

FUNDAMENTAL

TOP

Neutral

ทำ Asset Monetization เพื่อรักษา Credit Rating

Flash Points

- ที่ประชุมบอร์ดอนุมัติโครงการบริหารจัดการสินทรัพย์ให้เกิดประโยชน์สูงสุด (Asset Monetization) โดยจะดำเนินการให้เช่าระยะยาว และเช่าช่วงทรัพย์สินกลับเพื่อใช้ในการดำเนินงาน (Lease and Leaseback) ในทรัพย์สินโครงสร้างพื้นฐานบางส่วนของ TOP ได้แก่ ถังน้ำมันดิบ, กุญแจเรือกลางทะเล, สถานีจ่ายน้ำมันทางรถไฟ และ ที่ดิน เป็นระยะเวลา 21 ปี มูลค่าไม่เกิน 3.7 หมื่นล้านบาท ให้แก่บริษัทใหม่ที่ตั้งขึ้นมาถือหุ้นโดย PTT Tank 49% และ TOP 51% และทาง TOP จะเช่าช่วงกลับเพื่อใช้ในการดำเนินการธุรกิจต่อไป
- โครงการดังกล่าวถือว่าสอดคล้องกับกลยุทธ์ของ TOP ในการสร้างความแข็งแกร่งทางการเงิน ทำให้ฐานะการเงินแข็งแกร่งขึ้น ลดความเสี่ยงทางการเงินในระยะยาว

Impact Insight

- TOP จะได้รับกระแสเงินสดเข้ามาทันที 1.8 หมื่นล้านบาท ซึ่งมีแผนนำไปลดภาระหนี้สิน ซึ่งจะส่งผลให้ต้นทุนดอกเบี้ยจ่ายลดลงได้ราวปีละ 650 ล้านบาท ซึ่งถือเป็นวัตถุประสงค์ของ TOP ที่ต้องการจะ Deleveraging ในการทำทุกวิถีทางที่จะรักษา Credit Rating ของ TOP ไม่ให้ต่ำกว่า Investment Grade เพื่อลดผลกระทบการออกหุ้นในอนาคต (ปัจจุบัน Credit Rating ของ TOP อยู่ที่ Moody's: Baa3, S&P: BBB-, Fitch(TH): A+)
- ทั้งนี้หากพิจารณาในรายละเอียดของค่าเช่าที่ TOP ต้องจ่ายในการเช่าสินทรัพย์ให้บริษัทที่จัดตั้งขึ้นใหม่จะอยู่ราว 3.2 พันล้านบาทต่อปี ซึ่งหากหักผลบวกต่างๆที่คาดว่าจะได้รับแล้ว ทำให้ต้นทุนอยู่ราว 7.5% ซึ่งสูงกว่าเฉลี่ย Cost of Debt ของ TOP ในปัจจุบันที่ราว 4.0% และถึงแม้ว่าปัจจุบัน Net Debt/EBITDA หลังทำโครงการนี้ของ TOP จะอยู่ราว 8.5 เท่า ซึ่งยังสูงกว่ากรอบที่ Credit Rating ให้มุมมองไว้ที่ไม่ควรเกิน 6 เท่า แต่จากได้รับการสนับสนุนจากบริษัทแม่ PTT ในหลายด้านจะทำให้มุมมองในภาพรวมของ TOP ดีขึ้นได้

Execution

- เรามองว่าการทำโครงการ Asset Monetization ในครั้งนี้ของ TOP ทำให้ TOP ได้รับกระแสเงินสดเข้ามาทันที และนำมาลดหนี้ได้เลย ลดความเสี่ยงต่อการถูก downgrade credit rating แต่อาจจะต้องแลกมาด้วยต้นทุนที่สูงขึ้น แต่เชื่อว่าทำให้ภาพรวมฐานะการเงินของดีขึ้น และภาพลักษณ์องค์กรยังอยู่ในระดับที่ดี
- ยังคงคำแนะนำ Neutral ในภาพรวม เนื่องจากหากอิงผลการดำเนินงานของธุรกิจ งบ 3Q68 อาจจะยังไม่สดใส ถูกกดดันจากแผนการหยุดซ่อมบำรุงหน่วยกลั่น CDU-3 เป็นเวลา 30 วัน และ TPX & TLB อีก 45 วัน รวมถึง GRM และ Spread ปีไตรมาส ลดลง QoQ แต่ทั้งนี้ในช่วงสั้นสามารถ trading ได้ใน Theme สงครามที่อาจทำให้ราคาน้ำมันสูงขึ้น

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideways

แนวรับ : 34.75 บาท

แนวต้าน : 39.75 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

จัดทำโดย : นลินรัตน์ กิตติภาพรัตน์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

ราคาปัจจุบัน (บาท)	36.25
ราคาเป้าหมาย (บาท)	41.00
Upside (%)	13.10
Dividend yield (%)	5.24

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	4.00	5.67	-30%
2569F	5.27	5.31	-1%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Global Peers

Company	REC/BB Rating	PBV			PER
		2568F	2569F	2568F	
USA					
HALLIBURTON CO	4.56	4.2	4.4	-	49.5
SCHLUMBERGER LTD	4.52	2.7	2.7	69.2	42.0
CHEVRON CORP	4.24	1.4	1.4	80.4	23.3
CONOCOPHILLIPS	3.96	1.6	1.6	-	121.8
BARRICK GOLD CORP	3.90	2.3	2.0	22.5	15.3
BP PLC-ADR	3.71	1.2	1.2	30.6	14.5
EXXON MOBIL CORP	3.07	2.1	2.0	39.7	20.0
FREEPORT-MCMORAN	3.00	3.7	2.8	50.2	11.1
UK					
ROYAL DUTCH SHA	4.00	1.1	1.1	25.2	13.4
GLENCORE PLC	3.50	1.1	1.1	33.5	21.1
China					
SINOPEC CORP-H	4.27	0.8	0.8	15.2	12.0
PETROCHINA-H	3.83	0.7	0.7	101.5	18.0
CNOOC	3.65	1.0	1.0	-	15.0
Brazil					
PETROBRAS SA-ADR	3.00	0.8	0.9	97.5	13.8
THAILAND					
PTT Pcl	Outperform	0.9	0.9	12.5	10.6
PTT EXPL & PROD	Neutral	0.9	0.8	8.0	7.3
PTT Global Chemical	Underperform	0.5	0.5	NM	58.0
THAI OIL PCL	Neutral	0.5	0.5	9.1	6.9
IRPC PCL	Underperform	0.3	0.4	NM	7.6
BANGCHAK PETROLE	Neutral	0.4	0.4	6.3	4.2
INDORAMA VENTURE	Underperform	0.9	0.7	78.8	16.5
PTT Oil and Retail Business	Underperform	1.4	1.4	16.5	15.4
PTO Energy	Underperform	1.5	1.4	12.8	10.9
AVERAGE		1.2	1.1	11.6	13.1

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญ ทางการเงิน

สิ้นสุด 31 ส.ค.	2565	2566	2567	2568F	2569F
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	32,668	19,443	9,959	8,154	10,745
Norm Profit (ล้านบาท)	27,867	21,819	11,538	8,154	10,745
EPS (บาท)	16.01	9.53	4.88	4.00	5.27
PER (เท่า)	2.3	3.8	7.4	9.1	6.9
DPS (บาท)	3.70	3.40	1.90	1.90	1.90
Dividend Yield (%)	10.2	9.4	5.2	5.2	5.2
PBV (เท่า)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
EVEBITDA	4.4	6.6	9.4	9.7	8.1
ROE (%)	23.6	12.1	6.1	4.9	6.2

