

TOP

Neutral

กำไร 4Q67 ตีกว่าคาด จ่ายปันผล 2H67 ที่ 0.7 บาท/หุ้น

Flash Points

- ผลการดำเนินงานสุทธิ 4Q67 พลิกเป็นกำไร 2.8 พันล้านบาท ตีขึ้นจากงวดก่อนหน้าที่เผชิญกับผลขาดทุนถึง 4.2 พันล้านบาท และดีกว่าที่ฝ่ายวิจัย และ consensus คาด
- รับผลบวกจากทั้งรายการพิเศษที่สุทธินี้ในงวดนี้พลิกกลับเป็นรายได้รวม 209 ล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่สุทธิเป็นค่าใช้จ่ายพิเศษรวม 4.1 พันล้านบาท หลักเป็นผลมาจากบันทึกกลับของผลขาดทุนสต็อกรวม NRV ในงวดนี้ที่เป็น +95 จาก -7.5 พันล้านบาท และผลการดำเนินงานปกติที่ในงวดนี้พลิกกลับมาเป็นกำไรปกติที่ 2.6 พันล้านบาท จากงวดก่อนหน้าขาดทุน 102 ล้านบาท จากรธุรกิจหลักโรงกลั่น และน้ำมันหล่อลื่น เป็นหลัก

Impact Insight

- ส่งผลให้กำไรจากการดำเนินงานปกติทั้งปี 2567 อยู่ที่ 1.1 หมื่นล้านบาท ลดลง 47.1%yoy ส่วนกำไรสุทธิปี 2567 เท่ากับ 9.9 พันล้านบาท ลดลง 48.8%yoy
- แนวโน้มผลการดำเนินงานปกติ 1Q68 อ่อนตัวลง QoQ เนื่องจากยังไม่เห็นการฟื้นตัวที่ชัดเจนของทั้งธุรกิจปิโตรเลียม/ปิโตรเคมี ค่าการกลั่นตลาดสิงคโปร์ 1QTD68 เฉลี่ยอยู่ราว 2.5 ลดลงจาก 5.0 เหรียญฯต่อบาร์เรล รวมถึง spread ปิโตรเคมียังไม่กลับมา
- เช่นเดียวกับ OUTLOOK ทั้งปี 2568 คาดกำไรปกติจะลดลง YoY เนื่องจากในปี 2568 มีแผนหยุดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ของหน่วยกลั่นหลัก CDU3 กำลังการผลิต 1.8 แสนบาร์เรลต่อวัน เป็นระยะเวลา 30 วัน ในงวด 3Q68

Execution

- ประกาศจ่ายเงินปันผล 2H67 ที่ 0.7 บาทต่อหุ้น (1H67 จ่าย 1.2 บาท/หุ้น) คิดเป็น Dividend Yield งวดครึ่งปีที่ 2.8%
- ราคาหุ้นปรับฐานไปแล้วระดับหนึ่ง Downside จำกัดมากขึ้น



ที่มา : TOP

Technical Chart



ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

แนวโน้มราคา : Sideways
แนวรับ : 23.10 บาท
แนวต้าน : 32.00 บาท

ราคาปัจจุบัน (บาท)

24.60

Upside (%)

66.65

ราคาเป้าหมาย (บาท)

41.00

Dividend yield (%)

7.72

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	5.14	5.17	-1%
2569F	5.67	5.44	4%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

Company	REC/BB Rating	PBV		PER	
		2568F	2569F	2568F	2569F
CHINA					
SINOPEC CORP-H	4.38	0.6	0.6	8.7	8.1
PETROCHINA-H	4.68	0.7	0.6	6.2	6.2
TAIWAN					
FORMOSA CHEM & F	2.75	0.5	0.5	23.2	20.2
FORMOSA PLASTIC	3.17	0.7	0.7	42.7	22.9
NAN YA PLASTICS	2.50	0.7	0.7	21.3	17.2
JAPAN					
TOSOH CORP	3.67	0.8	0.8	11.3	9.7
JX HD	4.33	0.7	0.6	11.1	8.1
mitsui chemicals	4.27	0.7	0.7	11.2	8.4
HONG KONG					
SINOPEC SHANG-H	3.83	0.5	0.5	48.2	14.8
INDIA					
INDIAN OIL CORP	3.50	0.9	0.8	15.2	8.0
BHARAT PETROL	4.06	1.3	1.1	8.0	7.8
Malaysia					
PETRONAS DAGANGA	3.27	3.3	3.2	18.6	18.9
PChem	2.70	0.8	0.8	17.7	15.2
THAILAND					
PTT PCL	Neutral	0.8	0.8	9.0	8.0
PTT EXPL & PROD	Neutral	0.9	0.8	6.6	6.2
PTT GLOBAL CHEM	Underperform	0.3	0.4	50.6	18.6
THAI OIL PCL	Neutral	0.3	0.3	6.2	5.6
IRPC PCL	Underperform	0.3	0.3	7.1	5.2
BANGCHAK PETROLE	Neutral	0.3	0.3	4.8	4.1
INDORAMA VENTURE	Neutral	1.0	0.8	12.8	11.1
STAR PETROLEUM REFINING	Neutral	0.6	0.6	7.5	12.8
AVERAGE		0.7	0.7	11.8	10.2

