

ดีจากทั้งภายในและภายนอก

เรากลับมาเริ่มต้นคำแนะนำ “ซื้อ” มูลค่าพื้นฐาน 75 บาท คำนวณด้วย $0.95 \times \text{PBV}'24\text{E}$ (-0.5SD) สูงกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มด้วยโอกาสการเติบโตที่สูงกว่า โดยเราคาดกำไรเติบโตเฉลี่ยต่อปี 15% ใน 3 ปีข้างหน้า กลายเป็น 3 หมื่นล้านในปี 26E ได้รับแรงหนุนจาก 1) ธุรกิจโรงกลั่นเข้าสู่ Up cycle ในปี 25-30E จากการคาดการณ์ของบริษั 2) โครงการ CFP จะเพิ่มความสามารถในการแข่งขันของโรงกลั่นตั้งแต่ปี 2H25E 3) ธุรกิจปิโตรเคมี กลุ่ม Aromatic คาดจะเกิดอุปสงค์ส่วนเกินในปี 24-25E โดยในปัจจุบันหุ้นถูกซื้อขายที่ $0.7 \times \text{PBV}'24$ ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มโรงกลั่นไทยที่ $0.8 \times \text{PBV}'24$ พร้อมทั้งอัตราเงินปันผลปี 24-25E ที่ 6.0%, 6.3% ตามลำดับ สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 4.9%, 5.3% ตามลำดับ

โรงกลั่นใหม่ ไฟแรง

โรงกลั่นใหม่โครงการ CFP (Clean Fuel Project) ที่เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 2H25 (ธุรกิจโรงกลั่น คิดเป็น 70% กำไรเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) เป็นโครงการที่ช่วยเพิ่มความสามารถในการแข่งขัน 1) สามารถใช้น้ำมันหนักแทนที่น้ำมันเบาได้ 40-50% จากปกติที่ใช้น้ำมันเบา 100% (ทำให้ต้นทุนถูกลง $1\text{US}\$/\text{bbl}$) 2) ผลิตสินค้าที่มีมูลค่ามากขึ้น (ทำให้คาดว่า GRM เพิ่มขึ้น $2-4\text{US}\$/\text{bbl}$ จากระดับเฉลี่ย 19 ปีย้อนหลังที่ $4.9\text{US}\$/\text{bbl}$) 3) เพิ่มปริมาณการผลิตเป็น 400 KBD (+45%)

ทุกอย่างจะดีขึ้นปีหน้า

เราคาดกำไรปี 24E ที่ 1.5 หมื่นล้านบาท ลดลง $-24\%\text{YoY}$ เนื่องจาก 1) การปิดซ่อมโรงกลั่น CDU-3 เป็นระยะเวลา 13 วัน 2) ต้นทุนค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น $0.5\text{US}\$/\text{bbl}$ จากเหตุการณ์น้ำมันรั่วที่ SBM-2 ซึ่งคาดกลับมาดำเนินการปกติใน 2H24 3) อุปทานส่วนเกินของโรงกลั่นในปีนี้ แต่กำไรปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น 1.8 หมื่นล้านบาท ($+22\%\text{YoY}$) และ 3 หมื่นล้านบาท ($+67\%\text{YoY}$) ในปี 25-26E หรือมีอัตราการเติบโตเฉลี่ย (CAGR) 3 ปี 15% ต่อปี เนื่องจาก 1) การกลับมาเป็นอุปสงค์ส่วนเกินทั้งธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมีสาย Aromatic โดยธุรกิจนี้คิดเป็น 85% ของกำไรเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง) และ 2) โครงการ CFP ที่เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ใน 2H25 ช่วยเพิ่มค่าการกลั่น 3 - 5 $\text{US}\$/\text{bbl}$

กลับมาเริ่มบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ”

มูลค่าพื้นฐาน 75 บาท คำนวณด้วย PBV ที่ $0.95 \times (-0.5\text{SD})$ โดยเราคาดว่าจะการเข้าสู่ขาขึ้นของอุตสาหกรรมในปี 25 ทำให้มูลค่าหุ้นควรซื้อขายกันที่มูลค่ามากกว่าปัจจุบันที่ $0.7 \times \text{PBV}$ (-1SD) ต่ำกว่าอุตสาหกรรมที่ PBV $0.8 \times$ พร้อมทั้งอัตราเงินปันผลปี 24-25E ที่ 6%, 6.3% ตามลำดับ สูงกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 4.9%, 5.3% ตามลำดับ

Sensitivity

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

BUY

Fair price: Bt75.00

Upside (Downside): 31%

Key Statistics

Bloomberg Ticker	TOP TB
Current Price (Bt)	57.25
Market Cap. (Bt m)	127,887
Shared Issued (mn)	2,234
Par Value (Bt)	10.00
52 Week High / Low (Bt)	60.75 / 42.25
Foreign Limit / Actual (%)	40.00 / 18.01
NVDR Shareholders (%)	14.25
Free Float (%)	51.98
Number of Retail Holders	36,414
Dividend Policy (%)	>25 of Net Profit
Industry	Resources
Sector	Energy & Utilities
2022 CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	Certified

Major Shareholders

18 Feb 24

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

Key Financial Summary

Year End Dec	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	529,589	469,244	418,857	449,229
Net Profit (Bt m)	32,668	19,443	14,738	17,950
NP Growth (%)	160	(40)	(24)	22
EPS (Bt)	14.62	8.70	6.60	8.04
PER (x)	4.0	6.7	8.9	7.3
BPS (Bt)	71.0	75.3	78.5	83.0
PBV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7
DPS (Bt)	3.70	3.40	3.48	3.63
Div. Yield (%)	6.3	5.8	5.9	6.2
ROA (%)	7.3	4.6	3.3	4.0
ROE (%)	20.6	11.6	8.4	9.7