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

ESG Assessment

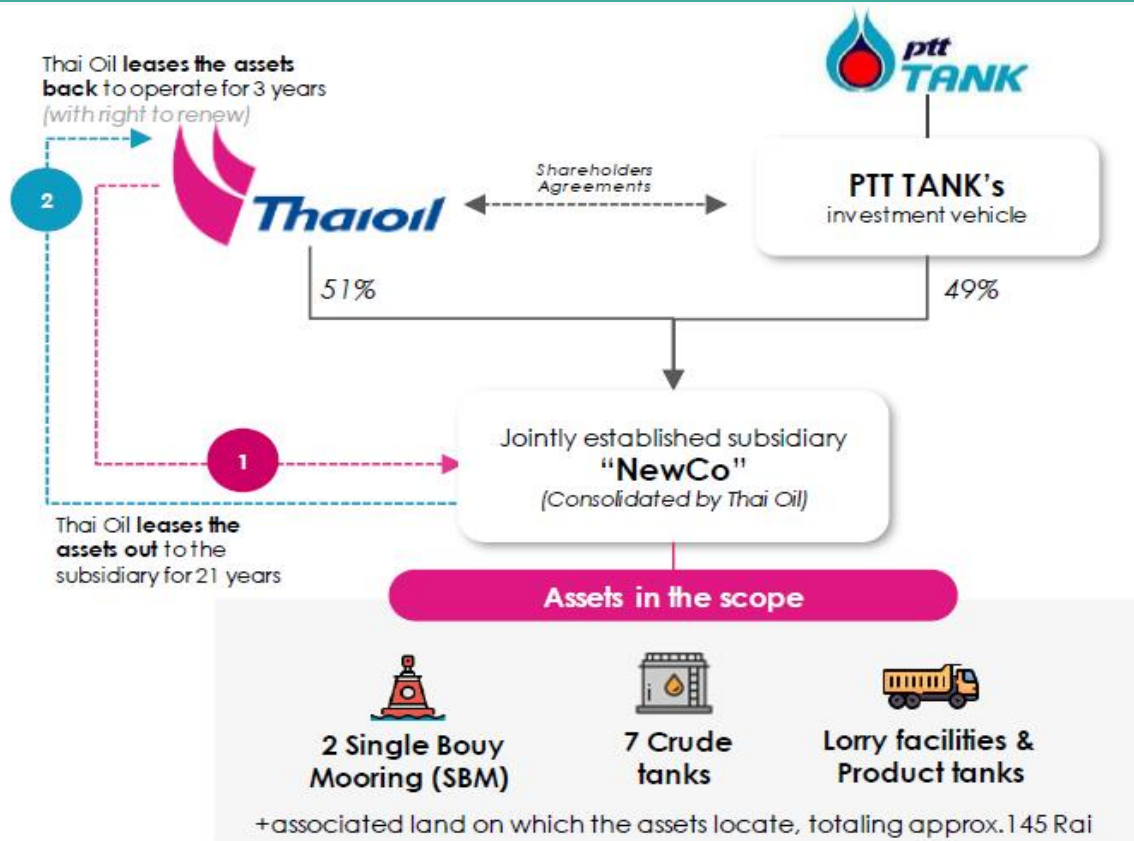
SET ESG Ratings	AAA
CG Score	ดีเลิศ
Anti-corruption ที่ผ่านการรับรอง	yes

ที่มา : SET

คำเตือน

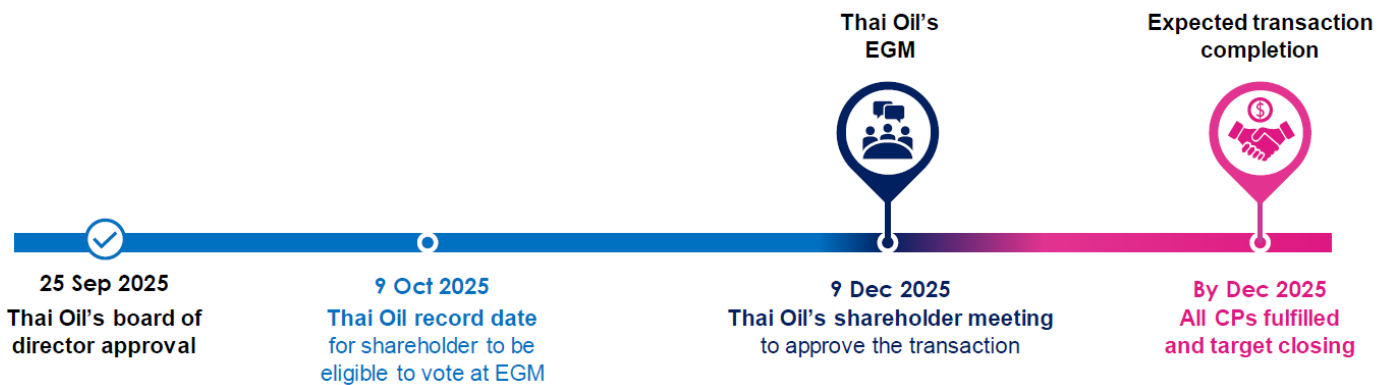
การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน

TRANSACTION STRUCTURE: LEASE & LEASE BACK OF TOP'S ASSETS



ที่มา : TOP

กรอบเวลาในการดำเนินการ



ที่มา : TOP

การดำเนินการด้าน ESG ของ TOP

Environment (E): ยกระดับการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลก โดยกำหนดเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% จากปีฐาน 2569 ภายในปี 2578 เพื่อบูรณาการเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 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 พันธุ์ 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

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 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	463,641	468,965	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	436,164	450,010	445,131	446,777	กำไรสุทธิ	24,257	12,264	8,154	10,745
กำไรขั้นต้น	33,080	16,767	18,510	22,188	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	(40)	(784)
รายได้อื่น	1,339	3,142	-	-	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	37,143	23,354	21,982	26,519
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	24,257	12,264	10,843	14,240					
ภาษีเงินได้	4,672	2,283	2,674	3,328	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	21,819	11,538	8,154	10,745	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	8,154	10,745					
EPS	9.53	4.88	4.00	5.27	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
การเติบโตของยอดขาย	-11.4%	-0.5%	-0.7%	1.1%	เพิ่ม/ลด เงินกู้	6,012	7,054	10,000	10,000
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-40.5%	-48.8%	-18.1%	31.8%	ลด จ่ายปันผล	(5,268)	(8,852)	(3,876)	(3,876)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	7.0%	3.6%	4.0%	4.7%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(23,072)	(24,627)	(4,415)	(5,625)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.1%	2.1%	1.8%	2.3%					
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(14,676)	719	(3,040)	(2,915)
					กระแสเงินสด ณ สิ้นงวด	28,432	29,043	26,003	23,088
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)									
	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68					
ยอดขาย	111,189	112,536	106,788	99,440	งบดุล (ล้านบาท)				
ต้นทุนขาย	116,804	107,178	101,633	99,295	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
กำไรขั้นต้น	(5,615)	5,359	5,155	144	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	28,432	29,042	26,003	23,088
ค่าใช้จ่ายในการขาย	966	1,132	812	1,022	ลูกหนี้การค้า	31,154	27,601	27,899	28,165
ดอกเบี้ยจ่าย	(1,011)	(986)	(969)	(982)	สินค้าคงเหลือ	52,656	-	46,781	44,237
รายได้อื่น	530	424	797	3,088	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	4,207	42,527	2,479	3,014
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(5,291)	3,470	4,399	6,797	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	218,618	224,153	228,970	230,147
ภาษีเงินได้	1,057	(723)	(883)	(292)	สินทรัพย์รวม	419,993	409,010	413,202	405,650
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	(6,083)	2,633	2,593	(832)					
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	1,645	(487)	80	(384)	เจ้าหนี้การค้า	54,095	55,277	48,103	45,025
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	16	19	(12)	(30)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	7,509	7,491	22,478	20,647
กำไรสุทธิ	(4,218)	2,767	3,504	6,476	หนี้สินรวม	251,681	242,826	239,034	225,768
การเติบโตของยอดขาย	-10.0%	1.2%	-5.1%	-6.9%					
การเติบโตของกำไรสุทธิ	n.m	n.m	26.6%	84.8%	ทุนที่ชำระแล้ว	22,338	22,338	22,324	22,325
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	-5.1%	4.8%	4.8%	0.1%	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	10,699	10,699	2,457	2,458
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	-3.8%	2.5%	3.3%	6.5%	กำไรสะสม	141,288	142,424	144,225	148,616
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	168,312	166,185	174,168	179,882
					หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	419,993	409,010	413,202	405,650
อัตราส่วนทางการเงิน									
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.71	1.66	1.91	2.05	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2566	2567	2568F	2569F
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.05	0.05	0.05	0.05	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	34.97	33.00	33.00	33.00
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.07	0.07	0.07	0.07	Nameplate Capacity (KBD)	275	275	275	275
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	0.04	0.04	0.04	0.04	Utilization rate (%)	112%	110%	103%	110%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.50	1.46	1.37	1.26	GRM (US\$/Barrel)	8.5	5.2	5.5	5.5
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	4.5%	2.4%	2.0%	2.6%	GIM (US\$/Barrel)	10.0	7.2	7.5	7.5
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	11.9%	6.0%	4.8%	6.1%					

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส