

# EQUITY TALK

## 3Q67 RESULTS NOTE



8 พฤศจิกายน 2567

### 3Q67 ขาดทุนสุทธิสูงตามคาด...ช่วงฤดูกลางจะช่วย 4Q67 พ้นตัว

ผลการดำเนินงานสุทธิ 3Q67 เผชิญกับผลขาดทุน 4.2 พันล้านบาท ตามคาด ซึ่งถือว่าแย่แ่กกว่างวดก่อนหน้าที่เป็นกำไรสุทธิ 5.5 พันล้านบาท ถูกกดดันจากรายการพิเศษบันทึกกลับเป็นขาดทุนสต็อกน้ำมันรวม NRV สูงถึง 7.5 พันล้านบาท และผลการดำเนินงานปกติที่พลิกมาเผชิญกับผลขาดทุนในงวดนี้ กดดันหลักจากเกือบทุกธุรกิจหลักของ TOP ทั้งโรงกลั่น, อะโรมาติกส์, ไฟฟ้า และเอทานอล มีเพียงธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นที่ดีขึ้นจากงวดก่อนหน้า สำหรับ OUTLOOK งบ 4Q67 คาดจะเห็นการฟื้นตัว QOQ ด้วยความหวังจากช่วงฤดูกลางฤดูหนาว และเทศกาลปลายปีจะช่วยส่งผลให้ความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปปรับตัวสูงขึ้นหนุน GRM

ปรับลดประมาณการกำไรปี 2567 สะท้อนงบ 9M67 ที่แย่แ่กว่าคาด ซึ่งภายใต้ประมาณการใหม่ และปรับไปใช้มูลค่าพื้นฐานสิ้นปี 2568 ที่ 59 บาทต่อหุ้น ยังให้น้ำหนักการเข้าลงทุนตามฤดูกาลของธุรกิจหลักโรงกลั่นที่ทิศทางกำไรปกติน่าจะกำเรังสูงสุดของปีในไตรมาส 1 และจะเห็นการอ่อนตัวลงของค่าการกลั่นในไตรมาส 2 และไตรมาส 3 ก่อนที่จะเริ่มติดตัวอีกครั้งในช่วงฤดูหนาวปลายไตรมาส 4 ภายใต้ภาวะปกติ ทำให้สามารถหาจังหวะ TRADING ได้รับงบ 4Q67 ที่คาดฟื้นตัว

#### ระมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567F	2568F	2569F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	32,668	19,443	9,644	13,034	14,322
Norm Profit (ล้านบาท)	27,867	21,819	11,484	13,034	14,322
EPS (บาท)	16.01	9.53	4.73	6.39	7.02
PER (เท่า)	2.7	4.5	9.0	6.7	6.1
DPS (บาท)	3.70	3.40	2.40	2.50	2.60
Dividend Yield (%)	8.7	8.0	5.6	5.9	6.1
PBV (เท่า)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.7	7.0	10.3	9.0	8.1
ROE (%)	23.6	12.1	5.7	7.5	8.0

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

#### TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : SIDEWAYS

แนวรับ : 40.75 บาท

แนวต้าน : 47.25/51.75 บาท

**TOP**  
**Neutral**

ราคาปัจจุบัน (บาท)	42.50
ราคาเป้าหมาย (บาท)	59.00
Upside (%)	38.8
Dividend yield (%)	5.6

#### CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	4.73	5.38	-12%
2568F	6.39	7.29	-12%

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

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

# EQUITY TALK

## งวด 3Q67 เผลี่ยงกับผลขาดทุนสุทธิ 4.2 พันลบ. ตามคาด

TOP รายงานผลการดำเนินงานสุทธิงวด 3Q67 เผลี่ยงกับผลขาดทุน 4.2 พันล้านบาท ใกล้เคียงกับฝ่ายวิจัยคาดไว้ ซึ่งถือว่าอย่า่แย่งว่างวดก่อนหน้าที่เป็นกำไรสุทธิ 5.5 พันล้านบาท ถูกกดดันจากทั้งรายการพิเศษที่สุทธิในงวดนี้เป็นค่าใช้จ่ายรวม 4.1 พันล้านบาท เทียบกับงวดก่อนหน้าที่สุทธิเป็นรายได้พิเศษรวม 3.0 พันล้านบาท และผลการดำเนินงานปกติที่ในงวดนี้พลิกกลับมาเผลี่ยงกับผลขาดทุน 102 ล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่เป็นกำไรปกติ 2.5 พันล้านบาท กดดันหลักจากเกือบทุกรธุรกิจหลักของ TOP ทั้งโรงกลั่น, อะโรเมติกส์, ไฟฟ้า และเอทานอล มีเพียงธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น และโอเลฟินส์ที่ดิ่งขึ้นเล็กน้อยจากงวดก่อนหน้า

