

EQUITY TALK

COMPANY UPDATE

ขอผู้ถือหุ้นใส่เงินเพิ่ม CFP...ปรับลด IRR ลดประมาณการ ลด FV

ที่ประชุมบอร์ดมีมติเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นพิจารณาอนุมัติการเพิ่มเงินลงทุนในโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เป็นจำนวนรวมทั้งสิ้นราว 8.09 หมื่นล้านบาท ส่งผลให้ PROJECT COST เพิ่มขึ้นไปอยู่ราว 2.78 แสนล้านบาท โดยเงินลงทุนเพิ่มเติมดังกล่าว จะนำไปใช้เพื่อการก่อสร้างโครงการแล้วเสร็จ ซึ่งตามแผนใหม่จะอยู่ในงวด 3Q67 โดยแหล่งเงินทุนหลักๆจะมาจากการออกหุ้นกู้ อาทิ การออกหุ้นกู้ และ/หรือการกู้ยืมจากธนาคารพาณิชย์ อาทิ PERPETUAL BOND หรือ ASSET MONETIZATION เป็นต้น โดยผู้บริหารยืนยันว่ายังไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุน

ฝ่ายวิจัยมีมุมมองเชิงลบต่อประเด็นดังกล่าวเนื่องจากการขอเงินเพิ่มในครั้งนี้คิดเป็น 41% ของเงินลงทุนเริ่มแรกรวมกับการขออนุมัติเพิ่มครั้งที่ 1 ช่วง COVID ซึ่งถือว่ามึนๆ เมื่อเทียบกับโครงการที่ก่อสร้างแล้วเสร็จไปแล้วเฉลี่ยกว่า 90% ของโครงการ และการเลื่อน COD ไปอีกเกือบ 4 ปี นอกจากนี้ฝ่ายวิจัยมีการปรับลดประมาณการกำไรตั้งแต่ปี 2568 เพื่อสะท้อนต้นทุนที่เพิ่มขึ้น และการเลื่อน COD รวมถึงปรับลดเงินปันผลจ่ายลง ส่งผลให้มูลค่าพื้นฐานใหม่ลดลง 18 บาท ต่อหุ้น มาอยู่ที่ 41 บาทต่อหุ้น และลดคำแนะนำช่วงสั้นเป็น 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)	1.8	3.1	6.2	7.5	6.8
DPS (บาท)	3.70	3.40	1.20	1.00	1.00
Dividend Yield (%)	12.5	11.5	4.1	3.4	3.4
PBV (เท่า)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.1	6.2	9.0	10.2	9.2
ROE (%)	23.6	12.1	5.7	4.6	4.9

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

TECHNICAL CHART/COMMENT



ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

แนวโน้มราคา : DOWNTREND

แนวรับ : 25.25 บาท

แนวต้าน : 31.75/39.50 บาท



20 ธันวาคม 2567

TOP

Underperform

ราคาปัจจุบัน (บาท)	29.50
ราคาเป้าหมาย (บาท)	41.00
Upside (%)	38.9
Dividend yield (%)	3.4

CONSENSUS ANALYSIS

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2567F	4.73	4.70	1%
2568F	3.95	5.63	-30%

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

บลินรัตน์ กิตติคำพลรัตน์

นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

EQUITY TALK

เรียกประชุมผู้ถือหุ้นขอเพิ่มเงินลงทุน CFP อีก 8 หมื่นลบ. คิดเป็น 41% จากงบลงทุนเดิม

ที่ประชุมคณะกรรมการบริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) (TOP) มีมติเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นพิจารณาอนุมัติการเพิ่มเงินลงทุนในโครงการพลังงานสะอาด (Clean Fuel Project หรือ CFP) เป็นจำนวนประมาณ 6.30 หมื่นล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 1.78 พันล้านเหรียญสหรัฐ และดอกเบี้ยระหว่างการก่อสร้างอีกประมาณ 1.79 หมื่นล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 505 ล้านดอลลาร์สหรัฐ รวมเป็นเงินทั้งสิ้นราว 8.09 หมื่นล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 2.28 พันล้านเหรียญฯ โดยเงินลงทุนเพิ่มเติมดังกล่าว จะนำไปใช้เพื่อการก่อสร้างโครงการ การจัดซื้อวัสดุอุปกรณ์ส่วนที่เหลือ และค่าใช้จ่ายอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องในการดำเนินงานโครงการ เช่น ค่าที่ปรึกษาต่างๆ เป็นต้น เพื่อสนับสนุนการดำเนินงานโครงการ CFP ให้แล้วเสร็จ และสามารถดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ ซึ่งคาดว่าจะทยอยเสร็จตั้งแต่งวด 2Q70 ถึง 3Q71 เพื่อให้เป็นไปตามวัตถุประสงค์ของโครงการและเพื่อประโยชน์สูงสุดของบริษัทฯ และผู้ถือหุ้น โดยคำนึงถึงผู้มีส่วนได้เสียที่เกี่ยวข้อง

ซึ่งการขออนุมัติเพิ่มวงเงินลงทุนในโครงการ CFP ครั้งนี้ ถือเป็นครั้งที่ 2 หลังจากเมื่อวันที่ 27 ส.ค. 2561 ได้รับอนุมัติจากที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นให้ขาลงทุนในโครงการ CFP โดยมีมูลค่าการลงทุนประมาณ 4.82 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือประมาณ 1.60 แสนล้านบาท และดอกเบี้ยระหว่างการก่อสร้างประมาณ 151 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือประมาณ 5.02 พันล้านบาท รวมเป็นเงินทั้งสิ้นราว 1.65 แสนล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 4.98 พันล้านเหรียญฯ โดยคาดว่าจะการก่อสร้างโครงการ CFP จะแล้วเสร็จในงวด 1Q66 โดยว่าจ้างผู้รับเหมาหลักให้เป็นผู้ดำเนินการก่อสร้างโครงการ CFP ภายใต้เงื่อนไขของสัญญา EPC ตั้งแต่เดือนพ.ค.ของปี 2562 เป็นต้นมา แต่ต่อมาในช่วงปี 2563-2565 โครงการ CFP ได้รับผลกระทบจากสถานการณ์ COVID -19 ทำให้ผู้รับเหมาหลัก ซึ่งก็คือกลุ่มบริษัทกิจการร่วมค้า BJV (ประกอบไปด้วย Samsung, Petrofac, Sipem) ได้รับผลกระทบทั้งทางตรงและทางอ้อมในการดำเนินโครงการ CFP และล่าช้ากว่าแผนงานที่กำหนดไว้ จึงได้ยื่นข้อเรียกร้องขอขยายระยะเวลาในการดำเนินโครงการ และขอค่าจ้างเพิ่มเติมจากที่ระบุในสัญญา EPC ซึ่งที่ประชุมคณะกรรมการบริษัทฯ ก็ได้ทำการพิจารณาอนุมัติงบประมาณเพิ่มเติมในการดำเนินโครงการ CFP เป็นครั้งแรก ประมาณ 550 ล้านดอลลาร์สหรัฐ หรือประมาณ 1.82 หมื่นล้านบาท และขยายระยะเวลาการดำเนินโครงการไปอีก 24 เดือน คือแล้วเสร็จในช่วง 1Q68

EQUITY TALK

TIMELINE โครงการ CFP ภายใต้การอนุมัติเงินลงทุนเพิ่ม



ที่มา: TOP

ดังนั้นจากแผนเงินลงทุนเริ่มแรก รวมกับเงินลงทุนที่ขออนุมัติเพิ่มอีก 2 ครั้ง จะส่งผลให้ต้นทุนเงินลงทุนรวมในโครงการ CFP จะขึ้นไปอยู่ที่ 2.78 แสนล้านบาท หรือประมาณ 7.85 พันล้านเหรียญสหรัฐ ซึ่งการขอวงเงินเพิ่มในครั้งที่ 2 ที่ราว 8.09 หมื่นล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 2.28 พันล้านเหรียญฯ คิดเป็น 41% ของเงินลงทุนเริ่มแรกรวมกับการขออนุมัติเพิ่มครั้งที่ 1 ซึ่งถือว่ามีนัยยะ เมื่อเทียบกับโครงการที่ก่อสร้างแล้วเสร็จไปแล้วเฉลี่ยกว่า 90% ของโครงการ ที่ผู้บริหารได้นำเสนอไว้ก่อนหน้านี้

