

# EQUITY TALK

## 4Q67 EARNINGS PREVIEW



16 มกราคม 2568

### พื้นฐานยังไม่มืออะไรเด่น มีเพียงปันผลสูงยามนี้ 2H67 คาดยังจ่ายอยู่

คาดผลการดำเนินงาน 4Q67 พลิกกลับเป็นกำไรสุทธิที่ราว 2.4 พันล้านบาท ดีขึ้นจากงวดก่อนที่เผชิญผลขาดทุนถึง 4.2 พันล้านบาท รับผลบวกจากทั้งรายการพิเศษที่หลักจากการบันทึกกลับเป็นกำไรดอกเบี้ยน้ำมันรวม NRV และผลการดำเนินงานปกติที่พลิกกลับเป็นกำไรปกติได้ราว 2.2 พันล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่เผชิญผลขาดทุน 102 ล้านบาท รับผลบวกหลักจากธุรกิจหลักโรงกลั่น และน้ำมันหล่อลื่น ที่มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นจากงวดก่อนหน้า สำหรับ Outlook ทั้งงบ 1Q68 และ 2568 อาจเห็นการอ่อนตัวลงเล็กน้อย QoQ และ YoY

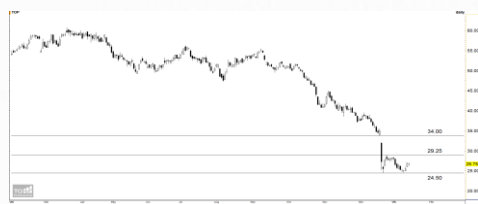
ประเมินมูลค่าพื้นฐานสิ้นปี 2568 ที่ 41 บาทต่อหุ้น ราคาหุ้นในช่วงที่ผ่านมาปรับฐานสะท้อนปัจจัยกระทบต่างๆ โดยเฉพาะประเด็นการเพิ่มเงินลงทุนในโครงการ CFP ไปแล้วระดับหนึ่ง จนมี downside ที่จำกัดมากขึ้นแล้ว ประกอบกับยังมีจุดเด่นอยู่ที่เงินปันผลที่ผู้บริหารมีความตั้งใจที่จะจ่ายอยู่ในระดับ payout ใกล้เคียงเต็มที่ 40% ทำให้คาดการณ์ Dividend Yield ครึ่งปีหลังอยู่ในระดับที่ดีราว 3% (1H67 จ่าย 1.2 บาท คาด 2H67 จ่าย 0.8 บาท) และทั้งปีปี 2568 อยู่ราว 6-7% จึงเพิ่มน้ำหนักการลงทุนเป็น Neutral จาก Underperform

#### ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	32,668	19,443	9,644	8,062	8,858
Norm Profit (ล้านบาท)	27,867	21,819	11,484	8,062	8,858
EPS (บาท)	16.01	9.53	4.73	3.95	4.34
PER (เท่า)	1.7	2.8	5.7	6.8	6.2
DPS (บาท)	3.70	3.40	2.00	1.70	1.90
Dividend Yield (%)	13.8	12.7	7.5	6.4	7.1
PBV (เท่า)	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
EVEBITDA	4.0	6.0	8.8	10.0	9.1
ROE (%)	23.6	12.1	5.7	4.7	5.0

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : Sideways

แนวรับ : 24.50 บาท

แนวต้าน : 29.25/34.00 บาท

# TOP

## Neutral

ราคาปัจจุบัน (บาท)	26.75
ราคาเป้าหมาย (บาท)	41.00
Upside (%)	53.3
Dividend yield (%)	7.5

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	6.39	5.64	13%
2569F	7.02	5.13	37%

ที่มา: IAA consensus, สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### ESG RATING

SET ESG Ratings	AAA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	Yes
ที่มา: SET	

#### RESEARCH DIVISION

บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย พลัส

ณลินรัตน์ กิตติคำพลรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

# EQUITY TALK

## ภาค 4Q67 พลิกเป็นกำไรสุทธิ และกำไรปกติ ได้

ฝ่ายวิจัยคาดการณ์ผลการดำเนินงานสุทธิ 4Q67 พลิกกลับเป็นกำไรราว 2.4 พันล้านบาท ดีขึ้นจากงวดก่อนหน้าที่เผชิญกับผลขาดทุนถึง 4.2 พันล้านบาท รับผลบวกจากทั้งรายการพิเศษที่สุทธิในงวดนี้พลิกกลับเป็นรายได้รวม 182 ล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่สุทธิเป็นค่าใช้จ่ายพิเศษรวม 4.1 พันล้านบาท และผลการดำเนินงานปกติที่ในงวดนี้พลิกกลับมาเป็นกำไรปกติได้ที่ราว 2.2 พันล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่เผชิญกับผลขาดทุน 102 ล้านบาท รับผลบวกหลักจากรธุรกิจหลักโรงกลั่น และน้ำมันหล่อลื่น ที่มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นจากงวดก่อนหน้า

โดยในส่วนของคาดการณ์ผลการดำเนินงานปกติในงวด 4Q67 คาดจะพลิกกลับมาเป็นกำไรที่ราว 2.2 พันล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่เผชิญกับผลขาดทุนปกติที่ 102 ล้านบาท ซึ่งเป็นผลหลักมาจากธุรกิจโรงกลั่นที่มีผลการดำเนินงานดีขึ้นจากงวดก่อนหน้า ตามค่าการกลั่น (Market GRM) ในงวด 4Q67 ที่คาดว่าจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ราว 5.1 จาก 3.7 เหรียญต่อบาร์เรล ในงวดก่อนหน้า ตามการปรับตัวเพิ่มขึ้นของ product spread ของน้ำมันสำเร็จรูปผลิตภัณฑ์หลักกลุ่ม Middle Distillate ทั้ง Jet และ Diesel (สัดส่วนราว 55% ของผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปของ TOP) ที่ Spread เพิ่มขึ้นมาอยู่ราว 14.8 จาก 13.0 เหรียญต่อบาร์เรล ในงวด 3Q67 หนุนหลักจากความต้องการใช้ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นตามช่วงฤดูกาลฤดูหนาวและฤดูท่องเที่ยวในช่วงเทศกาลปีใหม่ ประกอบกับอัตราเดินเครื่อง utilization rate ของโรงกลั่นยังอยู่ในระดับสูงใกล้เคียงกับงวดก่อนหน้าที่ 113%

นอกจากนี้ในงวด 4Q67 คาดผลการดำเนินงานปกติจะได้รับผลบวกจากผลการดำเนินงานของธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น (TLB) ที่ส่วนแบ่งกำไรคาดจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ราว 1.1 จาก 0.5 เหรียญต่อบาร์เรล ในงวดก่อนหน้า รับผลบวกจากทั้ง spread น้ำมันหล่อลื่น 500SN (สัดส่วน 25%) ที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ราว 568.3 จาก 545.7 เหรียญต่อดิน และ spread บิยูเมน (สัดส่วน 40%) ที่ติดลบลดลงเหลือ -3.2 เหรียญต่อดิน จากงวดก่อนหน้าติดลบ -21.6 เหรียญต่อดิน ถึงแม้ Utilization rate จะลดลงเล็กน้อยมาอยู่ราว 83% จาก 85% ในงวดก่อนหน้า

แต่อย่างไรก็ตามในงวด 4Q67 คาดผลการดำเนินงานจะถูกกดดันจากรธุรกิจอะโรเมติกส์ (TPX) รวม LAB ที่ contribution ปรับตัวลดลงมาอยู่ราว 1.0 จาก 1.2 เหรียญต่อบาร์เรล เป็นผลหลักมาจาก Spread ผลิตภัณฑ์ Px ที่ปรับตัวลดลงมาอยู่ราว 116.7 จาก 182.1 เหรียญต่อดิน และ Spread ผลิตภัณฑ์ Bz ที่ปรับตัวลดลงมาอยู่ราว 175.7 จาก 226.6 เหรียญต่อดิน ในงวดก่อนหน้า ซึ่ง

# EQUITY TALK

เป็นไปตามเศรษฐกิจในประเทศจีนที่ยังอ่อนแอ ทำให้ไม่มีช่วง high season ของการใช้ผลิตภัณฑ์เกิดขึ้น ประกอบกับ Utilization rate ปรับตัวลดลงมาอยู่ราว 80% จาก 85% ในงวดก่อนหน้า ถึงแม้ธุรกิจ LAB (ธุรกิจผลิตสารตั้งต้นสำหรับผลิตสารทำความสะอาด) จะประกอบตัวได้ โดย spread ปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 655.6 จาก 617.4 เหรียญต่อตัน และ Utilization rate ทรงตัวที่ 125% เท่ากับในงวดก่อนหน้า

โดยรวมแล้ว Market GIM (Gross Integrated Margin) ในงวด 4Q67 คาดจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ราว 7.2 จาก 5.4 เหรียญต่อบาร์เรล ในงวดก่อนหน้า

และหากมาพิจารณา bottom line พบว่า ได้รับปัจจัยบวกหนุนมีนัยจากในส่วนของรายการพิเศษ โดยหลักมาจากการบันทึกกลับเป็นกำไรจากสต็อกน้ำมันรวม NRV ราว 105 ล้านบาท จากงวดก่อนหน้าบันทึกขาดทุนสต็อกน้ำมันรวม NRV ที่ 7.5 พันล้านบาท (แบ่งเป็นขาดทุนสต็อกน้ำมันลดลงเหลือ 2.0 จาก 5.4 พันล้านบาท และ reverse NRV เป็นปรับเพิ่มมูลค่าสินค้าคงเหลือน้ำมันดิบและน้ำมันสำเร็จรูป (NRV) ที่ราว 2.1 พันล้านบาท จากงวดก่อนหน้าเป็นปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือน้ำมันดิบและน้ำมันสำเร็จรูป 2.1 พันล้านบาท) ถึงแม้ในงวด 4Q67 จะบันทึกกลับเป็นขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนราว 539 ล้านบาท เทียบกับงวดก่อนหน้าที่บันทึกเป็นกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 1.6 พันล้านบาท ตามค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง รวมถึงบันทึกกำไรจาก Hedging ลดลงเหลือราว 110 จาก 157 ล้านบาท ในงวดก่อนหน้า

โดยรวมแล้วคาดการณ์การดำเนินงานปกติทั้งปี 2567 จะอยู่ราว 1.1 หมื่นล้านบาท ลดลง 48.7%yoy ส่วนคาดการณ์กำไรสุทธิปี 2567 จะอยู่ราว 9.6 พันล้านบาท ลดลง 50.7%yoy ซึ่งถือว่าใกล้เคียงกับประมาณการทั้งปีที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้

## **ปี 2568 อาจเห็นกำไรอ่อนตัว YoY จากแผน shutdown ภายใต้สมมติฐาน spread ทุกกลุ่มธุรกิจทรงตัว YoY**

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการผลการดำเนินงานทั้งปี 2568 ภายใต้สมมติฐานหลัก GRM เฉลี่ยของ TOP ทั้งปีที่ 5.5 เหรียญต่อบาร์เรล ใกล้เคียงกับปี 2567 และ spread กลุ่มอะโรเมติกส์ และน้ำมันหล่อลื่นใกล้เคียงกับปี 2567 แต่ในส่วนของ Utilization rate ปี 2568 กำหนดให้ปรับตัวลดลงเหลือราว 103% จากปี 2567 อยู่ที่ 110% เนื่องจากในปี 2568 มีแผนหยุดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ของหน่วยกลั่นหลัก CDU3 กำลังการผลิต 1.8 แสนบาร์เรลต่อวัน เป็นระยะเวลา 30 วัน ในงวด 3Q68 (โดย Utilization rate ของงวด 3Q68 คาดจะลดลงเหลือราว 98%) ส่งผล

# EQUITY TALK

ให้คาดการณ์กำไรสุทธิปี 2568 คาดจะปรับตัวลดลง 16.4%yoy มาอยู่ราว 8.1 พันล้านบาท

ทั้งนี้คาดแนวโน้มกำไรจากการดำเนินงานปกติงวด 1Q68 มีโอกาสอ่อนตัวลงเล็กน้อย QoQ เพราะหากอิงค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ 1QTD68 จะพบว่าเฉลี่ยอยู่ราว 3.9 เหรียญฯต่อบาร์เรล ลดลงจากค่าเฉลี่ยในงวด 4Q67 ที่ 5.0 เหรียญฯต่อบาร์เรล แต่อย่างไรก็ตามคาดในช่วงที่เหลือของไตรมาสน่าจะยังเห็นการติดตัวขึ้นของค่าการกลั่นได้อยู่ เนื่องจากยังอยู่ในช่วงฤดูหนาว ยังมีความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูป โดยเฉพาะกลุ่ม Middle Distillate อยู่ อีกทั้งคาดในส่วนของธุรกิจอะโรแมติกส์ TPX คาด spread ของกลุ่มจะทยอยเห็นการฟื้นตัวได้จากเศรษฐกิจจีนซึ่งเป็นผู้บริโภคหลักน่าจะค่อยๆดีขึ้นตามลำดับในปี 2568 ตามมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจต่างๆที่ออกมา ซึ่งจะส่งผลให้การบริโภคและการท่องเที่ยวภายในประเทศสูงขึ้น ส่งผลให้ความต้องการใช้เสื้อผ้า และบรรจุภัณฑ์เครื่องดื่มปรับตัวสูงขึ้น ขณะที่ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น TLB เบื้องต้นคาด contribution น่าจะทรงตัวใกล้เคียงกับงวดก่อนหน้า

ส่วนของรายการพิเศษอื่นๆในงวด 1Q68 หากค่าเฉลี่ยน้ำมันดิบดูไบงวด 1Q68 อยู่เหนือ 73 เหรียญฯต่อบาร์เรล จะบันทึกเป็นกำไรจากสต็อกน้ำมัน ซึ่งค่าเฉลี่ยราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบ 1QTD68 อยู่ที่ 76-77 เหรียญฯต่อบาร์เรล ทำให้มีโอกาสที่ในงวด 1Q68 จะบันทึกเป็นกำไรจากสต็อกน้ำมัน ส่วนของ hedging เบื้องต้นคาดมีโอกาสที่จะบันทึกขาดทุน/กำไรจาก hedging ไม่มาก เพราะปัจจุบันมี hedging position น้อยกว่า 8-9% ของปริมาณผลิตภัณฑ์รวม

สำหรับในส่วนของสมมติฐานการจ่ายเงินปันผล จากการที่ผู้บริหารยังคงมุมมองการจ่ายปันผลในระดับที่ดีเพื่อดูแลนักลงทุน ถึงแม้มีแผนที่จะต้องเพิ่มเงินลงทุนในโครงการ CFP ก็ตาม ทำให้ฝ่ายวิจัยยังคงกำหนดให้อัตราเงินปันผลจ่ายจะอยู่ราว 40% ทำให้คาดการณ์เงินปันผลจ่ายในงวด 2H67 จะอยู่ราว 0.8 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Dividend Yield งวดครึ่งปีที่ 3.0% (1H67 จ่ายปันผล 1.2 บาทต่อหุ้น) ส่วนในปี 2568 คาดจะจ่ายเงินปันผลราว 1.7 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Dividend Yield ต่อปีที่ 6.4%

## การดำเนินการด้าน ESG ของ TOP

**Environment (E):** ยกระดับการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลก โดยกำหนดเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% จากปีฐาน 2569 ภายในปี 2578 เพื่อมุ่งสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2593 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas(GHG))

# EQUITY TALK

Emission) ภายในปี 2603 โดยการดำเนินการตามกลยุทธ์การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero GHG Emission Strategy)

**Social Contribution (S):** สร้างความผูกพัน ควบคู่กับการสร้างคุณค่าต่อชุมชน และสังคม เพื่อเติบโตร่วมกันในระยะยาว โดยมีเป้าหมายพัฒนาคุณภาพชีวิตของสังคมให้สอดคล้องกับทิศทางกลยุทธ์ของบริษัทฯ รวมถึงรักษาความผูกพันของชุมชนมากกว่าร้อยละ 90 นอกจากนี้ยังสนับสนุนการดำเนินงานการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ผ่านโครงการส่งเสริมอนุรักษ์ ฟื้นฟู และเพิ่มพื้นที่ป่า เพื่อดูดซับก๊าซเรือนกระจก

**Governance (G):** สร้างความเชื่อมั่นด้านบรรษัทภิบาล และความโปร่งใสภายในองค์กร โดยมีเป้าหมายคือการปราศจากการฝ่าฝืนกฎหมาย และกฎระเบียบขององค์กร และการเป็นองค์กรที่ได้รับการยอมรับในด้านบรรษัทภิบาลที่ดี

**ESG Comment:** กลุ่ม TOP ให้ความสำคัญกับการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งสะท้อนได้จากการได้รับการจัดอันดับ ESG Ratings ที่ระดับสูงสุด AAA ทั้งนี้ บริษัทฯ ใช้หลักด้านสิ่งแวดล้อมที่ครอบคลุมข้อกำหนด กฎหมาย และมุมมองของผู้มีส่วนได้เสียอย่างเป็นรูปธรรมมาใช้ในการดำเนินการผลิต และโครงการขยายหน่วยกลับ ซึ่งช่วยให้การดำเนินงานของ TOP สามารถตอบสนองต่อข้อกำหนด และความคาดหวังต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายได้อย่างต่อเนื่อง

# EQUITY TALK

## คาดการณ์ผลการดำเนินงานงวด 4Q67

	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	%QoQ	%YoY	2567F	2566	%YoY
ยอดขาย	125,426	116,820	108,662	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189	124,621	12.1%	4.2%	478,862	469,244	2.0%
ต้นทุนขาย	124,546	110,292	105,725	104,026	116,121	109,788	116,241	116,804	119,657	2.4%	3.0%	462,489	436,164	6.0%
กำไรขั้นต้น	880	6,527	2,937	20,180	3,436	9,744	7,279	-5,615	4,964	n.m.	44.5%	16,372	33,080	-50.5%
EBIT	1,096	7,326	1,700	14,600	4,720	8,412	7,729	-4,280	3,980	n.m.	-15.7%	15,840	28,345	-44.1%
กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน	2,652	571	-1,017	-517	1,175	-871	-234	1,645	-539	n.m.	n.m.	1	213	-99.7%
ภาษีเงินได้	108	-1,805	523	-2,680	-710	-1,464	-1,154	1,057	-529	n.m.	n.m.	-2,090	-4,672	-55.3%
กำไรสุทธิ	147	4,554	1,117	10,828	2,944	5,863	5,547	-4,218	2,400	n.m.	n.m.	9,592	19,443	-50.7%
Norm Profit	3,936	6,294	3,024	8,563	3,938	6,565	2,517	-102	2,217	n.m.	n.m.	11,198	21,819	-48.7%
EPS (บาท)	0.07	2.23	0.55	5.31	1.44	2.87	2.72	-2.07	1.18	n.m.	n.m.	4.70	9.53	-50.7%
Norm EPS (บาท)	1.93	3.09	1.48	4.20	1.93	3.22	1.23	-0.05	1.09	n.m.	n.m.	5.49	10.70	-48.7%
Gross margin	0.7%	5.6%	2.7%	16.2%	2.9%	8.2%	5.9%	-5.1%	4.0%			3.4%	7.0%	
Net profit margin	0.1%	3.9%	1.0%	8.7%	2.5%	4.9%	4.5%	-3.8%	1.9%			2.0%	4.1%	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## แนวโน้ม SPREAD ผลิตภัณฑ์ของ TOP

Crude	Unit	WEEKLY			MONTHLY			QUARTERLY		
		23 Dec -27 Dec 24	16 Dec -20 Dec 24	Change (+/-)	Dec-24 (TD)	Nov-24	Change (+/-)	Q4-24 (TD)	Q3-24	Change (+/-)
Dubai	\$/bbl	73.96	73.36	0.60	72.98	72.62	0.36	73.51	78.31	-4.80
<b>Petroleum Product Spreads</b>										
Local LPG*-DB	\$/bbl	-19.27	-18.07	-1.20	-17.42	-16.42	-1.00	-17.33	-25.54	8.22
ULG95-DB	\$/bbl	10.07	11.53	-1.47	11.63	11.89	-0.27	11.50	11.13	0.37
Jet-DB	\$/bbl	13.03	15.01	-1.98	14.70	16.79	-2.10	14.82	13.12	1.70
Diesel (Gasoil 500ppm) - DB	\$/bbl	14.64	15.89	-1.25	15.27	16.48	-1.21	14.75	12.70	2.04
Diesel (Gasoil 10ppm) - DB	\$/bbl	15.34	16.54	-1.20	15.68	16.61	-0.94	15.09	13.64	1.45
LSFO** - DB	\$/bbl	3.36	3.61	-0.25	3.70	7.09	-3.39	6.09	6.30	-0.21
HSFO-DB	\$/bbl	-3.23	-2.61	-0.62	-2.87	-1.05	-1.83	-2.22	-5.27	3.05
<b>Aromatic Spreads</b>										
PX CFR Taiwan-ULG95	\$/ton	114.73	113.68	1.05	103.73	103.82	-0.09	116.72	182.11	-65.39
MIX FOB Korea-ULG95	\$/ton	23.30	17.98	5.32	4.44	-2.63	7.07	5.34	59.72	-54.38
BZ FOB Korea-ULG95	\$/ton	173.10	181.85	-8.75	177.28	144.66	32.62	175.69	226.57	-50.88
TOL FOB Korea-ULG95	\$/ton	38.40	41.98	-3.58	36.71	-8.04	44.75	16.33	43.89	-47.56
LAB CFR SEA Spread	\$/ton	663.59	649.19	14.40	655.54	660.34	-4.80	655.56	617.41	38.15
<b>Lube Base Spreads</b>										
500SN Ex-tank Singapore-HSFO	\$/ton	NA	565.73	NA	569.82	568.52	1.29	568.30	545.75	22.55
Bitumen FOB Singapore-HSFO	\$/ton	NA	-22.77	NA	-15.32	-2.88	-12.44	-3.21	-21.64	18.43
SG GRM	\$/bbl	4.34	5.60	-1.26	5.49	6.00	-0.51	5.09	3.58	1.50
Freight rate ***	\$/bbl	1.01	0.98	0.03	1.02	1.27	-0.25	1.23	1.26	-0.03

ที่มา: TOP

## คำแนะนำลงทุนกลุ่มโรงกลั่น/ปิโตรเคมีในไทยและภูมิภาค

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	P/BV			PER		
					2567F	2568F	2567F	2568F	2566F	
<b>CHINA</b>										
SINOPEC CORP-H	4.38	4.3	5.3	22.2%	0.6	0.6	8.5	8.0		
PETROCHINA-H	4.68	6.1	7.9	29.0%	0.7	0.7	6.3	6.4		
<b>TAIWAN</b>										
FORMOSA CHEM & F	2.73	25.3	26.3	3.8%	0.5	0.5	48.9	19.9		
FORMOSA PLASTIC	3.18	31.5	36.8	16.9%	0.6	0.6	70.4	18.9		
NAN YA PLASTICS	2.44	28.3	31.8	12.2%	0.6	0.6	39.7	18.0		
<b>JAPAN</b>										
TOSOH CORP	3.89	2061.5	2435.0	18.1%	0.8	0.8	11.1	9.4		
JXHD	4.43	806.6	974.3	20.8%	0.7	0.6	10.9	7.9		
MTSJI CHEMICALS	4.27	3279.0	4470.8	36.3%	0.7	0.7	11.0	7.9		
<b>HONG KONG</b>										
SINOPEC SHANG-H	3.83	1.1	1.5	36.9%	0.4	0.4	55.0	15.1		
<b>INDIA</b>										
INDIAN OIL CORP	3.38	130.3	161.8	24.2%	0.9	0.8	10.0	7.5		
BHARAT PETROL	3.68	277.7	351.1	26.5%	1.4	1.3	8.5	8.3		
<b>Malaysia</b>										
PETRONAS DAGANGA	3.27	19.1	19.5	2.3%	3.2	3.1	17.9	18.1		
PCHEM	2.70	4.8	5.0	4.2%	0.9	0.9	20.4	17.5		
<b>THAILAND</b>										
PTT PCL	Neutral	31.25	38.00	21.6%	0.8	0.8	9.2	8.2		
PTT EXPL & PROD	Neutral	129.00	182.00	41.1%	0.9	0.8	6.7	6.3		
PTT GLOBAL CHEM	Neutral	23.00	35.00	52.2%	0.4	0.4	19.0	14.0		
THAI OIL PCL	Neutral	26.75	41.00	53.3%	0.3	0.3	6.8	6.2		
RPC PCL	Neutral	1.16	2.10	81.0%	0.3	0.3	6.2	5.1		
BANGCHAK PETROLE	Neutral	33.75	46.00	36.3%	0.3	0.3	4.4	3.9		
INDORAMA VENTURE	Neutral	23.50	30.00	27.7%	1.0	0.8	13.1	11.4		
STAR PETROLEUM REFINING	Neutral	6.00	9.00	50.0%	0.6	0.6	7.2	11.1		
<b>AVERAGE</b>					<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>10.7</b>	<b>9.9</b>		

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส / BLOOMBERG

## ประเด็นความเสี่ยง

1. การหยุดฉุกเฉินของโรงกลั่นและโรงงานอะโรมาติกส์ รวมถึงโรงงานอื่นๆของ TOP (UNPLANNED SHUTDOWN)
2. ค่าการกลั่น SPREAD ผลิตภัณฑ์อะโรมาติกส์ และ SPREAD ผลิตภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่น ไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ ซึ่งอาจทำให้ประมาณการไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้
3. ประเด็นภัยแล้ง อาจนำไปสู่ปริมาณน้ำที่ไม่เพียงพอใช้ในโรงกลั่นและโรงงานปิโตรเคมี ในกรณีเลวร้ายสุดอาจทำให้ถึงขั้นต้องปรับลดกำลังการผลิต และหยุดผลิตลงในที่สุด

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ TOP

### งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
ยอดขาย	469,244	445,025	448,868	463,301
ต้นทุนขาย	436,164	425,402	430,971	444,277
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>33,080</b>	<b>19,623</b>	<b>17,897</b>	<b>19,024</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	3,056	4,182	3,521	3,609
ดอกเบี้ยจ่าย	4,089	3,405	3,514	3,622
รายได้อื่น	1,339	-	-	-
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	24,257	12,696	10,822	11,801
ภาษีเงินได้	4,672	2,898	2,581	2,776
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	21,819	11,484	8,062	8,858
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	213	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(142)	(154)	(180)	(167)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>19,443</b>	<b>9,644</b>	<b>8,062</b>	<b>8,858</b>
<b>EPS</b>	<b>9.53</b>	<b>4.73</b>	<b>3.95</b>	<b>4.34</b>
การเติบโตของยอดขาย	-11.4%	-5.2%	0.9%	3.2%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-40.5%	-50.4%	-16.4%	9.9%
อัตรารส่วนกำไรขั้นต้น	7.0%	4.4%	4.0%	4.1%
อัตรารส่วนกำไรสุทธิ	4.1%	2.2%	1.8%	1.9%

### งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67
ยอดขาย	119,532	123,520	111,189	124,621
ต้นทุนขาย	109,788	116,241	116,804	119,657
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>9,744</b>	<b>7,279</b>	<b>(5,615)</b>	<b>4,964</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	841	935	966	1,082
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,047)	(1,008)	(1,011)	(1,041)
รายได้อื่น	614	1,575	530	552
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	7,365	6,720	(5,291)	2,939
ภาษีเงินได้	(1,464)	(1,154)	1,057	(529)
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	5,972	4,221	(6,083)	2,301
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	(871)	(234)	1,645	(539)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(38)	(19)	16	(10)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>5,863</b>	<b>5,547</b>	<b>(4,218)</b>	<b>2,400</b>
การเติบโตของยอดขาย	0.0%	3.3%	-10.0%	12.1%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	99.1%	-5.4%	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>
อัตรารส่วนกำไรขั้นต้น	8.2%	5.9%	-5.1%	4.0%
อัตรารส่วนกำไรสุทธิ	4.9%	4.5%	-3.8%	1.9%

### อัตรารส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตรารส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.71	2.85	2.96	3.00
อัตรารส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.05	0.05	0.05	0.05
อัตรารส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.07	0.07	0.07	0.07
อัตรารส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	0.04	0.04	0.04	0.04
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.50	1.15	1.18	1.11
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.5%	2.4%	2.1%	2.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.9%	5.6%	4.6%	5.0%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

# EQUITY TALK

## ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ TOP

### งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
กำไรสุทธิ	24,257	9,644	8,062	8,858
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	7,799	7,437	7,640	7,854
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	779	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(9,056)	(1,566)	1,186	(95)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>37,143</b>	<b>23,997</b>	<b>21,796</b>	<b>24,080</b>
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(14,503)	(15,674)	(8,567)	(3,024)
<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(19,692)</b>	<b>(35,674)</b>	<b>(18,567)</b>	<b>(18,024)</b>
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	6,012	10,000	10,000	10,000
ลด จ่ายปันผล	(5,268)	(6,936)	(4,080)	(3,468)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(23,072)</b>	<b>(12,078)</b>	<b>(4,619)</b>	<b>(5,217)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(14,676)</b>	<b>(25,322)</b>	<b>(204)</b>	<b>744</b>
<b>กระแสเงินสด ณ สิ้นงวด</b>	<b>28,432</b>	<b>3,110</b>	<b>2,906</b>	<b>3,650</b>

### งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
<b>เงินสดและเทียบเท่าเงินสด</b>				
ลูกหนี้การค้า	31,154	26,968	27,160	27,882
สินค้าคงเหลือ	52,656	54,823	46,781	44,237
สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	4,207	3,541	2,479	3,014
ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	218,618	221,470	228,970	230,147
<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>419,993</b>	<b>378,123</b>	<b>384,691</b>	<b>381,019</b>
<b>เจ้าหนี้การค้า</b>				
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	7,509	26,707	22,478	20,647
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>251,681</b>	<b>202,331</b>	<b>208,255</b>	<b>200,757</b>
<b>ทุนที่ชำระแล้ว</b>				
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	10,699	2,456	2,457	2,458
กำไรสะสม	141,288	144,376	146,492	148,997
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>168,312</b>	<b>175,793</b>	<b>176,436</b>	<b>180,263</b>
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>419,993</b>	<b>378,123</b>	<b>384,691</b>	<b>381,019</b>
<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	34.97	33.00	33.00	33.00
Nameplate Capacity (KBD)	275	275	275	275
Utilization rate (%)	112%	110%	103%	110%
GRM (US\$/Barrel)	8.5	5.2	5.5	5.5
GIM (US\$/Barrel)	10.0	7.2	7.5	7.5

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส