**
% EBITDA margin	6.1%	4.8%	4.6%	5.5%	6.4%
Non-operating income	7,526	8,001	6,500	6,500	6,500
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(9,170)	(10,708)	(10,035)	(9,671)	(8,880)
Pre-tax profit	**13,318**	**(310)**	**(3,135)**	**4,896**	**11,135**
Income tax	(2,272)	1,352	723	880	2,784
After-tax profit	**15,590**	**(1,662)**	**(3,859)**	**4,016**	**8,351**
% net margin	2.3%	-0.3%	-0.6%	0.6%	1.3%
Shares in affiliates' Earnings	2,908	(1,225)	0	800	800
Minority interests	(1,117)	134	137	135	136
Extraordinary items	(26,134)	3,752	(16,480)	(497)	0
NET PROFIT	**(8,753)**	**999**	**(20,202)**	**4,454**	**9,287**
Normalized profit	**17,381**	**(2,753)**	**(3,722)**	**4,951**	**9,287**
EPS (Bt)	(1.9)	0.2	(4.5)	1.0	2.1
Normalized EPS (Bt)	3.9	(0.6)	(0.8)	1.1	2.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	172,009	186,874	213,672	210,720	216,159
Cash & cash equivalent	31,963	46,249	70,000	70,000	75,000
Account receivables	45,254	57,761	58,937	58,093	58,534
Inventories	76,619	68,517	70,151	68,252	68,141
Others	18,173	14,347	14,584	14,375	14,484
Investments & loans	81,236	74,836	74,836	74,836	74,836
Net fixed assets	296,321	285,860	267,115	249,545	230,468
Other assets	170,399	171,435	171,435	171,435	171,435
Total assets	**719,965**	**719,005**	**727,059**	**706,537**	**692,898**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	103,976	125,841	146,084	203,993	123,491
Account payables	57,613	71,163	72,860	70,887	70,772
Bank overdraft & ST loans	4,318	2,203	0	0	0
Current LT debt	9,341	18,915	40,000	100,000	20,000
Others current liabilities	32,704	33,560	33,224	33,105	32,719
Total LT debt	**263,890**	**243,934**	**249,046**	**163,587**	**223,816**
Others LT liabilities	53,272	53,048	53,737	53,296	53,527
Total liabilities	**421,138**	**422,824**	**448,867**	**420,876**	**400,834**
Minority interest	7,528	7,287	7,150	7,015	6,879
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	36,937	36,937	36,937	36,937	36,937
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(3,299)	(5,775)	(5,775)	(5,775)	(5,775)
Retained earnings	**212,574**	**212,644**	**194,792**	**202,396**	**208,934**
Shareholders' equity	291,300	288,895	271,042	278,646	285,185
Liabilities & equity	**719,965**	**719,005**	**727,059**	**706,537**	**692,898**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	13,318	(310)	(3,135)	4,896	11,135
Tax paid	1,753	(859)	(989)	(751)	(2,847)
Depreciation & amortization	26,646	27,504	28,404	25,970	26,322
Chg In w orking capital	(12,276)	9,145	(1,113)	771	(445)
Chg In other CA & CL / minorities	(4,265)	9,842	(362)	762	368
Cash flow from operations	**25,176**	**45,321**	**22,805**	**31,648**	**34,533**
Capex	(21,925)	(17,042)	(9,660)	(8,400)	(7,245)
Right of use	(14,235)	142	0	0	0
ST loans & investments	(532)	531	54	0	0
LT loans & investments	(6,530)	6,400	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(16,235)	(5,955)	(15,791)	(938)	230
Cash flow from investments	**(59,457)**	**(15,925)**	**(25,397)**	**(9,338)**	**(7,015)**
Debt financing	9,438	(11,706)	23,994	(25,459)	(19,771)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(11,746)	(1,269)	2,350	3,150	(2,748)
Warrants & other surplus	(6,443)	(2,136)	0	0	0
Cash flow from financing	**(8,751)**	**(15,110)**	**26,343**	**(22,309)**	**(22,519)**
Free cash flow	**3,251**	**28,279**	**13,145**	**23,248**	**27,288**

We expect positive FCF from limited capex

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	6.9	na	na	24.1	12.9
Normalized PE - at target price (x)	6.0	na	na	20.9	11.2
PE (x)	na	119.6	na	26.8	12.9
PE - at target price (x)	na	103.8	na	23.3	11.2
EV/EBITDA (x)	8.8	11.3	11.8	9.2	7.2
EV/EBITDA - at target price (x)	8.4	10.8	11.2	8.7	6.8
P/BV (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/BV - at target price (x)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
P/CFO (x)	4.7	2.6	5.2	3.8	3.5
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	3.8	2.8	2.8	1.5	3.1
FCF Yield (%)	2.7	23.7	11.0	19.5	22.8
(Bt)					
Normalized EPS	3.9	(0.6)	(0.8)	1.1	2.1
EPS	(1.9)	0.2	(4.5)	1.0	2.1
DPS	1.0	0.8	0.8	0.4	0.8
BV/share	64.6	64.1	60.1	61.8	63.2
CFO/share	5.6	10.1	5.1	7.0	7.7
FCF/share	0.7	6.3	2.9	5.2	6.1

After our profit cuts, we don't see PTTGC's valuation as attractive at 26.8x 2025F PE

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net D/E remains relatively low

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	45.8	(9.1)	2.0	(1.4)	0.8
Net profit (%)	na	na	na	na	108.5
EPS (%)	na	na	na	na	108.5
Normalized profit (%)	(38.6)	na	na	na	87.6
Normalized EPS (%)	(38.6)	na	na	na	87.6
Dividend payout ratio (%)	(51.5)	338.5	40.0	40.0	40.0
Operating performance					
Gross margin (%)	6.8	4.7	4.4	5.7	6.5
Operating margin (%)	2.2	0.4	0.1	1.3	2.2
EBITDA margin (%)	6.1	4.8	4.6	5.5	6.4
Net margin (%)	2.3	(0.3)	(0.6)	0.6	1.3
D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.9	1.0	0.9	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6
Interest coverage - EBIT (x)	1.6	0.2	0.0	0.8	1.5
Interest coverage - EBITDA (x)	4.5	2.8	2.9	3.5	4.5
ROA - using norm profit (%)	2.4	na	na	0.7	1.3
ROE - using norm profit (%)	5.7	na	na	1.8	3.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.1	na	na	1.5	3.0
- asset turnover (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
- operating margin (%)	3.3	na	na	2.3	3.2
- leverage (x)	2.4	2.5	2.6	2.6	2.5
- interest burden (%)	59.2	(3.0)	(45.4)	33.6	55.6
- tax burden (%)	117.1	na	na	82.0	75.0
WACC (%)	8.2	8.2	8.2	8.7	8.7
ROIC (%)	3.4	0.4	(0.0)	1.4	2.1
NOPAT (Bt m)	17,514	2,397	(202)	6,617	10,136
invested capital (Bt m)	536,886	507,698	490,088	472,233	454,001

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 175.00 (From: Bt275.00)

Downside : 16.3%

4 NOVEMBER 2024

The Siam Cement Pcl (SCC TB)

ช่วงเวลาที่เลวร้าย

เราปรับลดคำแนะนำ SCC เป็น "ขาย" เนื่องจากวัฏจักรปิโตรเคมีขาลงที่ยืดเยื้อ และปัญหาความสามารถในการแข่งขันของ LSP ท่ามกลางอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากจีน เราปรับราคาเป้าหมายของ SCC ลงเป็น 175 บาท

YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

สเปรดอ่อนแอ แนะนำ “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เราปรับลดคำแนะนำ SCC เป็น "ขาย" จาก ซื้อ เนื่องจาก 1) แนวโน้มปิโตรเคมีแย่กว่าที่คาดการณ์ไว้ ด้วยอยู่ในช่วงขาลงยืดเยื้อ และมีอุปทานที่มากขึ้นจากจีน 2) อุปทานจากจีนมีความสามารถในการแข่งขันสูงขึ้น ทำให้ Long Son Petrochemical Complex (LSP) มีความสามารถในการแข่งขันที่ลดลง ซึ่งหมายถึงผลตอบแทนจากการลงทุนที่ต่ำลง 3) วัฏจักรขาลงที่ยืดเยื้อส่งผลให้ LSP ต้องหยุดดำเนินการหลังจากที่เริ่มเปิดเชิงพาณิชย์ได้เพียงหนึ่งเดือนในเดือนกันยายน 2024 และด้วย คาดการณ์สเปรดโดยรวมที่อ่อนแอลง เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ SCC อย่างมากถึง 43/39/40% สำหรับปี 2024-26F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) เป็น 175 บาท (จากเดิม 275 บาท) 4) ธุรกิจวัสดุก่อสร้างและกระดาษบรรจุภัณฑ์ยังคงซบเซา และ 5) เรามองว่า SCC แพง ที่ PE ที่ 17 เท่า ในปี 2025F

LSP เผชิญกับความท้าทายที่แท้จริง

ความท้าทายที่สำคัญที่สุดในมุมมองของเราสำหรับ LSP คือความสามารถในการแข่งขันหลังจากที่จีนกลายเป็นผู้ผลิตที่มีความสามารในการแข่งขันมากขึ้น SCC ได้ตัดสินใจลงทุน US$700m (14% ของค่าใช้จ่ายลงทุนเริ่มต้นของโครงการ) เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นของโครงการในการใช้วัตถุดิบอีเทนมากขึ้น อีเทนมีราคาถูกกว่าแนฟทา SCC คาดว่าโครงการปรับปรุงจะแล้วเสร็จในปี 2027 ความท้าทายอีกประการหนึ่งคือการชะลอตัวของวัฏจักรที่ยืดเยื้อยาวนานเนื่องจากอุปสงค์ที่อ่อนแอ เทียบกับอุปทานขนาดใหญ่ในประเทศจีน สเปรดที่ต่ำเกินไปทำให้ LSP หยุดการดำเนินการอย่างน้อยหกเดือน

ธุรกิจอื่นไม่ได้ช่วยมากนัก

ทั้งธุรกิจวัสดุก่อสร้างปูนซีเมนต์ (CBM) และธุรกิจกระดาษบรรจุภัณฑ์ต่างก็เห็นความต้องการที่อ่อนแอเช่นกัน แม้ว่าการใช้จ่ายภาครัฐจะเพิ่มขึ้น แต่ความต้องการซีเมนต์เพิ่มขึ้นเพียง 0.5% y-y ใน 3Q24F โดยถูกขัดขวางจากน้ำท่วมและตลาดอสังหาริมทรัพย์ที่อ่อนแอ ในขณะเดียวกันความต้องการกระดาษบรรจุภัณฑ์ฟื้นตัวช้ากว่าที่คาด โดยปริมาณการขายลดลง y-y นับตั้งแต่ 2Q24 เนื่องจากการส่งออกไปยังจีนลดลง

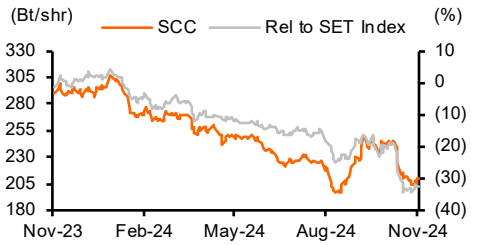
ให้ความสำคัญกับงบดุลและต้นทุน

ด้วยสภาพแวดล้อมทางอุตสาหกรรมที่ท้าทาย ปัจจุบัน SCC จึงมุ่งเน้นไปที่การลดต้นทุนและบริหารงบดุลมากขึ้น บริษัทฯ คาดว่าจะขายสินทรัพย์บางส่วนและปิดธุรกิจที่ไม่ทำกำไร โดยคาดว่าจะสามารถประหยัดต้นทุนได้ 5 พันลบ. ในปี 2025F เรายังไม่ได้รวมปัจจัยนี้ในการคาดการณ์ของเรา ในขณะที่เรารอความชัดเจนที่ดีขึ้นในแผน นอกจากนี้บริษัทฯ ยังได้ลดเป้าค่าใช้จ่ายลงทุนลง 4 พันลบ. มาอยู่ที่ 3.7 หมื่นลบ. ในปี 2024F ซึ่งเราได้รวมในประมาณการของเราแล้ว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	499,646	580,444	615,800	632,222
Net profit	25,915	8,243	14,571	19,916
Consensus NP	—	11,237	17,757	24,889
Diff frm cons (%)	—	*(26.6)*	*(17.9)*	*(20.0)*
Norm profit	14,963	8,243	14,571	19,916
Prev. Norm profit	—	14,414	24,006	33,259
Chg frm prev (%)	—	*(42.8)*	*(39.3)*	*(40.1)*
Norm EPS (Bt)	12.5	6.9	12.1	16.6
Norm EPS grw (%)	(30.0)	(44.9)	76.8	36.7
Norm PE (x)	16.8	30.4	17.2	12.6
EV/EBITDA (x)	14.0	24.0	12.1	9.9
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6
Div yield (%)	2.9	1.6	2.9	4.0
ROE (%)	4.1	2.3	3.9	5.2
Net D/E (%)	58.7	72.3	69.9	67.2

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	209.00
Market Cap (US$ m)	7,397.8
Listed Shares (m shares)	1,200.0
Free Float (%)	66.2
Avg Daily Turnover (US$ m)	14.6
12M Price H/L (Bt)	306.00/196.50
Sector	CONMAT
Major Shareholder	HM King Maha Vajiralongkorn Bodindradebayavarangkun 33.64%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P71

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earning Revisions

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Reported profit (Bt m)						
- New	47,174	21,382	25,915	8,243	14,571	19,916
- Old				14,414	24,006	33,259
- *Change (%)*				*(42.8)*	*(39.3)*	*(40.1)*
Normalized profit (Bt m)						
- New	46,967	21,382	14,963	8,243	14,571	19,916
- Old				14,414	24,006	33,259
- *Change (%)*				*(42.8)*	*(39.3)*	*(40.1)*
HDPE-Naphtha (US$/tonne)						
- New	531	392	390	330	350	370
- Old				344	400	*450*
- *Change (%)*				(4.1)	(12.5)	(17.8)
PP-Naphtha (US$/tonne)						
- New	637	376	350	320	350	360
- Old				340	370	*390*
- *Change (%)*				(5.9)	(5.4)	(7.7)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA + other income	47,011	56,949	74,301	71,324	66,562	70,111	70,905	81,662	84,300	88,978	93,825	
Free cash flow	16,080	25,855	37,674	47,879	46,392	48,124	48,499	56,448	58,206	62,107	66,064	881,687
PV of free cash flow	16,036	21,698	28,960	33,704	29,914	28,423	25,461	27,021	25,412	24,730	23,993	320,202

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.1
Wacc (%)	9.2
Terminal growth (%)	2.0
Enterprise value	605,553
Net debt*	320,147
Minority interest	75,960
Equity value	209,446
# of shares	1,200
Equity value / share	**175**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: *Includes liquid assets held under current and non-current assets

Valuation Comparison

Ex 3: Valuation Comparison With Regional Peers

			EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
Name	**BBG code**	**Market**	**24F**	**25F**	**24F**	**25F**	**24F**	**25F**	**24F**	**25F**	**24F**	**25F**
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Chemical peers												
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	Malaysia	11.3	13.2	18.2	16.1	1.0	1.0	8.6	7.7	3.0	3.4
LG Chem	051910 KS	South Korea	(60.8)	na	40.6	12.8	0.7	0.7	8.2	5.5	1.0	1.6
Kumho Petrochemical	011780 KS	South Korea	5.0	16.2	9.0	7.7	0.7	0.6	5.6	4.8	2.2	2.5
Lotte Chemical	011170 KS	South Korea	na	na	na	33.0	0.3	0.3	17.3	9.7	3.3	3.8
Formosa Chemicals & Fibre	1326 TT	Taiwan	(24.2)	63.5	31.6	19.3	0.7	0.7	16.2	12.1	2.6	4.1
Formosa Plastics	1301 TT	Taiwan	(57.2)	119.1	58.4	26.6	0.9	0.9	26.1	21.6	2.0	2.3
Nan Ya Plastics	1303 TT	Taiwan	4.5	70.9	35.9	21.0	0.9	0.9	14.9	13.3	2.2	3.8
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(21.2)	38.8	26.3	19.0	1.4	1.3	12.4	9.7	3.3	3.9
Siam Cement	SCC TB *	Thailand	(44.9)	76.8	30.4	17.2	0.7	0.7	24.0	12.1	1.6	2.9
Indorama Ventures	IVL TB *	Thailand	298.1	28.1	22.7	17.7	1.0	0.9	7.4	6.7	0.0	1.7
PTT Global Chemical	PTTGC TB *	Thailand	na	na	na	24.1	0.4	0.4	11.8	9.2	2.8	1.5
IRPC	IRPC TB *	Thailand	na	na	na	na	0.4	0.4	20.2	15.2	0.0	0.0
Average			**12.3**	**53.3**	**30.3**	**19.5**	**0.7**	**0.7**	**14.4**	**10.6**	**2.0**	**2.6**
Cement peers												
Indocement	INTP IJ	Indonesia	(21.1)	9.8	16.5	15.0	1.2	1.1	7.4	6.9	1.7	2.0
Semen Indonesia	SMGR IJ	Indonesia	(24.2)	15.2	13.2	11.4	0.6	0.5	5.0	4.8	3.3	4.4
Asia Cement	1102 TT	Taiwan	(0.9)	(4.0)	13.8	14.4	1.0	1.0	21.0	18.1	4.3	4.5
Taiwan Cement	1101 TT	Taiwan	19.0	12.9	21.8	19.3	1.0	1.0	15.1	10.5	3.3	3.4
Siam City Cement	SCCC TB	Thailand	44.6	7.8	12.8	11.9	1.4	1.4	8.1	7.8	5.5	5.7
TPI Polene	TPIPL TB	Thailand	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Average			**3.5**	**8.4**	**15.6**	**14.4**	**1.0**	**1.0**	**11.3**	**9.6**	**3.6**	**4.0**
Packaging paper peers												
Amcor	AMC AU	Britain	(4.3)	6.3	15.1	14.2	3.7	3.7	11.1	10.7	4.8	4.9
Huhtamaki	HUH1V FH	Finland	7.4	10.9	14.8	13.4	1.9	1.8	8.4	7.9	3.1	3.3
Mondi	MNDI LN	EU	(20.4)	37.1	16.4	11.9	1.3	1.3	8.0	6.5	6.0	4.7
Leeman	2314 HK	Hong Kong	40.0	14.3	6.8	6.0	0.4	0.3	8.9	8.2	5.2	6.0
Nine Dragon Paper	2689 HK	Hong Kong	138.6	121.5	19.7	8.9	0.3	0.3	12.9	10.6	0.3	1.1
BillerudKorsnas	BILL SS	EU	95.4	39.6	16.4	11.7	0.8	0.8	6.0	5.2	3.2	4.3
Int. Paper	IP US	US	(34.5)	119.0	40.6	18.5	2.3	2.1	12.2	9.3	3.3	3.4
PCA	PKG US	US	8.5	23.6	25.3	20.5	4.8	4.3	13.5	11.6	2.2	2.2
Mondi	MNDI LN	EU	(20.4)	37.1	16.4	11.9	1.3	1.3	8.0	6.5	6.0	4.7
SCG Packaging	SCGP TB *	Thailand	4.1	18.8	20.3	17.1	1.4	1.3	9.4	7.5	2.0	2.3
United Paper	UTP TB	Thailand	10.0	9.1	7.5	6.9	1.4	1.3	4.7	4.3	6.6	7.3
Average			**20.4**	**39.8**	**18.1**	**12.8**	**1.8**	**1.7**	**9.4**	**8.0**	**3.9**	**4.0**
Average			**14.1**	**37.7**	**22.0**	**15.8**	**1.2**	**1.1**	**11.9**	**9.4**	**3.0**	**3.4**

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates

Based on 1 November 2024 closing prices

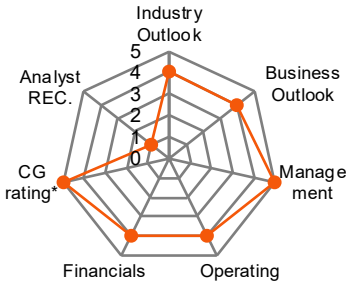
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปูนซิเมนต์ไทย จำกัด (มหาชน) (SCC) เป็นหนึ่งในกลุ่มบริษัทอุตสาหกรรมที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย การดำเนินงานของบริษัทฯ ประกอบด้วยสามธุรกิจหลัก ได้แก่ ซีเมนต์และวัสดุก่อสร้าง ปิโตรเคมี และบรรจุภัณฑ์ ปัจจุบันกำไรประมาณสองในสามมาจากเคมีภัณฑ์ แม้ว่าบริษัทฯ จะมุ่งเน้นไปที่การเติบโตของธุรกิจซีเมนต์และวัสดุก่อสร้างในอาเซียนก็ตาม

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

- ตำแหน่งทางการตลาดที่แข็งแกร่งมากในธุรกิจและผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ของบริษัท
- ประวัติการดำเนินงานที่แข็งแกร่งและความเป็นเลิศด้านการจัดจำหน่าย
- ฐานะทางการเงินแข็งแกร่ง
- ทีมผู้บริหารมีความแข็งแกร่ง

W — Weakness

- ยังคงพึ่งพาตลาดไทยเป็นหลัก
- ธุรกิจปิโตรเคมีมีลักษณะเป็นวัฏจักรสูง ซึ่งอาจจะทำให้กำไรมีความผันผวนสูง

O — Opportunity

- โอกาสในการควบรวมกิจการ โดยเฉพาะธุรกิจวัสดุก่อสร้างในอาเซียน
- ศักยภาพในการขยายธุรกิจเคมีภัณฑ์ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเวียดนามและอินโดนีเซีย

T — Threat

- การแข่งขันในตลาดซีเมนต์ในประเทศ
- การถือครองอาจลดลงหลังการเสนอขายหุ้น IPO ของเคมิคอล

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	242.29	175.00	-28%
Net profit 24F (Bt m)	11,237	8,243	-27%
Net profit 25F (Bt m)	17,757	14,571	-18%
Consensus REC	**BUY: 9**	**HOLD: 15**	**SELL: 2**

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราในปี 2024-25F ต่ำกว่าที่ Bloomberg consensus คาดการณ์ไว้ ซึ่งอาจเป็นเพราะเราให้สมมติฐาน chemical spread ลดลง นอกจากนี้ เรายังรวมการขาดทุนของโรงงาน LSP ไว้ด้วย
- ราคาเป้าหมายตามของเราต่ำกว่าตัวเลขของตลาด ซึ่งเราคิดว่าเป็นเพราะเรามีมุมมองเชิงบวกน้อยลงต่อการฟื้นตัวของ chemical spread ตั้งแต่ปี 2025F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- มี upside risk ต่อคำแนะนำของเราหาก chemical spreads เพิ่มขึ้นเนื่องจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นหรือมีอุปทานลดลง
- Upside risk รองลงมาคือต้นทุนด้านพลังงานที่ลดลง ซึ่งจะทำให้อัตรากำไรเพิ่มขึ้น

Source: Thanachart

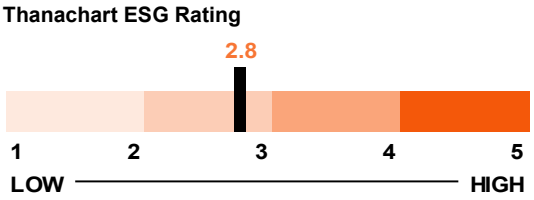
SCC

The Siam Cement Pcl

Sector: Property & Construction | Construction Materials

ESG & Sustainability Report

SCC มีธุรกิจหลัก 3 ธุรกิจ ได้แก่ ปิโตรเคมี วัสดุก่อสร้าง และกระดาษบรรจุภัณฑ์ ซึ่งทั้งหมดมีระดับการปล่อยคาร์บอนสูง เราให้คะแนน ESG แก่ SCC ที่ 2.8 ซึ่งราวค่าเฉลี่ยสำหรับกลุ่มพลังงานของไทย คะแนนนี้สะท้อนถึงการปล่อยคาร์บอนสูงแต่มีความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าที่จะลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์และปรับปรุง ESG ในด้านอื่น ๆ



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SCC	YES	YES	YES	AA	68.41	74.88	83.00	48.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “terms of use” toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ SCC ปล่อย 27 ล้านตันเทียบเท่า CO2 ในปี 2023 ซึ่งเป็นระดับสูงสุดอันดับสองในกลุ่มพลังงานรองจาก PTT อย่างไรก็ตาม นี่คือการลดลง 10% จากปี 2022 และลดลง 20.5% จากปีฐาน 2020 โดยการเพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานคาร์บอนต่ำ เช่น ชีวมวลจากของเสียทางการเกษตร เชื้อเพลิงขยะ (RDF) สำหรับการผลิตปูนซีเมนต์ และพลังงานแสงอาทิตย์ ในขณะที่ธุรกิจปิโตรเคมีใช้แนฟทาซึ่งเป็นวัตถุดิบตั้งต้นจากน้ำมัน ธุรกิจซีเมนต์และบรรจุภัณฑ์ใช้ถ่านหินจำนวนมาก การผลิตเซรามิกยังใช้ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง ความเข้มการปล่อยคาร์บอนอยู่ที่ 296 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ของ CO2 เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงานไทยที่ 280 กก./BOE ▪ SCC มุ่งมั่นที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) เป็นศูนย์ภายในปี 2050 โดยมีการลดก๊าซเรือนกระจกอย่างน้อย 25% ในปี 2030 จากปี 2020 ▪ SCC ใช้กลยุทธ์ต่างๆ เพื่อลดการใช้ถ่านหิน และเพิ่มวัตถุดิบที่ไม่ใช่ถ่านหินเป็น 36% ในปี 2023 จาก 18% ในปี 2020
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ SCC คำนึงถึงอาชีวอนามัยและความปลอดภัยเป็นค่านิยมหลักและมีความสำคัญสูงสุด อัตราความถี่ของการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงานสำหรับพนักงานและผู้รับเหมามีเพียง 0.276 ราย/1 ล้านชั่วโมงการทำงาน ทุกบริษัทในเครือ SCG ผ่านการประเมิน Safety Performance Assessment Program (SPAP) ระดับ Standard ขึ้นไป ▪ SCC ส่งเสริมความเสมอภาคและความเป็นอยู่ที่ดีระหว่างชุมชนและในสถานที่ทำงาน มีการริเริ่มดำเนินงานหลายอย่าง ตัวอย่างเช่น SCC จัดโครงการฝึกอบรมเพื่อสร้างแรงบันดาลใจให้ชุมชนเพื่อสร้างผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าเพิ่ม และได้เปิดตัวแอปพลิเคชัน Q-Chang สำหรับการฝึกอบรมสำหรับพนักงานปรับปรุงบ้าน 415 คน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ คณะกรรมการบริหาร (BOD) จำนวน 9 คนจาก 15 คนของ SCC เป็นกรรมการอิสระ พลอากาศเอก สถิตย์ พงษ์ สุขวิมล เป็นประธานกรรมการ ปัจจุบันดำรงตำแหน่งราชเลขานุการในพระองค์ เลขาธิการพระราชวัง ▪ การประกาศผลการดำเนินงานและการประชุมนักวิเคราะห์ของ SCC ตรงต่อเวลา มีการเปิดเผยข้อมูลอย่างรอบด้าน CEO และผู้บริหารระดับสูงของสายธุรกิจหลักทั้งหมดเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์และตอบคำถาม ▪ SCC ยังให้ความสำคัญกับการลงทุนที่ยั่งยืนและการใช้พลังงานที่มีประสิทธิภาพ การลงทุนในโครงการพลังงานทดแทน และดำเนินการวิจัยและพัฒนาในสิ่งที่เรียกว่า "เทคโนโลยีขั้นสูง"

Sources: Thanachart, Company data

A lower earnings based on a weak chemical cycle and losses from LSP

Asset growth to continue with investment in Vietnam petrochemical complex

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	569,609	499,646	580,444	615,800	632,222
Cost of sales	491,339	424,543	503,809	513,633	519,214
Gross profit	**78,269**	**75,103**	**76,635**	**102,167**	**113,008**
% gross margin	13.7%	15.0%	13.2%	16.6%	17.9%
Selling & administration expenses	69,773	68,300	84,085	87,801	89,982
Operating profit	**8,497**	**6,803**	**(7,449)**	**14,366**	**23,027**
% operating margin	1.5%	1.4%	-1.3%	2.3%	3.6%
Depreciation & amortization	29,461	29,740	31,219	32,645	33,922
EBITDA	**37,958**	**36,543**	**23,769**	**47,011**	**56,949**
% EBITDA margin	6.7%	7.3%	4.1%	7.6%	9.0%
Non-operating income	12,684	16,278	16,455	15,503	15,559
Non-operating expenses	(1,985)	0	0	0	0
Interest expense	(7,523)	(10,297)	(10,883)	(14,560)	(14,710)
Pre-tax profit	**11,672**	**12,784**	**(1,878)**	**15,309**	**23,876**
Income tax	4,650	8,045	(2,485)	4,749	7,838
After-tax profit	**7,021**	**4,739**	**607**	**10,560**	**16,037**
% net margin	1.2%	0.9%	0.1%	1.7%	2.5%
Shares in affiliates' Earnings	10,703	8,419	5,961	5,006	6,182
Minority interests	3,658	1,805	1,674	(995)	(2,303)
Extraordinary items	0	10,952	0	0	0
NET PROFIT	**21,382**	**25,915**	**8,243**	**14,571**	**19,916**
Normalized profit	**21,382**	**14,963**	**8,243**	**14,571**	**19,916**
EPS (Bt)	17.8	21.6	6.9	12.1	16.6
Normalized EPS (Bt)	17.8	12.5	6.9	12.1	16.6

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	250,049	217,214	230,274	247,003	255,449
Cash & cash equivalent	89,859	63,874	50,272	60,000	65,000
Account receivables	74,459	70,559	81,969	86,962	89,281
Inventories	83,162	80,631	95,686	97,551	98,611
Others	2,570	2,151	2,347	2,490	2,556
Investments & loans	144,274	166,241	166,241	166,241	166,241
Net fixed assets	425,052	424,344	438,125	441,980	444,558
Other assets	87,115	85,802	99,677	105,748	108,568
Total assets	**906,490**	**893,601**	**934,317**	**960,972**	**974,815**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	132,316	202,245	218,682	229,721	227,867
Account payables	59,783	59,691	70,836	72,217	73,002
Bank overdraft & ST loans	36,252	35,414	40,576	41,217	41,418
Current LT debt	29,423	77,376	88,654	90,054	90,494
Others current liabilities	6,858	29,764	18,616	26,233	22,953
Total LT debt	**284,661**	**210,506**	**241,189**	**244,997**	**246,194**
Others LT liabilities	37,088	39,253	31,942	33,887	34,791
Total liabilities	**454,065**	**452,004**	**491,812**	**508,605**	**508,851**
Minority interest	78,169	77,635	75,960	76,955	79,258
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,200	1,200	1,200	1,200	1,200
Share premium	3,179	1,705	1,705	1,705	1,705
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	6,380	(23,214)	(23,214)	(23,214)	(23,214)
Retained earnings	**363,496**	**384,271**	**386,853**	**395,721**	**407,016**
Shareholders' equity	374,255	363,962	366,544	375,412	386,706
Liabilities & equity	**906,490**	**893,601**	**934,317**	**960,972**	**974,815**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	11,672	12,784	(1,878)	15,309	23,876
Tax paid	(5,211)	(7,612)	2,502	(4,371)	(7,869)
Depreciation & amortization	29,461	29,740	31,219	32,645	33,922
Chg In w orking capital	(10,791)	6,339	(15,320)	(5,477)	(2,594)
Chg In other CA & CL / minorities	9,450	37,997	(5,530)	12,102	2,866
Cash flow from operations	**34,580**	**79,249**	**10,993**	**50,208**	**50,201**
Capex	(43,805)	(29,032)	(45,000)	(36,500)	(36,500)
Right of use	0	0	0	0	0
ST loans & investments	39	31	130	0	0
LT loans & investments	(4,465)	(21,967)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(11,515)	8,982	(21,186)	(4,126)	(1,916)
Cash flow from investments	**(59,747)**	**(41,986)**	**(66,056)**	**(40,626)**	**(38,416)**
Debt financing	60,233	(27,040)	47,122	5,849	1,838
Capital increase	(288)	(1,475)	0	0	0
Dividends paid	(19,199)	(5,400)	(5,661)	(5,703)	(8,622)
Warrants & other surplus	6,669	(29,334)	0	0	0
Cash flow from financing	**47,415**	**(63,248)**	**41,462**	**146**	**(6,784)**
Free cash flow	**(9,225)**	**50,217**	**(34,007)**	**13,708**	**13,701**

SCC has to spend more capex on LSP

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	11.7	16.8	30.4	17.2	12.6
Normalized PE - at target price (x)	9.8	14.0	25.5	14.4	10.5
PE (x)	11.7	9.7	30.4	17.2	12.6
PE - at target price (x)	9.8	8.1	25.5	14.4	10.5
EV/EBITDA (x)	13.5	14.0	24.0	12.1	9.9
EV/EBITDA - at target price (x)	12.4	12.8	22.3	11.2	9.2
P/BV (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
P/BV - at target price (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
P/CFO (x)	7.3	3.2	22.8	5.0	5.0
Price/sales (x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
Dividend yield (%)	3.8	2.9	1.6	2.9	4.0
FCF Yield (%)	(3.7)	20.0	(13.6)	5.5	5.5
(Bt)					
Normalized EPS	17.8	12.5	6.9	12.1	16.6
EPS	17.8	21.6	6.9	12.1	16.6
DPS	8.0	6.0	3.4	6.1	8.3
BV/share	311.9	303.3	305.5	312.8	322.3
CFO/share	28.8	66.0	9.2	41.8	41.8
FCF/share	(7.7)	41.8	(28.3)	11.4	11.4

We see SCC's PE as unattractive given its weak earnings outlook

Sources: Company data, Thanachart estimates

Low profit caused low ROE

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	7.5	(12.3)	16.2	6.1	2.7
Net profit (%)	(54.7)	21.2	(68.2)	76.8	36.7
EPS (%)	(54.7)	21.2	(68.2)	76.8	36.7
Normalized profit (%)	(54.5)	(30.0)	(44.9)	76.8	36.7
Normalized EPS (%)	(54.5)	(30.0)	(44.9)	76.8	36.7
Dividend payout ratio (%)	44.9	27.8	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	13.7	15.0	13.2	16.6	17.9
Operating margin (%)	1.5	1.4	(1.3)	2.3	3.6
EBITDA margin (%)	6.7	7.3	4.1	7.6	9.0
Net margin (%)	1.2	0.9	0.1	1.7	2.5
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
Interest coverage - EBIT (x)	1.1	0.7	na	1.0	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	5.0	3.5	2.2	3.2	3.9
ROA - using norm profit (%)	2.4	1.7	0.9	1.5	2.1
ROE - using norm profit (%)	5.8	4.1	2.3	3.9	5.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	1.9	1.3	0.2	2.8	4.2
- asset turnover (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	3.4	4.6	na	4.9	6.1
- leverage (x)	2.4	2.4	2.5	2.6	2.5
- interest burden (%)	60.8	55.4	(20.9)	51.3	61.9
- tax burden (%)	60.2	37.1	na	69.0	67.2
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	9.2	9.2
ROIC (%)	0.9	0.4	0.4	1.4	2.2
NOPAT (Bt m)	5,111	2,522	2,408	9,910	15,467
invested capital (Bt m)	634,732	623,384	686,691	691,680	699,812

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 5.90 (From: Bt 9.80)

Downside : 11.9%

4 NOVEMBER 2024

Small Cap Research

Star Petroleum Refining (SPRC TB)

กำไรมีแนวโน้มลดลง

เราปรับลดประมาณการกำไรของ SPRC และราคาเป้าหมายลงจาก 9.8 บาท เป็น 5.9 บาท เนื่องจากเราสมมติให้ GRM ต่ำลง เนื่องจากเราคาดว่ากำไรของ SPRC จะมีแนวโน้มลดลง -14/-4% ในปี 2025-26F เราจึงปรับลดคำแนะนำเป็น "ขาย"

YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน “ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง” วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เราปรับลดคำแนะนำของ SPRC เป็น “ขาย” จาก ซื้อ และปรับลดเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) จาก 9.8 บาท เป็น 5.9 บาท ซึ่งเป็นไปตามการปรับลดกำไรของเราลง 6/4/53% ในปี 2024-26F เนื่องจากเราให้สมมติฐานค่าการกลั่น (GRM) ต่ำลง (ดู Exhibit 18 ในบทวิเคราะห์หลักของกลุ่มอุตสาหกรรม) นอกจากนี้ เรายังเลื่อนการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นหลักของบริษัทฯ ออกไปยังปี 2026F จากปี 2025F GRM ที่ต่ำลง และการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นเป็นสาเหตุที่เราคาดว่ากำไรของ SPRC จะมีแนวโน้มลดลง -14/-4% ในปี 2025-26F เรามองว่า SPRC มีราคาแพงเมื่อซื้อขายที่อัตราส่วน P/E ปี 2025F ที่ 9.1 เท่า

โรงกลั่นมีแนวโน้มอ่อนแอ

เราเริ่มระมัดระวังมากขึ้นต่อตลาดโรงกลั่นในปี 2025F และคาดว่าค่าการกลั่นสิงคโปร์อ้างอิงซึ่งต่ำกว่าที่คาดไว้ในปีนี้จะลดลงอีกในปีหน้า โดยเราให้สมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์ไว้ที่ US$6.1/5.8/6.3/bbl ในปี 2024-26F อุปสงค์ที่อ่อนแอ และโรงกลั่นแห่งใหม่ที่กำลังเปิดดำเนินการในแอฟริกา ตะวันออกกลาง และเอเชีย เป็นปัจจัยสำคัญที่กดดันอัตรากำไรของโรงกลั่นให้ลดลง เราคาดว่า GRM ของ SPRC อยู่ที่ US$5.2/4.9/5.2/bbl ในปี 2024-26F (จาก US$5.6/6.2/6.4/bbl)

ปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น

เราคาดว่ากำไรของ SPRC จะหดตัวลง 14/4% ในปี 2025-26F การลดลงในปี 2025F เป็นผลมาจากสมมติฐานค่าการกลั่นที่ต่ำลงของเรา ในขณะที่การลดลงในปี 2026F เป็นผลมาจากแผนการซ่อมบำรุงโรงกลั่นครั้งใหญ่ ซึ่งชดเชยสมมติฐานค่าการกลั่นที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยของเรา ในขณะเดียวกัน เราไม่คาดว่ากำไรจากธุรกิจสถานีบริการน้ำมันจะดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากการเติบโตของอุตสาหกรรมที่จำกัด

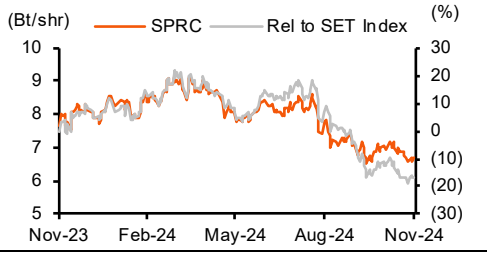
ยังคงอ่อนแอใน 3Q24F แม้ SPM จะกลับมาดำเนินงาน

เราคาดว่า SRPC จะรายงานผลขาดทุน 2 พันลบ. ใน 3Q24F จากการขาดทุนจากสต๊อกจำนวนมาก ค่าการกลั่น GRM ของ SPRC คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น q-q จากการกลับมาดำเนินงานของทุ่นรับน้ำมันกลางทะเล (SPM) อีกครั้งตั้งแต่วันที่ 14 กรกฎาคม ซึ่งช่วยชดเชยผลกระทบจากค่าการกลั่นน้ำมันที่ลดลงได้ 3Q24F ยังคงอ่อนแอแม้ว่าบริษัทฯ จะคาดว่าอัตราการใช้น้ำมันดิบจะสูงขึ้นเป็น 95-96% ใน 3Q24F จาก 90% ใน 2Q24 ก็ตาม

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	238,284	246,881	249,110	222,888
Net profit	(1,230)	3,286	2,821	2,712
Consensus NP	—	4,150	4,452	5,488
Diff frm cons (%)	—	*(20.8)*	*(36.6)*	*(50.6)*
Norm profit	(1,012)	3,210	3,175	2,712
Prev. Norm profit	—	3,421	3,307	5,739
Chg frm prev (%)	—	*(6.2)*	*(4.0)*	*(52.7)*
Norm EPS (Bt)	(0.2)	0.7	0.7	0.6
Norm EPS grw (%)	na	na	(1.1)	(14.6)
Norm PE (x)	na	9.1	9.1	10.7
EV/EBITDA (x)	27.0	5.2	5.2	5.1
P/BV (x)	0.8	0.7	0.7	0.7
Div yield (%)	0.0	3.4	2.9	3.3
ROE (%)	na	8.5	7.9	6.4
Net D/E (%)	32.9	9.6	7.2	2.0

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	6.70
Market Cap (US$ m)	856.9
Listed Shares (m shares)	4,335.9
Free Float (%)	39.4
Avg Daily Turnover (US$ m)	4.3
12M Price H/L (Bt)	9.20/6.50
Sector	Energy
Major Shareholder	Chevron Asia Holdings 60.56%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P78

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Thanachart Securities

Ex 1: Earnings Revisions

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Normalized profit (Bt m)						
- New	(1,542)	8,538	(1,012)	3,210	3,175	2,712
- Old				3,421	3,307	5,739
- Change (%)				*(6.2)*	*(4.0)*	*(52.7)*
Net profit (Bt m)						
- New	4,746	7,703	(1,230)	3,286	2,821	2,712
- Old				2,918	3,009	5,739
- Change (%)				*12.6*	*(6.2)*	*(52.7)*
Market GRM (US$/bbl)						
- New	3.7	9.7	4.5	5.2	4.9	5.2
- Old				5.6	6.2	6.4
- Change (%)				*(8.0)*	*(21.8)*	*(18.7)*
Utilization (%)						
- New	77	89	87	90	95	85
- Old				90	80	100
- Change (ppt)				*0*	*15*	*(15)*

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)		2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA + dividend		6,154	5,860	7,194	7,952	7,344	6,732	6,116	5,495	5,389	5,278	5,162	
Free cash flow		1,607	2,850	1,626	5,398	5,179	4,695	4,205	3,705	3,603	3,523	3,438	29,238
PV of free cash flow		1,444	2,302	1,180	3,520	3,035	2,472	1,931	1,522	1,324	1,159	1,012	8,603
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	1.3												
WACC (%)	11.3												
Terminal growth (%)	0.0												
Enterprise value - add Investments	29,505												
Net debt (2024F)	3,765												
Minority interest	5												
Equity value	25,734												
# of shares (m)	4,336												
Equity value/sh (Bt)	**5.9**												

Sources: Thanachart estimates

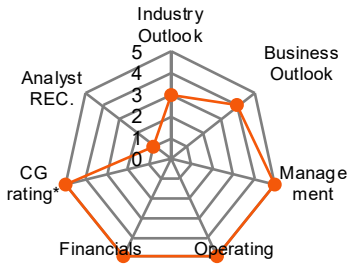
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

โรงกลั่นของ SPRC ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งได้แก่ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว น้ำมันเบนซินไร้สารตะกั่วเกรดพิเศษและเกรดธรรมดา น้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว น้ำมันเตา และยางมะตอย รวมทั้งผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีซึ่งใช้เป็นผลิตภัณฑ์ตั้งต้นในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้แก่ โพรพิลีนเกรดโพลิเมอร์ ก๊าซปิโตรเลียมเหลว แนฟทาเกรดปิโตรเคมี ก๊าซผสม C4 และรีฟอร์เมท บริษัทฯ มีกำลังการกลั่น 175K b/d

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

- เป็นผู้ประกอบการที่แข็งแกร่งจากการมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงและคุณภาพโรงกลั่นน่าเชื่อถือ
- มีสัญญารับซื้อ ช่องทางการขาย และความช่วยเหลือด้านเทคนิคต่างๆ จากบริษัทแม่ คือ เชฟรอน

W — Weakness

- กำไรผันผวนจากการดำเนินเฉพาะธุรกิจการกลั่น
- ไม่มีช่องทางจัดจำหน่ายเป็นของตัวเอง ทำให้ความสามารถการทำไรจากการขายในประเทศจำกัดจากการไม่ได้รับประโยชน์ของส่วนต่างกำไรทางการตลาด
- ศักยภาพการเติบโตที่จำกัดในการขยายธุรกิจโรงกลั่น เนื่องจากไทยเป็นประเทศส่งออกสุทธิสำหรับผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป

O — Opportunity

- มีโอกาสในการปรับปรุงหรือการขยายโรงกลั่นเพื่อรองรับความต้องการน้ำมันภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น
- การขยายสู่ธุรกิจใหม่หรือรักษาช่องทางการค้าปลีกของตัวเอง

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงอาจทำให้อุปสงค์ในประเทศชะลอตัว และทำให้ต้องขายในตลาดส่งออกที่มีอัตรากำไรต่ำ
- ความเสี่ยงจากการมีผลิตภัณฑ์ทดแทนใหม่ เช่น รถยนต์ไฟฟ้า อาจทำให้ความต้องการในผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันเชื้อเพลิงลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	9.23	5.90	-36%
Net profit 24F (Bt m)	4,150	3,286	-21%
Net profit 25F (Bt m)	4,452	2,821	-37%
Consensus REC	**BUY: 17**	**HOLD: 4**	**SELL: 1**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- GRM ที่มีแนวโน้มสูงกว่าคาดเป็น upside risk ต่อมุมมองเชิงลบของเรา
- Upside risk อีกประการคือ ราคาน้ำมันที่สูงกว่าคาด ซึ่งทำให้เกิดกำไรจากสต็อก

Source: Thanachart

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2024-25F ของเราต่ำกว่าของตลาดอย่างมาก เนื่องจากคาดการณ์ GRM ที่ลดลง
- ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

SPRC

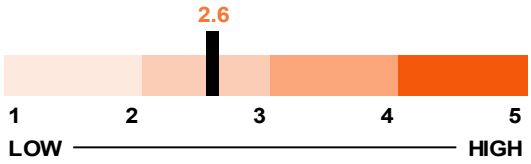
Star Petroleum Refining Pcl

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

SRPC เป็นหนึ่งในบริษัทที่มีความโปร่งใสที่ดีและมีมาตรการที่แข็งแกร่งในการปกป้องผลประโยชน์ของผู้ถือหุ้นส่วนน้อยเพื่อชดเชยธุรกรรมระหว่างกันกับผู้ถือรายใหญ่ อย่างเชฟรอน เราให้คะแนน ESG สำหรับ SRPC ที่ 2.6 เนื่องจากการที่ SRPC มีความเข้มข้นของพลังงานสูงตามลักษณะธุรกิจ และไม่มีโครงการลงทุนที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
SPRC	-	-	-	BBB	59.73	45.7	30.00	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ ในปี 2023 SPRC ปล่อย 1.2 ล้านตัน เทียบเท่า CO2 ซึ่งเพิ่มขึ้น 10% จากปี 2022 ความเข้มของการปล่อยอยู่ที่ 194 กก./BOE (บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของบริษัทพลังงานไทยอื่นที่ 280 กก./BOE เราเชื่อว่าเป็นเพราะการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจที่ต่ำ เนื่องจากบริษัทมีโรงกลั่นเป็นธุรกิจหลักเท่านั้น ▪ บริษัทฯ ไม่มีเป้าหมายการลดการปล่อยมลพิษที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะรักษาดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพการใช้พลังงานของโซโลมอน (Solomon Energy Intensity Index: EII). ไว้ในควอไทล์ที่ 1 ของภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก นอกจากนี้ SPRC ยังมีแผนที่จะร่วมมือกับเชฟรอน ซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมันชั้นนำระดับโลก เพื่อศึกษาและกำหนดแนวทางปรับปรุงอย่างต่อเนื่องที่จำเป็นต้องทำเพื่อลดการใช้พลังงานและการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ▪ SPRC ล้าหลังกว่าคู่แข่งทั่วโลกในแง่ของการหันไปทำธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพหรือพลังงานหมุนเวียนที่สามารถช่วยลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนได้ เราเชื่อว่าบริษัทฯ คงเป้าหมายที่จะใช้เงินลงทุนในการปรับปรุงประสิทธิภาพ
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ หลักการด้านความปลอดภัยในระบบการจัดการสิ่งแวดล้อม อาชีวอนามัย และความปลอดภัย (EHS) ใช้เป็นกรอบความปลอดภัยสำหรับแนวทางปฏิบัติทั้งหมดของ SPRC โดย SPRC แสดงให้เห็นถึงความมุ่งมั่นต่อชุมชนด้วยการลงทุน 37 ลบ. เพื่อสนับสนุนโครงการความรับผิดชอบต่อสังคมในปี 2023 ▪ ในปี 2023 SPRC มีชั่วโมงการฝึกอบรมพนักงานเฉลี่ย 56 ชั่วโมงต่อคน เพิ่มขึ้นจาก 35 ชั่วโมงในปี 2022 และอัตราการลาออกของพนักงานอยู่ที่เพียง 1.1%
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ ผู้ถือหุ้นรายใหญ่คือ Chevron South Asia Limited ซึ่งถือหุ้น 60.6% แต่บริษัทฯ ดำเนินกิจการโดยอิสระ และมีความยืดหยุ่นในการจัดซื้อน้ำมันดิบ ▪ บริษัทฯ มีสัดส่วนคณะกรรมการที่ดี โดยมีแนวทางนโยบายและทบทวนผลงานเป็นประจำทุกปี สมาชิกคณะกรรมการ 4 ใน 9 คนของ SPRC เป็นกรรมการอิสระที่ไม่เป็นผู้บริหาร (INED) ▪ อัตรากำไรจากผลการดำเนินงานเป็นไปตามเกณฑ์มาตรฐานและสามารถตรวจสอบได้อย่างง่ายดาย มีการรายงานค่าสอบบัญชี และใช้มาตรฐานการบัญชี IFRS แม้ว่าจะมีความเสี่ยงจากหนี้สินที่อาจเกิดขึ้น ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ และอัตราแลกเปลี่ยน แต่งบดุลยังแข็งแกร่ง

Sources: Company data, Thanachart

We expect 2024-26F profit to trend lower from GRM normalization and plant maintenance.

SPRC's balance sheet is relatively strong with limited capex and healthy cash generation

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	285,264	238,284	246,881	249,110	222,888
Cost of sales	271,745	238,059	240,593	243,054	217,275
Gross profit	**13,519**	**225**	**6,287**	**6,055**	**5,612**
% gross margin	4.7%	0.1%	2.5%	2.4%	2.5%
Selling & administration expenses	2,791	1,302	2,700	2,700	2,700
Operating profit	**10,728**	**(1,077)**	**3,587**	**3,355**	**2,912**
% operating margin	3.8%	-0.5%	1.5%	1.3%	1.3%
Depreciation & amortization	2,603	2,599	2,715	2,799	2,948
EBITDA	**13,331**	**1,521**	**6,303**	**6,154**	**5,860**
% EBITDA margin	4.7%	0.6%	2.6%	2.5%	2.6%
Non-operating income	63	139	0	0	0
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(316)	(367)	(368)	(411)	(482)
Pre-tax profit	**10,475**	**(1,306)**	**3,219**	**2,945**	**2,431**
Income tax	1,937	(294)	652	511	479
After-tax profit	**8,538**	**(1,012)**	**2,568**	**2,433**	**1,951**
% net margin	3.0%	-0.4%	1.0%	1.0%	0.9%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	642	742	760
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(834)	(218)	76	(354)	0
NET PROFIT	**7,703**	**(1,230)**	**3,286**	**2,821**	**2,712**
Normalized profit	**8,538**	**(1,012)**	**3,210**	**3,175**	**2,712**
EPS (Bt)	1.8	(0.3)	0.8	0.7	0.6
Normalized EPS (Bt)	2.0	(0.2)	0.7	0.7	0.6

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	38,258	41,699	42,566	46,930	45,421
Cash & cash equivalent	76	471	5,000	9,000	11,500
Account receivables	14,328	17,286	16,345	16,493	14,757
Inventories	23,762	23,736	21,007	21,222	18,971
Others	92	207	214	216	193
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	22,735	21,241	19,590	20,691	22,743
Other assets	2,295	2,720	2,813	2,837	2,553
Total assets	**63,288**	**65,660**	**64,969**	**70,459**	**70,717**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	23,904	27,971	24,786	28,189	26,827
Account payables	12,780	14,156	14,730	14,881	13,303
Bank overdraft & ST loans	6,562	12,483	8,765	11,976	12,347
Current LT debt	3,168	0	0	0	0
Others current liabilities	1,393	1,332	1,290	1,332	1,178
Total LT debt	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
Others LT liabilities	677	1,227	929	1,110	916
Total liabilities	**24,581**	**29,198**	**25,714**	**29,299**	**27,743**
Minority interest	0	5	5	5	5
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	(2,608)	(2,979)	(2,979)	(2,979)	(2,979)
Retained earnings	**10,333**	**8,453**	**11,246**	**13,151**	**14,965**
Shareholders' equity	38,707	36,457	39,250	41,155	42,969
Liabilities & equity	**63,288**	**65,660**	**64,969**	**70,459**	**70,717**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	10,475	(1,306)	3,219	2,945	2,431
Tax paid	(1,937)	294	(652)	(511)	(479)
Depreciation & amortization	2,603	2,599	2,715	2,799	2,948
Chg In w orking capital	(9,565)	(1,556)	4,244	(212)	2,409
Chg In other CA & CL / minorities	41	(136)	589	778	624
Cash flow from operations	**1,616**	**(106)**	**10,116**	**5,798**	**7,932**
Capex	(1,073)	(1,064)	(1,064)	(3,900)	(5,000)
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	(2,098)	552	(312)	(193)	95
Cash flow from investments	**(3,172)**	**(512)**	**(1,376)**	**(4,093)**	**(4,905)**
Debt financing	2,053	2,034	(3,718)	3,211	371
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(4,936)	(650)	(493)	(916)	(898)
Warrants & other surplus	1,569	(370)	0	0	0
Cash flow from financing	**(1,314)**	**1,013**	**(4,211)**	**2,295**	**(527)**
Free cash flow	**543**	**(1,170)**	**9,052**	**1,898**	**2,932**

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

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	3.4	na	9.1	9.1	10.7
Normalized PE - at target price (x)	3.0	na	8.0	8.1	9.4
PE (x)	3.8	na	8.8	10.3	10.7
PE - at target price (x)	3.3	na	7.8	9.1	9.4
EV/EBITDA (x)	2.9	27.0	5.2	5.2	5.1
EV/EBITDA - at target price (x)	2.6	24.7	4.7	4.6	4.5
P/BV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
P/BV - at target price (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
P/CFO (x)	18.0	(274.7)	2.9	5.0	3.7
Price/sales (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Dividend yield (%)	16.6	0.0	3.4	2.9	3.3
FCF Yield (%)	1.9	(4.0)	31.2	6.5	10.1
(Bt)					
Normalized EPS	2.0	(0.2)	0.7	0.7	0.6
EPS	1.8	(0.3)	0.8	0.7	0.6
DPS	1.1	0.0	0.2	0.2	0.2
BV/share	8.9	8.4	9.1	9.5	9.9
CFO/share	0.4	(0.0)	2.3	1.3	1.8
FCF/share	0.1	(0.3)	2.1	0.4	0.7

We don't see 9x 2025F PE attractive against falling earnings trend.

Sources: Company data, Thanachart estimates

ROE should trend lower with earnings.

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	65.4	(16.5)	3.6	0.9	(10.5)
Net profit (%)	62.3	na	na	(14.1)	(3.9)
EPS (%)	62.3	na	na	(14.1)	(3.9)
Normalized profit (%)	na	na	na	(1.1)	(14.6)
Normalized EPS (%)	na	na	na	(1.1)	(14.6)
Dividend payout ratio (%)	62.5	0.0	30.0	30.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	4.7	0.1	2.5	2.4	2.5
Operating margin (%)	3.8	(0.5)	1.5	1.3	1.3
EBITDA margin (%)	4.7	0.6	2.6	2.5	2.6
Net margin (%)	3.0	(0.4)	1.0	1.0	0.9
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.2	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	0.2	0.3	0.1	0.1	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	33.9	na	9.7	8.2	6.0
Interest coverage - EBITDA (x)	42.1	4.1	17.1	15.0	12.2
ROA - using norm profit (%)	14.0	na	4.9	4.7	3.8
ROE - using norm profit (%)	23.4	na	8.5	7.9	6.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	23.4	na	6.8	6.1	4.6
- asset turnover (x)	4.7	3.7	3.8	3.7	3.2
- operating margin (%)	3.8	na	1.5	1.3	1.3
- leverage (x)	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
- interest burden (%)	97.1	139.1	89.7	87.8	83.5
- tax burden (%)	81.5	na	79.8	82.6	80.3
WACC (%)	10.8	10.8	10.8	11.3	11.3
ROIC (%)	22.1	(2.2)	10.6	6.8	5.7
NOPAT (Bt m)	8,744	(1,077)	5,132	2,920	2,493
invested capital (Bt m)	48,362	48,469	43,015	44,131	43,816

Sources: Company data, Thanachart estimates

SELL (Unchanged)

Company Update

TP: Bt 39.00 (Unchanged)

Downside : 6.0%

4 NOVEMBER 2024

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB)

ช่วงเวลาที่ยากลำบาก

เรายังคงคำแนะนำ "ขาย" TOP โดยมีราคาเป้าหมายที่ 39 บาท ค่าการกลั่นที่อ่อนแอ และความเสี่ยงจากโครงการ CFP จะยังคงมีอยู่ต่อเนื่องในปีหน้า ปัจจุบันเราคาดว่ากำไรจะลดลง 17% ในปีหน้า และมองว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 6.9 เท่า ในปี 2025F ของ TOP ยังถือว่าไม่ถูก

YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9119

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ยังคงคำแนะนำ "ขาย"

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มพลังงาน "ปัจจัยพื้นฐานอ่อนแอลง" วันที่ 4 พฤศจิกายน 2024 เราคงคำแนะนำ "ขาย" TOP โดยให้ราคาเป้าหมายเดิมที่ 39 บาท เนื่องจาก 1) เราเริ่มมีมุมมองด้านลบต่อกลุ่มโรงกลั่นมากขึ้น โดยคาดว่าค่าการกลั่นขั้นต้น (GRM) จะยังอ่อนแอต่อไปในปีหน้าจากอุปสงค์ที่อ่อนแอท่ามกลางการเพิ่มกำลังการผลิต 2) โครงการเชื้อเพลิงสะอาด (CFP) ของ TOP ยังไม่มีกำหนดช่วงเวลาเริ่มต้นที่แน่นอนเนื่องจากการก่อสร้างล่าช้า และเราเลื่อนคาดการณ์ COD ออกไปเป็นปี 2026F 3) เราคาดว่าผลการดำเนินงาน 3Q24F จะอ่อนแอ และ 4) เรามองว่า TOP ไม่ถูกที่ 2025F PE ที่ 6.9 เท่า เทียบกับการเติบโตของ ESP ที่ลดลง 17% ในปีหน้า

อุตสาหกรรมอ่อนแอ

ค่าการกลั่นสิงคโปร์ในปัจจุบันอยู่ที่ US$3.8/bbl ซึ่งถือเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2022 แม้ว่าเราคาดว่าจะฟื้นตัวได้บ้างในช่วงฤดูหนาว แต่กลไกของอุตสาหกรรมในระยะยาวนั้นอ่อนแอ แนวโน้มอุปสงค์อ่อนแอจากการเติบโตปานกลางในจีน เนื่องจากการนำรถยนต์ไฟฟ้ามาใช้อย่างรวดเร็ว รวมถึงการชะลอตัวทั่วโลก ด้วยเศรษฐกิจสหรัฐฯ ชะลอตัวในปีหน้า ในด้านอุปทาน ยังคงมีการเพิ่มกำลังการผลิตซึ่งจะกดดันตลาดต่อไปในปีหน้า โรงกลั่นใหม่ที่จะเริ่มดำเนินการในปีหน้าอยู่ในแอฟริกา ตะวันออกกลาง และเอเชีย ในขณะเดียวกัน แม้ว่าเราคาดว่าจะมีอุปทานใหม่จะลดลงในปีนี้ แต่ Px-ULG95 spread ก็มีแนวโน้มที่จะทำให้ผิดหวังเช่นกัน

CFP ยังคงล่าช้าต่อเนื่อง

TOP ยังคงมีความไม่แน่นอนเกี่ยวกับระยะเวลาเริ่มต้นของโครงการ CFP เนื่องจากปัญหาความล่าช้าของผู้รับเหมาโครงการ เราจึงคาดการณ์อย่างระมัดระวังว่าการเริ่มต้นโครงการ CFP จะล่าช้าจากสิ้นปีนี้ไปยังต้นปี 2026F ปัญหาดังกล่าวคือการชำระเงินให้กับผู้รับเหมาช่วงที่ล่าช้าของผู้รับเหมาหลักซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุน UJV ในสถานการณ์เลวร้ายที่สุด TOP อาจต้องรับผิดชอบค่าจ้างที่ยังไม่ได้ชำระเพื่อให้แน่ใจว่าโครงการจะดำเนินต่อไปได้

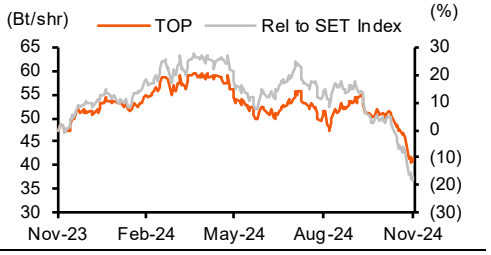
3Q24F อ่อนแอ

เราคาดว่า TOP จะรายงานผลการดำเนินงาน 3Q24F ที่น่าผิดหวัง โดยขาดทุน 4 พันลบ. เทียบกับกำไร 1.08 หมื่นลบ. ใน 3Q23 และ 5.5 พันลบ. ใน 2Q24 เนื่องมาจากประมาณการขาดทุนจากสต๊อกที่ 7.6 พันลบ. เนื่องจากราคาน้ำมันที่ลดลง ทั้งนี้ TOP บันทึกกำไรจากสต๊อกที่ 7.9 พันลบ. ใน 3Q23 และ 2.1 พันลบ. ใน 2Q24 นอกจากนี้ เรายังคาดว่าค่าการกลั่นตลาดจะลดลง 4% q-q เหลือ US$3.6/bbl เนื่องจากสเปรดน้ำมันเบนซิน น้ำมันอากาศยาน และดีเซลที่ลดลง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	469,244	463,138	455,096	455,096
Net profit	19,768	9,919	12,731	18,142
Consensus NP	—	12,894	15,965	21,925
Diff frm cons (%)	—	*(23.1)*	*(20.3)*	*(17.3)*
Norm profit	27,412	16,042	13,373	18,142
Prev. Norm profit	—	16,042	13,373	18,142
Chg frm prev (%)	—	*0.0*	*0.0*	*0.0*
Norm EPS (Bt)	12.3	7.2	6.0	8.1
Norm EPS grw (%)	(31.5)	(41.5)	(16.6)	35.7
Norm PE (x)	3.4	5.8	6.9	5.1
EV/EBITDA (x)	5.8	7.8	9.1	7.0
P/BV (x)	0.6	0.5	0.5	0.5
Div yield (%)	8.2	3.7	4.8	6.9
ROE (%)	17.0	9.6	7.7	9.8
Net D/E (%)	76.5	83.1	90.4	78.3

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 1-Nov-24 (Bt)	41.50
Market Cap (US$ m)	2,732.6
Listed Shares (m shares)	2,232.3
Free Float (%)	52.0
Avg Daily Turnover (US$ m)	16.9
12M Price H/L (Bt)	59.50/40.75
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 45.03%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P85

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

Thanachart Securities

Ex 1: 12-month DCF-based TP Calculation For Downstream Business, Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA	28,193	35,210	35,420	36,448	35,663	30,134	28,350	28,350	28,350	28,350	28,350	
Free cash flow	(12,826)	22,702	25,228	22,839	23,553	18,851	17,898	18,148	18,200	18,251	18,103	221,309
PV of free cash flow	(11,909)	19,568	20,188	16,962	16,239	12,066	10,322	9,673	8,967	8,312	7,622	93,173

Risk-free rate (%)	2.5
Market risk premium (%)	8.0
Beta	1.0
WACC (%)	7.7
Terminal growth (%)	0.0
Enterprise value - add investments	211,183
Net cash/(debt)	143,555
Minority interest	2,884
Equity value	64,744
# of shares (m)	2,232
Equity value/share (Bt)	**29**

Sum-of-the-parts valuation	Value (Bt m)	Per share (Bt/shr)	% of total	Methodology
Downstream	64,744	29	75%	DCF
Power (GPSC)	7,041	3	8%	DCF
Chandra Asri	14,225	6	17%	BBG consensus
Total value per share	**86,010**	**38.5**		

Sources: Thanachart estimates

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

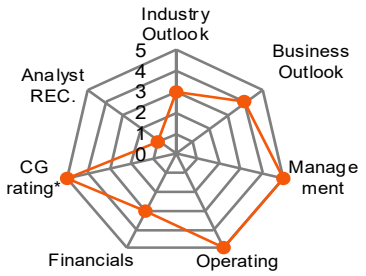
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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 และน้ำมันหล่อลื่นและบีทูเมน 0.3 ล้านตัน อีกด้วย นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังเพิ่งเข้าซื้อหุ้น 15% ใน Chandra Asri ซึ่งเป็นหนึ่งในกลุ่มธุรกิจปิโตรเคมีชั้นนำในอินโดนีเซีย ซึ่ง SCC เป็นเจ้าของด้วยสัดส่วนการถือหุ้น 30.5% ธุรกิจอื่นๆ ได้แก่ ไฟฟ้า การขนส่งทางทะเล และการผลิตเอทานอล

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

- หนึ่งในผู้ประกอบการที่มีต้นทุนการดำเนินงานต่ำที่สุดในภูมิภาค
- เป็นส่วนหนึ่งของกลุ่ม PTT เนื่องจาก TOP มีสัญญา off-take ที่แน่นอน

W — Weakness

- กำไรผันผวนเนื่องจากเป็นสินค้าโภคภัณฑ์ โดยเฉพาะในธุรกิจการกลั่น ซึ่งอุปสงค์มีแนวโน้มอ่อนแอ
- งบดุลที่อ่อนแอ และมี Capex สูงในช่วงสองปีข้างหน้า อันเนื่องมาจากการลงทุน US$4bn ในโครงการเชื้อเพลิงสะอาด (CFP)

O — Opportunity

- โอกาสในการขยายธุรกิจปิโตรเคมีเพิ่มเติมภายหลังการลงทุนใน Chandra Asri
- ความสามารถในการอัพเกรดผลิตภัณฑ์ขั้นกลางเป็นเม็ดพลาสติกที่มีมูลค่าเพิ่มขึ้นได้

T — Threat

- ราคาน้ำมันที่สูงเกินไปทำให้ความต้องการในประเทศชะลอตัวลงและทำให้บริษัทฯ ต้องพึ่งตลาดส่งออก ซึ่งให้อัตรากำไรที่ลดลง
- จ่ายมากเกินไปสำหรับการเข้าซื้อกิจการ และต้นทุนการขยายธุรกิจที่สูงกว่าคาด

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	59.15	39.00	-34%
Net profit 24F (Bt m)	12,894	9,919	-23%
Net profit 25F (Bt m)	15,965	12,731	-20%
Consensus REC	**BUY: 22**	**HOLD: 3**	**SELL: 5**

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรสุทธิปี 2024-25F ของเราต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเรามีมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อแนวโน้ม GRM
- ดังนั้น ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาด

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Upside risk ต่อประมาณการของเรา คือ ค่าการกลั่น (GRM) ที่สูงกว่าคาด
- Upside risk ต่อประมาณการของเราคือราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะทำให้เกิดกำไรจากสต๊อก
- ขณะที่ค่าพรีเมี่ยมน้ำมันดิบชนิดเบาที่สูงกว่าคาด จะเป็น upside risk ต่อประมาณการของเรา

Upside risk หากจีนส่งออกน้ำมันลดลงทันที

Source: Thanachart

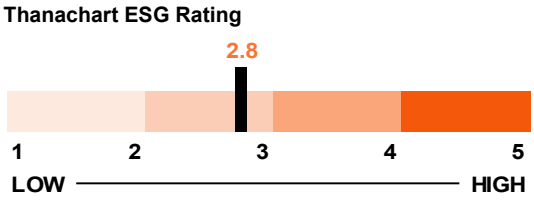
TOP

Thai Oil Pcl

Sector: Resources | Energy & Utilities

ESG & Sustainability Report

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



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
TOP	YES	YES	YES	BBB	59.72	73.22	81.00	47.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ ในปี 2023 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งหมดลดลง 28,003 ตันเทียบเท่าคาร์บอนไดออกไซด์จากโครงการปรับปรุงประสิทธิภาพพลังงาน ▪ เราคาดว่าความเข้มข้นของก๊าซเรือนกระจก (GHG) ของ TOP จะเพิ่มขึ้นในปี 2025F เมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มต้นขึ้น CFP ได้รับการออกแบบเพื่อใช้น้ำมันดิบหนักเป็นวัตถุดิบ และอัพเกรดกำมะถันสูงให้เป็นผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูง ซึ่งหมายถึงจะมีความร้อนและการปล่อยก๊าซเรือนกระจกมากขึ้น ▪ TOP ตั้งเป้าที่จะลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% ภายในปี 2023F จากปีฐาน 2023F เพื่อให้บรรลุความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2025 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2060 โดยการดำเนินกลยุทธ์การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ ระบบการบริหารจัดการด้านสุขภาพและความปลอดภัยของพนักงานของ TOP สอดคล้องกับมาตรฐาน ISO ประสิทธิภาพด้านความปลอดภัยของบริษัทฯ นั้นเทียบเท่ากับบริษัทชั้นนำอันดับต้นๆ ในอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซ ▪ ในปี 2023 TOP ลงทุนในการพัฒนาทรัพยากรมนุษย์ โดยพนักงานได้รับการฝึกอบรมเฉลี่ย 351 ชั่วโมงต่อพนักงานเทียบเท่าระยะเวลาทำงานเต็มเวลา (FTE) อัตราการลาออกของพนักงานอยู่ที่ 2.81% ในปี 2023 ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 3.5% อัตราความพึงพอใจของพนักงานอยู่ที่ 94% ซึ่งต่ำกว่าเป้าหมายที่ 96% เล็กน้อย ▪ TOP พยายามรับประกันความเป็นอยู่ที่ดีของชุมชนโดยรอบ และไม่ได้รับการร้องเรียนจากชุมชนท้องถิ่นเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ PTT ถือหุ้น TOP ในสัดส่วน 45% จึงมีการทำรายการระหว่างกันกับ PTT เป็นจำนวนมาก รวมทั้งการซื้อวัตถุดิบดิบ อย่างไรก็ตาม มีการใช้มาตรการเพื่อให้มั่นใจว่าเป็นไปตามราคาตลาด ▪ สมาชิกคณะกรรมการทั้งหมด 14 คน มีสมาชิกอิสระ 7 คน โดยมีพลอากาศเอก ชานนท์ มุ่งธัญญา เป็นประธานคณะกรรมการบริษัท อย่างไรก็ตาม มีผู้หญิงเป็นคณะกรรมการ 2 คน ▪ Accounting & Audit โดยทั่วไปง่ายต่อการตรวจสอบ และโปร่งใส ▪ ธุรกิจของ TOP มีความผันผวนของกำไรสูงมากโดยธรรมชาติ และอยู่ในช่วงกลางของวัฏจักรการลงทุนหนักอันเนื่องมาจากโครงการพลังงานสะอาดใหม่ (CFP)

Source: Thanachart

We expect TOP's earnings to drop in 2025F as GRM normalizes

TOP's balance sheet firmed up after the GRM spike and capital raising

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	529,589	469,244	463,138	455,096	455,096
Cost of sales	484,740	435,217	437,411	430,955	424,189
Gross profit	**44,849**	**34,027**	**25,727**	**24,141**	**30,907**
% gross margin	8.5%	7.3%	5.6%	5.3%	6.8%
Selling & administration expenses	4,182	3,521	3,475	4,551	4,551
Operating profit	**40,667**	**30,507**	**22,252**	**19,590**	**26,356**
% operating margin	7.7%	6.5%	4.8%	4.3%	5.8%
Depreciation & amortization	7,744	7,799	8,185	8,603	8,854
EBITDA	**48,411**	**38,306**	**30,437**	**28,193**	**35,210**
% EBITDA margin	9.1%	8.2%	6.6%	6.2%	7.7%
Non-operating income	863	1,138	1,123	2,046	2,046
Non-operating expenses	1,125	(86)	0	0	0
Interest expense	(3,860)	(4,089)	(4,510)	(4,881)	(5,585)
Pre-tax profit	**38,795**	**27,470**	**18,865**	**16,755**	**22,817**
Income tax	20	(0)	2,565	3,217	4,570
After-tax profit	**38,774**	**27,470**	**16,300**	**13,538**	**18,247**
% net margin	7.3%	5.9%	3.5%	3.0%	4.0%
Shares in affiliates' Earnings	(513)	84	(118)	(28)	32
Minority interests	(438)	(142)	(140)	(137)	(137)
Extraordinary items	(5,155)	(7,645)	(6,123)	(642)	0
NET PROFIT	**32,668**	**19,768**	**9,919**	**12,731**	**18,142**
Normalized profit	**37,824**	**27,412**	**16,042**	**13,373**	**18,142**
EPS (Bt)	15.5	8.9	4.4	5.7	8.1
Normalized EPS (Bt)	17.9	12.3	7.2	6.0	8.1

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	153,828	125,371	133,154	111,836	101,089
Cash & cash equivalent	43,576	34,376	50,000	30,000	20,000
Account receivables	28,759	31,154	27,754	27,272	27,272
Inventories	55,343	52,656	48,308	47,595	46,848
Others	26,150	7,185	7,091	6,968	6,968
Investments & loans	32,603	32,039	32,039	32,039	32,039
Net fixed assets	206,476	218,618	236,206	238,955	241,100
Other assets	51,674	43,964	44,213	44,381	44,881
Total assets	**444,581**	**419,993**	**445,611**	**427,211**	**419,109**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	103,673	73,501	82,598	33,326	32,326
Account payables	74,154	50,184	40,953	11,807	12,784
Bank overdraft & ST loans	1,892	3,198	3,795	3,811	3,380
Current LT debt	20,202	10,061	30,362	9,528	8,450
Others current liabilities	7,426	10,058	7,487	8,180	7,712
Total LT debt	**151,658**	**149,858**	**159,398**	**181,023**	**160,555**
Others LT liabilities	30,593	28,322	30,790	31,132	31,622
Total liabilities	**285,923**	**251,681**	**272,786**	**245,481**	**224,503**
Minority interest	2,623	2,744	2,884	3,021	3,159
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	22,338	22,338	22,323	22,323	22,323
Share premium	10,699	10,699	10,699	10,699	10,699
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(6,658)	(11,317)	(11,317)	(11,317)	(11,317)
Retained earnings	**129,655**	**143,848**	**148,236**	**157,003**	**169,742**
Shareholders' equity	156,034	165,568	169,941	178,708	191,447
Liabilities & equity	**444,581**	**419,993**	**445,611**	**427,211**	**419,109**

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	38,795	27,470	18,865	16,755	22,817
Tax paid	(315)	2,723	(3,974)	(2,575)	(4,906)
Depreciation & amortization	7,744	7,799	8,185	8,603	8,854
Chg In w orking capital	30,043	(23,678)	(1,483)	(27,951)	1,724
Chg In other CA & CL / minorities	(25,534)	12,549	(5,695)	(5,820)	(6,926)
Cash flow from operations	**50,733**	**26,863**	**15,898**	**(10,988)**	**21,563**
Capex	(35,821)	(19,942)	(25,773)	(11,352)	(11,000)
Right of use	(6,907)	1,814	(500)	(500)	(500)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	22,809	564	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(23,496)	1,883	1,107	5,997	7,316
Cash flow from investments	**(43,415)**	**(15,680)**	**(25,166)**	**(5,855)**	**(4,184)**
Debt financing	4,077	(10,149)	30,438	807	(21,977)
Capital increase	10,181	0	(15)	0	0
Dividends paid	(8,547)	(5,249)	(5,531)	(3,964)	(5,403)
Warrants & other surplus	852	(4,985)	0	0	0
Cash flow from financing	**6,562**	**(20,383)**	**24,892**	**(3,157)**	**(27,379)**
Free cash flow	**14,912**	**6,922**	**(9,875)**	**(22,340)**	**10,563**

Capex on a declining trend over the next three years

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	2.3	3.4	5.8	6.9	5.1
Normalized PE - at target price (x)	2.2	3.2	5.4	6.5	4.8
PE (x)	2.7	4.7	9.3	7.3	5.1
PE - at target price (x)	2.5	4.4	8.8	6.8	4.8
EV/EBITDA (x)	4.5	5.8	7.8	9.1	7.0
EV/EBITDA - at target price (x)	4.4	5.6	7.6	8.9	6.8
P/BV (x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
P/BV - at target price (x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
P/CFO (x)	1.7	3.4	5.8	(8.4)	4.3
Price/sales (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Dividend yield (%)	8.9	8.2	3.7	4.8	6.9
FCF Yield (%)	17.0	7.5	(10.7)	(24.1)	11.4
(Bt)					
Normalized EPS	17.9	12.3	7.2	6.0	8.1
EPS	15.5	8.9	4.4	5.7	8.1
DPS	3.7	3.4	1.6	2.0	2.8
BV/share	69.9	74.2	76.1	80.1	85.8
CFO/share	24.1	12.0	7.1	(4.9)	9.7
FCF/share	7.1	3.1	(4.4)	(10.0)	4.7

We see TOP's 6.9x 2025F PE as unattractive

Sources: Company data, Thanachart estimates

We expect ROE to remain decent with GRM at a mid-cycle level

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	53.3	(11.4)	(1.3)	(1.7)	0.0
Net profit (%)	159.7	(39.5)	(49.8)	28.3	42.5
EPS (%)	153.4	(42.8)	(49.8)	28.3	42.5
Normalized profit (%)	577.5	(27.5)	(41.5)	(16.6)	35.7
Normalized EPS (%)	561.1	(31.5)	(41.5)	(16.6)	35.7
Dividend payout ratio (%)	25.3	38.4	35.0	35.0	35.0
Operating performance					
Gross margin (%)	8.5	7.3	5.6	5.3	6.8
Operating margin (%)	7.7	6.5	4.8	4.3	5.8
EBITDA margin (%)	9.1	8.2	6.6	6.2	7.7
Net margin (%)	7.3	5.9	3.5	3.0	4.0
D/E (incl. minor) (x)	1.1	1.0	1.1	1.1	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8
Interest coverage - EBIT (x)	10.5	7.5	4.9	4.0	4.7
Interest coverage - EBITDA (x)	12.5	9.4	6.7	5.8	6.3
ROA - using norm profit (%)	9.4	6.3	3.7	3.1	4.3
ROE - using norm profit (%)	27.3	17.0	9.6	7.7	9.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	28.0	17.1	9.7	7.8	9.9
- asset turnover (x)	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1
- operating margin (%)	8.1	6.7	5.0	4.8	6.2
- leverage (x)	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3
- interest burden (%)	91.0	87.0	80.7	77.4	80.3
- tax burden (%)	99.9	100.0	86.4	80.8	80.0
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.7	7.7
ROIC (%)	15.7	10.7	6.5	5.0	6.1
NOPAT (Bt m)	40,646	30,507	19,226	15,829	21,077
invested capital (Bt m)	286,209	294,309	313,496	343,070	343,833

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)
The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)
Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer
Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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,

DISCLAIMER

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.

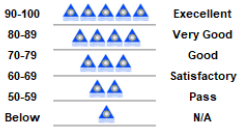
ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, 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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาต จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง 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) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท ศรีสวัสดิ์ คอร์ปอเรชั่น จากัด (มหาชน) ครั้งที่ 4/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จากัด (มหาชน) ครั้งที่ 7/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จากัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรัชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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