

# Thai Oil

(TOP.BK/TOP TB)\*

## Outperform • Maintained

Price as of 10 Oct 2023	49.50
12M target price (Bt/shr)	68.00
Unchanged/Revised up(down)(%)	Unchanged
Upside/downside (%)	37.4

### Key messages

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ TOP ใน 3Q66F จะอยู่ที่ 1.04 หมื่นล้านบาท (เพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY และ QoQ จากกำไรสุทธิ 12 ล้านบาทใน 3Q65 และ 1.1 พันล้านบาทใน 2Q66) โดยกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมากทั้ง YoY และ QoQ จะเป็นเพราะ i) ค่าตลาด GRM ของ TOP จะเพิ่มขึ้น 81% YoY และ 170% QoQ เป็น US\$12.1/bbl และ ii) ค่าตลาดจากสต็อกน้ำมันจะสูงถึง 9.0 พันล้านบาทใน 3Q66F คืบหน้าจากที่บันทึกผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน 9.0 พันล้านบาทใน 3Q65 และ 1.9 พันล้านบาทใน 2Q66 นอกจากนี้ เรายังคงคำแนะนำซื้อ TOP โดยประเมินราคาเป้าหมาย 1H67F ที่ 68.00 บาท อิงจาก EV/EBITDA ที่ 6.5x และหัก discount 5% จากกรณีน้ำมันร่วงตามเกณฑ์ ESG เราเชื่อว่าราคาหุ้นจะไต่แรงหนุนจาก i) ผลประกอบการที่ดีขึ้นใน 3Q66F, ii) อุปสงค์น้ำมันดีเซลที่สูงตามฤดูกาลในช่วงหน้าหนาวที่กำลังจะมาถึง และ iii) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดว่าจะสูงถึง 7.8% ในปี 2566F และ 6.3% ในปี 2567F ทั้งนี้เรายังคงเลือก TOP เป็นหุ้นเด่นของเราในกลุ่มพลังงาน

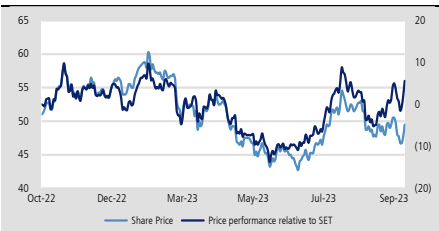
### Trading data

Mkt cap (Btbn/US\$m)	111/2,982		
Outstanding shares (mn)	2,234		
Foreign ownership (mn)	297		
3M avg. daily trading (mn)	15.4		
52-week trading range (Bt)	42.75 – 60.25		
Performance (%)	3M	6M	12M
Absolute	9.4	(5.7)	(4.8)
Relative	13.7	4.7	3.7

### Quarterly EPS

	Bt	1Q	2Q	3Q	4Q
2021	1.65	1.04	1.01	2.47	
2022	3.52	12.42	0.01	0.07	
2023	2.04	0.50			

### Share price chart



Source: SET

Kaweewit Thawilwithayanon  
66.2658.8888 Ext. 8847  
kaweewitt@kgi.co.th

## ประมาณการ 3Q66F: โรงกลั่นมาแรง

### Event

ประมาณการ 3Q66F และปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2566F

### Impact

#### คาดกำไรใน 3Q66F จะโตแรงทั้ง YoY และ QoQ

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ TOP ใน 3Q66F จะอยู่ที่ 1.04 หมื่นล้านบาท (เพิ่มขึ้นอย่างมาก YoY และ QoQ จากกำไรสุทธิ 12 ล้านบาทใน 3Q65 และ 1.1 พันล้านบาทใน 2Q66) โดยกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมากทั้ง YoY และ QoQ จะเป็นเพราะ market GRM สูงขึ้นและมีกำไรจากสต็อกน้ำมันมากขึ้น เรูคาดว่า market GRM ของ TOP จะเพิ่มขึ้น 81% YoY และ 170% QoQ เป็น US\$12.1/bbl เนื่องจากต้นทุน Murban crude premium ลดลง 83% YoY และ 37% QoQ เหลือ US\$1.8/bbl และ spread ของน้ำมันเบนซิน, น้ำมันเครื่องอื่น และน้ำมันดีเซลเพิ่มขึ้น 14-87% QoQ เป็น US\$18.9/bbl, US\$26.1/bbl และ US\$26.9/bbl ตามลำดับ ทั้งนี้ตลาดโรงกลั่นได้แรงหนุนจาก i) อุปทานที่ตึงตัวในช่วงเดือนมิถุนายน-สิงหาคม เนื่องจากโรงกลั่นหลายแห่งในโลกปิดซ่อมบำรุงนอกแผน และ ii) สต็อกน้ำมันกลุ่ม middle distillate อยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ เรายังคาดว่าบริษัทจะบันทึกกำไรจากสต็อกน้ำมันสูงถึง 9.0 พันล้านบาทใน 3Q66F คืบหน้าจากที่บันทึกผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน 9.0 พันล้านบาทใน 3Q65 และ 1.9 พันล้านบาทใน 2Q66 หลังจากที่เราคำนวณคิดลบไปขยับสูงขึ้นจาก US\$75/bbl ในเดือนมิถุนายนเป็น US\$93/bbl ในเดือนกันยายน แต่อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าอัตราการผลิตน้ำมันดิบของ TOP จะลดลง 3% QoQ เหลือ 302KBD คิดเป็นอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ 110% เนื่องจากมีการปิด Single Buoy Mooring 2 (SBM-2) นอกแผนจากกรณีน้ำมันร่วงเมื่อวันที่ 3 กันยายน นอกจากนี้ เรายังคาดว่าบริษัทจะมีผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันก้อนใหญ่ถึง 4.5 พันล้านบาท แยกจากที่มีกำไรจากการป้องกันความเสี่ยง 262 ล้านบาทใน 2Q66 เนื่องจากบริษัทได้ทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงไว้ประมาณ 30% ของปริมาณยอดขายน้ำมันเครื่องบินและน้ำมันดีเซลทั้งหมดใน 3Q66

#### รอกหน่วยงานที่เกี่ยวข้องอนุมัติให้ซ่อม SBM-2

ในปัจจุบัน TOP รวมมือกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องเพื่อสอบสวนหาสาเหตุของกรณีน้ำมันร่วงที่ SBM-2 โดยในระหว่างที่มีการปิด SBM-2 บริษัทจะใช้ SBM-1 (capacity น้อยกว่า) แทนไปก่อนในช่วงที่มีการปิดซ่อม ดังนั้นเราจึงคาดว่าต้นทุนการดำเนินงานโรงกลั่นของ TOP จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย US\$0.5/bbl ซึ่งเราได้รวมผลกระทบดังกล่าวไว้ข้างสี่เดือนท้ายของประมาณการปี 2566F ของเราแล้ว ทั้งนี้บริษัทอยู่ระหว่างรอกการอนุมัติจากหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ซึ่งจะพิจารณาออกคำสั่งให้ซ่อม floating pipeline ทั้งหมด หรือเฉพาะส่วนที่ร่วงเท่านั้น ซึ่งการซ่อมเฉพาะส่วนที่ร่วงจะใช้เวลาเพียงประมาณสองสามเดือนเพราะบริษัทมีอะไหล่พร้อมอยู่แล้ว แต่หากต้องซ่อม floating pipeline ทั้งหมด อาจจะต้องใช้เวลาเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 10-12 เดือน

### Valuation & action

เรายังคงคำแนะนำซื้อ TOP โดยประเมินราคาเป้าหมาย 1H67F ที่ 68.00 บาท อิงจาก EV/EBITDA ที่ 6.5x และหัก discount 5% จากกรณีน้ำมันร่วงตามเกณฑ์ ESG เราเชื่อว่าราคาหุ้นจะไต่แรงหนุนจาก i) ผลประกอบการที่ดีขึ้นใน 3Q66F, ii) อุปสงค์น้ำมันดีเซลที่สูงตามฤดูกาลในช่วงหน้าหนาวที่กำลังจะมาถึง และ iii) อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดว่าจะสูงถึง 7.8% ในปี 2566F และ 6.3% ในปี 2567F ทั้งนี้เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรปีนี้อีก 4% เป็น 2.16 หมื่นล้านบาท หลังจากนี้ TOP ประเมินว่ากำไรสุทธิที่เกี่ยวข้องกับกรณีน้ำมันร่วงจะอยู่ที่ประมาณ 100 ล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดเอาไว้ก่อนหน้านี้ที่ 1.0 พันล้านบาท