สรุปแผนการดำเนินโครงการ CFP กรณีผู้ถือหุ้นอนุมัติเพิ่มเงินลงทุน

กลุ่มที่	ขอบเขตงานของโครงการ CFP	ความคืบหน้าการก่อสร้างในพื้นที่โครงการ (on-site construction) (ร้อยละ) โดยประมาณ	กำหนดเวลาเบื้องต้นที่คาดว่าจะการก่อสร้างแล้วเสร็จ พร้อมทดลองเดินเครื่องจักร
1.	หน่วยกลั่น Hydrocracking Unit , Residue Hydrocracking Unit	72	ไตรมาสที่ 2 ปี 2571
2.	หน่วยกลั่น Crude Distillation Unit หน่วย High Vacuum Unit	99	ไตรมาสที่ 2 ปี 2570
3.	กลุ่มหน่วยกลั่น Hydrogen Manufacturing Unit	96	ไตรมาสที่ 3 ปี 2570
4.	หน่วยปรับปรุงคุณภาพ Hydro Treating Unit	99	ไตรมาสที่ 2 ปี 2570
	หน่วยปรับปรุงคุณภาพ Hydrodesulfurization Unit	100	ไตรมาสที่ 1 ปี 2567
5.	กลุ่มหน่วยผลิตกำมะถัน Sulphur Complex	96	ไตรมาสที่ 2 ปี 2570
6.	หน่วยผลิตพลังงาน (Energy Recovery Unit)	83	ไตรมาสที่ 3 ปี 2571
7.	ระบบท่อเชื่อมต่องานต่าง ๆ (Interconnecting and Revamp)	95	ทยอยขึ้นเพื่อสนับสนุนการผลิต

หมายเหตุ: ความคืบหน้าการก่อสร้างคำนวณจากปริมาณงานติดตั้งแล้วเสร็จเทียบกับปริมาณงานทั้งหมด ณ สิ้นเดือนพฤศจิกายน 2567 ทั้งนี้ แผนการดำเนินโครงการ CFP ข้างต้นเป็นเพียงประมาณการเบื้องต้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ตามความเหมาะสม

ที่มา: TOP

EQUITY TALK

ทั้งนี้กำหนดการเรียกประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นเพื่อขออนุมัติการเพิ่มเงินลงทุนในโครงการพลังงานสะอาด (CFP) ในวันที่ 21 ก.พ. 2568 เวลา 14.00น. ใน รูปแบบการประชุมผ่านสื่ออิเล็กทรอนิกส์ (E-EGM)

ยังคงเป็นความหวัง...CFP ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันระยะยาว

โครงการลงทุนพลังงานสะอาด (Clean Fuel Project : CFP) ถือเป็น การเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันให้กับ TOP ในระยะยาว ผ่านการเพิ่มอัตราการกำจัด กำไรตั้งแต่ต้นทางการจัดหาวัตถุดิบ จนถึงปลายทางการเพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์ รวมถึงการสร้างหน่วยกลั่นใหม่ CDU 4 กำลังการผลิต 2.2 แสนบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเป็นเป้าหมายหลักของโครงการนี้ โดยในส่วนแรกของการเพิ่ม margin ได้แก่ การ upgrading จะเป็นการเพิ่มมูลค่าจากผลิตภัณฑ์น้ำมันเตา และปิฏูเมน ให้เปลี่ยนไปเป็นน้ำมันกลุ่ม Middle Distillate ได้แก่ น้ำมันเจ็ท และดีเซล ซึ่งมีมูลค่าสูงกว่า และมีความต้องการใช้ที่เพิ่มขึ้นในระยะยาว ซึ่งสัดส่วนน้ำมัน Middle distillate หลังโครงการ CFP แล้วเสร็จจะเพิ่มขึ้นเป็น 62% จาก 53% ในปัจจุบัน ขณะที่ไม่มีน้ำมันเตาออกจากโรงกลั่นเลยจากปัจจุบันที่มีสัดส่วนราว 13%