Source: Pi Estimated

Analyst: Aomsub Ngowsiri

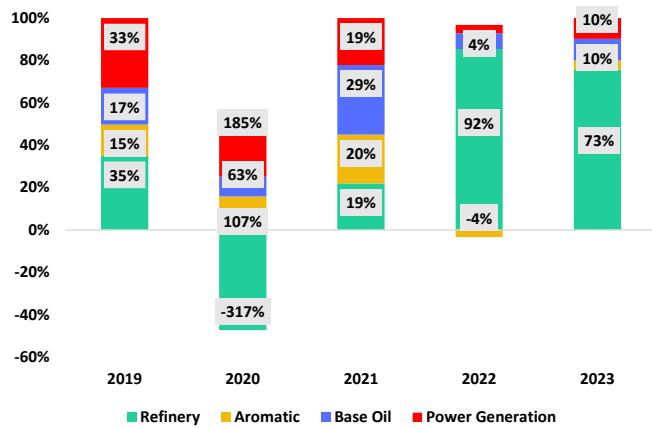
Registration No.127331

Email: aomsub.ng@pi.financial

ลักษณะธุรกิจ

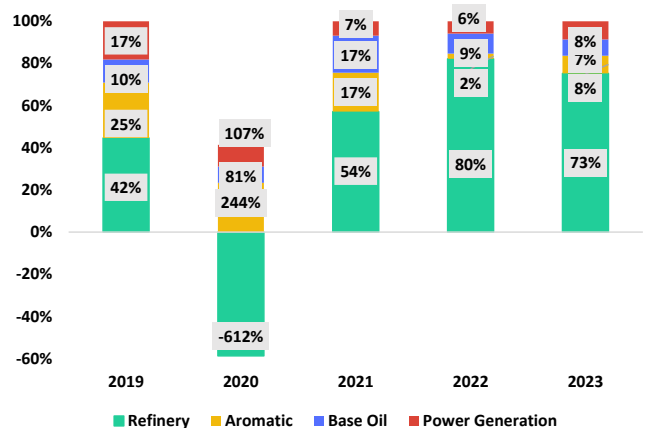
บริษัท ไทยออยล์ ประกอบด้วยธุรกิจหลักๆ 3 กลุ่ม อาทิ 1) ธุรกิจโรงกลั่น ด้วยการนำวัตถุดิบ (feedstock) เข้าสู่กระบวนการกลั่นลำดับส่วน โดยได้ผลิตภัณฑ์ทางเคมีต่างๆ ตามความสามารถในการแปรรูป (Nelson complexity Index: NCI) ตัวอย่าง LPG, Naphtha, Gasoline, Jet oil, Diesel, Lube Base, Bitumen 2) ธุรกิจปิโตรเคมี โดยนำ Naphtha/ LPG มาแปรรูปให้เป็นวัตถุดิบตั้งต้นในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ซึ่งตามโครงสร้างทางเคมี แบ่งได้เป็น 2 กลุ่มหลัก คือ โอลิฟินส์ และอะโรมาติกส์ ก่อนส่งต่อไปให้ปิโตรเคมีขั้นต่อไป 3) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น แปรรูปจาก feed stock กลายเป็น น้ำมันหล่อลื่น นอกจากนี้ยังมีธุรกิจอื่นๆ อาทิ ธุรกิจโรงไฟฟ้า ผ่านทั้ง TOP SPP และ GPSC, ธุรกิจตัวทำละลาย, ธุรกิจเอกา นอลโดยในปี 2030 ทางบริษัทตั้งเป้าหมายสัดส่วนกำไร ดังนี้ 1) ธุรกิจโรงกลั่นและผลิตสินค้ามูลค่าเพิ่มสูง ด้วยการสร้างสรรค์ผลิตภัณฑ์ที่ให้ผลตอบแทนสูงกว่าสินค้าโภคภัณฑ์ (Commodity) ซึ่งจะสามารถตอบสนองความต้องการเฉพาะด้านของลูกค้า 2) ธุรกิจปิโตรเคมี มุ่งเน้นธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่มีคุณสมบัติพิเศษ (Specialty Chemicals) โดยมีเป้าหมายการลงทุนในรูปแบบ ธุรกิจให้คำปรึกษาในการแก้ปัญหาธุรกิจของลูกค้า (Solution Provider) ที่ใช้เทคโนโลยีและความชำนาญเฉพาะด้านการปรับปรุงผลิตภัณฑ์พอลิเมอร์ (Polymers) ให้มีคุณสมบัติตรงตามความต้องการของผู้ประกอบการปลายน้ำ (End User) ในอุตสาหกรรมที่มีการเติบโต 3) ธุรกิจมูลค่าสูงอื่นๆ โดยให้ความสำคัญที่ไป โครงการขยายด้าน ลอจิสติกส์ โครงสร้างพื้นฐาน และธุรกิจสารทำละลายและเคมีภัณฑ์ รวมไปถึงโครงการลงทุนในธุรกิจใหม่ที่มุ่งเน้นด้านเทคโนโลยีและเป็นมิตรต่อ สิ่งแวดล้อม (Technology and Green : TAG)