โดยในส่วนของการรายงานพิเศษปัจจัยกดดันหลักในงวด 3Q67 มาจากการบันทึกกลับเป็นขาดทุนสต็อกน้ำมันรวม NRV ที่ 7.5 พันล้านบาท (แบ่งเป็นขาดทุนสต็อกน้ำมัน 5.4 พันล้านบาท และปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือน้ำมันดิบและน้ำมันสำเร็จรูป (NRV) 2.1 พันล้านบาท) จากงวดก่อนหน้าบันทึกเป็นกำไรสต็อกน้ำมันรวม NRV ที่ 2.1 พันล้านบาท (แบ่งเป็นกำไรสต็อกน้ำมัน 1.4 พันล้านบาท และปรับเพิ่มมูลค่าสินค้าคงเหลือน้ำมันดิบและน้ำมันสำเร็จรูป (NRV) 735 ล้านบาท) ถึงแม้ในงวด 3Q67 จะบันทึกกลับเป็นกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 1.6 พันล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่บันทึกเป็นขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 234 ล้านบาท ตามค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นราว 3.5 บาทต่อเหรียญฯ มาอยู่ที่ 36.8 บาทต่อเหรียญฯ จากปิด 2Q67 ที่ 36.0 บาทต่อเหรียญฯ รวมถึงบันทึกกำไรจาก Hedging เพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 157 ล้านบาท จาก 84 ล้านบาท ในงวดก่อนหน้า

นอกจากนี้ในส่วนของการดำเนินงานปกติในงวด 3Q67 พลิกกลับมาเผลี่ยงกับผลขาดทุน 102 ล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่เป็นกำไรจากการดำเนินงานปกติที่ 2.5 พันล้านบาท ซึ่งเป็นผลหลักมาจากเกือบทุกรธุรกิจของ TOP ทั้งธุรกิจโรงกลั่นที่มีผลการดำเนินงานลดลงจากงวดก่อนหน้า ตามค่าการกลั่น (Market GRM) ในงวด 3Q67 ที่ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 3.7 จาก 3.8 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในงวดก่อนหน้า ตามการปรับตัวลดลงของ product spread ของน้ำมันสำเร็จรูปเกือบทุกผลิตภัณฑ์ โดยเฉพาะกลุ่ม Middle Distillate ทั้ง Jet และ Diesel ที่ Spread ลดลงมาอยู่ที่ 11.6-12.6 เหรียญฯต่อบาร์เรล จาก 13.5-14.7 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในงวด 2Q67 ถูกกดดันหลักจากความต้องการใช้ที่อยู่ในภาวะชะลอตัวตามเศรษฐกิจโลก ขณะที่ปริมาณน้ำมันดีเซลคงคลังอยู่ในระดับสูง เช่นเดียวกับกลุ่มน้ำมันเบนซินที่ความต้องการใช้น้ำมันช่วงฤดูการจับชีพในสหรัฐฯน้อยกว่าที่คาดการณ์ไว้ ถึงแม้ได้รับอานิสงค์จากอัตราเดินเครื่อง utilization rate ของโรงกลั่นที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 113% จาก 111% ในงวดก่อนหน้า

# EQUITY TALK

อีกทั้งยังถูกกดดันจากผลการดำเนินงานของธุรกิจอะโรเมติกส์ (TPX) และ LAB ที่ contribution ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 1.2 จาก 1.5 เหรียญฯต่อบาร์เรล เป็นผลหลักมาจาก Spread ผลิตภัณฑ์ Px ที่ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 179.1 จาก 219.5 เหรียญฯต่อตัน ตามเศรษฐกิจในประเทศจีนที่ยังอ่อนแอ ถึงแม้ Spread ผลิตภัณฑ์ Bz จะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 244.3 จาก 221.9 เหรียญฯต่อตัน ในงวดก่อนหน้า จากภาวะอุปทานสารเบนซินที่ยังคงตึงตัวตามปริมาณคงคลังในจีนที่ยังอยู่ในระดับต่ำ ถึงแม้ Utilization rate ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 83% จาก 80% ในงวดก่อนหน้า อีกทั้งธุรกิจ LAB (ธุรกิจผลิตสารตั้งต้นสำหรับผลิตสารทำความสะอาด) spread ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 689.7 จาก 766.6 เหรียญฯต่อตัน และ Utilization rate ทรงตัวที่ 125% เท่ากับในงวดก่อนหน้า