โครงการ CFP



ที่มา: TOP

สำหรับในส่วนที่สองของการเพิ่ม margin นั้น จะเป็นการลดต้นทุนค่าใช้จ่าย ผ่านการปรับเปลี่ยนหน่วยกลั่นให้สามารถใช้น้ำมันดิบได้หลากหลายมากขึ้น จากเดิมที่ใช้แต่น้ำมันชนิดเบา (Light crude) เกือบทั้ง 100% ซึ่งมีราคาแพง เปลี่ยนไปเป็น สามารถใช้น้ำมันชนิดหนัก (Heavy crude) ซึ่งมีราคาถูกได้ ทำให้ลดต้นทุนค่าใช้จ่ายในการซื้อน้ำมันดิบลงได้ ซึ่งหลังจากโครงการ CFP แล้วเสร็จคาดน้ำมันดิบที่ใช้กลั่นจะแบ่งเป็น 3 กลุ่ม ได้แก่ น้ำมันดิบชนิดเบาสัดส่วนเหลือเพียง 40-50% จาก 100% ในปัจจุบัน น้ำมันดิบชนิดหนักสัดส่วน 40-50% และ

EQUITY TALK

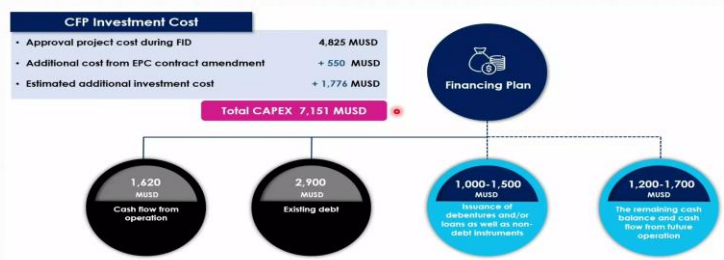
น้ำมันดิบชนิดปานกลาง 5-15% รวมถึงโครงการ CFP ยังได้ออกแบบเพื่อลด ต้นทุนค่าพลังงานซึ่งเป็นค่าใช้จ่ายหลัก 3-4% ของค่าใช้จ่ายทั้งหมด ผ่านการ ผลิตไฟฟ้าไว้ใช้ในโรงกลั่นเองโดยไม่ต้องซื้อไฟฟ้าจากภายนอก (self sufficient) กำลังการผลิตราว 250 เมกะวัตต์

ทั้งนี้ภายหลังโครงการ CFP แล้วเสร็จ กำลังการผลิตของ TOP จะเพิ่มขึ้นเป็น 4.0 แสนบาร์เรลต่อวัน (โดยจะหยุดผลิตหน่วยกลั่น CDU 1 และ 2 กำลังการผลิตรวม 9.5 หมื่นบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเดินเครื่องมาแล้วกว่า 50 ปี รวมถึงประสิทธิภาพอาจจะ ไม่สามารถเทียบเท่าเทคโนโลยีใหม่ได้) และ Nelson Index ของ TOP จะเพิ่มขึ้นไป อยู่ที่ 11-12 จากปัจจุบันอยู่ที่ 9.8 ซึ่งอยู่ในอันดับต้นๆของภูมิภาค

มีความเสี่ยงฐานะการเงิน...D/E อาจเพิ่มขึ้นไปถึง 1.9 เท่า ภายใต้อสมมติฐานเงินลงทุนเพิ่มมาจากหนี้สินทั้งหมด

ถึงแม้ทาง TOP จะชี้แจงว่า สำหรับในส่วนของแหล่งเงินทุนที่ TOP จะใช้ในการ ดำเนินการก่อสร้างโครงการ CFP ทั้งหมดจะประกอบด้วย 1) การออกตราสาร หนี้และเงินกู้ยืม ณ ปัจจุบันรวม 2.9 พันล้านเหรียญสหรัฐ 2) การบริหารสภาพ คล่อง และการหาแหล่งเงินทุนในอนาคตทั้งจากการออกหุ้นกู้และ/หรือการกู้ยืม จากธนาคารพาณิชย์รวมทั้งการพิจารณาเครื่องมือที่ไม่ก่อให้เกิดหนี้สินเพิ่มเติม (Non-Debt Instruments) ประมาณ 1.0 – 1.5 พันล้านเหรียญสหรัฐ อาทิ Perpetual Bond หรือ Asset Monetization เป็นต้น และ 3) ส่วนที่เหลือจะมาจาก เงินสดคงเหลือและกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทฯจาก Margin ที่ยัง อยู่ในระดับที่ดีในปัจจุบัน ทั้งนี้ TOP จะพิจารณาเครื่องมือทางการเงินที่เหมาะสม ที่ทำให้บริษัทฯยังคงมี โครงสร้างทางการเงินเทียบเคียงได้ในอุตสาหกรรม เดียวกัน โดยไม่ส่งผลกระทบต่ออันดับความน่าเชื่อถือของบริษัทฯ รวมถึงทาง ผู้บริหาร TOP เปิดเผยว่ายังไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุนนั้น

แหล่งเงินทุนในโครงการ CFP



ที่มา: TOP
 แต่หากพิจารณาในส่วนของอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน ณ สิ้นงวด 3Q67 พบว่าอยู่ที่ 1.4 เท่า รวมถึง เงินสด และเงินทุนระยะสั้นสิ้นงวด 3Q67 อยู่ที่ 1.7 หมื่นล้านบาท

EQUITY TALK

และ 7.3 พันล้านบาท ตามลำดับ ซึ่งหากฝ่ายวิจัยกำหนดสมมติฐานให้เงินลงทุนส่วนเพิ่มในโครงการพลังงานสะอาด (CFP) รวมทั้งสิ้นราว 8.09 หมื่นล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 2.28 พันล้านเหรียญฯ มาจากการก่อหนี้ทั้งหมด อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนของ TOP จะเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 1.9 เท่า ซึ่งถือว่าสูงหากเทียบกับกับกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันที่จะอยู่ราว 1.0-1.5 เท่า และใกล้เคียงกับเงื่อนไข Debt Covenant ที่ 2.0-2.5 เท่า จึงถือเป็นความเสี่ยงที่สำคัญสำหรับโครงสร้างการเงินของ TOP นับจากนี้

ปรับลดประมาณการตั้งแต่ปี 2568 + ปรับลด FV ลง 18 บาท หุ้น + ลดคำแนะนำเป็น Underperform

ภายใต้สมมติฐานที่ประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นอนุมัติเพิ่มเงินลงทุนในโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เป็นจำนวนประมาณ 6.30 หมื่นล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 1.78 พันล้านเหรียญสหรัฐฯ และดอกเบี้ยระหว่างการก่อสร้างอีกประมาณ 1.79 หมื่นล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 505 ล้านเหรียญสหรัฐฯ รวมเป็นเงินทั้งสิ้นราว 8.09 หมื่นล้านบาท หรือเทียบเท่าประมาณ 2.28 พันล้านเหรียญฯ รวมถึงโครงการที่จะเลื่อนการผลิตเชิงพาณิชย์ออกไปในงวด 3Q71 จากเดิม 1Q68 ซึ่งเบื้องต้นข้อมูลจาก TOP เปิดเผยว่าจะส่งผลให้ IRR ของโครงการลดลงจากเดิมที่ 12% มาอยู่ 7% นั้น

ฝ่ายวิจัยได้ทำการปรับลดประมาณการกำไรตั้งแต่ปี 2568-2571 ลงราว 3.0-6.0 พันล้านบาท ต่อปี จากผลกระทบต้นทุนโครงการที่เพิ่มขึ้น และการเลื่อนผลิตเชิงพาณิชย์ออกไป ส่วนหลังจากปี 2571 เป็นต้นไป จะปรับลดประมาณการเฉพาะในส่วนดอกเบี้ยที่เพิ่มขึ้นจากเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นเพราะโครงการเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์แล้ว ซึ่งภายใต้ประมาณการใหม่ คาดการณ์กำไรในปี 2568 และ 2569 ลดลง 25% และ 30% จากประมาณการเดิม มาอยู่ที่ 9.3 และ 9.9 พันล้านบาท ตามลำดับ นอกจากนี้ฝ่ายวิจัยได้ปรับลดอัตราเงินปันผลจ่ายต่อปีลงตั้งแต่ปี 2567 ซึ่งเบื้องต้นคาดการณ์จากงบการเงินในช่วง 2H67 ที่อ่อนแอ ประกอบกับปัญหาที่เกิดขึ้นจากโครงการ CFP จึงมีโอกาสสูงที่ 2H67 จะไม่มีการจ่ายเงินปันผล (1H67 จ่าย 1.20 บาทต่อหุ้น) และในปี 2568 และ 2569 กำหนดสมมติฐานให้ลดการจ่ายเงินปันผลเหลือราว 1 บาทต่อหุ้น ดังนั้นภายใต้สมมติฐาน WACC ที่ 7% มูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2568 ของ TOP จะลดลงจากเดิม 18 บาทต่อหุ้น มาอยู่ที่ 41 บาทต่อหุ้น ช่วงสั้นแนะนำหลีกเลี่ยงการลงทุน หากจะ trading เน้นเพียง trading ช่วงสั้นเช่นกันตามทิศทางค่าการกลั่นเท่านั้น เพราะภาพระยะยาวยังต้องรอโครงการ CFP แล้วเสร็จ ซึ่งระหว่างทางยังต้องแบกรับภาระต้นทุนที่เพิ่มขึ้น

EQUITY TALK

แต่อย่างไรก็ตามในกรณีหากที่ประชุมผู้ถือหุ้นไม่อนุมัติให้มีการเพิ่มเงินลงทุนในโครงการ CFP จะส่งผลให้บริษัทฯ ต้องมีการพิจารณามูลค่าตามบัญชีกับมูลค่าที่คาดว่าจะได้รับคืนของสินทรัพย์ ซึ่งจะเป็นตัวกำหนดให้บริษัทฯ ต้องลดมูลค่าตามบัญชี เกิดการด้อยค่าและตัดจำหน่ายสินทรัพย์ตามที่มาตรฐานการบัญชีกำหนด ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อฐานะทางการเงินและผลประกอบการของ TOP อย่างมีนัยยะเนื่องจากโครงการ CFP เป็นโครงการใหญ่และมีมูลค่าสูง โดย ณ วันที่ 30 ก.ย. 2567 บริษัทฯ มีมูลค่าเงินลงทุนในโครงการ CFP ประมาณ 4.36 พันล้านเหรียญสหรัฐ หรือราว 1.42 แสนล้านบาท และดอกเบี้ยระหว่างก่อสร้างประมาณ 555 ล้านเหรียญสหรัฐ หรือราว 1.88 หมื่นล้านบาท ซึ่งนับเป็นโครงการที่มีปริมาณเงินลงทุนสูง คิดเป็นสัดส่วนราว 40% ของสินทรัพย์รวมของ TOP

การดำเนินการด้าน ESG ของ TOP

Environment (E): ยกระดับการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลก โดยกำหนดเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% จากปีฐาน 2569 ภายในปี 2578 เพื่อมุ่งสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2593 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas (GHG) Emission) ภายในปี 2603 โดยการดำเนินการตามกลยุทธ์การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero GHG Emission Strategy)

