

ESSO (Thailand)

(ESSO.BK/ESSO TB)*

Outperform • Upgraded

Price as of 9 Feb 2023	9.10
12M target price (Bt/shr)	11.40
Unchanged/Revised up(down)(%)	(19.1)
Upside/downside (%)	25.3

Key messages

เราคาดว่า ESSO จะขาดทุนสุทธิ 2.0 พันล้านบาทใน 4Q65F แอลงจากที่มีกำไรสุทธิ 750 ล้านบาทใน 4Q64 แต่ดีขึ้นจากขาดทุนสุทธิ 3.1 พันล้านบาทใน 3Q65 นอกจากนี้ เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2566 ลงเหลือ 11.40 บาท จากเดิมที่ 14.10 บาท อิงจาก EV/EBITDA ที่ลดลงเหลือ 5.5x (จากเดิมที่ 6.5x) เพื่อสะท้อนถึง i) การปรับลดประมาณการกำไรปี 2565F, ii) กำไรที่คาดว่าจะลดลง 27% YoY ในปี 2566F และ iii) ราคาหุ้นจะยังมี overhang ไปจนถึง 2H66 ซึ่ง Bangchak Corporation (BCP.BK/BCP TB)* มีแผนจะเข้าซื้อหุ้น 65.99% ของ ESSO จาก ExxonMobil Asia Holdings (ผู้ขาย) โดย BCP สาธิตราคาซื้อหุ้นเบื้องต้นของ ESSO ไว้ที่ 8.84-9.63 บาท/หุ้น แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า ESSO จะจ่ายเงินปันผล 0.65 บาท/หุ้น จากผลการดำเนินงานงวด 2H66F และ 0.40 บาท/หุ้น จากผลการดำเนินงานงวด 1H66F คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 7.1% และ 4.3% จากราคาหุ้นในปัจจุบัน ตามลำดับ ซึ่งแม้ว่าจะหุ้น ESSO จะยังมี overhang ไปจนถึง 2H66 แต่เรามองว่าผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจประกอบราคาหุ้นมีโอกาสปรับลงไม่มากแล้ว ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำหุ้น ESSO จากถือเป็นซื้อ

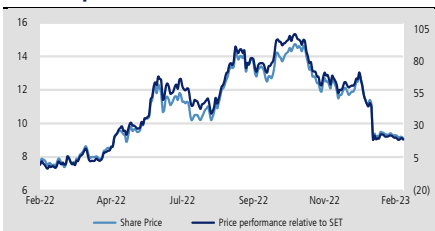
Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$mn)	31.5/939		
Outstanding shares (mn)	3,461		
Foreign ownership (mn)	2,409		
3M avg. daily trading (mn)	42.9		
52-week trading range (Bt)	7.40 – 14.70		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	(32.1)	(16.5)	16.7
Relative	(33.4)	(18.9)	19.1

Quarterly EPS

Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2020	(1.82)	(0.72)	0.13	0.12
2021	0.81	0.25	0.01	0.22
2022	1.70	2.40	(0.90)	

Share price chart



Source: SET

Kaweewit Thawilwithayanon
66.2658.8888 Ext. 8847
kaweewitt@kgi.co.th

ประมาณการ 4Q65F: ค่าการกลั่นดีขึ้น

Event

ประมาณการ 4Q65F, ปรับประมาณการกำไรเต็มปี และปรับลดราคาเป้าหมาย

Impact

คาดว่าขาดทุนสุทธิลดลง QoQ ใน 4Q65F

เราคาดว่า ESSO จะขาดทุนสุทธิ 2.0 พันล้านบาทใน 4Q65F แอลงจากที่มีกำไรสุทธิ 750 ล้านบาทใน 4Q64 แต่ดีขึ้นจากขาดทุนสุทธิ 3.1 พันล้านบาทใน 3Q65 โดยผลประกอบการที่แอลง YoY เป็นเพราะเราคาดว่าบริษัทจะมีผลขาดทุนก้อนใหญ่จากสต็อกน้ำมัน 4.5 พันล้านบาทใน 4Q65 ลดลงจากที่กำไรจากสต็อกน้ำมันเล็กน้อยใน 4Q64 หลังจากที่ราคาน้ำมันดิบดูไบลดลงจาก US\$91/bbl ในเดือนกันยายน 2565 เหลือ US\$77/bbl ในเดือนธันวาคม 2565 ในขณะที่ช่วงก่อนผลประกอบการที่ดีขึ้น QoQ จะเป็นเพราะค่าการตลาดเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญเป็น US\$7.7/bbl (+70% QoQ) เพราะ spread ของน้ำมันเครื่องบินและน้ำมันดีเซลเพิ่มขึ้น รวมถึงต้นทุน crude premium ลดลง เราจึงคาดว่าอัตราการกลั่นจะลดลงเล็กน้อย 3% QoQ เหลือ 130KBD คิดเป็นอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ 75% ซึ่งถือเป็นระดับปกติของ ESSO นอกจากนี้ เราคาดว่าปริมาณยอดขายน้ำมันของ ESSO จะเพิ่มขึ้น 3% QoQ เป็น 1,371 ล้านลิตรใน 4Q65 จากการกลับมาเปิดประเทศ ในขณะที่ค่าการตลาดอ้างอิงของประเทศไทยเพิ่มขึ้น 3% QoQ เป็น 2.04 บาท/ลิตร ตามข้อมูลของสำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (สนพ.) ทั้งนี้ ESSO ยังคงปิดโรงงาน PX อย่างต่อเนื่อง

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2565F ลง 34% แต่ปรับเพิ่มของปี 2566F ขึ้น 17%

เราปรับลดประมาณการกำไรปี 2565F ลง 34% เหลือ 9.0 พันล้านบาท เพื่อสะท้อนถึงการประมาณการกำไร 4Q65F รอบล่าสุดและผลประกอบการจริงงวด 9M65 แต่อย่างไรก็ตาม เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566F ขึ้นอีก 17% เป็น 6.6 พันล้านบาท เนื่องจากเราปรับเพิ่ม market GRM ของ ESSO ขึ้นอีก 13% เป็น US\$8.2/bbl หลังจากที่เรปรับเพิ่มสมมติฐาน spread ของน้ำมันเครื่องบินและน้ำมันดีเซลเป็น US\$24/25/bbl จากเดิมที่ US\$16/16/bbl ตามลำดับ ในขณะที่เดียวกันเรายังปรับลดค่าการตลาดน้ำมันลง 5% เหลือ 1.85 บาท/ลิตร หลังจากที่กระทรวงพลังงานเพิ่มการเก็บเงินสะสมเข้ากองทุนน้ำมันเป็นประมาณ 4.0-6.0 บาท/ลิตร ตั้งแต่เดือนธันวาคม 2565

Valuation & action

เราปรับลดราคาเป้าหมายปี 2566 ลงเหลือ 11.40 บาท จากเดิมที่ 14.10 บาท อิงจาก EV/EBITDA ที่ลดลงเหลือ 5.5x (จากเดิมที่ 6.5x) เพื่อสะท้อนถึง i) การปรับลดประมาณการกำไรปี 2565F, ii) กำไรที่คาดว่าจะลดลง 27% YoY ในปี 2566F และ iii) ราคาหุ้นจะยังมี overhang ไปจนถึง 2H66 ซึ่ง Bangchak Corporation (BCP.BK/BCP TB)* มีแผนจะเข้าซื้อหุ้น 65.99% ของ ESSO จาก ExxonMobil Asia Holdings (ผู้ขาย) แล้วเสร็จ โดย BCP สาธิตราคาซื้อหุ้นเบื้องต้นของ ESSO ไว้ที่ 8.84-9.63 บาท/หุ้น แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า ESSO จะจ่ายเงินปันผล 0.65 บาท/หุ้น จากผลการดำเนินงานงวด 2H66F และ 0.40 บาท/หุ้น จากผลการดำเนินงานงวด 1H66F คิดเป็นอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 7.1% และ 4.3% จากราคาหุ้นในปัจจุบัน ตามลำดับ ซึ่งแม้ว่าจะหุ้น ESSO จะยังมี overhang ไปจนถึง 2H66 แต่เรามองว่าผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจประกอบราคาหุ้นมีโอกาสปรับลงไม่มากแล้ว ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำหุ้น ESSO จากถือเป็นซื้อ

Risks

ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ, GRM และค่าการตลาดน้ำมัน

Key financials and valuations

	Dec-20A	Dec-21A	Dec-22F	Dec-23F	Dec-24F
Revenue (Bt mn)	126,672	172,878	254,354	223,832	202,364
Gross profit (Bt mn)	(4,736)	10,618	16,413	13,474	12,495
EBIT (Bt mn)	(9,953)	5,550	11,194	8,176	7,117
Net profit (Bt mn)	(7,911)	4,443	9,028	6,626	5,839
EPS (Bt)	(2.29)	1.28	2.61	1.91	1.69
DPS (Bt)	0.00	0.00	1.17	0.86	0.76
EPS growth (%)	N.A.	N.A.	103.2	(26.6)	(11.9)
P/E (x)	N.A.	5.7	3.5	4.8	5.4
P/B (x)	1.8	1.3	1.3	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	N.A.	7.2	4.1	4.8	4.5
Net debt to equity (x)	1.9	1.5	1.1	0.8	0.5
Dividend yield (%)	0.0	0.0	12.9	9.5	8.3
Return on avg. equity (%)	(43.4)	26.5	41.6	25.5	19.8

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 1: Expect a 4Q22F net loss of Bt2.0bn, dropping from a net profit of Bt750mn in 4Q21 but improving from a net loss Bt3.1bn in 3Q22

Bt mn	4Q22F	4Q21	YoY (%)	3Q22	QoQ (%)	2022F	2021	YoY (%)
Revenue	54,437	52,312	4.1	65,591	(17.0)	253,800	172,878	46.8
Cost of goods sold	(55,634)	(50,050)	11.2	(68,229)	(18.5)	(237,400)	(162,261)	46.3
Gross profit	(1,196)	2,262	N.A.	(2,638)	54.7	16,400	10,618	54.5
Operating expenses	(1,365)	(1,321)	3.3	(1,315)	3.8	(5,209)	(5,068)	2.8
Other incomes	6	6	(1.1)	10	(42.8)	24	29	(16.7)
Operating profit	(2,555)	947	N.A.	(3,943)	35.2	11,215	5,579	101.0
Depreciation of fixed assets	725	717	1.1	668	8.5	2,834	2,825	0.3
Operating EBITDA	(1,830)	1,664	(210.0)	(3,275)	44.1	14,049	8,404	67.2
Non-operating Income	-	-	N.A.	-	N.A.	-	-	N.A.
Non-operating Expenses	(75)	(76)	(1.3)	(64)	17.9	(289)	(311)	(7.2)
Net investment income/(loss)	75	59	28.0	77	(2.4)	309	227	36.3
Pre-tax profit	(2,555)	930	N.A.	(3,929)	35.0	11,235	5,495	104.5
Current taxation	511	(179)	(385.0)	803	(36.3)	(2,207)	(1,051)	110.0
Minorities	-	-	N.A.	-	N.A.	1	1	(1.7)
Extraordinary items	-	-	N.A.	-	N.A.	-	-	N.A.
Net profit	(2,044)	750	(372.4)	(3,127)	34.6	9,028	4,443	103.2
EPS (Bt)	(0.59)	0.22	(372.4)	(0.90)	34.6	2.61	1.28	103.2
Percent	4Q22F	4Q21	YoY (ppts)	3Q22	QoQ (ppts)	2022F	2021	YoY (ppts)
Gross profit margin	(2.2)	4.3	(6.5)	(4.0)	1.8	6.5	6.1	0.3
EBITDA margin	(3.4)	3.2	(6.5)	(5.0)	1.6	5.5	4.9	0.7
Net margin	(3.8)	1.4	(5.2)	(4.8)	1.0	3.6	2.6	1.0

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 2: Key assumptions for 4Q22F earnings

	4Q22F	4Q21	YoY (%)	3Q22F	QoQ (%)
Refinery					
Dubai crude price (US\$/bbl)	85	78	8.3	97	(12.4)
Market GRM (US\$/bbl)	7.7	5.1	50.2	4.5	70.2
Crude run (KBD)	130	124	4.8	134	(3.0)
Oil marketing*					
EPPO marketing margin (Bt/liter)	2.04	1.77	15.1	1.98	2.5
Sales volume (mn liters)	1,371	1,326	3.4	1,333	2.9
Aromatics					
PX-ULG95 (US\$/ton)	178	96	86.2	152	17.1
Utilization rate (%)	0	0	N.A.	0	N.A.

*No data from the company; sales volume is based on DOEB and the oil market margin is based on EPPO

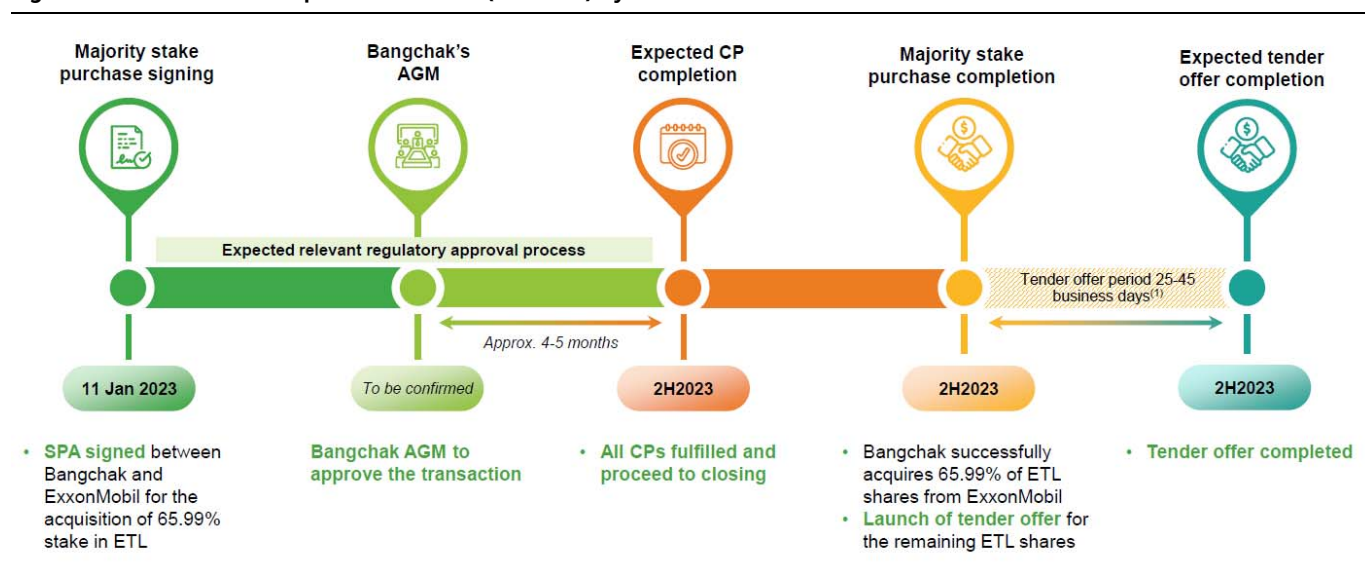
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 3: Changes in key assumptions for 2022/23F

Our assumptions	2022F			2023F		
	Previous	Revised	Change (%)	Previous	Revised	Change (%)
Benchmark						
Dubai crude (US\$/bbl)	100	96	(3.7)	85	85	0.0
Gasoline spread (US\$/bbl)	22.0	18.8	(14.5)	16.0	11.0	(31.3)
Jet oil spread (US\$/bbl)	19.0	30.3	59.5	16.0	24.0	50.0
Diesel spread (US\$/bbl)	21.0	34.3	63.3	16.0	25.0	56.3
HSFO spread (US\$/bbl)	(5.0)	(14.1)	(182.0)	(5.0)	(15.0)	(200.0)
LSFO spread (US\$/bbl)	5.0	13.0	160.0	5.0	7.5	50.0
Murban crude premium (US\$/bbl)	5.5	7.2	31.3	4.0	7.0	75.0
Refinery						
Market GRM (US\$/bbl)	10.4	9.1	(12.9)	7.3	8.2	12.9
Stock gain/(loss) (Bt mn)	3,752	1,341	(64.2)	(1,607)	-	N.A.
Crude run (KBD)	140	131	(6.4)	145	131	(9.7)
Oil marketing*						
Marketing margin from EPPO (Bt/liter)	1.80	1.61	(10.6)	1.95	1.85	(5.1)
Sales volume from DOEB (mn liters)	5,272	5,329	1.1	5,509	5,564	1.0
Income statement						
Earnings (Bt mn)	13,692	9,028	(34.1)	5,652	6,626	17.2

*No data from the company; sales volume is based on DOEB

Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 4: Timeline for the acquisition of ESSO (Thailand) by BCP


Source: Bangchak Corporation, KGI Securities Research

Figure 5: Key assumptions for ESSO

	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Benchmark					
Dubai crude (US\$/bbl)	42	69	96	85	70
Gasoline spread (US\$/bbl)	4.5	11.1	18.8	11.0	11.0
Jet oil spread (US\$/bbl)	2.5	5.8	30.3	24.0	20.0
Diesel spread (US\$/bbl)	6.2	6.7	34.3	25.0	20.0
HSFO spread (US\$/bbl)	(3.0)	(4.9)	(14.1)	(15.0)	(10.0)
LSFO spread (US\$/bbl)	7.0	6.1	13.0	7.5	7.5
Refinery					
Accounting GRM (US\$/bbl)	(3.6)	7.5	9.9	8.2	7.4
Crude run (KBD)	115	123	131	131	133
Oil marketing*					
Marketing margin (Bt/liter)	2.30	2.15	1.61	1.85	1.85
Sales volume (mn liters)	5,150	4,959	5,329	5,564	5,792
Aromatics					
PX-ULG95 (US\$/ton)	180	177	125	168	205
Utilization rate (%)	40	11	0	0	0

*No data from the company; sales volume is based on DOEB and the market margin is based on EPPO

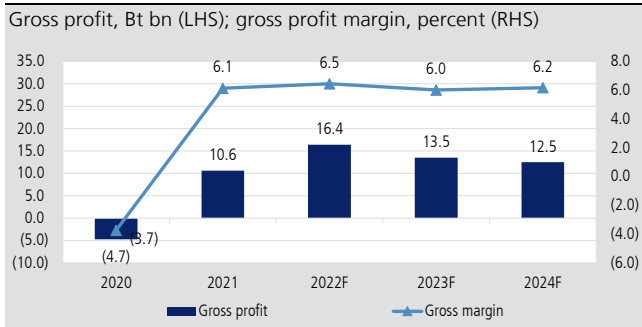
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 6: Company profile

ESSO (Thailand) (ESSO) is an integrated petroleum refining and marketing company, and also manufactures and markets aromatics product such as paraxylene (PX). The company sells refined petroleum products to retail consumers through its extensive network of Esso branded retail service stations as well as directly to commercial customers in the industrial, wholesale, aviation and marine sectors.

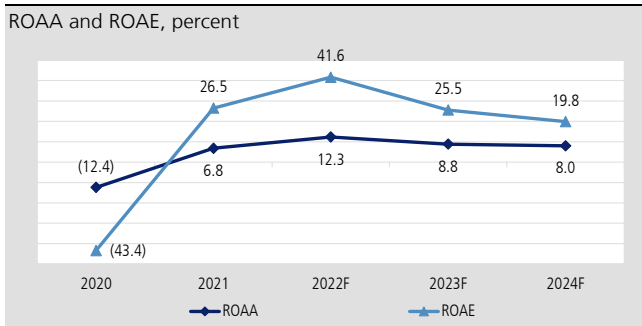
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 8: Gross profit



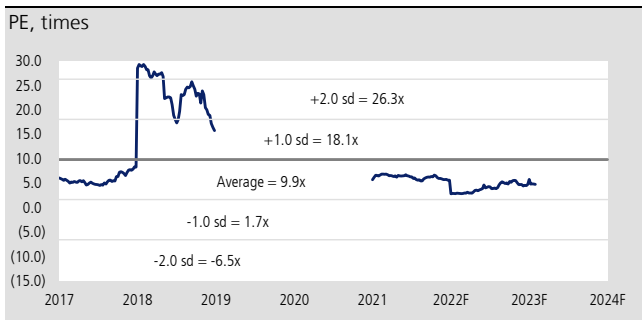
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 10: Company ROAA and ROAE



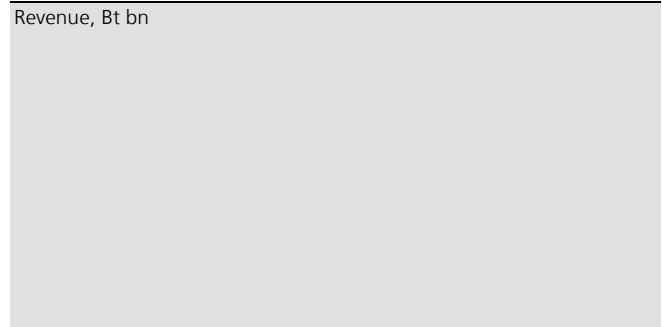
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 12: Company trading PE



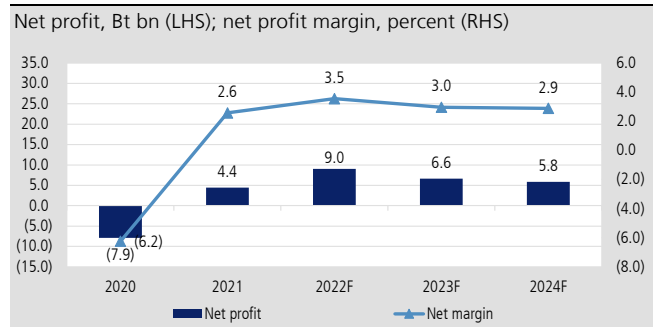
Source: KGI Securities Research

Figure 7: Revenue



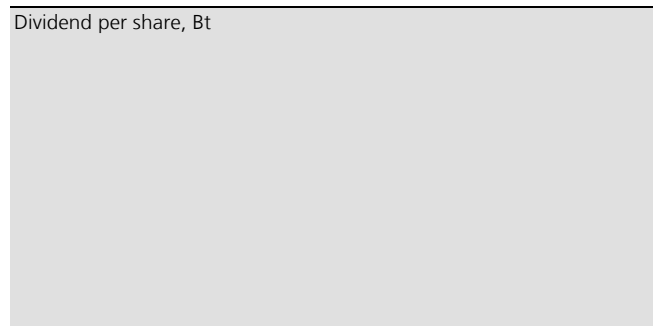
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 9: Net profit



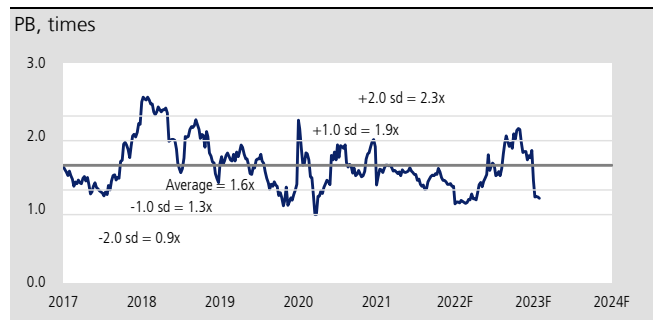
Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 11: Dividend



Source: Company data, KGI Securities Research

Figure 13: Company trading PB



Source: KGI Securities Research

Quarterly Income Statement

(Bt mn)	Mar-20A	Jun-20A	Sep-20A	Dec-20A	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22F
Income Statement (Bt mn)												
Revenue	39,386	24,413	30,392	32,481	39,258	41,070	40,239	52,312	57,680	76,092	65,591	54,437
Cost of Goods Sold	(45,830)	(26,357)	(28,583)	(30,637)	(34,540)	(38,781)	(38,890)	(50,050)	(49,112)	(64,425)	(68,229)	(55,634)
Gross Profit	(6,444)	(1,944)	1,808	1,844	4,718	2,289	1,349	2,262	8,568	11,667	(2,638)	(1,196)
Operating Expenses	(1,478)	(1,240)	(1,222)	(1,278)	(1,251)	(1,214)	(1,282)	(1,321)	(1,225)	(1,305)	(1,315)	(1,365)
Other incomes	6	52	7	6	9	3	10	6	2	5	10	6
Operating Profit	(7,916)	(3,132)	593	572	3,476	1,078	77	947	7,345	10,367	(3,943)	(2,555)
Depreciation of fixed assets	608	655	662	660	692	705	711	717	717	724	668	725
Operating EBITDA	(7,307)	(2,476)	1,255	1,232	4,168	1,783	789	1,664	8,063	11,091	(3,275)	(1,830)
Non-Operating Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(93)	(79)	(96)	(92)	(82)	(76)	(77)	(76)	(74)	(76)	(64)	(75)
Interest Expenses	(93)	(79)	(96)	(92)	(82)	(76)	(77)	(76)	(74)	(76)	(64)	(75)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	99	50	67	69	70	56	43	59	82	76	77	75
Pre-tax Profit	(7,910)	(3,160)	564	548	3,464	1,058	43	930	7,353	10,367	(3,929)	(2,555)
Current Taxation	1,604	657	(97)	(116)	(676)	(199)	3	(179)	(1,453)	(2,068)	803	511
Minorities	0	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	0
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Net Profit	(6,306)	(2,504)	467	432	2,788	858	46	750	5,900	8,299	(3,127)	(2,044)
EPS (Bt)	(1.82)	(0.72)	0.13	0.12	0.81	0.25	0.01	0.22	1.70	2.40	(0.90)	(0.59)
Margins												
Gross profit margin	(16.4)	(8.0)	5.9	5.7	12.0	5.6	3.4	4.3	14.9	15.3	(4.0)	(2.2)
Operating EBIT margin	(20.1)	(12.8)	2.0	1.8	8.9	2.6	0.2	1.8	12.7	13.6	(6.0)	(4.7)
Operating EBITDA margin	(18.6)	(10.1)	4.1	3.8	10.6	4.3	2.0	3.2	14.0	14.6	(5.0)	(3.4)
Net profit margin	(16.0)	(10.3)	1.5	1.3	7.1	2.1	0.1	1.4	10.2	10.9	(4.8)	(3.8)
Growth												
Revenue growth	(14.4)	(46.6)	(23.5)	(14.1)	(0.3)	68.2	32.4	61.1	46.9	85.3	63.0	4.1
Operating EBIT growth	N.A.	(157.7)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	(87.0)	65.6	111.3	861.4	N.A.	N.A.
Operating EBITDA growth	N.A.	(251.8)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	(37.1)	35.1	93.4	522.1	N.A.	N.A.
Net profit growth	N.A.	(170.0)	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	(90.1)	73.6	111.6	867.1	N.A.	N.A.

Source: Company data, KGI Securities Research

Balance Sheet

As of 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Total Assets	61,378	70,055	76,439	73,986	71,971
Current Assets	22,921	33,784	41,793	41,042	40,809
Cash & ST Investments	262	802	1,240	1,000	4,065
Inventories	13,144	18,786	24,772	24,206	21,848
Accounts Receivable	5,083	8,171	9,756	9,812	8,871
Others	4,432	6,025	6,025	6,025	6,025
Non-current Assets	38,457	36,270	34,645	32,943	31,162
LT Investments	2,137	3,242	3,242	3,242	3,242
Net fixed Assets	24,750	23,706	22,296	20,798	19,211
Others	11,570	9,322	9,107	8,903	8,708
Total Liabilities	47,019	50,846	52,264	46,167	40,941
Current Liabilities	35,446	42,007	40,546	36,063	32,445
Accounts Payable	4,452	5,117	7,823	6,340	5,722
ST Borrowings	21,869	24,990	20,823	17,823	14,823
Others	9,125	11,900	11,900	11,900	11,900
Long-term Liabilities	11,573	8,839	11,719	10,105	8,496
Long-term Debts	6,333	3,999	6,999	5,499	3,999
Others	5,239	4,839	4,719	4,605	4,497
Shareholders' Equity	14,360	19,208	24,174	27,818	31,030
Common Stock	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
Capital Surplus	4,364	4,770	4,770	4,770	4,770
Retained Earnings	(7,080)	(2,637)	2,329	5,973	9,184
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

Key Ratios

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Forecast Drivers					
Growth (% YoY)					
Sales	(25.2)	36.5	47.1	(12.0)	(9.6)
OP	N.A.	N.A.	101.7	(27.0)	(13.0)
EBITDA	N.A.	N.A.	68.4	(20.8)	(8.7)
NP	N.A.	N.A.	103.2	(26.6)	(11.9)
EPS	N.A.	N.A.	103.2	(26.6)	(11.9)
Profitability (%)					
Gross Margin	(3.7)	6.1	6.5	6.0	6.2
Operating Margin	(7.9)	3.2	4.4	3.7	3.5
EBITDA Margin	(5.8)	4.8	5.5	5.0	5.0
Net Profit Margin	(6.2)	2.6	3.5	3.0	2.9
ROAA	(12.4)	6.8	12.3	8.8	8.0
ROAE	(43.4)	26.5	41.6	25.5	19.8
Stability					
Gross Debt/Equity (%)	196.4	150.9	115.1	83.8	60.7
Net Debt/Equity (%)	194.6	146.7	110.0	80.2	47.6
Interest Coverage (x)	(26.6)	18.7	37.7	33.3	36.3
Interest & ST Debt Coverage (x)	(0.4)	0.2	0.5	0.5	0.5
Cash Flow Interest Coverage (x)	1.1	5.0	22.7	33.3	55.5
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	0.0	0.1	0.3	0.5	0.8
Current Ratio (x)	0.6	0.8	1.0	1.1	1.3
Quick Ratio (x)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6
Net Debt (Bt mn)	27,941	28,188	26,583	22,323	14,757
Per Share Data (Bt)					
EPS	(2.3)	1.3	2.6	1.9	1.7
CFPS	0.1	0.4	2.0	2.5	3.3
BVPS	4.1	5.5	7.0	8.0	9.0
SPS	--	--	--	--	--
EBITDA/Share	(2.1)	2.4	4.1	3.2	2.9
DPS	0.0	0.0	1.2	0.9	0.8
Activity					
Asset Turnover (x)	2.0	2.6	3.5	3.0	2.8
Days Receivables	14.6	17.3	14.0	16.0	16.0
Days Inventory	36.5	42.3	38.0	42.0	42.0
Days Payable	3.4	3.2	3.3	3.0	3.0
Cash Cycle	47.8	56.4	48.7	55.0	55.0

Source: KGI Securities Research

Profit & Loss

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Revenue	126,672	172,878	254,354	223,832	202,364
Cost of Goods Sold	(131,408)	(162,261)	(237,940)	(210,357)	(189,870)
Gross Profit	(4,736)	10,618	16,413	13,474	12,495
Operating Expenses	(5,217)	(5,068)	(5,220)	(5,298)	(5,378)
Other incomes	70	29	39	49	59
Operating Profit	(9,883)	5,579	11,232	8,225	7,176
Depreciation of fixed assets	2,586	2,825	2,910	2,997	3,087
Operating EBITDA	(7,297)	8,404	14,142	11,222	10,263
Non-Operating Income	0	0	0	0	0
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
Non-Operating Expenses	(360)	(311)	(306)	(257)	(207)
Interest Expenses	(360)	(311)	(306)	(257)	(207)
Other Non-op Expenses	0	0	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	285	227	300	315	331
Pre-tax Profit	(9,958)	5,495	11,226	8,283	7,300
Current Taxation	2,048	(1,051)	(2,197)	(1,657)	(1,460)
Minorities	1	1	1	1	1
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net Profit	(7,911)	4,443	9,028	6,626	5,839
EPS (Bt)	(2.29)	1.28	2.61	1.91	1.69

Source: KGI Securities Research

Cash Flow

Year to 31 Dec (Bt mn)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Operating Cash Flow	409	1,541	6,953	8,537	11,499
Net Profit	(7,911)	4,443	9,028	6,626	5,839
Depreciation & Amortization	2,586	2,825	2,910	2,997	3,087
Change in Working Capital	6,754	(8,064)	(4,865)	(973)	2,681
Others	(1,019)	2,337	(120)	(114)	(108)
Investment Cash Flow	(1,251)	(1,341)	(1,285)	(1,296)	(1,306)
Net CAPEX	(1,469)	(1,457)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	217	115	215	204	194
Free Cash Flow	(1,060)	84	5,453	7,037	9,999
Financing Cash Flow	828	340	(5,230)	(7,482)	(7,128)
Change in Share Capital	153	406	0	0	0
Net Change in Debt	1,259	787	(1,167)	(4,500)	(4,500)
Change in Other LT Liab.	(584)	(853)	(4,063)	(2,982)	(2,628)
Net Cash Flow	(15)	540	439	(241)	3,066

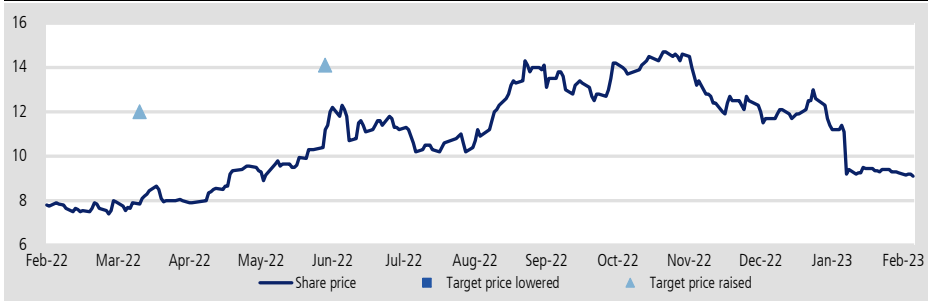
Source: KGI Securities Research

Rates of Return on Invested Capital

Year	1- Revenue	+ COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2020	101.7%	2.0%	4.1%	-7.9%		
2021	92.2%	1.6%	2.9%	3.2%		
2022F	92.4%	1.1%	2.1%	4.4%		
2023F	92.6%	1.3%	2.4%	3.7%		
2024F	92.3%	1.5%	2.7%	3.5%		
Year	1/ Revenue	+ Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2020	-0.10	0.20	0.09	5.32		
2021	-0.05	0.14	0.05	6.97		
2022F	0.00	0.09	0.04	7.79		
2023F	0.02	0.09	0.04	6.45		
2024F	0.04	0.09	0.04	5.58		
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2020	-7.9%		5.3		79.4	-33.2
2021	3.2%		7.0		80.9	18.1
2022F	4.4%		7.8		80.4	27.6
2023F	3.7%		6.5		80.0	18.9
2024F	3.5%		5.6		80.0	15.7

Source: KGI Securities Research

ESSO (Thailand) - Recommendation & target price history



Source: KGI Securities Research

Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAICOM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAIFOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

Disclaimer: The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.

Anti-corruption Progress Indicator

Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORNBANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFCO	SEAFCO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

KGI Locations

China	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 • Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
Singapore		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.