

## กำไร 2Q24 ชะลอตัวเล็กน้อย

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่มูลค่าพื้นฐาน 75.00 บาท โดยคาดกำไรสุทธิ 2Q24 ที่ 5.1 พันล้านบาท (+357%YoY, -13%QoQ) หากหักกำไรพิเศษประมาณ 850 ล้านบาท ทำให้กำไรปกติอยู่ที่ 4.3 พันล้านบาท (+127%YoY, -38%QoQ) โดย TOP GIM 2Q24 คาดที่ 7.2 US\$/bbl (+71%YoY, -34%QoQ) ลดลงตามอุปทานโรงกลั่นในเอเชียและสหรัฐฯ ที่กลับมาดำเนินการปกติอีกครั้ง โดยแนวโน้มไตรมาสถัดไป Singapore GRM ปรับตัวขึ้น QoQ ตามฤดูกาลท่องเที่ยวของสหรัฐฯ (2Q24: 3.5 US\$/bbl, 3QTD :4 US\$/bbl) อีกทั้งกำลังการผลิตที่กลับเข้าสู่ปกติ หนุนกำไรไตรมาสถัดไป โดย ณ ราคาปัจจุบันคิดเป็น PBV'24 อยู่ที่ 0.7 เท่า หรือคิดเป็นระดับ -1SD ของค่าเฉลี่ย 10 ปี พร้อมทั้งอัตราเงินปันผลปี 24 ที่ 6.6%

## กำไร 2Q24 ชะลอจากธุรกิจโรงกลั่นหักล้างกับธุรกิจปิโตรเคมีที่ดีขึ้น

- คาดกำไรสุทธิ 2Q24 อยู่ที่ 5.1 พันล้านบาท (+357%YoY, -13%QoQ) โดยมีขาดทุนจากค่าเงิน 200 ล้านบาท แต่มีกำไรจากการทำ Bond Buy Back 950 ล้านบาท อีกทั้งกำไรจาก Hedging อีก 100 ล้านบาท สุทธิหากนับเฉพาะกำไรปกติอยู่ที่ 4.3 พันล้านบาท คิดเป็น 29% ของกำไรทั้งปี 24
- GIM 2Q24 อยู่ที่ 7.2 US\$/bbl (+71%YoY, -34%QoQ) มาจาก 1) ธุรกิจโรงกลั่น 3.9 US\$/bbl (-14%YoY, -58%QoQ) หลังจากโรงกลั่นที่สหรัฐฯ และเอเชียกลับมาดำเนินการอีกครั้ง กดดันค่าการกลั่นทั้งหมด 2) ธุรกิจ Aromatic 1.4 US\$/bbl (+56%YoY, +27%QoQ) ปรับตัวขึ้นทั้ง BZ, PX Spread ตามที่โรงปิโตรเคมีปิดซ่อมบำรุงในประเทศจีน 3) ธุรกิจ Lube 0.4 US\$/bbl (-50%YoY, 0%QoQ) เนื่องจาก Bitumen Spread ปรับตัวลดลง 4) กำไรสต็อกน้ำมัน 1.5 US\$/bbl (+10 US\$/bbl YoY, +5 US\$/bbl QoQ)
- ส่วนกำลังการผลิต 2Q24 ที่ 305 KBD (-2%YoY, 6%QoQ) กลับมาเริ่มดำเนินการอีกครั้งหลังจากมีการปิดซ่อมนอกแผนของโรงกลั่นหน่วยที่ 3 เป็นเวลา 13 วันในไตรมาสแรก

## แนวโน้มผลประกอบการปี 2024 และ 3Q24

ผลประกอบการทั้งปี 2024 คาด 1.47 หมื่นล้านบาท (-24%YoY) เนื่องจากปี 24 เกิดอุปทานส่วนเกินในอุตสาหกรรมโรงกลั่น กดดันค่าการกลั่น เราคาดว่า TOP GRM ในปี 24 ที่ 5.2 US\$/bbl (-42%YoY) ส่วนธุรกิจ Aromatic อยู่ที่ 1.2 US\$/bbl (+33%YoY) ปรับตัวดีขึ้นจากอุปสงค์ส่วนเกิน อย่างไรก็ตามปี 25 โครงการ CFP เป็นตัวแปรสำคัญที่สร้างเติบโตสำคัญ ส่วนในไตรมาส 3Q24 แนวโน้มไตรมาสถัดไป Singapore GRM ปรับตัวขึ้น QoQ ตามฤดูกาลท่องเที่ยวของสหรัฐฯ (2Q24: 3.5 US\$/bbl, 3QTD :4 US\$/bbl) และกำลังการผลิตที่กลับมาอยู่ในระดับปกติ หนุนกำไรไตรมาสถัดไป

## คงคำแนะนำ "ซื้อ"

มูลค่าพื้นฐาน 75 บาท คำนวณด้วย PBV ที่ 0.95x (-0.5SD) โดยเราคาดว่า การเข้าสู่ขาขึ้นของอุตสาหกรรมในปี 25 ทำให้มูลค่าหุ้นควรซื้อขายกันที่มูลค่ามากกว่าปัจจุบันที่ 0.7x PBV (-1SD) ต่ำกว่าอุตสาหกรรมที่ PBV 0.8x พร้อมทั้งอัตราเงินปันผลปี 24-25E ที่ 6.6%, 6.8% ตามลำดับ

## Sensitivity Analysis

- Brent -1US\$/bbl -> -0.2 bt/share
- Singapore GRM -1US\$/bbl -> -1.3 bt/share
- Delay CFP 6 Month -> 3 bt/share

## BUY

Fair price: Bt75.00

Upside (Downside): 42%

### Key Statistics

Bloomberg Ticker	TOP TB
Current Price (Bt)	53.00
Market Cap. (Bt m)	119,510
Shared Issued (mn)	2,234
Par Value (Bt)	10.00
52 Week High / Low (Bt)	60.75 / 44.00
Foreign Limit / Actual (%)	40.00 / 20.09
NVDR Shareholders (%)	10.43
Free Float (%)	51.98
Number of Retail Holders	35,518
Dividend Policy (%)	>25 of Net Profit
Industry	Resources
Sector	Energy & Utilities
2022 CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified

### Major Shareholders

PTT Public Company Ltd	45.03
Thai NVDR Company Ltd	12.98
Siam Management Holding	2.97
State Street Europe Ltd	2.96
South East Asia UK (Type C)	2.86

### Key Financial Summary

Year End Dec	2023A	2024E	2025E	2026E
Revenue (Bt m)	469,244	418,857	449,229	502,237
Net Profit (Bt m)	19,443	14,738	17,950	30,227
NP Growth (%)	-40	-24	22	68
EPS (Bt)	8.70	6.60	8.04	13.53
PER (x)	6.1	8.0	6.6	3.9
BPS (Bt)	75.3	78.5	83.0	92.9
PBV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6
DPS (Bt)	3.40	3.48	3.63	3.62
Div. Yield (%)	6.4	6.6	6.8	6.8
ROA (%)	4.6	3.3	4.0	6.8
ROE (%)	11.6	8.4	9.7	14.6

Source: Pi Estimated

Analyst: Aomsub Ngowsiri

Registration No. 127331

Email: Aomsub.ng@pi.financial

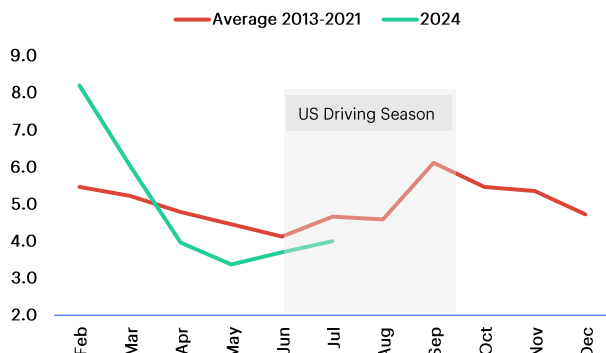
## Earnings Preview

(Bt m)	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	%QoQ	%YoY
Revenue	108,662	124,206	119,556	119,532	134,780	12.8	24.0
Cost of sales	(105,725)	(104,026)	(116,121)	(109,788)	(127,262)	15.9	20.4
<b>Gross profit</b>	<b>2,937</b>	<b>20,180</b>	<b>3,436</b>	<b>9,744</b>	<b>7,518</b>	<b>(22.8)</b>	<b>156.0</b>
SG&A	(799)	(899)	(1,149)	(841)	(943)	12.2	18.1
Other (exp)/inc	279	317	321	606	203	(66.6)	(27.5)
<b>EBIT</b>	<b>2,418</b>	<b>19,598</b>	<b>2,608</b>	<b>9,510</b>	<b>6,777</b>	<b>(28.7)</b>	<b>180.3</b>
Finance cost	(1,081)	(1,032)	(1,053)	(1,047)	(1,067)	1.9	(1.3)
Other inc/(exp)	20	86	1	7	145	1,855.8	609.5
<b>Earnings before taxes</b>	<b>1,357</b>	<b>18,651</b>	<b>1,556</b>	<b>8,470</b>	<b>5,855</b>	<b>(30.9)</b>	<b>331.6</b>
Income tax	523	(2,680)	(710)	(1,464)	(1,464)	-	(379.7)
<b>Earnings after taxes</b>	<b>1,880</b>	<b>15,972</b>	<b>846</b>	<b>7,007</b>	<b>4,391</b>	<b>(37.3)</b>	<b>133.6</b>
Equity income	16	(49)	16	(124)	(100)	(19.3)	N.M
Minority interest	(25)	(60)	(13)	(38)	(40)	4.7	62.7
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>1,872</b>	<b>15,862</b>	<b>850</b>	<b>6,845</b>	<b>4,251</b>	<b>(37.9)</b>	<b>127.1</b>
Forex gain/(loss) & unusual items	(755)	(5,035)	2,095	(982)	850	(186.6)	(212.6)
<b>Net profit</b>	<b>1,117</b>	<b>10,828</b>	<b>2,944</b>	<b>5,863</b>	<b>5,101</b>	<b>(13.0)</b>	<b>356.7</b>
EBITDA	3,650	16,550	6,670	10,512	9,972	(5.1)	173.2
Recurring EPS (Bt)	0.84	7.10	0.38	3.06	1.90	(37.9)	127.1
Reported EPS (Bt)	0.50	4.85	1.32	2.62	2.28	(13.0)	356.7
<b>Profits (%)</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24E</b>	<b>QoQ</b>	<b>YoY</b>
Gross margin	2.7	16.2	2.9	8.2	5.6	(2.6)	2.9
Operating margin	2.2	15.8	2.2	8.0	5.0	(2.9)	2.8
Net margin	1.0	8.7	2.5	4.9	3.8	(1.1)	2.8
<b>Key parameters</b>	<b>2Q23</b>	<b>3Q23</b>	<b>4Q23</b>	<b>1Q24</b>	<b>2Q24E</b>	<b>chg QoQ</b>	<b>chg YoY</b>
<b>Refinery</b>							
Dubai Oil Price (US\$/bbl)	78	87	84	81	85	5.0	9.6
Stock G/L	-2.0	9.8	-5.1	0.1	1.5	1,421.0	N.M
Utilization rate(%)	113%	110%	111%	105%	111%	5.6	(1.9)
Output (KBD)	311	303	305	288	305	5.9	(1.9)
TOP GRM (US\$/bbl)	4.5	12.4	7.2	9.3	3.9	(58.4)	(14.0)
<b>Aromatics &amp; Lube</b>							
PX spread (US\$/Ton)	228	175	198	184	203	10.3	(11.0)
BZ Spread (US\$/Ton)	71	1	71	157	214	36.2	201.3
Aromatics (US\$/bbl)	0.9	0.7	1.0	1.1	1.4	27.3	55.6
Lube Base (US\$/bbl)	0.8	0.5	0.5	0.4	0.4	-	(50.0)
TOP GIM (US\$/bbl)	4.2	23.4	3.6	10.9	7.2	(34.0)	71.2

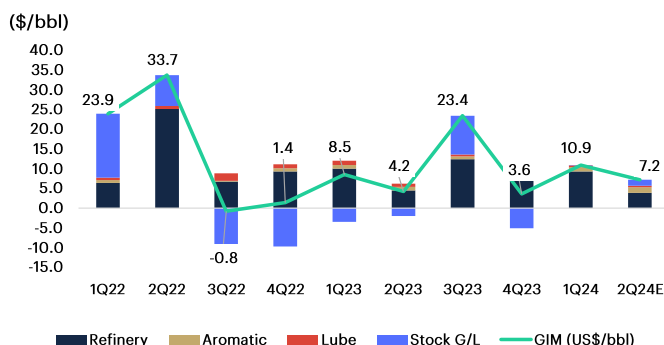
Source: Company Data, Pi Research

### ปัจจัยทางฤดูกาลของค่าการกลั่นสิงคโปร์

### คาดการณ์ GIM



Source: Pi research, company data



Source: Pi research, company data

## Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cash & equivalents	43,919	34,376	41,508	59,401	56,853
Accounts receivable	49,003	34,132	37,083	39,908	44,599
Inventories	55,343	52,656	51,762	56,428	55,846
Other current assets	5,563	4,207	4,249	4,292	4,335
<b>Total current assets</b>	<b>153,828</b>	<b>125,371</b>	<b>134,602</b>	<b>160,029</b>	<b>161,633</b>
Invest. in subs & others	32,603	32,039	32,039	32,039	41,084
Fixed assets - net	209,926	221,950	240,711	220,467	209,141
Other assets	48,223	40,632	38,886	37,309	35,888
<b>Total assets</b>	<b>444,581</b>	<b>419,993</b>	<b>446,238</b>	<b>449,844</b>	<b>447,746</b>
Short-term debt	22,093	13,259	13,140	31,182	25,585
Accounts payable	79,102	54,095	59,853	64,726	69,505
Other current liabilities	2,478	6,147	30,875	31,082	31,275
<b>Total current liabilities</b>	<b>103,673</b>	<b>73,501</b>	<b>103,867</b>	<b>126,990</b>	<b>126,365</b>
Long-term debt	151,658	149,858	139,916	111,933	89,546
Other liabilities	30,593	28,322	27,082	25,575	24,206
<b>Total liabilities</b>	<b>285,923</b>	<b>251,681</b>	<b>270,866</b>	<b>264,497</b>	<b>240,117</b>
Paid-up capital	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Premium-on-share	6,356	6,356	6,356	6,356	6,356
Others	(2,315)	(6,975)	(6,975)	(6,975)	(6,975)
Retained earnings	129,655	143,848	150,809	160,653	182,802
Non-controlling interests	2,623	2,744	2,844	2,974	3,107
<b>Total equity</b>	<b>158,657</b>	<b>168,312</b>	<b>175,373</b>	<b>185,346</b>	<b>207,629</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>444,581</b>	<b>419,993</b>	<b>446,238</b>	<b>449,844</b>	<b>447,746</b>

Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	529,589	469,244	418,857	449,229	502,237
Cost of goods sold	(481,137)	(436,164)	(393,951)	(419,233)	(455,777)
<b>Gross profit</b>	<b>48,452</b>	<b>33,080</b>	<b>24,905</b>	<b>29,996</b>	<b>46,460</b>
SG&A	(4,182)	(3,521)	(4,351)	(6,294)	(8,518)
Other income / (expense)	782	1,138	810	1,182	1,125
<b>EBIT</b>	<b>45,052</b>	<b>30,698</b>	<b>21,365</b>	<b>24,884</b>	<b>39,067</b>
Depreciation	7,744	7,799	9,184	10,893	13,613
<b>EBITDA</b>	<b>53,628</b>	<b>36,145</b>	<b>30,949</b>	<b>36,327</b>	<b>53,380</b>
Finance costs	(3,860)	(4,089)	(3,735)	(3,484)	(2,874)
Non-other income / (expense)	81	201	100	100	100
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>41,273</b>	<b>26,810</b>	<b>17,730</b>	<b>21,500</b>	<b>36,293</b>
Income taxes	(8,918)	(4,672)	(3,191)	(3,870)	(6,533)
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>32,355</b>	<b>22,138</b>	<b>14,538</b>	<b>17,630</b>	<b>29,760</b>
Equity income	(513)	84	300	450	600
Non-controlling interests	(438)	(142)	(100)	(130)	(133)
<b>Core Profit</b>	<b>31,404</b>	<b>22,080</b>	<b>14,738</b>	<b>17,950</b>	<b>30,227</b>
FX Gain/Loss & Extraordinary items	1,264	(2,637)	-	-	-
<b>Net profit</b>	<b>32,668</b>	<b>19,443</b>	<b>14,738</b>	<b>17,950</b>	<b>30,227</b>
EPS (Bt)	14.62	8.70	6.60	8.04	13.53

Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
CF from operation	73,021	17,303	53,525	27,546	45,710
CF from investing	(9,049)	(19,692)	(26,007)	11,122	(9,715)
CF from financing	(20,253)	(23,072)	(20,386)	(20,775)	(38,543)
<b>Net change in cash</b>	<b>43,719</b>	<b>(25,461)</b>	<b>7,132</b>	<b>17,893</b>	<b>(2,547)</b>

Valuation	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EPS (Bt)	14.62	8.70	6.60	8.04	13.53
Core EPS (Bt)	14.06	9.88	6.60	8.04	13.53
DPS (Bt)	3.70	3.40	3.48	3.63	3.62
BVPS (Bt)	71.0	75.3	78.5	83.0	92.9
EV per share (Bt)	111.1	110.6	102.9	90.5	79.1
PER (x)	3.6	6.1	8.0	6.6	3.9
Core PER (x)	3.8	5.4	8.0	6.6	3.9
PBV (x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	4.6	6.8	7.4	5.6	3.3
Dividend Yield (%)	7.0	6.4	6.6	6.8	6.8

Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Gross profit margin	9.1	7.0	5.9	6.7	9.3
EBITDA margin	10.1	7.7	7.4	8.1	10.6
EBIT margin	8.5	6.5	5.1	5.5	7.8
Net profit margin	6.2	4.1	3.5	4.0	6.0
ROA	7.3	4.6	3.3	4.0	6.8
ROE	20.6	11.6	8.4	9.7	14.6

Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Current ratio (x)	1.5	1.7	1.3	1.3	1.3
Quick ratio (x)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.8
Int.-bearing Debt/Equity (x)	1.1	1.0	0.9	0.8	0.6
Net Debt/Equity (x)	0.8	0.8	0.6	0.5	0.3
Interest coverage (x)	11.7	7.5	5.7	7.1	13.6
Inventory day (days)	36	45	45	45	45
Receivable day (days)	27	32	32	32	32
Payable day (days)	41	56	56	56	56
Cash conversion cycle (days)	21	22	22	22	22

Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Revenue	53.3	(11.4)	(10.7)	7.3	11.8
EBITDA	105.8	(32.6)	(14.4)	17.4	46.9
EBIT	92.5	(31.9)	(30.4)	16.5	57.0
Core profit	65.0	(29.7)	(33.3)	21.8	68.4
Net profit	159.7	(40.5)	(24.2)	21.8	68.4
EPS	137.2	(40.5)	(24.2)	21.8	68.4

Source : Company Data, Pi Research

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

### ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

### Stock Rating Definition

- BUY** The stock’s total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock’s total return is expected to be between 0% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock’s total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock’s expected total return is the percentage difference between the target price and the current price and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบ ด้วย