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2565	2566	2567	2568F	2569F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	32,668	19,443	9,959	10,482	11,565
Norm Profit (ล้านบาท)	27,867	21,819	11,538	10,482	11,565
EPS (บาท)	16.01	9.53	4.88	5.14	5.67
PER (เท่า)	1.5	2.6	5.0	4.8	4.3
DPS (บาท)	3.70	3.40	1.90	1.90	1.90
Dividend Yield (%)	15.0	13.8	7.7	7.7	7.7
PBV (เท่า)	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA	3.9	5.9	8.3	7.5	6.7
ROE (%)	23.6	12.1	6.1	6.2	6.5

ESG Assessment

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

การดำเนินการด้าน ESG ของ TOP

Environment (E): ยกระดับการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลก โดยกำหนดเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% จากปีฐาน 2569 ภายในปี 2578 เพื่อมุ่งสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2593 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas(GHG) Emission) ภายในปี 2603 โดยดำเนินการตามกลยุทธ์การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (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 ทั้งนี้ บริษัทฯใช้หลักด้านสิ่งแวดล้อมที่ครอบคลุมข้อกำหนด กฎหมาย และมุมมองของผู้มีส่วนได้เสียอย่างเป็นรูปธรรมมาใช้ในการดำเนินการผลิต และโครงการขยายหน่วยกลั่น ซึ่งช่วยให้การดำเนินงานของ TOP สามารถตอบสนองต่อข้อกำหนด และความคาดหวังต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกฝ่ายได้อย่างต่อเนื่อง

ผลการดำเนินงานงวด 4Q67

	4Q65	1Q66	2Q66	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	%QoQ	%YoY	2567	2566	%YoY
ยอดขาย	125,426	116,820	108,662	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189	112,536	1.2%	-5.9%	466,777	469,244	-0.5%
ต้นทุนขาย	124,546	110,292	105,725	104,026	116,121	109,788	116,241	116,804	107,178	-8.2%	-7.7%	450,010	436,164	3.2%
กำไรขั้นต้น	880	6,527	2,937	20,180	3,436	9,744	7,279	-5,615	5,359	n.m.	56.0%	16,767	33,080	-49.3%
EBIT	1,096	7,326	1,700	14,600	4,720	8,412	7,729	-4,280	4,456	n.m.	-5.6%	16,316	28,345	-42.4%
กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน	2,652	571	-1,017	-517	1,175	-871	-234	1,645	-487	n.m.	n.m.	52	213	-75.3%
ภาษีเงินได้	108	-1,805	523	-2,680	-710	-1,464	-1,154	1,057	-723	n.m.	n.m.	-2,283	-4,672	-51.1%
กำไรสุทธิ	147	4,554	1,117	10,828	2,944	5,863	5,547	-4,218	2,767	n.m.	n.m.	9,959	19,443	-48.8%
Norm Profit	3,936	6,294	3,024	8,563	3,938	6,565	2,517	-102	2,557	n.m.	n.m.	11,538	21,819	-47.1%
EPS (บาท)	0.07	2.23	0.55	5.31	1.44	2.87	2.72	-2.07	1.36	n.m.	n.m.	4.88	9.53	-48.8%
Norm EPS (บาท)	1.93	3.09	1.48	4.20	1.93	3.22	1.23	-0.05	1.25	n.m.	n.m.	5.66	10.70	-47.1%
Gross margin	0.7%	5.6%	2.7%	16.2%	2.9%	8.2%	5.9%	-5.1%	4.8%			3.6%	7.0%	
Net profit margin	0.1%	3.9%	1.0%	8.7%	2.5%	4.9%	4.5%	-3.8%	2.5%			2.1%	4.1%	

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

GROSS INTEGRATED MARGIN & UTILIZATION

Gross Refining Margin - GRM				
\$/bbl	Q3/24	Q4/24	FY/23	FY/24
Market GRM	3.7	5.1	8.5	5.3
Stock Gain/(Loss)	(5.4)	(2.1)	(0.2)	(1.5)
Accounting GRM	(1.7)	3.0	8.3	3.8
Gross Integrated Margin - GIM				
Aromatics & LAB	1.2	1.0	0.9	1.2
Lube base	0.5	1.1	0.7	0.6
Market GIM	5.4	7.1	10.0	7.1
Accounting GIM	0.0	5.0	9.8	5.6
Utilization / Production Rate				
Refinery	113%	113%	112%	111%
Aromatics	83%	80%	73%	80%
LAB	125%	126%	123%	124%
Base Oil	86%	83%	79%	80%

ที่มา : TOP

BREAKDOWN กำไรแยกสายธุรกิจ

	Petroleum & Lube Base	Petrochemical ⁽¹⁾	Power ⁽²⁾	Others & New Business ⁽³⁾	Consolidated Net Profit
Q3/24	(4,806)	167	463	82	(4,218)
Q4/24	1,892	443	404	124	2,767
FY/23	16,591	673	1,907	789	19,443
FY/24	4,928	1,639	1,900	1,895	9,959
QoQ	Petroleum: Higher contribution due to higher GRM from increasing product spreads and lower stock loss. Lube: Higher contribution from higher lube and bitumen spreads.	Aromatics & LAB: Lower contribution from softer PX&BZ spread following weak demand and higher benzene inventory. Olefins: Improving contribution due to higher demand driven by stock preparation before festival season and limited supply from plant shutdown.	TOP EPP: Higher contribution due to higher sales volume resulting from the absence of maintenance. GPSC: No dividend income in Q4/24.	Solvent & Chemicals: Higher contribution due to FX gain and derivative from Bahr depreciation. Ethanol: Lower contribution due to lower sales volume and lower selling prices.	
YoY	Petroleum: Lower contribution due to softer GRM and stock loss, as well as lower product spreads from higher demand. Lube: Lower contribution due to softer demand from concerns over global economic slowdown.	Aromatics & LAB: Higher contribution mainly from increasing in BZ spread due to higher demand. Olefins: Decreasing contribution from lower sale volume and lower plant operating run rate.	TOP EPP: Slightly lower contribution due to lower natural gas prices. GPSC: Recognize higher dividend income 251 MB in FY24.	Solvent & Chemicals: Lower contribution due to FX loss and derivative from Bahr depreciation. Ethanol: Lower contribution due to lower sales volume and lower selling prices.	

ที่มา : TOP

ฐานะการเงินของ TOP

Statements of Financial Position				
(Unit: million THB)	419,993	409,010		
Cash & ST Investment	34,376	91,762	39,738	90,752
Current Assets	90,995	159,919	72,484	152,073
Non-Current Assets	294,622	168,312	296,788	166,185
	31 Dec 23	31 Dec 24		
ROE ⁽²⁾	11.9 %	5.9 %		
ROIC ⁽²⁾	12.4 %	6.9 %		
(1) Including current portion of Long-Term Debt				
(2) Based on actual performance in the past 12 months				
Financial Ratios				
Net Debt / EBITDA		Net Debt / Equity		
4.2	6.1	0.9	0.8	
31-Dec-23	31-Dec-24	31-Dec-23	31-Dec-24	

ที่มา : TOP

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

1. การหยุดฉุกเฉินของโรงกลั่นและโรงงานปิโตรเคมี (unplanned shutdown)
2. ค่าการกลั่นและ Spread ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี ไม่ได้เป็นไปตามสมมติฐานที่กำหนดไว้ ซึ่งอาจทำให้ประมาณการไม่เป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้
3. การแทรกแซงของรัฐในการกำหนดราคาค้นทุนวัตถุดิบและราคาผลิตภัณฑ์
4. การลงทุนในต่างประเทศมีความเสี่ยง Country Risk

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2569 ของ TOP									
งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
ยอดขาย	469,244	466,777	463,881	469,965	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	436,164	450,010	442,531	446,777	กำไรสุทธิ	24,257	12,264	10,482	11,565
กำไรขั้นต้น	33,080	16,767	21,350	23,188	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	7,799	8,106	7,640	7,854
ค่าใช้จ่ายในการขาย	3,056	4,182	3,521	3,874	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	779	220	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	4,089	4,052	4,014	4,250	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(9,056)	16,001	(28)	(746)
รายได้อื่น	1,339	3,142	-	-	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	37,143	23,354	24,822	27,519
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	24,257	12,264	13,683	15,240					
ภาษีเงินได้	4,672	2,283	3,185	3,508	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	21,819	11,538	10,482	11,565	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	213	52	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(14,503)	(8,955)	(8,567)	(3,024)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(142)	(22)	(15)	(167)	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(19,692)	(14,009)	(20,567)	(23,024)
กำไรสุทธิ	19,443	9,959	10,482	11,565					
EPS	9.53	4.88	5.14	5.67	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
การเติบโตของยอดขาย	-11.4%	-0.5%	-0.6%	1.3%	เพิ่ม/ลด เงินกู้	6,012	7,054	10,000	10,000
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-40.5%	-48.8%	5.3%	10.3%	ลด จ่ายปันผล	(5,268)	(8,852)	(3,876)	(3,876)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	7.0%	3.6%	4.6%	4.9%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(23,072)	(24,627)	(4,415)	(5,625)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.1%	2.1%	2.3%	2.5%					
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(14,676)	719	(188)	(1,877)
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					กระแสเงินสด ณ สิ้นงวด	28,432	29,043	28,855	26,978
	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67					
ยอดขาย	119,532	123,520	111,189	112,536	งบดุล (ล้านบาท)				
ต้นทุนขาย	109,788	116,241	116,804	107,178	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
กำไรขั้นต้น	9,744	7,279	(5,615)	5,359	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	28,432	29,042	28,855	26,978
ค่าใช้จ่ายในการขาย	841	935	966	1,132	ลูกหนี้การค้า	31,154	27,601	27,911	28,215
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,047)	(1,008)	(1,011)	(986)	สินค้าคงเหลือ	52,656	-	46,781	44,237
รายได้อื่น	614	1,575	530	424	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	4,207	42,527	2,479	3,014
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	7,365	6,720	(5,291)	3,470	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	218,618	224,153	228,970	230,147
ภาษีเงินได้	(1,464)	(1,154)	1,057	(723)	สินทรัพย์รวม	419,993	409,010	416,066	409,590
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	5,972	4,221	(6,083)	2,633					
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	(871)	(234)	1,645	(487)	เจ้าหนี้การค้า	54,095	55,277	48,103	45,025
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(38)	(19)	16	19	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	7,509	7,491	22,478	20,647
กำไรสุทธิ	5,863	5,547	(4,218)	2,767	หนี้สินรวม	251,681	242,826	239,569	226,560
การเติบโตของยอดขาย	0.0%	3.3%	-10.0%	1.2%					
การเติบโตของกำไรสุทธิ	99.1%	-5.4%	n.m	n.m	ทุนที่ชำระแล้ว	22,338	22,338	22,324	22,325
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	8.2%	5.9%	-5.1%	4.8%	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	10,699	10,699	2,457	2,458
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.9%	4.5%	-3.8%	2.5%	กำไรสะสม	141,288	142,424	146,554	151,765
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	168,312	166,185	176,497	183,031
อัตราส่วนทางการเงิน					หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	419,993	409,010	416,066	409,590
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F					
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.71	1.66	1.96	2.12	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.05	0.05	0.05	0.05	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.07	0.07	0.07	0.07	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	34.97	33.00	33.00	33.00
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	0.04	0.04	0.04	0.04	Nameplate Capacity (KBD)	275	275	275	275
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.50	1.46	1.36	1.24	Utilization rate (%)	112%	110%	103%	110%
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.5%	2.4%	2.5%	2.8%	GRM (US\$/Barrel)	8.5	5.2	5.5	5.5
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.9%	6.0%	6.1%	6.4%	GIM (US\$/Barrel)	10.0	7.2	7.5	7.5

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส