

4Q67: พันตัว QoQ; ดีกว่าคาด

TOP รายงานกำไรสุทธิ 2.8 พันลบ. ใน 4Q67 สูงกว่าที่ตลาดและ INVX คาดการณ์ไว้ การฟื้นตัวของผลประกอบการใน 4Q67 ได้แรงหนุนจาก market GRM ที่แข็งแกร่งขึ้น ซึ่งช่วยหนุนให้กำไรจากการดำเนินงานสุทธิปรับตัวเพิ่มขึ้น 188% QoQ มาอยู่ที่ 3.4 พันลบ. ขาดทุนสต็อกที่ลดลงมาอยู่ที่ 2 พันลบ. (US\$2.1/bbl) ลดลงจาก 5.4 พันลบ. (US\$5.4/bbl) ใน 3Q67 ที่ช่วยสนับสนุนกำไรใน 4Q67 ด้วยเช่นกัน กำไรสุทธิปี 2567 อยู่ที่ 1.0 หมื่นลบ. ลดลง 49% เนื่องจาก market GIM อยู่ในระดับต่ำเพียง US\$7/bbl (-29%) และขาดทุนสต็อกมากขึ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2568 จะเพิ่มขึ้น 20% โดยได้แรงหนุนจากขาดทุนสต็อกที่ลดลงและ market GIM ที่เพิ่มขึ้น แม้ว่าจะมีการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่หน่วย CDU ขนาดใหญ่ที่สุดเป็นเวลา 30 วันใน 3Q68 เราปรับราคาเป้าหมาย (สิ้นปี 2568) ของ TOP ลดลงจาก 31 บาท มาอยู่ที่ 28 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV (ปี 2568) ที่ 0.4 เท่า และคงคำแนะนำ NEUTRAL แม้ว่าราคาหุ้นปรับตัวลดลงในระยะหลังนี้ เราเชื่อว่าตลาดมีแนวโน้มที่จะยังคงทำกำไรระยะยาวต่อไปจนกว่าโครงการ CFP จะกลับมาเดินหน้าตามปกติและกำหนดวันเริ่มดำเนินการมีความชัดเจนมากขึ้น

อัตราการใช้กำลังการผลิตโรงกลั่นน้ำดิบ QoQ TOP ยังคงใช้อัตราการใช้กำลังการผลิตสูงสุดอย่างต่อเนื่องใน 4Q67 ที่ 113% (ทรงตัว QoQ) เพื่อให้ได้รับประโยชน์จาก market GRM ที่ปรับตัวดีขึ้น ดังนั้นปริมาณน้ำมันดิบนำเข้าเข้ากลั่นทั้งหมดจึงยังอยู่ในระดับสูงที่ 314,000 บาร์เรล/วัน แม้ว่าจุดขนถ่ายน้ำมันดิบหลักบริเวณทุ่งผุ่เรือกลางทะเล หมายเลข 2 (SBM-2) ยังคงปิดใช้งาน ผู้บริหารมั่นใจว่า SBM-2 จะกลับมาเปิดใช้งานได้ตามปกติในอีกไม่กี่วันข้างหน้า อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงนี้ช่วยให้ต้นทุนต่อหน่วยยังอยู่ในระดับต่ำใน 4Q67 ที่ US\$2.5/bbl แม้ว่าจะเพิ่มขึ้น 32% QoQ จากการปรับต้นทุนในไตรมาสสุดท้ายของปี

GIM ที่สูงขึ้นได้แรงหนุนจากรัฐกิจโรงกลั่นน้ำมัน Market GIM ที่ US\$7.1/bbl เพิ่มขึ้น 32% QoQ โดยได้แรงหนุนจาก GRM (+38% QoQ) และมาร์จิ้นของธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน (+120% QoQ) ที่ปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่มาร์จิ้นของธุรกิจจะรวมติดลบ 17% QoQ เพราะส่วนต่าง PX อ่อนแอ (-36% QoQ) ขาดทุนสต็อกที่ลดลงมาอยู่ที่ US\$2.1/bbl (เทียบกับ US\$5.4/bbl ใน 3Q67) ช่วยให้ accounting GIM ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมากจากศูนย์ มาอยู่ที่ US\$5/bbl ซึ่งสูงกว่าต้นทุนเงินสดที่ US\$3.1/bbl ซึ่งประกอบด้วย OPEX ที่ US\$2.5/bbl และต้นทุนทางการเงินที่ US\$0.6/bbl

ส่วนแบ่งขาดทุนจาก CAP และธุรกิจเอทานอลเพิ่มขึ้น ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจอื่นๆ เพิ่มขึ้น 9.5% QoQ โดยส่วนใหญ่เกิดจากรัฐกิจผลิตไฟฟ้าและธุรกิจสารก่อกวน ในขณะที่ยังคงโอเลฟินส์ (CAP) และธุรกิจเอทานอลยังคงรายงานขาดทุนต่อเนื่องใน 4Q67

แนวโน้ม 1Q68 ยังไม่แน่นอน แม้ว่าสภาพอากาศจะหนาวเย็นผิดปกติใน 1Q68 แต่ Singapore GRM เฉลี่ย YTD ลดลง 51% มาอยู่ที่ US\$2.46/bbl เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีสำหรับไตรมาสแรก US\$5.37/bbl ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงราคาน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นและรวดเร็วเนื่องจากตลาดกังวลว่าการคว่ำบาตรน้ำมันจากรัสเซียและอิหร่านจะทำให้ขนส่งน้ำมันได้ยากขึ้น ขณะที่การปรับราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปยังคงทำได้ค่อนข้างช้า สถานการณ์ดีขึ้นเมื่อไม่นานมานี้ โดย GRM ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ >US\$4/bbl เราคาดว่า market GRM จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปเพื่อสะท้อนต้นทุนน้ำมันดิบที่สูงขึ้นและอุปสงค์ตามฤดูกาล เนื่องจาก sentiment ยังคงเป็นบวกโดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของ crack spread น้ำมันเบนซิน เราคาดว่า TOP จะคงอัตราการใช้กำลังการผลิตไว้ที่ระดับสูงสุดใน 1Q68 ที่ 112-113% แม้ว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตตลอดทั้งปี 2568 อาจจะปรับลดลงมาอยู่ที่ 107-108% จากการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนของ CDU-3 (180,000 บาร์เรล/วัน) ใน 3Q68 โดยการหยุดซ่อมบำรุงครั้งก่อนเกิดขึ้นในปี 2562

ปรับราคาเป้าหมายลดลงมาอยู่ที่ 28 บาท; คงคำแนะนำ NEUTRAL เราปรับราคาเป้าหมาย (สิ้นปี 2568) ของ TOP ลดลงจาก 31 บาท มาอยู่ที่ 28 บาท/หุ้น โดยอิงกับอัตราส่วน -2SD PBV ที่ 0.4 เท่า ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA (ปี 2568) ที่ 9.2 เท่า TOP ยังขาดปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น ในขณะที่ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องจากความล่าช้าและเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นของโครงการ CFP จะทำให้นักลงทุนให้ความสนใจต่อ TOP ลดน้อยลง เรามองว่าความไม่แน่นอนของโครงการ CFP จะเป็นปัจจัยกดดันราคาหุ้น TOP ในระยะสั้น ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ NEUTRAL

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: ราคาน้ำมันและ GRM ผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนสินค้าคงเหลือ และอุปสงค์ผลิตภัณฑ์จะรวมติดลบที่ลดลง ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ โอกาสที่จะเกิดความล่าช้าในการเริ่มดำเนินโครงการ CFP และเงินลงทุนสูงกว่าที่ประเมินไว้ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	469,244	466,777	413,541	422,213	392,064
EBITDA	(Btmn)	37,359	20,999	23,200	28,373	31,586
Core profit	(Btmn)	22,080	8,412	10,146	13,976	16,443
Reported profit	(Btmn)	19,443	9,959	10,146	13,976	16,443
Core EPS	(Bt)	9.88	3.77	4.54	6.26	7.36
DPS	(Bt)	3.40	1.90	2.00	2.20	2.60
P/E, core	(x)	2.5	6.5	5.4	3.9	3.3
EPS growth, core	(%)	(34.2)	(61.9)	20.6	37.8	17.7
P/BV, core	(x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	13.5	5.0	6.0	7.8	8.7
Dividend yield	(%)	13.8	7.7	8.1	8.9	10.6
EV/EBITDA	(x)	4.9	8.1	8.8	8.4	7.5

Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลเชิงลึกในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Tactical: NEUTRAL
(3-month)

Stock data	
Last close (Feb 14) (Bt)	24.60
Target price (Bt)	28.00
Mkt cap (Btbn)	54.95

12-m high / low (Bt)	60.8 / 23.1
Avg. daily 6m (US\$m)	16.61
Foreign limit / actual (%)	40 / 13
Free float (%)	52.0
Outstanding Short Position (%)	1.59

Share price performance			
(%)	1M	3M	12M
Absolute	(8.0)	(38.5)	(57.2)
Relative to SET	(2.2)	(30.3)	(53.3)

INVX core earnings vs consensus		
Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	12,524	13,400
INVX vs Consensus (%)	(19.0)	4.3

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 1Q25 core earnings	Down	Down

2024 Sustainability/2023 ESG Score

SET ESG Ratings	AAA
-----------------	-----

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	6.25	2/62
Environmental Score and Rank	5.59	3/62
Social Score and Rank	8.43	1/62
Governance Score and Rank	5.38	8/62

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.t@innovestx.co.th

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับไทม์ไลน์ที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score 6.25(2023)		CG Rating DJSI SETESG SET ESG Ratings				
Rank in Sector	2/62	TOP	5	Yes	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2567 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2593 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2603
- TOP สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการผลิตลงได้ (28,003 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน 23 โครงการ)
- ชุมชนท้องถิ่นไม่มีการร้องเรียนเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในปี 2567
- TOP สามารถรักษาระดับประสิทธิภาพด้านพลังงานอยู่ในกลุ่ม 2nd quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2571 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP ลดลงจาก 95.85% ในปี 2565 สู่ 95.19% ในปี 2567 แต่ยังสูงกว่าเป้าหมายที่ $\geq 85\%$ สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มมากขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะเดียวกันก็รองรับเส้นทางของธุรกิจในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว
- TOP ยังคงมีการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของพนักงาน โดยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานของผู้ปฏิบัติงานทั้งหมด (TRIR) ลดลงจาก 0.34 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานในปี 2565 เป็น 0.32 ในปี 2566 แต่ยังสูงกว่าเป้าหมายที่ ≤ 0.30 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานเล็กน้อย ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรดีขึ้นจาก 89% ในปี 2565 เป็น 92% ในปี 2566 ในขณะที่อัตราการลาออกลดลงจาก 4.93% เป็น 3.62%
- TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น

ประเด็นด้านกบรรมการ (G)

- คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (93.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (53.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 4 คน (26.7% ของคณะกรรมการทั้งหมด)
- TOP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 16 ติดต่อกันในปี 2567
- เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2022	2023
ESG Financial Materiality Score	6.27	6.25
Environment Financial Materiality Score	5.51	5.59
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 (*000 metric tonnes)	3,264	3,380
Carbon per Unit of Production (metric tonnes)	0	—
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	8.35	8.43
Human Rights Policy	Yes	Yes
Women in Senior Management (%)	33	—
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Lost Time Incident Rate (per 100 contractors)	0.05	0.00
Employee Turnover (%)	4.97	3.62
Governance Financial Materiality Score	5.65	5.38
Board Size (persons)	14	14
Board Meeting Attendance (%)	99	100
Number of Women on Board (persons)	1	1
Number of Independent Directors (persons)	8	7
Board Duration (Years)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

D Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยอาศัยอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Total revenue	(Btmn)	247,913	345,496	529,589	469,244	466,777	413,541	422,213	392,064
Cost of goods sold	(Btmn)	255,300	319,555	481,137	436,164	450,010	395,889	399,176	366,133
Gross profit	(Btmn)	(7,387)	25,941	48,452	33,080	16,767	17,652	23,037	25,932
SG&A	(Btmn)	2,650	3,056	4,182	3,521	3,874	3,310	3,590	3,334
Other income	(Btmn)	1,115	530	863	1,339	2,008	2,109	2,214	2,325
Interest expense	(Btmn)	4,292	3,595	3,860	4,089	4,052	4,216	4,757	5,012
Pre-tax profit	(Btmn)	(13,214)	19,821	41,273	26,810	10,849	12,235	16,904	19,911
Corporate tax	(Btmn)	(647)	2,034	8,918	4,672	2,283	2,202	3,043	3,584
Equity a/c profits	(Btmn)	2,492	1,675	(513)	84	(132)	137	139	142
Minority interests	(Btmn)	(419)	(425)	(438)	(142)	(22)	(24)	(25)	(26)
Core profit	(Btmn)	(10,495)	19,037	31,404	22,080	8,412	10,146	13,976	16,443
Extra-ordinary items	(Btmn)	7,193	(6,459)	1,264	(2,637)	1,547	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	(3,301)	12,578	32,668	19,443	9,959	10,146	13,976	16,443
EBITDA	(Btmn)	(2,482)	30,309	52,014	37,359	20,999	23,200	28,373	31,586
Core EPS	(Btmn)	(5.14)	9.33	15.03	9.88	3.77	4.54	6.26	7.36
Net EPS	(Bt)	(1.62)	6.17	15.63	8.70	4.46	4.54	6.26	7.36
DPS	(Bt)	0.70	2.60	3.70	3.40	1.90	2.00	2.20	2.60

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	114,229	101,239	153,828	125,371	112,222	92,371	90,771	86,233
Total fixed assets	(Btmn)	191,958	260,905	290,753	294,621	296,789	325,831	354,349	365,449
Total assets	(Btmn)	306,188	362,144	444,581	419,993	409,010	418,202	445,120	451,682
Total loans	(Btmn)	140,904	182,765	173,751	163,117	154,798	176,021	197,245	195,968
Total current liabilities	(Btmn)	28,620	38,476	103,673	73,501	67,663	65,061	68,122	71,809
Total long-term liabilities	(Btmn)	157,449	200,574	182,250	178,180	175,162	179,691	194,238	185,782
Total liabilities	(Btmn)	186,069	239,050	285,923	251,681	242,826	244,752	262,360	257,591
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	120,118	123,094	158,657	168,312	166,185	173,450	182,760	194,091
BVPS	(Bt)	56.97	59.25	69.85	74.12	73.17	76.41	80.57	85.63

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	(10,495)	19,037	31,404	22,080	8,412	10,146	13,976	16,443
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,554	7,424	7,744	7,799	8,106	8,857	8,925	8,988
Operating cash flow	(Btmn)	4,979	11,543	43,182	27,619	39,247	6,043	9,146	26,084
Investing cash flow	(Btmn)	(47,490)	(43,337)	(9,049)	(19,692)	(14,009)	(27,205)	(37,443)	(20,088)
Financing cash flow	(Btmn)	20,575	8,245	(20,253)	(23,072)	(24,627)	18,343	16,557	(6,388)
Net cash flow	(Btmn)	(21,936)	(23,548)	13,880	(15,145)	611	(2,819)	(11,740)	(392)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Gross margin	(%)	(3.0)	7.5	9.1	7.0	3.6	4.3	5.5	6.6
Operating margin	(%)	(4.0)	6.6	8.4	6.3	2.8	3.5	4.6	5.8
EBITDA margin	(%)	(1.0)	8.8	9.8	8.0	4.5	5.6	6.7	8.1
EBIT margin	(%)	(4.0)	6.6	8.4	6.3	2.8	3.5	4.6	5.8
Net profit margin	(%)	(1.3)	3.6	6.2	4.1	2.1	2.5	3.3	4.2
ROE	(%)	(8.6)	15.7	22.3	13.5	5.0	6.0	7.8	8.7
ROA	(%)	(3.6)	5.7	7.8	5.1	2.0	2.5	3.2	3.7
Net D/E	(x)	0.6	1.2	0.8	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9
Interest coverage	(x)	(0.6)	8.4	13.5	9.1	5.2	5.5	6.0	6.3
Debt service coverage	(x)	(0.3)	3.5	2.0	2.2	1.8	2.2	1.5	1.2
Payout Ratio	(%)	(43.3)	42.2	23.7	39.1	42.6	44.0	35.2	35.3

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	42.2	69.2	96.3	82.1	79.6	73.0	68.0	63.0
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	2.4	5.5	13.4	10.0	7.1	8.1	9.1	9.2
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	180	177	124	198	200	200	250	250
Utilization rate - refinery	(%)	101.0	100.0	107.0	112.0	110.5	108.0	110.0	110.0
Utilization rate - petchem	(%)	71.0	87.0	71.0	73.0	85.0	85.0	85.0	85.0
FX	(Bt/US\$)	31.29	31.99	35.04	34.80	35.29	35.50	35.50	35.50

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Total revenue	(Btmn)	116,820	108,662	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189	112,536
Cost of goods sold	(Btmn)	110,292	105,725	104,026	116,121	109,788	116,241	116,804	107,178
Gross profit	(Btmn)	6,527	2,937	20,180	3,436	9,744	7,279	(5,615)	5,359
SG&A	(Btmn)	674	799	899	1,149	841	935	966	1,132
Other income	(Btmn)	314	300	403	322	614	644	530	221
Interest expense	(Btmn)	922	1,081	1,032	1,053	1,047	1,008	1,011	986
Pre-tax profit	(Btmn)	5,246	1,357	18,651	1,556	8,470	5,979	(7,062)	3,462
Corporate tax	(Btmn)	1,805	(523)	2,680	710	1,464	1,154	(1,057)	723
Equity a/c profits	(Btmn)	101	16	(49)	16	(124)	(40)	(30)	63
Minority interests	(Btmn)	(44)	(25)	(60)	(13)	(38)	(19)	16	19
Core profit	(Btmn)	3,497	1,872	15,862	850	6,845	4,765	(6,019)	2,821
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,057	(755)	(5,035)	2,095	(982)	781	1,801	(54)
Net Profit	(Btmn)	4,554	1,117	10,828	2,944	5,863	5,547	(4,218)	2,767
EBITDA	(Btmn)	7,758	4,074	21,222	4,305	10,848	8,473	(4,575)	6,253
Core EPS	(Btmn)	1.57	0.84	7.10	0.38	3.06	2.13	(2.69)	1.26
Net EPS	(Bt)	2.04	0.50	4.85	1.32	2.62	2.48	(1.89)	1.24

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Total current assets	(Btmn)	137,066	114,824	127,309	125,371	126,149	136,429	104,025	112,222
Total fixed assets	(Btmn)	291,505	292,131	294,898	294,621	302,208	299,817	296,754	296,789
Total assets	(Btmn)	428,571	406,956	422,207	419,993	428,357	436,246	400,779	409,010
Total loans	(Btmn)	160,587	167,379	170,342	163,117	168,988	165,580	151,349	154,798
Total current liabilities	(Btmn)	86,791	65,322	71,984	73,501	64,428	79,854	60,252	67,663
Total long-term liabilities	(Btmn)	178,963	185,788	187,172	178,180	190,372	186,221	172,587	175,162
Total liabilities	(Btmn)	265,754	251,111	259,156	251,681	254,800	266,075	232,839	242,826
Paid-up capital	(Btmn)	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	165,484	158,518	165,785	171,056	176,340	172,945	170,696	168,923
BVPS	(Btmn)	71.69	68.57	71.77	74.12	76.45	74.94	73.95	73.17

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Core Profit	(Btmn)	3,497	1,872	15,862	850	6,845	4,765	(6,019)	2,821
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,905	1,936	1,941	2,018	1,944	2,129	2,006	2,026
Operating cash flow	(Btmn)	20,138	(5,973)	5,753	7,701	8,454	20,735	(10,259)	20,316
Investing cash flow	(Btmn)	(4,068)	(4,206)	(7,194)	(4,224)	(1,363)	(6,807)	(1,580)	(4,258)
Financing cash flow	(Btmn)	(12,545)	(4,326)	(2,828)	(3,374)	(2,134)	(12,880)	(4,931)	(4,682)
Net cash flow	(Btmn)	3,525	(14,504)	(4,268)	102	4,956	1,048	(16,769)	11,376

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Gross margin	(%)	5.6	2.7	16.2	2.9	8.2	5.9	(5.1)	4.8
Operating margin	(%)	5.0	2.0	15.5	1.9	7.4	5.1	(5.9)	3.8
EBITDA margin	(%)	6.6	3.7	17.1	3.6	9.1	6.9	(4.1)	5.6
EBIT margin	(%)	5.0	2.0	15.5	1.9	7.4	5.1	(5.9)	3.8
Net profit margin	(%)	3.9	1.0	8.7	2.5	4.9	4.5	(3.8)	2.5
ROE	(%)	8.7	4.7	39.8	2.1	16.0	11.1	(14.2)	6.8
ROA	(%)	3.2	1.8	15.3	0.8	6.5	4.4	(5.8)	2.8
Net D/E	(x)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7
Interest coverage	(x)	8.4	3.8	20.6	4.1	10.4	8.4	(4.5)	6.3
Debt service coverage	(x)	2.0	1.0	5.2	1.0	4.0	3.1	(1.7)	2.1

Key Statistics

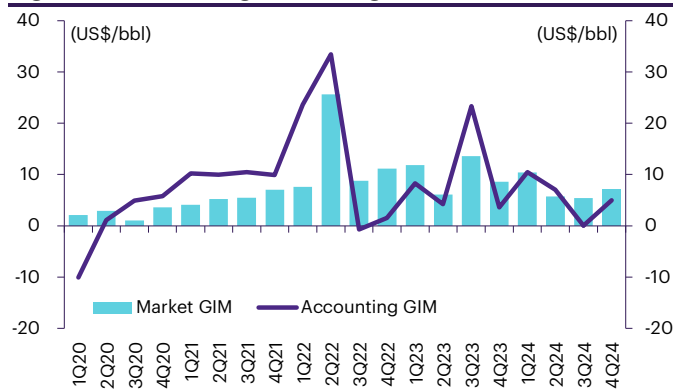
FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	80.32	77.78	86.74	83.55	81.29	85.25	78.31	73.60
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	11.8	6.1	13.6	8.6	10.4	5.7	5.4	7.1
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	193	228	175	198	184	203	182	117
Utilization rate - refinery	(%)	112	113	110	111	105	111	113	113
Utilization rate - petchem	(%)	67	71	74	79	76	80	83	80
FX	(Bt/US\$)	33.94	34.46	35.17	35.63	35.65	36.70	34.80	34.00

Figure 1: TOP – 4Q24 earnings review

	4Q23	3Q24	4Q24	%YoY	%QoQ	2023	2024	%YoY
P&L (Bt, mn)								
Total revenue	119,556	111,189	112,536	(5.9)	1.2	469,244	466,777	(0.5)
Gross profit	3,436	(5,615)	5,359	56.0	n.a.	33,080	16,767	(49.3)
EBITDA	4,305	(4,575)	6,253	45.3	n.a.	37,359	20,999	(43.8)
Profit before extra items	850	(6,019)	2,821	232.1	n.a.	22,080	8,412	(61.9)
Net Profit	2,944	(4,218)	2,767	(6.0)	n.a.	19,443	9,959	(48.8)
EPS (Bt)	1.32	(1.89)	1.24	(6.0)	n.a.	8.70	4.46	(48.8)
B/S (Bt, mn)								
Total assets	419,993	400,779	409,010	(2.6)	2.1	419,993	409,010	(2.6)
Total liabilities	251,681	232,839	242,826	(3.5)	4.3	251,681	242,826	(3.5)
Total equity	168,312	167,940	166,185	(1.3)	(1.0)	168,312	166,185	(1.3)
BVPS (Bt)	74.12	73.95	73.17	(1.3)	(1.1)	74.12	73.17	(1.3)
Financial ratio (%)								
Gross margin (%)	2.9	(5.1)	4.8	1.9	9.8	7.0	3.6	(3.5)
EBITDA margin (%)	3.6	(4.1)	5.6	2.0	9.7	8.0	4.5	(3.5)
Net profit margin (%)	2.5	(3.8)	2.5	(0.0)	6.3	4.1	2.1	(2.0)
ROA (%)	0.8	(5.8)	2.8	2.0	8.5	4.5	2.4	(2.1)
ROE (%)	2.1	(14.2)	6.8	4.7	21.0	11.9	6.0	(5.9)
D/E (X)	1.5	1.4	1.5	(3.4)	7.5	1.5	1.5	(3.4)

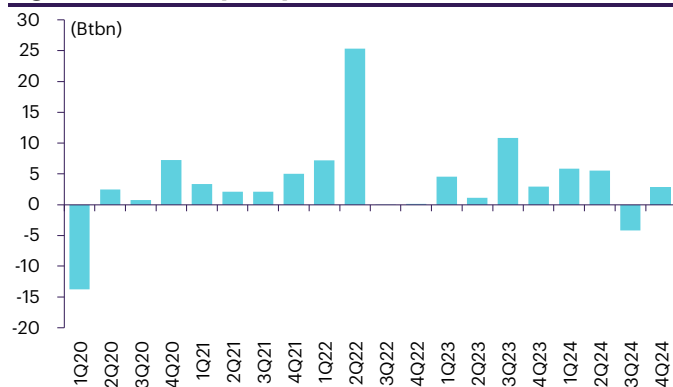
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 2: Gross integrated margin



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 4: Quarterly net profit



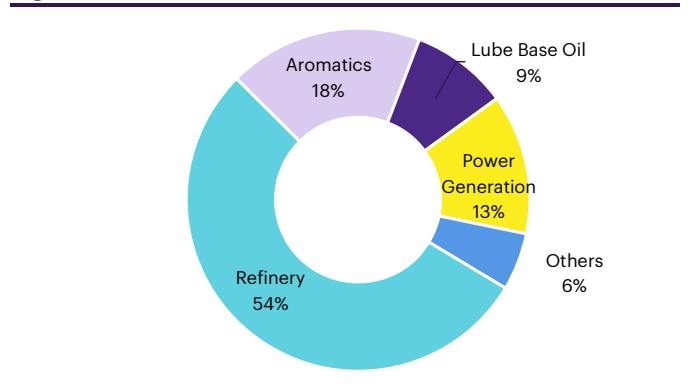
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 6: Valuation summary (price as of Feb 14, 2025)

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
		(Bt/Sh)	(Bt/Sh)	(%)	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
BCP	Outperform	38.00	44.0	22.0	n.m.	4.1	4.0	n.m.	n.m.	2	0.7	0.6	0.5	(1)	11	10	3.4	6.2	6.6	4.1	3.1	2.5
BSRC	Neutral	5.05	6.0	28.7	n.m.	5.4	3.7	n.m.	n.m.	45	0.6	0.6	0.5	(5)	11	15	2.0	9.9	13.9	21.9	5.3	3.6
IRPC	Underperform	1.02	1.0	(1.0)	n.m.	42.8	7.9	(58)	n.m.	444	0.3	0.3	0.3	(8)	1	4	1.0	1.0	5.9	24.2	6.8	4.8
OR	Outperform	12.40	16.4	35.9	19.9	12.7	11.1	(33)	57	14	1.4	1.3	1.2	7	10	11	3.2	3.6	4.0	6.8	6.1	5.1
PTT	Outperform	31.00	41.0	38.7	7.7	7.5	7.3	12	3	2	0.8	0.7	0.7	7	7	7	6.5	6.5	6.5	3.4	3.0	2.8
PTTEP	Outperform	126.00	164.0	37.3	6.4	7.3	7.7	(1)	(12)	(5)	1.0	0.9	0.8	15	12	11	7.6	7.1	7.1	1.9	2.4	2.6
SPRC	Outperform	5.10	6.6	35.3	4.9	5.8	4.7	n.m.	(15)	25	0.6	0.5	0.5	12	9	11	7.8	5.9	7.8	3.6	2.8	1.8
TOP	Neutral	24.60	28.0	22.0	6.5	5.4	3.9	(62)	21	38	0.3	0.3	0.3	5	6	8	7.7	8.1	8.9	8.1	8.8	8.4
Average					9.1	11.4	6.3	(28)	11	71	0.7	0.6	0.6	4	9	10	4.9	6.0	7.6	9.2	4.8	3.9

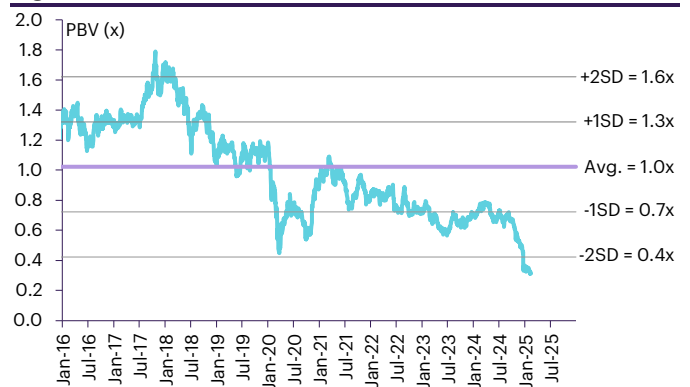
Source: InnovestX Research

Figure 3: EBITDA breakdown (2024)



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 5: TOP – PBV band



Source: TOP and InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในกรณีใดๆ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ขาว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ของสืบทอด ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