EBITDA แบ่งตามรายธุรกิจ



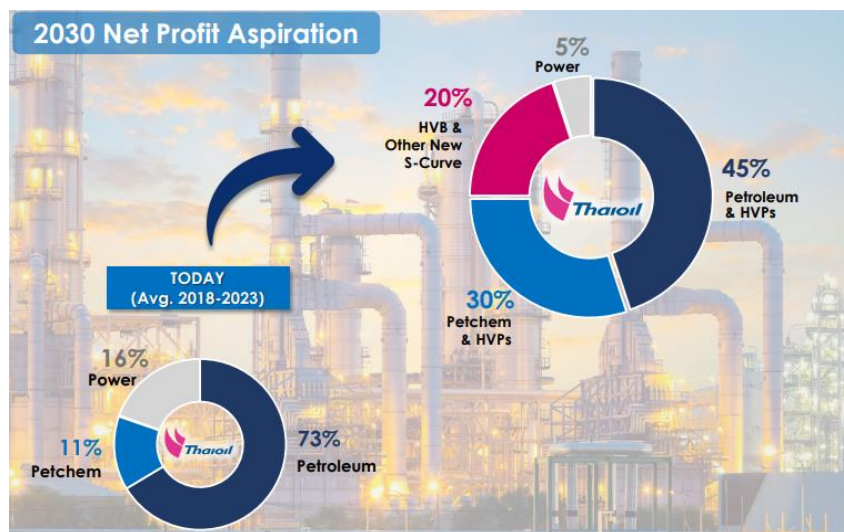
Source: Pi research, company data

กำไรสุทธิ แบ่งตามรายธุรกิจ



Source: Pi research, company data

เป้าหมายสัดส่วนของกำไร ปี 2030

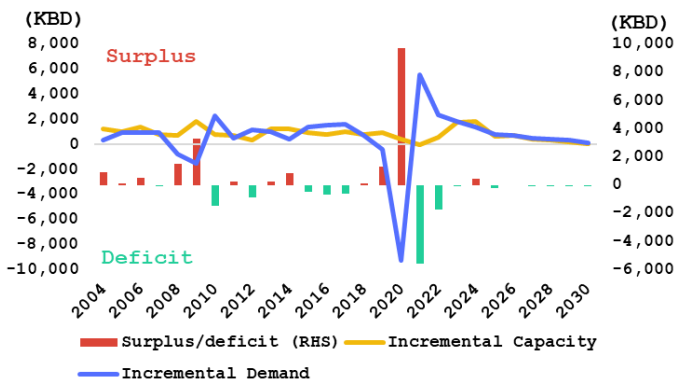


Source: Pi research, company data

อุตสาหกรรมโรงกลั่น

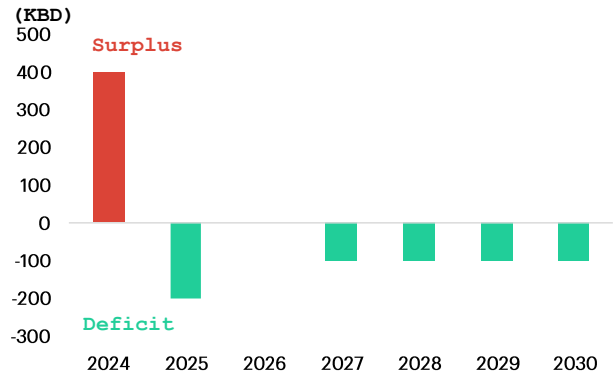
ตลอด 20 ปีที่ผ่านมามีความต้องการปิโตรเลียมเติบโตขึ้นตามการขยายตัวของเศรษฐกิจ (GDP Growth) ผ่านการใช้ผลผลิตต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น น้ำมันอากาศยาน, น้ำมันดีเซล, Naphtha (นำไปเป็นสารตั้งต้นในการผลิตปิโตรเคมี) โดยอุปสงค์เพิ่มขึ้นเฉลี่ย 20 ปีย้อนหลัง 0.6 ล้านบาร์เรลต่อปี ส่วนฝั่งอุปทานเพิ่มขึ้นเฉลี่ย 0.9 ล้านบาร์เรลต่อปี ส่งผลให้เกิดอุปทานล้นตลาดในแต่ละปีเล็กน้อย แต่ในปี 2008 และ 2020 เกิดวิกฤตซับไพรม์และโควิด-19 ตามลำดับ ส่งผลให้เกิดอุปทานล้นตลาด 3.3 และ 9.7 ล้านบาร์เรลต่อปี ทำให้ค่าการกลั่นสิงคโปร์ปรับตัวตามหลักอุปสงค์อุปทาน โดยมีค่าเฉลี่ยตลอด 20 ปี อยู่ที่ 6USD\$/bbl (กรณีสมดุล) แต่ในปีที่เกิดวิกฤตซับไพรม์และโควิด-19 ทำให้ค่าการกลั่นสิงคโปร์ปรับตัวลงเป็น 6.1 และ 0.4USD\$/bbl (กรณีอุปทานล้นตลาด) โดยในปี 2024-25E EIA และ IEA คาดการณ์ว่าเกิดอุปทานส่วนเกินเล็กน้อยในปี 24 และเข้าสู่อุปสงค์ส่วนเกินตั้งแต่ปี 2025-30E ส่วนปัจจัยทางฤดูกาลค่าการกลั่นมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นในไตรมาสแรกจากฤดูหนาวในสหรัฐ ถัดมาในไตรมาสที่ 2 เป็นไตรมาสที่มีการปิดปรับปรุงโรงกลั่นในเอเชียและกำลังเข้าสู่ฤดูท่องเที่ยวในสหรัฐส่งผลให้ค่าการกลั่นปรับตัวสูงที่สุดไตรมาสที่ 2 หลังจากนั้นจะชะลอตัวลง โดยกลางไตรมาสที่ 3 จะเป็นการปิดปรับปรุงโรงกลั่นในยุโรป ส่งผลให้ค่าการกลั่นสิงคโปร์ปรับตัวขึ้น ดังนั้นในไตรมาสสุดท้าย หลังจากที่ถูกอุปทานกลับมาดำเนินการอีกครั้ง กดดันค่าการกลั่นสิงคโปร์

อุปสงค์และอุปทานของโรงกลั่น



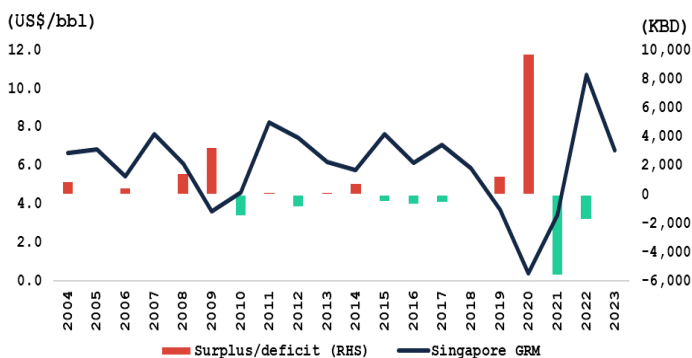
Source: Pi research, company data, IEA, EIA

เกิดอุปสงค์ส่วนเกินตั้งแต่ปี 2025E – 30E



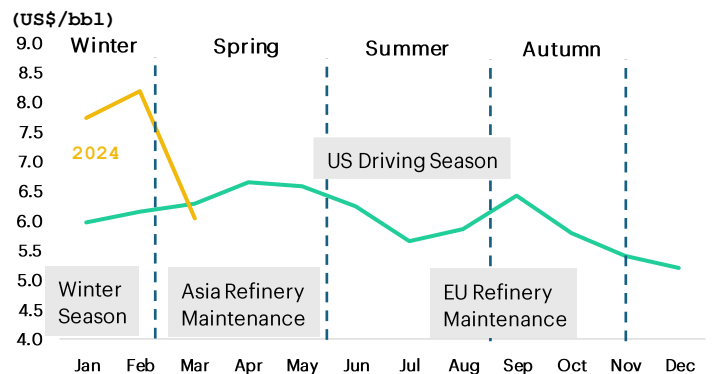
Source: Pi research, company data, IEA, EIA

ค่าการกลั่นสิงคโปร์ย้อนหลัง 20 ปี



Source: Pi research, company data, IEA, EIA

ปัจจัยทางฤดูกาลของค่าการกลั่นสิงคโปร์



Source: Pi research, company data, IEA, EIA

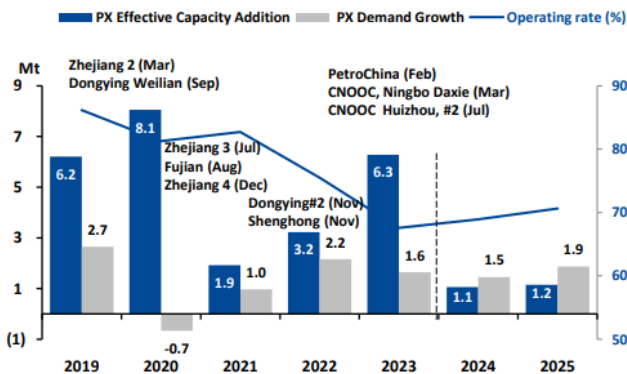
อุตสาหกรรมปิโตรเคมี

อุตสาหกรรมปิโตรเคมี แบ่งได้หลักๆ 2 สาย ได้แก่ 1) โอลิฟินส์ (Olefin) และ 2) แอโรมาติก (Aromatic) โดยโอลิฟินส์แบ่งได้หลักๆ อีก 2 สายคือ 1.1) เอทิลีน (ethylene) ถูกนำไปใช้ในอุตสาหกรรมแพคเกจจิ้ง อาทิ ขวดน้ำดื่ม, ขวดนม, ถุงพลาสติก, ถังน้ำ, บรรจุภัณฑ์สำหรับทำความสะอาด, เกลลอน ขวดแชมพู, แผ่นฟิล์ม โดยทาง CMA และบริษัทคาดการณ์ว่า PE มีอุปทานส่วนเกินเล็กน้อยในปี 24 และกลับมาอุปทานส่วนเกินในปี 25 1.2) โพรพิลีน (Propylene) สามารถนำมาใช้งานได้หลากหลาย อาทิ บรรจุภัณฑ์แบบอ่อนตัวและแบบแข็ง ของใช้ในครัวเรือน เส้นใยและสิ่งทอ รวมทั้งสามารถขึ้นรูป ชิ้นส่วนขนาดใหญ่เช่น ชิ้นส่วนยานยนต์ โดยทาง CMA และบริษัทคาดการณ์ว่า PP จะเกิดอุปทานส่วนเกินทั้งปี 24-25 ฟีนอล (Phenol) แบ่งได้หลักๆ 2 สาย 2.1) ไซลีน (Xylene) ใช้ในอุตสาหกรรมพลาสติก อาทิ ขวดน้ำ, เครื่องปรุงร้อ อีกทั้งยังสามารถนำไปใช้ทำอุตสาหกรรมสิ่งทอ เช่น นำไปผลิตเสื้อผา โดยทาง CMA และบริษัทคาดการณ์ว่า PX จะเกิดอุปสงค์ส่วนเกินทั้งปี 24-25 2.2) เบนซีน (Benzene) ถูกนำไปใช้ในอุตสาหกรรมยาง, พวงชักฟอก, บรรจุภัณฑ์, รวมทั้งสารเคลือบ โดยทาง CMA และบริษัทคาดการณ์ว่า BZ มีอุปทานส่วนเกินในปี 24 และกลับมาอุปทานส่วนเกินในปี 25

บริษัท ไทยออยล์ มีปริมาณการขายปี 2023 ดังนี้ PX 3.7 แสนตัน (55%), BZ 1.3 แสนตัน (20%) โดยกำไรของกลุ่มธุรกิจปิโตรเคมีใน 2023 ที่ 900 ล้านบาท

อุปสงค์และอุปทานของ PX

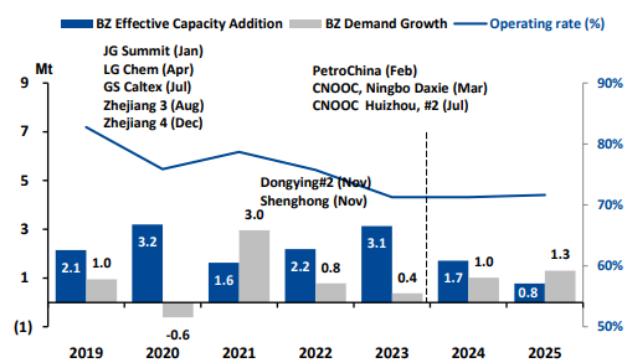
AP/ME PX Capacity Addition vs. Demand Growth



Source: Pi research, company data

อุปสงค์และอุปทานของ BZ

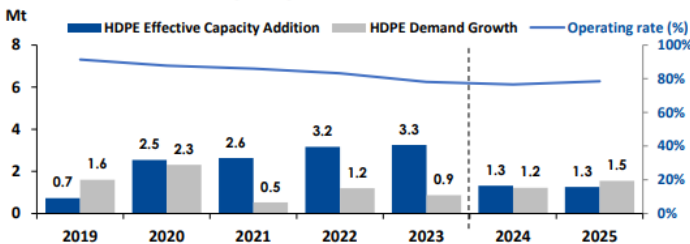
AP/ME BZ Capacity Addition vs. Demand Growth



Source: Pi research, company data

อุปสงค์และอุปทานของ HDPE

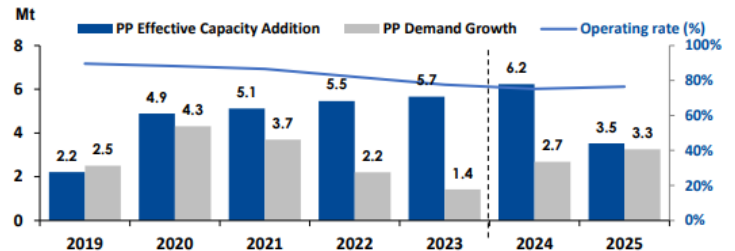
AP/ME HDPE Capacity Addition vs. Demand Growth



Source: Pi research, company data

อุปสงค์และอุปทานของ PP

AP/ME PP Capacity Addition vs. Demand Growth



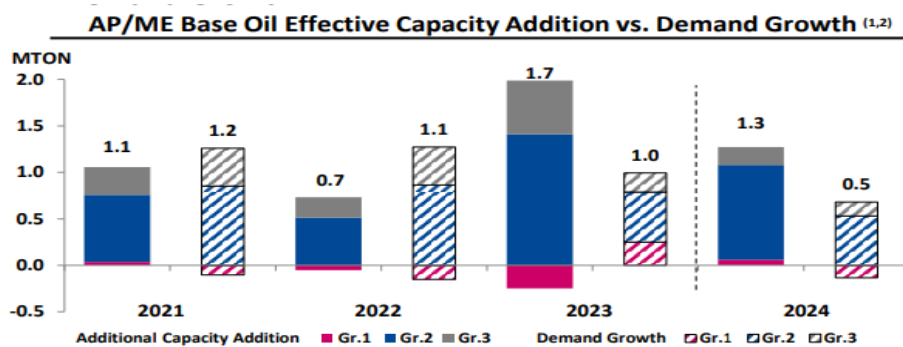
Source: Pi research, company data

อุตสาหกรรมน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน

น้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน (Base Oil) เป็นผลิตภัณฑ์ที่ได้จากกระบวนการกลั่นน้ำมันดิบ โดยนำไปผ่านกระบวนการปรับปรุงคุณภาพ เพื่อให้ได้เป็นน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานบริสุทธิ์คุณภาพสูง โดยมีความหนืดที่แตกต่างกันเป็นเบอร์ต่างๆ เช่น G1, G2, G3 โดยตัวเลขยิ่งสูงความหนืดและอึดตัวมากขึ้น ซึ่งเหมาะกับการใช้งานที่มีแรงเสียดทานมากขึ้นเมื่อนำไปเติมสารเพิ่มคุณภาพ (Additive) จะได้เป็นน้ำมันหล่อลื่น (Lube Oil หรือ Lubricating Oil) หรือในบางครั้งเรียกว่าน้ำมันเครื่อง เพื่อนำมาใช้ในเครื่องยนต์เพื่อหล่อลื่นส่วนต่างๆ ของเครื่องยนต์ที่มีการเคลื่อนไหวเช่น ลูกสูบเพลลา โดยทำหน้าที่ให้การหล่อลื่น ระบายความร้อน โดยในปี 24 ทาง Argus และ SMC คาดการณ์ Base Oil อุปสงค์เติบโตเพียง 0.5 ล้านตัน แต่อุปทานเติบโตถึง 1.3 ล้านตัน ส่งผลให้เกิดอุปทานส่วนเกิน กดดันราคา Base Oil ส่วนทางกับน้ำมันมะตอยที่อุปสงค์เติบโตขึ้นในภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้จากการฟื้นตัวของเศรษฐกิจ ส่งผลให้อุปทานส่วนเกินลดลง

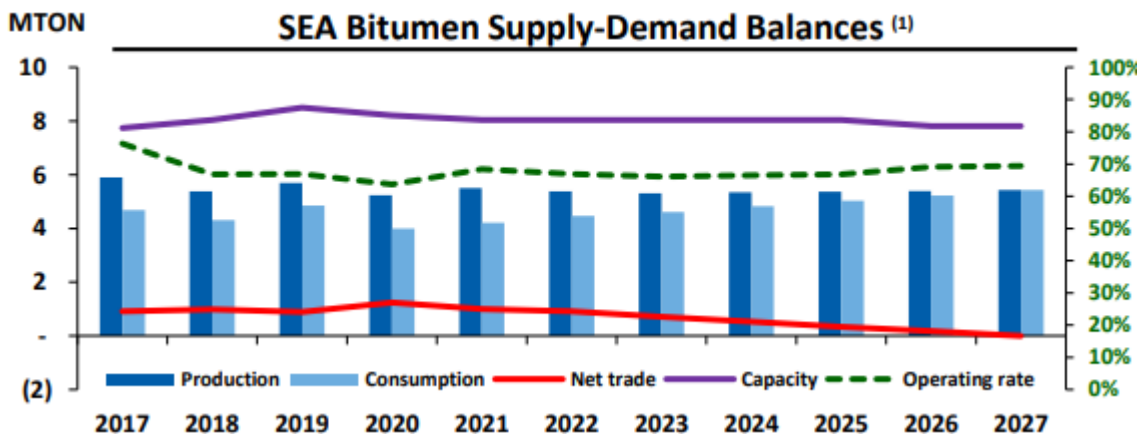
บริษัท ไทยออยล์มีปริมาณการขายปี 2023 Base oil 2.1 แสนตัน (32%), Bitumen 4.4 แสนตัน (68%) แต่กำไรของ Base oil คิดเป็น 95% ของกลุ่มธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นในปี 2023 ที่ 2 พันล้านบาท

อุปสงค์และอุปทานของน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน



Source: Pi research, company data, Argus, SMC

อุปสงค์และอุปทานของ ยางมะตอย

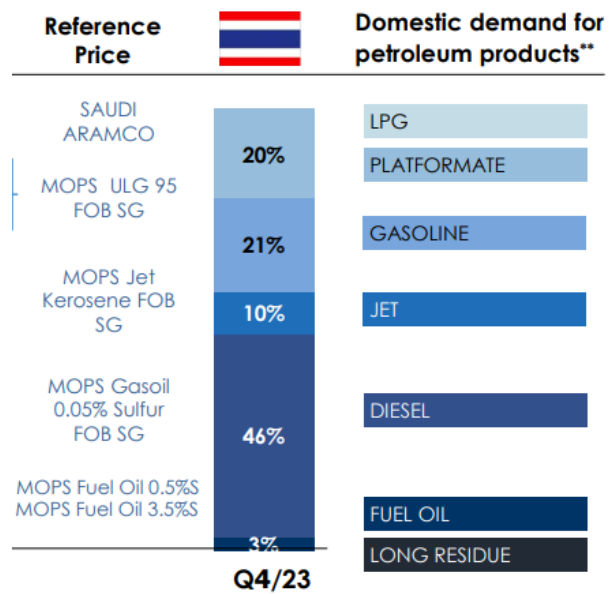
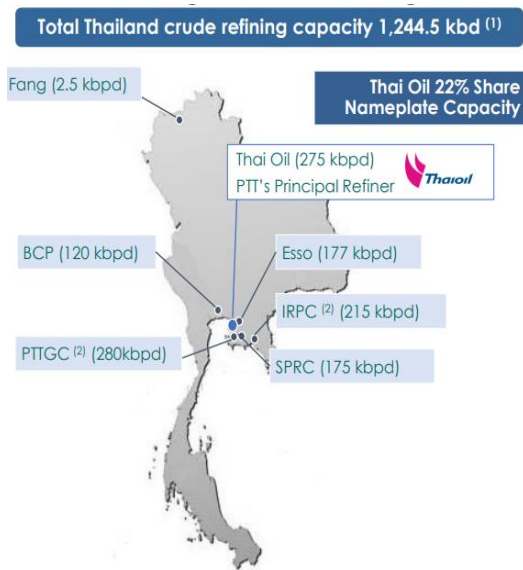


Source: Pi research, company data, Argus

ภาพรวมอุตสาหกรรมโรงกลั่นในไทย

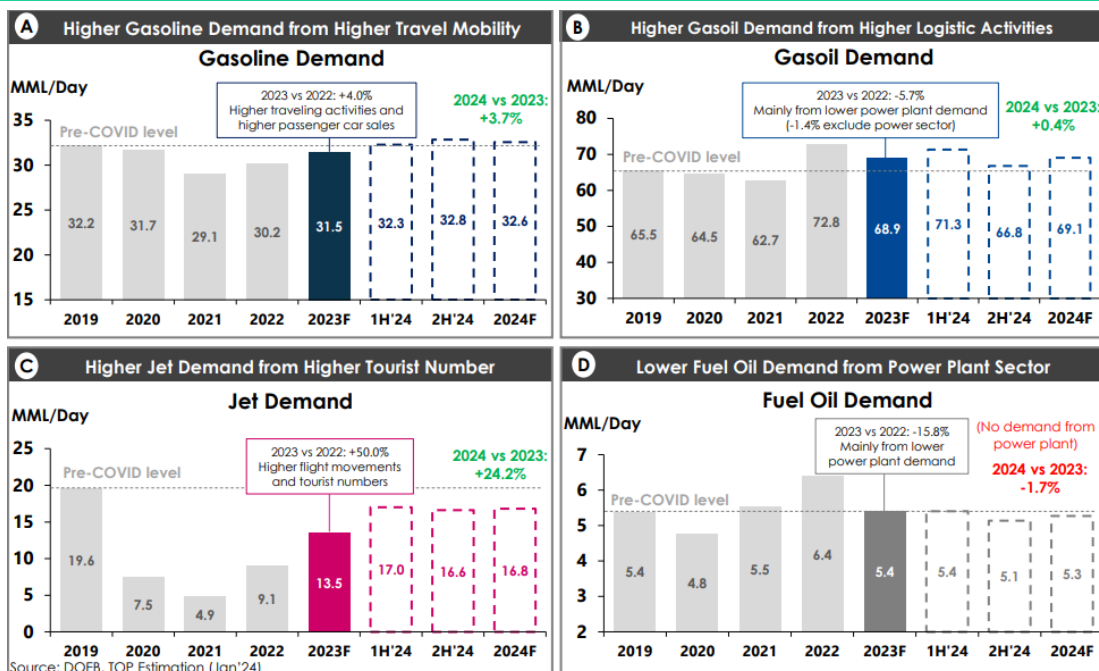
ประเทศไทยมีกำลังการผลิตของโรงกลั่นทั้งหมด 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน (PTTGC 22%, TOP 22%, IRPC 17%, ESSO 14%, SPRC 14%) โดยมีสัดส่วน ของ LPG คิดเป็น 20% ของกำลังการผลิตทั้งหมด ใกล้เคียงกับน้ำมันเบนซิน โดยความต้องการภายในประเทศส่วนใหญ่เป็นน้ำมันดีเซลทำให้มีกำลังการผลิตในอัตราส่วนที่สูง คิดเป็น 46% โดยหากมองจากการเติบโตของอุปสงค์ พบว่าน้ำมันเครื่องบินมีการเติบโต +24%YoY ตามการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว ส่วนน้ำมันดีเซลและเบนซินฟื้นตัวตามเศรษฐกิจ คิดเป็น +0.4%YoY และ +3.7%YoY ตามลำดับ ส่วนน้ำมันเตามีความต้องการลดลง จากการที่โรงไฟฟ้ากลับมาใช้ LNG ที่ราคาถูกลง

กำลังการกลั่นน้ำมันดิบรวมของประเทศไทย



Source: Pi research, company data, EPPO

อุปสงค์รวมน้ำมันของประเทศไทย

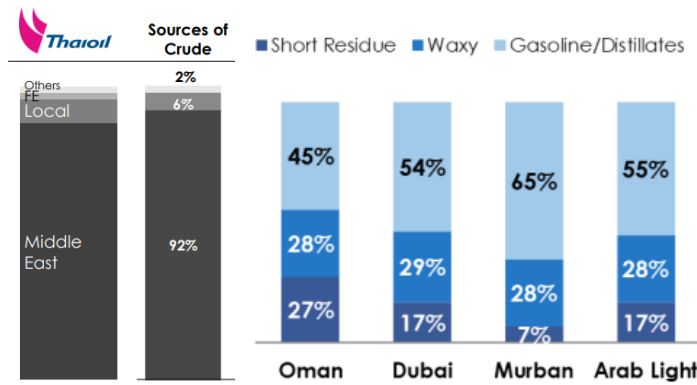


Source: Pi research, company data, DOEB

ภาพรวมบริษัท

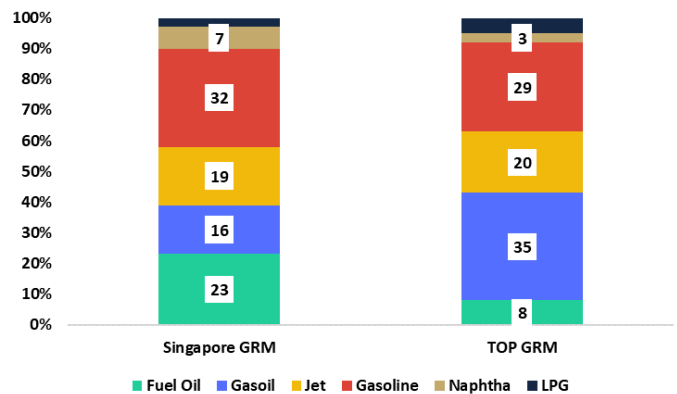
บริษัท ไทยออยล์ ได้มีการนำเข้าน้ำมันจากตะวันออกกลางเป็นหลัก คิดเป็น 90% (ส่วนใหญ่มาจาก Murban OSP เป็นหลัก) รองลงมาเป็น น้ำมันภายในประเทศที่ 6% ในไตรมาส 4 ปี 2023 โดยลักษณะผลิตภัณฑ์ที่ได้จากการกลั่น สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม คือ 1) Light Distillate ได้แก่ แอลพีจี แก๊สโซลีน แนฟทา และ แพลตฟอส์มเมต 2) Middle Distillate ได้แก่ น้ำมันอากาศยาน, น้ำมันก๊าด และดีเซล และ 3) Heavy Oil ได้แก่ น้ำมันเตา โดยสัดส่วนผลผลิตที่ต่างจากค่าการกลั่นสิงคโปร์หลักๆ ได้แก่ น้ำมันดีเซลและน้ำมันเตาของบริษัท ไทยออยล์ อยู่ที่ 35% , 11% ตามลำดับ ส่วนค่าการกลั่นสิงคโปร์ มีสัดส่วน 16%, 23% ดังกล่าวตามลำดับ (ชนิดน้ำมันที่ใช้สอดคล้องกับผลผลิตของโรงกลั่น) โดยลูกค้าหลักของบริษัท ไทยออยล์ ได้แก่ OR 46%. PTG 21%, Shell 5% อีกทั้งยังมีส่งออกที่ 11% (CLMV)

สัดส่วนการนำเข้าน้ำมัน



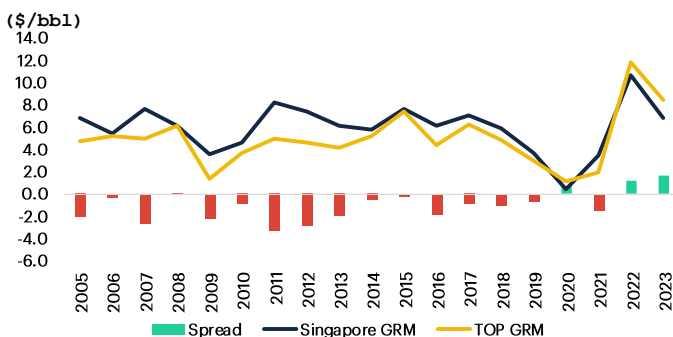
Source: Pi research, company data

สัดส่วนผลิตภัณฑ์



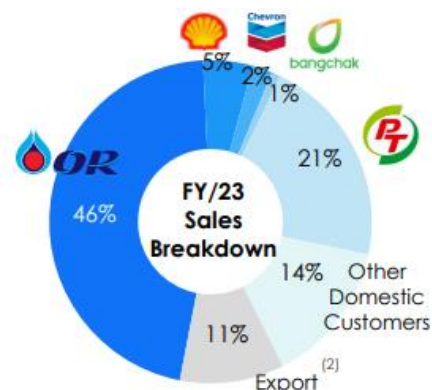
Source: Pi research, company data

ส่วนต่างของค่าการกลั่น



Source: Pi research, company data

ลูกค้าของบริษัท

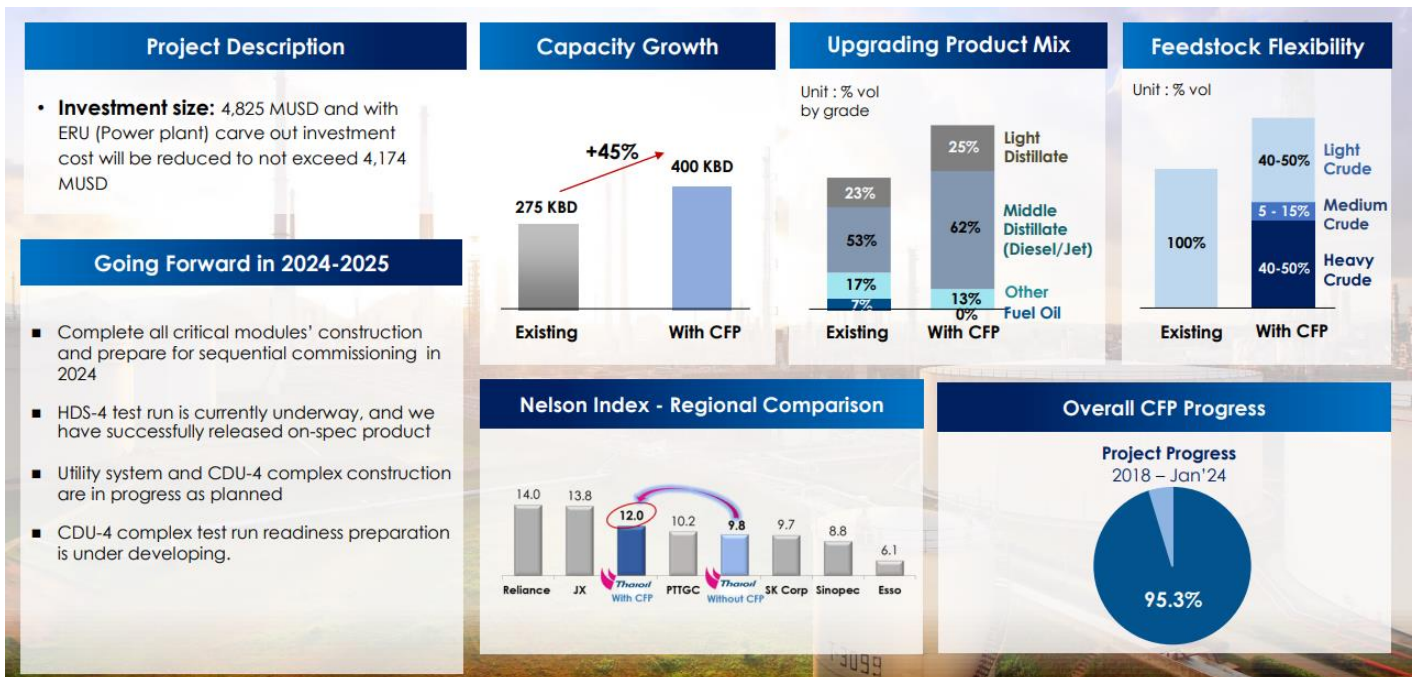


Source: Pi research, company data

โครงการพลังงานสะอาด (CFP: Clean Fuel Project)

โครงการพลังงานสะอาดมีมูลค่าการลงทุน 4.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มีจุดประสงค์ในการเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันจากทั้งการเพิ่มกำลังการผลิตและเทคโนโลยีขั้นสูงในการผลิต ทำให้บริษัท ไทยออยล์ มี NCI จาก 9.8 มาอยู่ที่ 12 (อันดับที่ 3 ในเอเชีย) ส่งผลให้ 1) ผลิตสินค้าที่ราคาสูงขึ้น (คาดว่า GRM เพิ่มขึ้น 2 - 4 US\$/bbl) 2) สามารถใช้น้ำมันเบาลดลงจาก 100% เหลือเพียง 50% ซึ่งมีราคาแพงกว่าน้ำมันหนัก (คาดว่าต้นทุนลดลง 1 US\$/bbl) สรุปรทำให้ค่าการกลั่นของ บริษัท ไทยออยล์ เพิ่มขึ้น 3 -5 US\$/bbl (อ้างอิงจากข้อมูลของบริษัท) จากเดิม 4.9 US\$/bbl ข้อมูลย้อนหลัง 19 ปี และ 3) ปริมาณการขายเพิ่มขึ้นเป็น 400 KBD (+45% จากเดิม) โดยโครงการดังกล่าว เริ่มก่อสร้างในปี 2018 โดยคาดว่าจะเสร็จในปี 2H2025 โดยในปัจจุบันมีความคืบหน้าไปแล้ว 95.3% โดยเราได้นำมูลค่าต่อหุ้นในปี 2026 ส่วนเพิ่มจากโครงการดังกล่าวเดิมปี พบว่ามีมูลค่า 6.3 บาทต่อหุ้น

ภาพรวมโครงการดังกล่าว

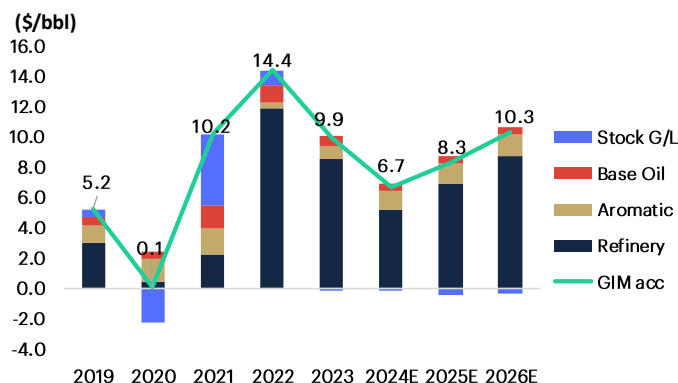


Source: Pi research, company data

กำไรเติบโตโดดเด่นใน 3 ปีข้างหน้า

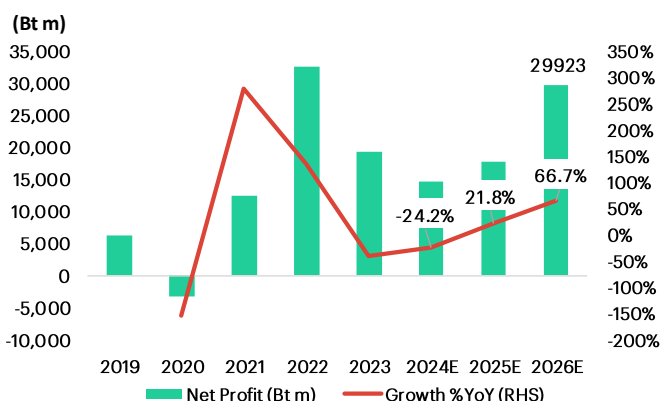
เราคาดการณ์กำไรในปี 2024E ที่ 1.5 หมื่นล้านบาท แล้วเติบโตเฉลี่ยปีละ 15% ใน 3 ปีข้างหน้าเป็น 3 หมื่นล้านบาท ในปี 2026E เนื่องจาก 1) เราคาดว่าค่าการกลั่นมีแนวโน้มสูงกว่าค่าเฉลี่ย ที่ 6 US\$/bbl ตั้งแต่ปี 2025-30E เนื่องจากเกิดอุปสงค์ส่วนเกิน 2) โพรเจกต์ CFP ที่ช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรอีก 3 US\$/bbl และปริมาณการผลิตเพิ่มเป็น 400 KBD (+40%) โดยเริ่มดำเนินการใน 2H25E 3) ธุรกิจปิโตรเคมีในส่วนของ Aromatic มีแนวโน้มฟื้นตัวต่อเนื่องจากอุปสงค์ส่วนเกินใน 2 ปีข้างหน้า (2 ธุรกิจดังกล่าวคิดเป็น 80% ของกำไรเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง) 4) ส่วนธุรกิจ Lube Oil โดดเด่นด้านจากอุปทานส่วนเกินในปี 24E กดดันให้อยู่ในระดับต่ำสุด 10 ปีที่ 0.5 US\$/bbl 5)ราคาน้ำมันดูไบเฉลี่ยที่ลดลงเทียบกับปีต่อปี (-3%YoY) -0.22 US\$/bbl เราคาดว่าสุทธิ 24-26E GIM อยู่ที่ 6.7, 8.3, 10.3 US\$/bbl ตามลำดับ

อัตรากำไรขั้นต้นจากการผลิตของบริษัท 3 ปีข้างหน้า



Source: Pi research, company data

กำไรเติบโตเฉลี่ยปีละ 19% ใน 3 ปีข้างหน้า



Source: Pi research, company data

สมมุติฐานหลัก

Refinery	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Dubai Oil Price (US\$/bbl)	64	42	63	96	82	80	75	70
Stock G/L	0.50	-2.30	4.70	1.00	-0.20	-0.22	-0.42	-0.35
Utilization rate(%)	107%	101%	100%	107%	115%	105%	84%	100%
Capacity (KBD)	275	275	275	275	275	275	400	400
Output (KBD)	295	277	275	294	317	289	335	400
TOP GRM (US\$/bbl)	1.63	1.13	0.36	10.61	8.91	5.20	6.92	8.74
Aromatics	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PX spread (US\$/Ton)	285	180	177	124	198	210	220	230
BZ Spread (US\$/Ton)	25	89	232	50	58	100	105	110
Aromatics (US\$/bbl)	1.10	1.50	1.70	0.40	0.90	1.20	1.30	1.40
Base (US\$/bbl)	0.60	0.50	1.60	1.10	0.70	0.50	0.50	0.50

Source: Pi research, company data

Valuation น่าสนใจและปันผลสูง

แนะนำ “ชื่อ” ที่มูลค่าพื้นฐาน 75 บาท คำนวณด้วยวิธี PBV ratio เป็นแนวทางในการคำนวณมูลค่าของหุ้นที่เหมาะสม เนื่องจากธุรกิจหลักเกี่ยวกับ โภคภัณฑ์ ซึ่งเกี่ยวข้องกับอุปสงค์และอุปทานของโลกเป็นหลัก ทำให้ค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาของปิโตรเคมีผันผวนสูงมาก นำมาซึ่งการขาดทุน หรือกำไรได้ในหลายปี โดยเราได้ประเมินอัตราส่วน PBV ที่ 0.95 เท่าคิดเป็น -0.5SD ค่าเฉลี่ย 10 ปีย้อนหลัง (ณ ปัจจุบัน เทรดที่ PBV ที่ -1SD) เนื่องจากในปี 24 คาดเกิดอุปทานส่วนเกิน แต่ในปี 25-30E คาดเกิดอุปสงค์ส่วนเกิน โดยความสัมพันธ์ระหว่าง ค่าการกลั่นกับ PBV ของ ไทย ออยล์ สอดคล้องในทิศทางเดียวกัน หากเราเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรม พบว่า TOP มี PE และ PBV ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในปี 24E พร้อมกับเงินปันผล ที่ 6%มากกว่าค่าเฉลี่ยที่ 4.9% ในปีดังกล่าว ส่วนในปี 25E โครงการ CFP ช่วยหนุนความสามารถในการทำกำไร (upside ในการประเมินมูลค่าจาก การที่ใช้ PBV ที่สูงขึ้นตาม)

Sensitivity analysis

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

Stock	EPS (Bt.)		Growth(%)		PER(x)		PBV(x)		ROE(%)		Dividend(%)	
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
TOP	6.60	8.04	-20%	46%	8.8	7.2	0.7	0.7	8.4	9.7	6.0	6.3
SPRC*	1.14	1.17	507%	2%	7.6	7.4	0.9	0.9	12.6	12.2	6.1	6.3
IRPC*	0.08	0.18	160%	117%	23.1	10.7	0.5	0.5	2.4	4.7	2.1	3.3
BCP*	7.72	8.34	-17%	8%	5.9	5.4	0.8	0.7	13.3	13.1	5.1	5.5
BSRC*	1.40	1.68	126%	19%	7.0	5.9	1.1	1.0	16.2	17.3	5.0	6.1
Average			151%	39%	10.5	7.3	0.8	0.7	10.6	11.4	4.9	5.5

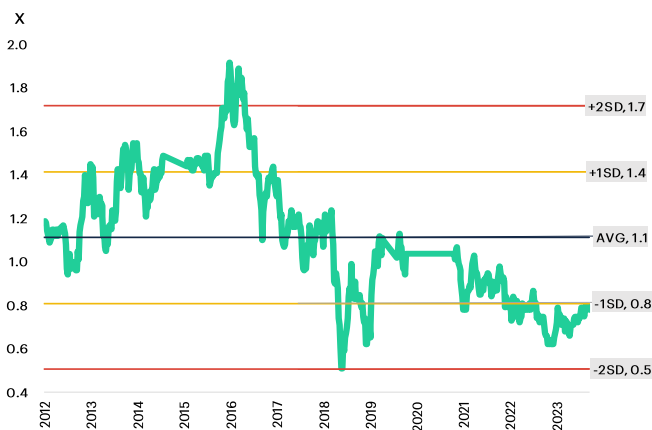
Source: Pi research, Bloomberg* at 10 Apr 2024

ความสัมพันธ์ ระหว่าง GRM กับ PBV



Source: Pi research, company data

PBV 10 ปีย้อนหลัง



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
Total current assets	153,828	125,371	134,602	160,029	161,633
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
Total assets	444,581	419,993	446,238	449,844	447,746
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
Total current liabilities	103,673	73,501	103,867	126,990	126,365
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
Total liabilities	285,923	251,681	270,866	264,497	240,117
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
Total equity	158,657	168,312	175,373	185,346	207,629
Total liabilities & equity	444,581	419,993	446,238	449,844	447,746
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)
Gross profit	48,452	33,080	24,905	29,996	46,460
SG&A	(4,182)	(3,521)	(4,351)	(6,294)	(8,518)
Other income / (expense)	782	1,138	810	1,182	1,125
EBIT	45,052	30,698	21,365	24,884	39,067
Depreciation	7,744	7,799	9,184	10,893	13,613
EBITDA	53,628	36,145	30,949	36,327	53,380
Finance costs	(3,860)	(4,089)	(3,735)	(3,484)	(2,874)
Non-other income / (expense)	81	201	100	100	100
Earnings before taxes (EBT)	41,273	26,810	17,730	21,500	36,293
Income taxes	(8,918)	(4,672)	(3,191)	(3,870)	(6,533)
Earnings after taxes (EAT)	32,355	22,138	14,538	17,630	29,760
Equity income	(513)	84	300	450	600
Non-controlling interests	(438)	(142)	(100)	(130)	(133)
Core Profit	31,404	22,080	14,738	17,950	30,227
FX Gain/Loss & Extraordinary items	1,264	(2,637)	-	-	-
Net profit	32,668	19,443	14,738	17,950	30,227
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)
Net change in cash	43,719	(25,461)	7,132	17,893	(2,547)

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)	116.9	116.4	108.7	96.2	84.8
PER (x)	4.0	6.7	8.9	7.3	4.3
Core PER (x)	4.2	5.9	8.9	7.3	4.3
PBV (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	4.9	7.2	7.8	5.9	3.6
Dividend Yield (%)	6.3	5.8	5.9	6.2	6.2

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 2022

CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่สามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ทั้งนี้ 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 จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้รายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบ ด้วย