ประกอบกับในส่วนของธุรกิจอื่นๆ ทั้งโรงไฟฟ้า, โซลาร์ และเอทานอล ล้วนมีผลการดำเนินงานที่ปรับตัวลดลงจากงวดก่อนหน้า

อย่างไรก็ตามในงวด 3Q67 ผลการดำเนินงานปกติจะได้รับผลบวกเล็กน้อยจากผลการดำเนินงานของธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น (TLB) ที่ส่วนแบ่งกำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 0.5 จาก 0.4 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในงวดก่อนหน้า รับผลบวกจากทั้ง spread น้ำมันหล่อลื่น 500SN (สัดส่วน 25%) ที่เพิ่มขึ้นมาอยู่ราว 572.5 จาก 503.5 เหรียญฯต่อตัน และ spread บิฏูเมน (สัดส่วน 40%) ที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นกลับมาเป็นบวก +14.4 เหรียญฯต่อตัน จากงวดก่อนหน้าติดลบ -91.4 เหรียญฯต่อตัน รวมถึง Utilization rate ที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 86% จาก 83% ในงวดก่อนหน้า

โดยรวมแล้ว Market GIM (Gross Integrated Margin) ในงวด 3Q67 ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 5.4 จาก 5.7 เหรียญฯต่อบาร์เรล ในงวดก่อนหน้า

โดยรวมแล้วทำให้กำไรจากการดำเนินงานปกติงวด 9M67 เท่ากับ 9.0 พันล้านบาท ลดลง 49.8% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และคิดเป็น 60.3% ของประมาณการกำไรจากการดำเนินงานปกติทั้งปีที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้

## **ปรับลดประมาณการปี 2567 สะท้อน 9M67 ที่แย่แยกว่าคาด ส่วน Outlook 4Q67 คาดเห็นการฟื้นตัวตามฤดูกาล**

ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดประมาณการผลการดำเนินงานทั้งปี 2567 ลง เพื่อสะท้อนถึงผลการดำเนินงานปกติ และรายการพิเศษต่างๆที่เกิดขึ้นในงวด 9M67 ที่ผ่านมามีแย่แยกว่าที่คาดการณ์ไว้ ส่งผลให้คาดการณ์กำไรจากการดำเนินงานปกติ และกำไรสุทธิปี 2567 ใหม่อยู่ที่ 1.1 หมื่นล้านบาท และ 9.6 พันล้านบาท ตามลำดับ

# EQUITY TALK

ภายใต้สมมติฐานหลัก GRM เฉลี่ยของ TOP ทั้งปีที่ 5.2 เหรียญต่อบาร์เรล (ค่าเฉลี่ยงวด 9M67 อยู่ที่ 5.4 เหรียญต่อบาร์เรล) จากสมมติฐานที่กำหนดไว้เดิมที่ 6.0 เหรียญต่อบาร์เรล

ทั้งนี้คาดแนวโน้มกำไรจากการดำเนินงานปกติงวด 4Q67 มีโอกาสปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ ด้วยความหวังจากช่วงฤดูกลางปลายปี ที่จะเริ่มเข้าสู่ฤดูหนาว และการเข้าสู่เทศกาลปลายปีใหม่ที่จะส่งผลให้ความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูป โดยเฉพาะกลุ่ม Middle Distillate ปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งเริ่มสะท้อนให้เห็นได้จากค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ในปัจจุบันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ราว 5-6 เหรียญต่อบาร์เรล ส่งผลให้ค่าเฉลี่ยค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ 4QTD อยู่ราว 3.8 เหรียญต่อบาร์เรล เพิ่มขึ้นจากค่าเฉลี่ยในงวด 3Q67 ที่ 3.6 เหรียญต่อบาร์เรล แต่อย่างไรก็ตามยังมีปัจจัยกดดันจากในงวด 4Q67 จาก crude premium ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น ซึ่ง 4Q67TD อยู่ที่ 1.6 เพิ่มขึ้นจาก 1.3 เหรียญต่อบาร์เรล ในงวด 3Q67 อีกทั้งโดยปกติแล้วในไตรมาส 4 ของทุกปี จะเป็นไตรมาสที่มีต้นทุนสูงกว่าไตรมาสอื่นของปี ซึ่งคาดต้นทุนรวมอาจเพิ่มขึ้นมาอยู่ราว 4.5 เหรียญต่อบาร์เรล จากปกติที่อยู่ราว 3.5-4.0 เหรียญต่อบาร์เรล ขณะที่ในส่วนของบริษัทจอร์เจีย-โรเมติกส์ TPX + LAB และธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น TLB เบื้องต้นคาด contribution น่าจะทรงตัวใกล้เคียงกับงวดก่อนหน้า แต่ยังมีโอกาสลุ้นได้กับมาตรการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีนในช่วงปลายปีที่คาดจะส่งผลให้การบริโภคและการท่องเที่ยวภายในประเทศสูงขึ้น ส่งผลให้ความต้องการใช้เสื้อผ้า และบรรจุภัณฑ์เครื่องดื่มปรับตัวสูงขึ้น

ส่วนของรายการพิเศษอื่นๆในงวด 4Q67 หากราคาปิดน้ำมันดิบดูไบช่วงสิ้นงวด 4Q67 อยู่เหนือ 73-74 เหรียญต่อบาร์เรล จะบันทึกเป็นกำไรจากสต็อกน้ำมัน แต่เบื้องต้นคาดกำไร/ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันอาจจะไม่อยู่ในระดับสูงมากนัก เช่นเดียวกับในส่วนของ hedging ที่คาดมีโอกาที่จะบันทึกขาดทุน/กำไรจาก hedging ไม่มากเช่นกัน เพราะปัจจุบันมี hedging position น้อยกว่า 8-9% ของปริมาณผลิตทั้งหมด

## 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

## ผลการดำเนินงานงวด 3Q67

	3Q65	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	%QoQ	%YoY	9M67	9M66	%YoY
ยอดขาย	127,901	125,426	116,820	108,662	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189	-10.0%	-10.5%	354,241	349,687	1.3%
ต้นทุนขาย	129,276	124,546	110,292	105,725	104,026	116,121	109,788	116,241	116,804	0.5%	12.3%	342,832	320,043	7.1%
กำไรขั้นต้น	-1,375	880	6,527	2,937	20,180	3,436	9,744	7,279	-5,615	-177.1%	-127.8%	11,408	29,644	-61.5%
EBIT	899	1,096	7,326	1,700	14,600	4,720	8,412	7,729	-4,280	-155.4%	-129.3%	11,860	23,625	-49.8%
กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน	-1,710	2,652	571	-1,017	-517	1,175	-871	-234	1,645	-802.0%	-418.4%	540	-962	-156.1%
ภาษีเงินได้	156	108	-1,805	523	-2,680	-710	-1,464	-1,154	1,057	-191.6%	-139.4%	-1,561	-3,961	-60.6%
กำไรสุทธิ	12	147	4,554	1,117	10,828	2,944	5,863	5,547	-4,218	n.m.	n.m.	7,192	16,499	-56.4%
Norm Profit	4,433	3,936	6,294	3,024	8,563	3,938	6,565	2,517	-102	n.m.	n.m.	8,981	17,881	-49.8%
EPS (บาท)	0.01	0.07	2.23	0.55	5.31	1.44	2.87	2.72	-2.07	n.m.	n.m.	3.53	8.09	-56.4%
Norm EPS (บาท)	2.17	1.93	3.09	1.48	4.20	1.93	3.22	1.23	-0.05	n.m.	n.m.	4.40	8.77	-49.8%
Gross margin	-1.1%	0.7%	5.6%	2.7%	16.2%	2.9%	8.2%	5.9%	-5.1%			3.2%	8.5%	
Net profit margin	0.0%	0.1%	3.9%	1.0%	8.7%	2.5%	4.9%	4.5%	-3.8%			2.0%	4.7%	

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

## แนวโน้ม SPREAD ผลิตภัณฑ์ของ TOP

Crude	Unit	WEEKLY			MONTHLY			QUARTERLY		
		28 Oct-1 Nov 24	21 Oct-25 Oct 24	Change (+/-)	Oct-24	Sep-24	Change (+/-)	Q4-24 (TD)	Q3-24	Change (+/-)
Dubai	\$/bbl	72.11	74.22	-2.12	74.94	73.51	1.43	74.94	78.31	-3.37
<b>Petroleum Product Spreads</b>										
Local LPG*-DB	\$/bbl	-15.47	-17.24	1.77	-18.13	-18.91	0.78	-18.13	-25.54	7.41
ULG95-DB	\$/bbl	11.03	11.16	-0.12	10.99	9.34	1.65	10.99	11.13	-0.14
Jet-DB	\$/bbl	16.82	13.79	2.53	12.99	10.95	2.08	12.99	13.12	-0.14
Diesel (Gasoil 500ppm) - DB	\$/bbl	14.66	12.44	2.22	12.49	9.84	2.64	12.49	12.70	-0.22
Diesel (Gasoil 10ppm) - DB	\$/bbl	14.94	12.85	2.09	12.98	10.82	2.16	12.98	13.64	-0.66
LSFO** - DB	\$/bbl	8.44	8.34	0.10	7.49	8.68	-1.20	7.49	6.30	1.19
HSFO-DB	\$/bbl	0.90	-0.68	1.58	-2.75	-3.00	0.26	-2.75	-3.27	2.52
<b>Atomic Spreads</b>										
PX CFR Taiwan-ULG95	\$/ton	129.62	126.90	2.72	142.60	146.85	-4.25	142.60	182.11	-39.51
MX FOB Korea-ULG95	\$/ton	2.83	10.20	-7.47	14.22	19.28	-5.06	14.22	59.72	-45.51
SZ FOB Korea-ULG95	\$/ton	185.75	164.50	21.24	185.14	246.90	-61.76	185.14	226.57	-41.43
TOL FOB Korea-ULG95	\$/ton	1.83	2.60	-0.77	20.31	36.28	-15.97	20.31	63.89	-43.58
LAB CFR SEA Spread	\$/ton	659.51	662.28	-2.76	649.92	652.91	-2.99	650.24	617.41	32.83
<b>Lube Base Spreads</b>										
S0001 Ev-Hank Singapore-HSFO	\$/ton	561.43	558.01	3.42	566.56	580.04	-12.48	566.56	545.75	20.81
Bitumen FOB Singapore-HSFO	\$/ton	-1.07	-1.49	0.42	8.56	31.79	-23.23	8.56	-21.64	30.20
IG GRM	\$/bbl	5.91	4.52	1.39	3.77	2.12	1.65	3.77	3.58	0.18
Freight rate ***	\$/bbl	1.34	1.41	-0.07	1.40	1.31	0.09	1.40	1.26	0.14

ที่มา: TOP

## คำแนะนำลงทุนกลุ่มโรงกลั่น/ปิโตรเคมีในไทยและภูมิภาค

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2567F	2568F	2567F	2568F
<b>CHINA</b>								
SINOPEC CORP-H	4.43	4.4	5.5	24.2%	0.6	0.6	8.1	7.4
PETROCHINA-H	4.72	5.9	8.0	36.1%	0.6	0.6	5.9	6.0
<b>TAIWAN</b>								
FORMOSA CHEM & F	2.77	38.4	42.0	9.4%	0.7	0.7	31.6	19.3
FORMOSA PLASTIC	3.17	47.1	48.1	2.2%	0.9	0.9	58.4	26.8
NAN YA PLASTICS	2.73	41.7	45.0	7.9%	0.9	0.9	35.9	21.0
<b>JAPAN</b>								
TOSOH CORP	3.89	1904.5	2193.3	15.2%	0.7	0.7	9.6	8.8
JXHD	4.14	771.1	890.0	15.4%	0.7	0.6	9.1	7.8
MTSUI CHEMICALS	4.27	3479.0	4690.9	34.8%	0.7	0.7	9.2	7.5
<b>HONG KONG</b>								
SINOPEC KANTONS	5.00	4.4	5.3	22.0%	-	-	8.7	7.3
SINOPEC SHANG-H	3.43	1.2	1.3	8.3%	0.4	0.4	58.4	16.1
<b>INDIA</b>								
INDIAN OIL CORP	3.24	145.0	166.2	14.6%	1.0	0.9	11.0	8.3
BHARAT PETROL	3.47	313.0	350.5	12.0%	1.6	1.4	9.7	9.7
<b>Malaysia</b>								
PETRONAS DAGANGA	2.91	18.0	19.3	7.2%	3.0	2.9	18.1	17.6
PCHEM	2.44	5.4	5.5	3.0%	1.0	1.0	18.2	16.1
<b>THAILAND</b>								
PTT PCL	Neutral	33.50	36.00	7.5%	0.9	0.9	11.0	9.8
PTT EXPL & PROD	Neutral	127.00	182.00	43.3%	1.0	0.9	6.9	6.8
PTT GLOBAL CHEM	Neutral	27.75	35.00	26.1%	0.4	0.5	NM	23.0
THAI OIL PCL	Neutral	42.50	59.00	39.8%	0.5	0.5	5.8	5.6
IRPC PCL	Neutral	1.43	2.10	46.9%	0.4	0.4	NM	7.6
BANGCHAK PETROLE	Neutral	33.00	46.00	39.4%	0.4	0.3	10.7	4.3
INDRAMA VENTURE	Neutral	26.50	30.00	13.2%	1.0	1.1	NM	14.8
STAR PETROLEUM REFINING	Neutral	6.55	9.00	37.4%	0.7	0.7	9.7	7.9
<b>AVERAGE</b>					<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>10.1</b>	<b>10.1</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	454,932	469,965
ต้นทุนขาย	436,164	425,402	430,971	444,277
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>33,080</b>	<b>19,623</b>	<b>23,961</b>	<b>25,688</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	16,886	18,465
ภาษีเงินได้	4,672	2,898	3,672	3,976
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	21,819	11,484	13,034	14,322
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	213	-	-	-
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(142)	(154)	(180)	(167)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>19,443</b>	<b>9,644</b>	<b>13,034</b>	<b>14,322</b>
<b>EPS</b>	<b>9.53</b>	<b>4.73</b>	<b>6.39</b>	<b>7.02</b>
การเติบโตของยอดขาย	-11.4%	-5.2%	2.2%	3.3%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-40.5%	-50.4%	35.2%	9.9%
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	7.0%	4.4%	5.3%	5.5%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.1%	2.2%	2.9%	3.0%

### งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)

	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67
ยอดขาย	119,556	119,532	123,520	111,189
ต้นทุนขาย	116,121	109,788	116,241	116,804
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>3,436</b>	<b>9,744</b>	<b>7,279</b>	<b>(5,615)</b>
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,149	841	935	966
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,053)	(1,047)	(1,008)	(1,011)
รายได้อื่น	322	614	1,575	530
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,667	7,365	6,720	(5,291)
ภาษีเงินได้	(710)	(1,464)	(1,154)	1,057
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	1,269	5,972	4,221	(6,083)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	1,175	(871)	(234)	1,645
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(13)	(38)	(19)	16
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>2,944</b>	<b>5,863</b>	<b>5,547</b>	<b>(4,218)</b>
การเติบโตของยอดขาย	-3.7%	0.0%	3.3%	-10.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-72.8%	99.1%	-5.4%	n.m
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	2.9%	8.2%	5.9%	-5.1%
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.5%	4.9%	4.5%	-3.8%

### อัตราส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.71	2.85	3.15	3.36
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.05	0.05	0.05	0.05
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.07	0.07	0.07	0.07
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	0.04	0.04	0.04	0.04
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.50	1.16	1.18	1.10
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.5%	2.4%	3.4%	3.7%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.9%	5.6%	7.4%	7.8%

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	13,034	14,322
ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	7,799	7,437	7,640	7,854
กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	779	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(9,056)	(1,566)	1,489	(65)
<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>37,143</b>	<b>23,997</b>	<b>27,860</b>	<b>30,744</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)	(4,896)	(5,100)
<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(23,072)</b>	<b>(12,078)</b>	<b>(5,435)</b>	<b>(6,849)</b>
<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>(14,676)</b>	<b>(25,322)</b>	<b>5,347</b>	<b>5,806</b>
<b>กระแสเงินสด ณ สิ้นงวด</b>	<b>28,432</b>	<b>3,110</b>	<b>8,458</b>	<b>14,263</b>

### งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
<b>เงินสดและเทียบเท่าเงินสด</b>				
ลูกหนี้การค้า	31,154	26,968	27,464	28,215
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>390,545</b>	<b>391,966</b>
<b>เจ้าหนี้การค้า</b>				
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	7,509	26,707	22,478	20,647
<b>หนี้สินรวม</b>	<b>251,681</b>	<b>203,147</b>	<b>211,585</b>	<b>205,142</b>
<b>ทุนที่ชำระแล้ว</b>				
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	10,699	2,456	2,457	2,458
กำไรสะสม	141,288	143,560	149,017	155,558
<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>168,312</b>	<b>174,977</b>	<b>178,960</b>	<b>186,824</b>
<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>419,993</b>	<b>378,123</b>	<b>390,545</b>	<b>391,966</b>

### สมมติฐานในการทำประมาณการ

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%	105%	110%
GRM (US\$/Barrel)	8.5	5.2	6.0	6.0
GIM (US\$/Barrel)	10.0	7.2	8.0	8.0

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส