

SYNOPSIS

TOP

Neutral

งบ 3Q68 ย่ำแย่ตามแผน shutdown แต่ 4Q68 จะฟื้นปกติ

Flash Points

- TOP รายงานกำไรสุทธิ 3Q68 เท่ากับ 2.1 พันล้านบาท ลดลง 66.8% qoq ไกลเคียงคาด ถูกกดดันหลักจากผลการดำเนินงานปกติที่ในงวดนี้ถึงขั้นเผชิญผลขาดทุนจากแผนการหยุดซ่อมโรงกลั่นและโรงงานอะโรมาติกส์ รวมถึงในส่วนของรายการพิเศษในงวดนี้สุทธิแล้วเป็นกำไรพิเศษรวมที่ลดลง โดยหลักในงวดนี้มีเพียงบันทึกกลับเป็นกำไรจาก สต็อกน้ำมันรวม NRV ที่ 1.6 พันล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่ขาดทุนสต็อกที่ 4.7 พันล้านบาท และบันทึกกลับเป็นกำไรจาก Fx 321 ล้านบาท จากขาดทุน Fx 384 ล้านบาท ในงวดก่อนหน้าถึงแม้กำไรจากการซื้อคืนหุ้นกู้คืนจะลดลงมาอยู่ที่ 1.4 จาก 2.5 พันล้านบาท และในงวดนี้ไม่มีบันทึกกำไรพิเศษจาก CAP สูงเช่นในงวดก่อนหน้า
- หากมาพิจารณาเฉพาะผลการดำเนินงานปกติ 3Q68 พบว่าเผชิญกับผลขาดทุนปกติ 805 ล้านบาท จากงวดก่อนหน้าที่เป็นกำไรจากการดำเนินงานปกติที่ 2.9 พันล้านบาท ถูกกดดันหลักจากธุรกิจโรงกลั่น และอะโรมาติกส์ที่มีผลการดำเนินงานย่ำแย่ลงจากงวดก่อนหน้า เนื่องจากการหยุดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ของหน่วยกลั่นหลัก CDU3 เป็นระยะเวลา 30 วัน และแผนหยุดซ่อมบำรุงของโรงงานอะโรมาติกส์เป็นระยะเวลา 45 วัน รวมถึง Market GRM ลดลงมาอยู่ที่ 3.5 จาก 5.2 เหรียญต่อบาร์เรล และส่วนแบ่งจากธุรกิจอะโรมาติกส์และ LAB ที่ลดลงมาอยู่ที่ 0.5 จาก 0.8 เหรียญต่อบาร์เรล ขณะที่ส่วนแบ่งจากน้ำมันหล่อลื่น TLB เพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 1.1 จาก 1.0 เหรียญต่อบาร์เรล

Impact Insight

- โดยรวมแล้วส่งผลให้ผลการดำเนินงานปกติงวด 9M68 เป็นกำไรอยู่ที่ 3.8 พันล้านบาท ลดลง 58.2% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน และคิดเป็น 46% ของประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2568 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ ขณะที่กำไรสุทธิงวด 9M68 เท่ากับ 1.2 หมื่นล้านบาท ลดลง 68.6% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน
- เบื้องต้นฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการปี 2568 ลุ้นงบ 4Q68 กลับมาอยู่ในภาวะปกติ และหวังผลบวกจากทิศทางค่าการกลั่นในปัจจุบันที่ปรับตัวขึ้นไปอยู่ในระดับ 6-7 เหรียญต่อบาร์เรล ได้รับผลบวกจากความต้องการใช้ที่ฟื้นตัวในช่วงฤดูกลางเทศกาลปลายปี และฤดูหนาว และการกลับมาเดินเครื่องปกติหลังจากหยุดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ไปในงวด 3Q68

Execution

- ประเมินมูลค่าพื้นฐานสิ้นปี 2569 ที่ 42.50 บาทต่อหุ้น ยังคงคำแนะนำ Neutral ในภาพรวมให้น้ำหนักไปที่ทิศทางค่าการกลั่นที่จะได้รับผลบวกจากช่วงฤดูหนาว และฤดูกาลเทศกาล อีกทั้งยังเป็นบริษัทที่ให้อัตราผลตอบแทนปันผลในระดับที่ดีกว่า 5% ต่อปี

Technical Chart



แนวโน้มราคา : Sideways

แนวรับ : 33.25 บาท

แนวต้าน : 37.50 บาท

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

จัดทำโดย : นลินรัตน์ กิตติคำพลรัตน์
นักวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานด้านตลาดทุน
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350



ราคาปัจจุบัน (บาท)	34.50
ราคาเป้าหมาย (บาท)	42.50
Upside (%)	23.18
Dividend yield (%)	5.51

Consensus Analysis

EPS (บาท)	ASPS	IAA Cons	% diff
2568F	4.00	5.55	-28%
2569F	5.27	5.15	2%

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

Global Peers

Company	REC/BB	PBV		PER	
		2568F	2569F	2568F	2569F
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 CRP	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
FREEMPORT-MCMORAN	3.00	3.7	2.8	50.2	11.1
UK					
ROYAL DUTCH SH-A	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 Pci	Outperform	0.8	0.8	11.5	9.7
PTT EXPL & PROD	Neutral	0.8	0.7	7.2	6.9
PTT Global Chemical	Underperform	0.4	0.4	NM	44.9
THAI OIL PCL	Neutral	0.4	0.4	8.6	6.6
IRPC PCL	Underperform	0.3	0.3	NM	6.4
BANGCHAK PETROLE	Neutral	0.4	0.4	6.0	4.7
INDORAMA VENTURE	Underperform	0.7	0.6	NM	12.9
PTT Oil and Retail Business	Outperform	1.5	1.4	14.3	13.6
PTG Energy	Outperform	1.2	1.2	10.7	9.2
AVERAGE		1.1	1.1	11.1	12.9

ที่มา : Bloomberg

ประมาณการตัวเลขสำคัญทางการเงิน

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)	2.2	3.6	7.1	8.6	6.6
DPS (บาท)	3.70	3.40	1.90	1.90	1.90
Dividend Yield (%)	10.7	9.9	5.5	5.5	5.5
PBV (เท่า)	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4
EV/EBITDA	4.3	6.5	9.2	9.5	8.0
ROE (%)	23.6	12.1	6.1	4.8	6.0

ที่มา : สายงานวิจัย บล.เอเซียพลัส

ESG Assessment

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

ที่มา : SET

คำเตือน

การลงทุนมีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูล และทำความเข้าใจลักษณะสินค้า เงื่อนไขผลตอบแทนและความเสี่ยง ก่อนตัดสินใจลงทุน

การดำเนินการด้าน ESG ของ TOP

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

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

ผลการดำเนินงานงวด 3Q68

	3Q66	4Q66	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68	%YQoQ	%YoY	9M68	9M67	%YoY
ยอดขาย	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189	112,536	106,788	99,440	80,098	-19.5%	-28.0%	286,326	354,241	-19.2%
ต้นทุนขาย	104,026	116,121	109,788	116,241	116,804	107,178	101,633	99,295	77,927	-21.5%	-33.3%	278,856	342,832	-18.7%
กำไรขั้นต้น	20,180	3,436	9,744	7,279	-5,615	5,359	5,155	144	2,171	1407.2%	-138.7%	7,470	11,408	-34.5%
EBIT	14,600	4,720	8,412	7,729	-4,280	4,456	5,368	7,779	3,463	-55.5%	-180.9%	16,610	11,860	40.0%
กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน	-517	1,175	-871	-234	1,645	-487	80	-384	321	-183.8%	-80.5%	17	540	-96.8%
ภาษีเงินได้	-2,680	-710	-1,464	-1,154	1,057	-723	-883	-292	-498	70.6%	-147.1%	-1,673	-1,561	7.2%
กำไรสุทธิ	10,828	2,944	5,863	5,547	-4,218	2,767	3,504	6,476	2,147	-66.8%	-150.9%	12,126	7,192	68.6%
Norm Profit	8,563	3,938	6,565	2,517	-102	2,557	1,665	2,898	-805	n.m.	n.m.	3,758	8,981	-58.2%
EPS (บาท)	5.31	1.44	2.87	2.72	-2.07	1.36	1.72	3.17	1.05	-66.8%	-150.9%	5.94	3.53	68.6%
Norm EPS (บาท)	4.20	1.93	3.22	1.23	-0.05	1.25	0.82	1.42	-0.39	n.m.	n.m.	1.84	4.40	-58.2%
Gross margin	16.2%	2.9%	8.2%	5.9%	-5.1%	4.8%	4.8%	0.1%	2.7%			2.6%	3.2%	
Net profit margin	8.7%	2.5%	4.9%	4.5%	-3.8%	2.5%	3.3%	6.5%	2.7%			4.2%	2.0%	

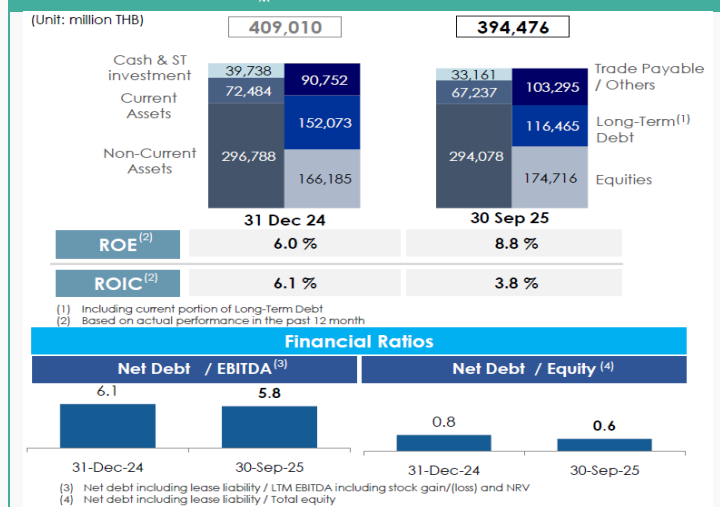
ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส

Petroleum and Petrochemical Spread

	Unit	WEEKLY			MONTHLY			QUARTERLY		
		13 Oct-17 Oct 25	6 Oct-10 Oct 25	Change (+/-)	Oct-25 (TD)	Sep-25	Change (+/-)	Q4-25 (TD)	Q3-25	Change (+/-)
Crude										
Dubai	\$/bbl	62.45	65.69	-3.24	64.40	70.01	-5.61	64.40	70.09	-5.68
Petroleum Product Spreads										
Local LPG*-D8	\$/bbl	-20.31	-22.60	2.29	-20.93	-24.54	3.61	-20.93	-24.30	3.37
ULG95-D8	\$/bbl	15.97	13.55	2.43	14.29	11.55	2.75	14.29	10.34	3.95
Jet-D8	\$/bbl	22.20	20.89	1.31	21.51	17.03	4.49	21.51	16.07	5.44
Diesel (Gasoil 10ppm) - D8	\$/bbl	22.71	22.68	0.03	22.93	19.07	3.86	22.93	18.69	4.24
LSFO** - D8	\$/bbl	0.04	0.87	-0.83	0.80	-1.67	2.48	0.80	0.57	0.23
HSFO-D8	\$/bbl	-4.21	-3.80	-0.41	-3.94	-6.18	2.23	-3.94	-5.53	1.59
Aromatic Spreads										
PX CFR Taiwan-ULG95	\$/ton	118.60	130.18	-11.58	126.73	134.10	-7.37	126.73	155.59	-28.86
BI FOB Korea-ULG95	\$/ton	9.40	21.66	-12.26	19.04	20.17	-1.13	19.04	41.52	-22.48
TOL FOB Korea-ULG95	\$/ton	-38.40	-23.52	-14.48	-27.00	-31.89	4.89	-27.00	-14.11	-12.89
LAB CFR SEA Spread	\$/ton	753.37	734.46	18.91	741.22	725.23	15.98	840.07	827.86	12.21
Lube Base Spreads										
500SN Ex-tank Singapore-HSFO	\$/ton	625.15	611.96	13.19	619.40	627.77	-8.36	619.40	646.78	-27.37
Bitumen FOB Singapore-HSFO	\$/ton	29.95	6.96	22.99	17.00	8.39	8.61	17.00	14.40	2.61
Freight rate ***	\$/bbl	2.34	1.85	0.49	2.08	2.16	-0.09	2.08	1.60	0.48

ที่มา : TOP

ฐานะการเงินของ TOP



ที่มา : TOP

ประเด็นความเสี่ยงที่สำคัญ

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

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชีย พลัส

ประมาณการผลการดำเนินงานปี 2568-2570 ของ TOP

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
ยอดขาย	466,777	463,641	468,965	475,910	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	450,010	445,131	446,777	452,081	กำไรสุทธิ	12,264	8,154	10,745	11,899
กำไรขั้นต้น	16,767	18,510	22,188	23,828	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	8,106	7,640	7,854	8,010
ค่าใช้จ่ายในการขาย	4,182	3,521	3,874	3,654	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	220	-	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	4,052	4,014	4,250	4,338	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	16,001	(40)	(784)	(198)
รายได้อื่น	3,142	-	-	-	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	23,354	21,982	26,519	28,165
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	12,264	10,843	14,240	15,666					
ภาษีเงินได้	2,283	2,674	3,328	3,601	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	11,538	8,154	10,745	11,899	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	-	-	-	-
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	52	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(8,955)	(8,567)	(3,024)	(5,863)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(22)	(15)	(167)	(166)	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(14,009)	(20,567)	(23,024)	(20,863)
กำไรสุทธิ	9,959	8,154	10,745	11,899					
EPS	4.88	4.00	5.27	5.83	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
การเติบโตของยอดขาย	-0.5%	-0.7%	1.1%	1.5%	เพิ่ม/ลด เงินกู้	7,054	10,000	10,000	5,000
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-48.8%	-18.1%	31.8%	10.7%	ลด จ่ายปันผล	(8,852)	(3,876)	(3,876)	(3,876)
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	3.6%	4.0%	4.7%	5.0%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(24,627)	(4,415)	(5,625)	(11,510)
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.1%	1.8%	2.3%	2.5%					
					เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	719	(3,040)	(2,915)	(4,407)
					กระแสเงินสด ณ สิ้นงวด	29,043	26,003	23,088	18,681
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)									
	4Q67	1Q68	2Q68	3Q68					
ยอดขาย	112,536	106,788	99,440	80,098	งบดุล (ล้านบาท)				
ต้นทุนขาย	107,178	101,633	99,295	77,927	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
กำไรขั้นต้น	5,359	5,155	144	2,171	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	29,042	26,003	23,088	18,681
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,132	812	1,022	831	ลูกหนี้การค้า	27,601	27,899	28,165	28,513
ดอกเบี้ยจ่าย	(986)	(969)	(982)	(835)	สินค้าคงเหลือ	-	46,781	44,237	50,114
รายได้อื่น	424	797	3,088	1,895	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	42,527	2,479	3,014	4,006
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,470	4,399	6,797	2,627	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	224,153	228,970	230,147	238,047
ภาษีเงินได้	(723)	(883)	(292)	(498)	สินทรัพย์รวม	409,010	413,202	405,650	424,934
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	2,633	2,593	(832)	462					
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	(487)	80	(384)	321	เจ้าหนี้การค้า	55,277	48,103	45,025	50,321
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	19	(12)	(30)	17	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	7,491	18,772	17,026	17,131
กำไรสุทธิ	2,767	3,504	6,476	2,147	หนี้สินรวม	242,826	235,328	222,147	238,005
การเติบโตของยอดขาย	1.2%	-5.1%	-6.9%	-19.5%					
การเติบโตของกำไรสุทธิ	n.m	26.6%	84.8%	-66.8%	ทุนที่ชำระแล้ว	22,338	22,338	22,338	22,338
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	4.8%	4.8%	0.1%	2.7%	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	10,699	10,699	10,699	10,699
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.5%	3.3%	6.5%	2.7%	กำไรสะสม	142,424	144,142	148,451	151,874
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	166,185	177,874	183,503	186,928
					หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	409,010	413,202	405,650	424,934
อัตราส่วนทางการเงิน									
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.66	1.91	2.05	1.94	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2567	2568F	2569F	2570F
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.05	0.05	0.05	0.05	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	33.00	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 (%)	110%	103%	110%	111%
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.46	1.32	1.21	1.27	GRM (US\$/Barrel)	5.2	5.0	5.5	5.5
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	2.4%	2.0%	2.6%	2.9%	GIM (US\$/Barrel)	7.2	7.0	7.5	7.5
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	6.0%	4.7%	5.9%	6.4%					

ที่มา : รายงานวิจัย บล.เอเชียพลัส