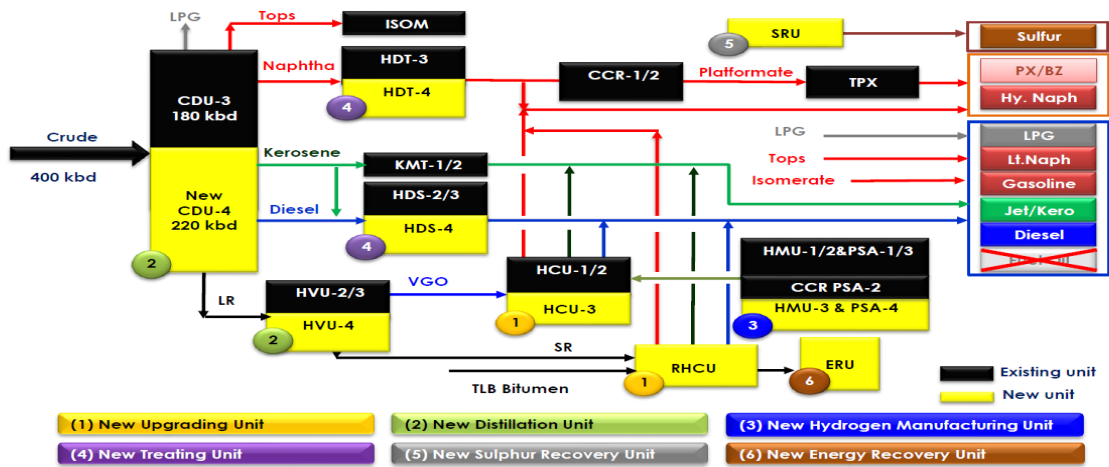
Social Contribution (S): สร้างความผูกพัน ควบคู่กับการสร้างคุณค่าต่อชุมชนและสังคม เพื่อเติบโตร่วมกันในระยะยาว โดยมีเป้าหมายพัฒนาคุณภาพชีวิตของสังคมให้สอดคล้องกับทิศทางกลยุทธ์ของบริษัทฯ รวมถึงรักษาความผูกพันของชุมชนมากกว่าร้อยละ 90 นอกจากนี้ยังสนับสนุนการดำเนินงานการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ผ่านโครงการส่งเสริมอนุรักษ์ พื้ฟู และเพิ่มพื้นที่ป่าเพื่อดูดซับก๊าซเรือนกระจก

Governance (G): สร้างความเชื่อมั่นด้านบรรษัทภิบาล และความโปร่งใสภายในองค์กร โดยมีเป้าหมายคือการปราศจากการฝ่าฝืนกฎหมาย และกฎระเบียบขององค์กร และการเป็นองค์กรที่ได้รับการยอมรับในด้านบรรษัทภิบาลที่ดี

ESG Comment: กลุ่ม TOP ให้ความสำคัญกับการดำเนินงานด้าน ESG ซึ่งสะท้อนได้จากการได้รับการจัดอันดับ ESG Ratings ที่ระดับสูงสุด AAA ทั้งนี้บริษัทฯ ใช้หลักด้านสิ่งแวดล้อมที่ครอบคลุมข้อกำหนด กฎหมาย และมุมมองของผู้มีส่วนได้เสียอย่างเป็นรูปธรรมมาใช้ในการดำเนินการผลิต และโครงการขยายหน่วยก่่น ซึ่งช่วยให้การดำเนินงานของ TOP สามารถตอบสนองต่อข้อกำหนดและความคาดหวังต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายได้อย่างต่อเนื่อง

EQUITY TALK

แผนภาพกระบวนการผลิตของโรงกลั่นน้ำมันโครงการ CFP



ที่มา: TOP

GLOBAL REFINERY CAPACITY ADDITION/CLOSURE



ที่มา: TOP

คำแนะนำการลงทุนกลุ่มโรงกลั่น/ปิโตรเคมีในไทยและภูมิภาค

Company	REC/BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2567F	2568F	2567F	2568F
CHINA								
SINOPEC CORP-H	4.43	4.3	5.4	26.2%	0.6	0.6	8.2	7.6
PETROCHINA-H	4.72	5.7	7.9	39.3%	0.6	0.6	5.8	5.9
TAIWAN								
FORMOSA CHEM & F	2.58	30.5	33.3	9.5%	0.6	0.6	55.6	24.7
FORMOSA PLASTIC	3.17	38.0	41.0	7.9%	0.7	0.8	143.9	27.5
NAN YA PLASTICS	2.50	33.6	37.8	12.4%	0.7	0.7	41.5	24.1
JAPAN								
TOSOH CORP	3.89	2091.0	2291.4	9.6%	0.8	0.8	11.0	9.5
JX HD	4.14	818.0	925.7	13.2%	0.7	0.7	11.1	8.0
MITSUI CHEMICALS	4.27	3344.0	4650.0	39.1%	0.7	0.7	9.9	7.6
HONG KONG								
SINOPEC SHANG-H	3.83	1.2	1.5	26.7%	0.4	0.4	59.1	16.3
INDIA								
INDIAN OIL CORP	3.35	144.2	163.1	13.1%	1.0	0.9	11.4	8.6
BHARAT PETROL	3.65	301.7	350.6	16.2%	1.5	1.4	9.7	9.1
Malaysia								
PETRONAS DAGANGA	3.27	20.6	19.5	-5.4%	3.4	3.3	19.4	19.5
PICHEM	2.65	5.0	5.0	-0.4%	1.0	0.9	20.1	17.6
THAILAND								
PTT PCL	Neutral	31.75	38.00	19.7%	0.9	0.8	10.5	9.3
PTT EXPL & PROD	Neutral	119.00	182.00	52.9%	0.9	0.9	6.5	6.4
PTT GLOBAL CHEM	Neutral	23.50	35.00	48.9%	0.4	0.4	NM	19.4
THAI OIL PCL	Underperform	35.00	41.00	17.1%	0.5	0.4	7.4	5.5
IRPC PCL	Neutral	1.29	2.10	62.8%	0.3	0.3	NM	6.9
BANGCHAK PETROLE	Neutral	29.75	46.00	54.6%	0.4	0.3	9.7	3.9
INDORAMA VENTURE	Neutral	25.75	30.00	16.3%	1.0	1.1	NM	14.4
STAR PETROLEUM REFINING	Neutral	6.35	9.00	41.7%	0.7	0.7	9.4	7.6
AVERAGE					0.8	0.7	10.8	10.5

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส / BLOOMBERG

ประเด็นความเสี่ยง

1. การหยุดฉุกเฉินของโรงกลั่นและโรงงานอะโรเมติกส์ รวมถึงโรงงานอื่นๆของ TOP (UNPLANNED SHUTDOWN)
 2. ค่าการกลั่น SPREAD ผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ 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
กำไรขั้นต้น	33,080	19,623	17,897	19,024
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)
กำไรสุทธิ	19,443	9,644	8,062	8,858
EPS	9.53	4.73	3.95	4.34
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)

	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67
ยอดขาย	119,556	119,532	123,520	111,189
ต้นทุนขาย	116,121	109,788	116,241	116,804
กำไรขั้นต้น	3,436	9,744	7,279	(5,615)
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
กำไรสุทธิ	2,944	5,863	5,547	(4,218)
การเติบโตของยอดขาย	-3.7%	0.0%	3.3%	-10.0%
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-72.8%	99.1%	-5.4%	n.m
อัตรารส่วนกำไรขั้นต้น	2.9%	8.2%	5.9%	-5.1%
อัตรารส่วนกำไรสุทธิ	2.5%	4.9%	4.5%	-3.8%

อัตรารส่วนทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
อัตรารส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.71	2.85	3.01	3.10
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	1.13	1.15	1.07
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.5%	2.4%	2.1%	2.3%
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.9%	5.6%	4.5%	4.9%

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส

EQUITY TALK

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2567-2569 ของ TOP

งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
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)
กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	37,143	23,997	21,796	24,080
กระแสเงินสดจากการลงทุน				
เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(14,503)	(15,674)	(8,567)	(3,024)
กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(19,692)	(35,674)	(18,567)	(18,024)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
เพิ่ม/ลด เงินกู้	6,012	10,000	10,000	10,000
ลด จ่ายปันผล	(5,268)	(6,936)	(2,448)	(2,040)
กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(23,072)	(12,078)	(2,987)	(3,789)
เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(14,676)	(25,322)	1,428	2,172
กระแสเงินสด ณ สิ้นงวด	28,432	3,110	4,538	6,710

งบดุล (ล้านบาท)

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567F	2568F	2569F
เงินสดและเทียบเท่าเงินสด				
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
สินทรัพย์รวม	419,993	378,123	386,323	384,079
เจ้าหนี้การค้า				
หนี้สินหมุนเวียนอื่น	7,509	26,707	22,478	20,647
หนี้สินรวม	251,681	200,699	206,827	198,920
ทุนที่ชำระแล้ว				
ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	10,699	2,456	2,457	2,458
กำไรสะสม	141,288	146,008	149,553	153,893
ส่วนของผู้ถือหุ้น	168,312	177,425	179,496	185,159
หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	419,993	378,123	386,323	384,079

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	5.5	5.5
GIM (US\$/Barrel)	10.0	7.2	7.5	7.5

ที่มา: สายงานวิจัย บล. เอเชีย พลัส