

ไทยออยล์- TOP



ราคาเป้าหมาย	60 บาท
Upside/Downside	+13%
Median Consensus	64.50 บาท
1M price direction:	↑



Stock information

ราคาปิด	53 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	60.75/44.75 บาท
มูลค่าตลาด	118,393 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 10)	2,233 ล้านหุ้น
Free Float	51.98%
Foreign Limit/Available	40%/19.92%
NVDR in hand (% of share)	10.42%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	11,349.60
Anti-corruption:	ได้รับการรับรอง
CG Score:	▲▲▲▲▲

XD - Date

Period	X-Date	DPS(Bt)
-	27/02/24	2.75
-	07/09/23	0.65
-	23/02/23	1.70



เอกรินทร์ วงษ์ศิริ, CFA
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 055680
E-mail: ekkarin@trinitythai.com

คาด 2Q24 กำไรอ่อนตัวเหลือ 4.6 พันล้านบาท ตาม GRM ที่ลดลง แต่เชื่อว่า GRM ผ่านจุดต่ำสุดของปีไปแล้ว 2H24 La Nina ส่งผลบวก

- ปรับราคาเป้าหมายขึ้นมาเป็น 60 บาท อิง PBV ที่ 0.77 เท่า (เดิม 0.70) และปรับคำแนะนำ ขึ้นเป็น ชื้อ ด้วยมุมมองค่าการกลั่นมีโอกาสที่จะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 2H24 จากปรากฏการณ์ La Nina โดยโดย 3 เดือนที่ผ่านมาราคาหุ้นปรับลดลงไป -8% แต่ 1 เดือนราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้น 4% ทั้งนี้เราเชื่อว่าค่าการกลั่นปีนี้น่าจะผ่านจุดต่ำสุดใน 2Q24 ไปแล้ว
- คาด TOP จะรายงานกำไร 2Q24 ที่ 4.6 พันล้านบาท +310YoY, -22% QoQ และถ้าไม่นับรวมรายการพิเศษต่างๆ กำไรปกติคาดว่าจะอยู่ราว 1.4 พันล้านบาท -62% YoY, -81% QoQ จาก GRM ที่ปรับลดลง คาด Market GRM ที่ US\$3.8/bbl จาก 2Q23 ที่ USD4.5/bbl และ 1Q24 ที่ USD9/bbl ปรับดีขึ้น QoQ ตาม Crack Spread ของน้ำมันสำเร็จรูปที่ปรับลดลง
- คาดแนวโน้มกำไร 2H24 จะเห็นค่าการกลั่นปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นได้ จากปรากฏการณ์ La Nina

Earning preview:

คาด TOP จะรายงานกำไร 2Q24 ที่ 4.6 พันล้านบาท +310YoY, -22% QoQ และถ้าไม่นับรวมรายการพิเศษต่างๆ กำไรปกติคาดว่าจะอยู่ราว 1.4 พันล้านบาท -62% YoY, -81% QoQ จาก GRM ที่ปรับลดลง

- คาดปริมาณเข้ากลั่นที่ 300 KBD -3% YoY, +5% QoQ เพิ่มขึ้น QoQ จาก 1Q24 มีปิดซ่อม CDU 3 ราว, 13 วัน
- คาด Market GRM ที่ US\$3.8/bbl จาก 2Q23 ที่ USD4.5/bbl และ 1Q24 ที่ USD9/bbl ปรับดีขึ้น QoQ ตาม Crack Spread ของน้ำมันสำเร็จรูปที่ปรับลดลงในเกือบทุกผลิตภัณฑ์ รวมถึง Crude Premium ที่ปรับเพิ่มขึ้น
- คาด Aromatic/LAB/Lube มี Contribution Margin ราว USD1.8/bbl จาก 2Q23 ที่ USD1.7/bbl และเพิ่มขึ้นจาก 1Q23 ที่ USD1.6/bbl ด้วยธุรกิจ Aromatic ที่ดีจาก High season ในการใช้ขวด PET
- คาด Net Stock gain ราว 2.4 ล้านบาท
- Fx/Hedging loss ราว 80 ล้านบาท
- กำไรจากซื้อหุ้นคืน 900 ล้านบาท

แนวโน้ม 2H24 คาด GRM จะฟื้นตัวดี

เราคาดแนวโน้มกำไร 2H24 จะเห็นค่าการกลั่นปรับตัวเพิ่มสูงขึ้นได้ จากปรากฏการณ์ La Nina ที่คาดว่าจะทำให้อุณหภูมิในช่วงหน้าหนาวที่จะถึงนี้ หนาวเย็นลงอย่างมาก ส่งผลให้ความต้องการใช้พลังงานเพิ่มสูงขึ้น และทำให้ Crack Spread ของน้ำมัน Diesel ปรับเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรปกติปี 2024 ที่ 1.5 พันล้านบาท โดยกำไรปกติ 1H24 ที่เราคาดไว้จะอยู่ราว 8.7 พันล้านบาท ประมาณการมี Upside risk จากแนวโน้มค่าการกลั่นที่จะปรับดีขึ้น 2H24

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นมาเป็น 60 บาท

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นมาเป็น 60 บาท อิง PBV ที่ 0.77 เท่า (เดิม 0.70) และปรับคำแนะนำ ขึ้นเป็น ชื้อ ด้วยมุมมองค่าการกลั่นมีโอกาสที่จะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 2H24 จากปรากฏการณ์ La Nina โดยโดย 3 เดือนที่ผ่านมาราคาหุ้นปรับลดลงไป -8% แต่ 1 เดือนราคาหุ้นปรับเพิ่มขึ้น 4% ทั้งนี้เราเชื่อว่าค่าการกลั่นปีนี้น่าจะผ่านจุดต่ำสุดใน 2Q24 ไปแล้ว

ความเสี่ยง: ความเสี่ยงจาก Supply ที่ล้นตลาด ในขณะที่ Demand ลดลงจากเศรษฐกิจ

ข้อมูลทางการเงิน

Year End:	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Sales(Bt mn)	345,496	529,589	469,244	391,483	464,579
EBITDA(Bt mn)	31,445	52,877	38,698	31,565	47,587
Net Profit (Bt mn)	12,578	32,668	19,443	15,229	28,746
EPS (Bt)	6.17	14.62	8.70	6.82	12.87
EV/EBITDA (x)	8.48	5.23	7.13	9.10	5.92
PER(x)	9.08	3.83	6.43	8.21	4.35
PBV(x)	0.95	0.80	0.76	0.72	0.65
DPS(Bt)	2.60	3.83	3.40	2.73	5.15
Div Yield (%)	4.6%	6.8%	6.1%	4.9%	9.2%
ROE (%)	10.6%	23.6%	12.1%	9.0%	15.7%

Source: Company Data, Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการย้่าหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Figure 1 : TOP Quarterly Result

**THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED
STATEMENT OF PROFIT & LOSS (CONSOLIDATED)**

(Unit : Bt mn)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	QoQ	YoY	2023	2024F	%YoY
Revenues											
Sales	116,820	108,662	124,206	119,556	119,532	119,109	0%	10%	469,244	391,483	-17%
COGS	(108,388)	(103,788)	(102,085)	(114,103)	(107,965)	(111,449)			(428,364)	(356,768)	
Gross Profit	8,431	4,873	22,121	5,454	11,567	7,661	-34%	57%	40,880	34,714	-15%
SG&A	(674)	(799)	(899)	(1,149)	(841)	(953)			(3,521)	(4,350)	
EBITDA	8,072	4,374	21,625	4,627	11,108	7,308	-34%	67%	38,698	31,565	-18%
Depreciation & Amortization	(1,904)	(1,936)	(1,941)	(2,018)	(1,823)	(1,834)			(7,799)	(7,617)	
EBIT	6,168	2,438	19,684	2,609	9,285	5,474	-41%	125%	30,898	23,948	-22%
Interest expense	(922)	(1,081)	(1,032)	(1,053)	(1,047)	(1,000)			(4,089)	(3,701)	
Share of gain (loss) of associates	101	16	(49)	16	(124)	(5)			84	(513)	
Other income (expenses)	314	300	403	322	382	400			1,339	1,200	
Pretax profit	5,347	1,373	18,602	1,572	8,114	4,469	-45%	225%	26,894	19,734	-27%
Tax	(1,805)	523	(2,680)	(710)	(1,464)	(670)			(4,672)	(4,049)	
Net Profit after Tax	3,541	1,896	15,922	862	6,651	3,798	-43%	100%	22,222	15,685	-29%
Minority Interest	(44)	(25)	(60)	(13)	(38)	(40)			(142)	(456)	
Net Profit before Extra	3,497	1,872	15,862	850	6,613	3,758	-43%	101%	22,080	15,229	-31%
Hedging	1,057	(755)	(5,035)	2,095	(750)	900			(2,637)	0	
Forex Gain (Loss)	0	0	0	0	0	(80)			0	0	
Extra. Items	0	0	0	0	0	0			0	0	
Net Profit	4,554	1,117	10,828	2,944	5,863	4,578	-22%	310%	19,443	15,229	-22%
Stock gain (loss)	(3,500)	(1,929)	7,595	(3,337)	(742)	2,325	nm	nm			
Core Operating Net Profit (Ex Extra)	6,997	3,801	8,267	4,187	7,355	1,434	-81%	-62%			
Profitability Ratios (%)											
Gross margin	5.6%	2.7%	16.2%	2.9%	8.2%	4.9%			7.0%	6.9%	
EBITDA margin	6.9%	4.0%	17.4%	3.9%	9.3%	6.1%			8.2%	8.1%	
EBIT margin	5.3%	2.2%	15.8%	2.2%	7.8%	4.6%			6.6%	6.1%	
Pretax profit margin	4.6%	1.3%	15.0%	1.3%	6.8%	3.8%			5.7%	5.0%	
Profit margin before extra Item	3.0%	1.7%	12.8%	0.7%	5.5%	3.2%			4.7%	3.9%	
Net profit margin	3.9%	1.0%	8.7%	2.5%	4.9%	3.8%			4.1%	3.9%	

Source: Company , Trinity Research

TOP: นโยบาย ESG

SET ESG Ratings

AAA

E – Environment
(ด้านสิ่งแวดล้อม)

- ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกร้อยละ 15 ภายในปี 2578 เทียบกับปีฐาน 2569
- มุ่งสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2593
- สามารถทดแทนสัดส่วนน้ำใช้จากแหล่งน้ำจืดด้วยน้ำทะเลร้อยละ 37 เพื่อลดอัตราการใช้ทรัพยากรน้ำ
- ปี 2566 สามารถบรรลุเป้าหมายการควบคุมปริมาณการฝังกลบของเสียเป็นศูนย์
- ปี 2566 มีโครงการอนุรักษ์พลังงานรวมทั้งสิ้น 23 โครงการ สามารถลดการใช้พลังงานได้เทียบเท่า 28,003 ตันคาร์บอนไดออกไซด์ต่อปี

S – Social
(ด้านสังคม)

- รักษาความผูกพันของชุมชนให้มากกว่าร้อยละ 90
- ดำเนินการตามแผนงาน 5 ปี ด้านความปลอดภัยอาชีวอนามัย การจัดการเหตุฉุกเฉิน และวิกฤต
- ยึดมั่นต่อหลักการขององค์กรสากลด้านสิทธิมนุษยชนอย่างเคร่งครัด ครอบคลุมถึงซัพพลายเชนแห่งสหประชาชาติ

G – Governance
(ด้านการกำกับดูแลกิจการ)

- ปราศจากการฝ่าฝืนกฎหมายและกฎระเบียบขององค์กร
- เป็นองค์กรที่ได้รับการยอมรับด้านบรรษัทภิบาลที่ดี
- กำหนดจรรยาบรรณในการดำเนินธุรกิจให้กรรมการ ผู้บริหาร และพนักงานทุกคนยึดถือปฏิบัติ
- ได้รับรางวัลองค์กรโปร่งใส ของสำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ

THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED
Income statement

Year End Dec (Btm)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Sales	345,496	529,589	469,244	391,483	464,579
Cost of good sold	(312,131)	(473,393)	(428,364)	(356,768)	(413,030)
Gross Profit	33,366	56,196	40,880	34,714	51,549
SG&A	(3,056)	(4,182)	(3,521)	(4,350)	(5,162)
EBITDA	30,309	52,014	37,359	30,365	46,387
Depreciation & Amortization	(7,424)	(7,744)	(7,799)	(7,617)	(7,726)
EBIT	22,885	44,270	29,560	22,748	38,661
Equity Shares	1,675	(513)	84	(513)	84
Financial Costs	(3,595)	(3,860)	(4,089)	(3,701)	(3,848)
Other Income	1,136	863	1,339	1,200	1,200
Other Expenses	0	0	0	0	0
Pretax Profit	22,101	40,760	26,894	19,734	36,096
Tax	(2,034)	(4,464)	(4,672)	(4,049)	(7,202)
Net Profit before minority	20,067	36,296	22,222	15,685	28,893
Less Minority Interest	(488)	(438)	(142)	(456)	(147)
Net Profit before Extra.	19,579	35,858	22,080	15,229	28,746
Hedging	0	(16,006)	(2,637)	0	0
Extraordinary items	(7,001)	12,816	0	0	0
Reported Net Profit	12,578	32,668	19,443	15,229	28,746
EPS (Bt)	6.17	14.62	8.70	6.82	12.87

Statements of Financial Position

Year End Dec (Btm)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Cash in hand & at banks	30,024	43,919	28,432	18,061	13,814
Shor term investment	0	0	5,945	2,972	4,458
Accounts receivable -net	24,424	33,119	33,508	21,451	25,456
Inventories	39,576	55,343	52,656	58,647	67,895
Other current assets	7,215	21,447	4,832	4,031	4,784
Total Current Assets	101,239	153,828	125,371	105,162	116,407
Investments	57,390	54,898	47,116	47,200	47,284
Property, Plant & Equipment	178,399	206,476	218,618	221,001	223,275
Good will	850	849	826	826	826
Intangible assets	17,131	24,038	22,224	22,224	22,224
Deferred tax assets	0	0	0	0	0
Others	7,135	4,492	5,837	5,837	5,837
Total Assets	362,144	444,581	419,993	402,250	415,854
Loans and O/D from banks	929	1,892	3,198	6,000	6,000
Account payable-trade	29,561	79,102	54,095	29,323	33,948
Current portion 1 yr L/T loans	4,213	20,202	11,492	15,000	15,000
Other current liabilities	3,773	2,478	4,716	4,480	4,256
Total Current Liabilities	38,476	103,673	73,501	54,803	59,203
Long-term debt	177,343	172,765	170,655	162,122	154,016
Other	23,230	9,486	7,525	7,420	7,334
Total Liabilities	239,050	285,923	251,681	224,345	220,554
Paid-up share capital	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338
Premium on share capital	2,456	6,356	6,356	6,356	6,356
Legal reserve	2,040	2,315	2,315	2,315	2,315
Reserve for expansion	0	0	0	0	0
Subordinated capital debentures	0	0	0	0	0
Unappropriated	103,544	127,340	141,288	150,426	167,673
Others	(7,560)	(2,315)	(6,730)	(6,730)	(6,730)
Total Equity before MI	120,881	156,034	165,568	174,705	191,953
Minority Interest	2,213	2,623	2,744	3,200	3,347
Total Equity	123,094	158,657	168,312	177,905	195,300

Assumption

Assumptions	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Crude Intake (Mil bbl)	290.00	310.00	310.00	310.00	370.00
GRM	2.00	12.00	8.50	7.00	7.00

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเนิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สีส้ม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเนิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED
Cash Flow Statement

Year End Dec (Btm)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Pre-tax profit	18,207	40,992	28,203	22,979	39,797
Depreciation	7,424	7,744	7,799	7,617	7,726
Chg in working capital	(2,034)	(4,464)	(4,672)	(4,049)	(7,202)
Tax paid	7,001	3,190	2,637	0	0
Other operating activities	(18,724)	10,148	(5,239)	(18,005)	(9,464)
CF from Operating	11,874	57,611	28,729	8,541	30,857
Capital expenditure	(40,608)	(42,727)	(18,104)	(10,000)	(10,000)
Change in investments	(13,791)	2,492	1,837	2,889	(1,570)
Other investing activities	0	0	0	0	0
CF from Investment	(54,399)	(40,235)	(16,267)	(7,111)	(11,570)
Capital Increase	0	6,113	0	0	0
Debt Financing	37,583	12,373	(9,512)	(2,224)	(8,106)
Dividend (incl. tax)	(2,652)	(8,547)	(5,249)	(6,092)	(11,498)
Other financing activities	(15,625)	(13,419)	(13,188)	(3,486)	(3,929)
CF from Financing	19,305	(3,480)	(27,950)	(11,801)	(23,534)
Change in Cash	(23,220)	13,895	(15,487)	(10,371)	(4,247)
Beginning Cash	53,244	30,024	43,919	28,432	18,061
Ending Cash	30,024	43,919	28,432	18,061	13,814

Key Ratios

Year End Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023A	2024F	2025F
Per Share (Bt)					
EPS	6.17	14.62	8.70	6.82	12.87
DPS	2.60	3.83	3.40	2.73	5.15
BV	59.25	69.85	74.12	78.21	85.93
CF	5.82	25.79	12.86	3.82	13.81
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	2.63	1.48	1.71	1.92	1.97
Quick Ratio	1.60	0.95	0.99	0.85	0.82
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin (Inc. Depre)	7.51%	9.15%	7.05%	6.92%	9.43%
EBITDA Margin	8.77%	9.82%	7.96%	7.76%	9.98%
EBIT Margin	6.62%	8.36%	6.30%	5.81%	8.32%
Net Margin	3.64%	6.17%	4.14%	3.89%	6.19%
ROE	10.34%	23.19%	11.89%	8.80%	15.40%
Efficiency Ratio					
ROA	3.47%	7.35%	4.63%	3.79%	6.91%
ROFA	7.05%	15.82%	8.89%	6.89%	12.87%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	1.51	1.25	1.12	1.05	0.91
Net Debt to Equity	1.26	0.97	0.91	0.93	0.82
Interest Coverage Ratio	6.37	11.47	7.23	6.15	10.05
Growth					
Sales Growth	39.36%	53.28%	-11.39%	-16.57%	18.67%
EBITDA Growth	-2397.61%	68.16%	-26.82%	-18.43%	50.76%
Net Profit Growth	N.A.	159.72%	-40.48%	-21.67%	88.76%
EPS Growth	N.A.	137.18%	-40.48%	-21.67%	88.76%
Valuation					
PER (x)	9.08	3.83	6.43	8.21	4.35
P/BV (x)	0.95	0.80	0.76	0.72	0.65
EV/EBITDA (x)	8.48	5.22	7.13	9.10	5.92
P/CF (x)	9.62	2.17	4.35	14.65	4.05
Dividend Yield (%)	4.64%	6.83%	6.07%	4.87%	9.19%
Dividend Payout Ratio (%)	42%	26%	39%	40%	40%

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีดี จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันหรือการรับประกันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีดี จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