### Risks

ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ, GRM และ spread ปีโตรเคมี

### Key financials and valuations

	Dec-21A	Dec-22A	Dec-23F	Dec-24F	Dec-25F
Revenue (Bt mn)	345,496	529,589	499,888	452,292	480,894
Gross profit (Bt mn)	25,941	48,452	33,410	28,152	42,152
EBIT (Bt mn)	24,021	45,133	30,567	25,390	37,403
Net profit (Bt mn)	12,578	32,668	21,567	17,532	28,317
EPS (Bt)	6.17	14.62	9.65	7.85	12.68
DPS (Bt)	2.60	3.70	3.86	3.14	5.07
EPS growth (%)	N.A.	137.2	(34.0)	(18.7)	61.5
P/E (x)	8.0	3.8	5.1	6.3	3.9
P/B (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	8.1	4.9	6.6	7.3	4.2
Net debt to equity (x)	1.3	0.8	0.8	0.7	0.5
Dividend yield (%)	5.3	6.6	7.8	6.3	10.2
Return on avg. equity (%)	10.3	23.2	13.1	9.9	14.9

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 1: Expect 3Q23F earnings of Bt10.4bn, soaring YoY and QoQ from net profits of Bt12mn in 3Q22 and Bt1.1bn in 2Q23**

Bt mn	3Q23F	3Q22	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)	9M23F	9M22	YoY (%)
Revenue	135,736	127,901	6.1	108,662	24.9	361,217	404,162	(10.6)
Cost of goods sold	(115,452)	(129,276)	(10.7)	(105,725)	9.2	(331,469)	(356,591)	(7.0)
Gross profit	20,284	(1,375)	N.A.	2,937	590.6	29,748	47,572	(37.5)
Operating expenses	(949)	(908)	4.5	(799)	18.8	(2,421)	(2,491)	(2.8)
Other incomes	300	316	(5.2)	300	0.1	914	592	54.3
Operating profit	19,635	(1,967)	N.A.	2,438	705.4	28,241	45,674	(38.2)
Depreciation of fixed assets	1,940	1,850	4.9	1,936	0.2	5,780	5,687	1.6
Operating EBITDA	21,575	(116)	N.A.	4,374	393.3	34,021	51,361	(33.8)
Non-operating income	-	4,870	N.A.	262	N.A.	748	4,870	(84.6)
Non-operating expenses	(5,580)	(940)	493.8	(1,081)	416.0	(7,584)	(22,864)	(66.8)
Net investment income/(loss)	(200)	(294)	(32.0)	16	(1,319.1)	(83)	(375)	N.A.
Pre-tax profit	13,855	1,669	729.9	1,635	747.3	21,323	27,304	(21.9)
Current taxation	(2,625)	156	N.A.	523	(601.5)	(3,906)	(9,026)	(56.7)
Minorities	60	103	(41.8)	25	144.0	129	375	(65.6)
Extraordinary items	(732)	(1,710)	(57.2)	(1,017)	(28.0)	(1,178)	14,618	N.A.
Net profit	10,438	12	89,053.7	1,117	834.4	16,109	32,521	(50.5)
EPS (Bt)	4.7	0.01	89,053.7	0.50	834.4	7.2	15.94	(54.8)
Percent	3Q23F	3Q22	YoY (ppts)	2Q23	QoQ (ppts)	9M23F	9M22	YoY (ppts)
Gross profit margin	14.9	(1.1)	16.0	2.7	12.2	8.2	11.8	(3.5)
EBITDA margin	15.9	(0.1)	16.0	4.0	11.9	9.4	12.7	(3.3)
Net margin	7.7	0.0	7.7	1.0	6.7	4.5	8.0	(3.6)

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 2: Key assumptions for 3Q23F earnings**

	3Q23F	3Q23	YoY (%)	2Q23	QoQ (%)
<b>Refinery</b>					
Dubai crude (US\$/bbl)	87	97	(10.5)	78	11.5
Market GRM (US\$/bbl)	12.1	6.7	81.3	4.5	169.9
Net stock gain/(loss) (Bt mn)	9,026	(9,002)	N.A.	(1,914)	N.A.
Crude run (KBD)	302	286	5.6	311	(2.9)
<b>Aromatics</b>					
PX-ULG95 (US\$/ton)	175	152	15.1	228	(23.2)
BZ-ULG95 (US\$/ton)	1	42	(97.6)	71	(98.6)
Utilization rate (%)	70	70	0.0	71	(1.4)
<b>Lube base</b>					
500SN-HSFO (US\$/ton)	442	798	(44.6)	588	(24.8)
Utilization rate (%)	80	86	(7.0)	83	(3.6)
<b>Chandra Asri</b>					
Earnings to TOP (Bt mn)	(200)	(351)	43.0	(47)	N.A.
<b>Overall</b>					
Market GIM (US\$/bbl)	13.0	8.8	48.8	6.1	112.0
Accounting GIM (US\$/bbl)	22.2	(0.8)	N.A.	4.2	431.9

Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 3: Key assumptions for TOP**

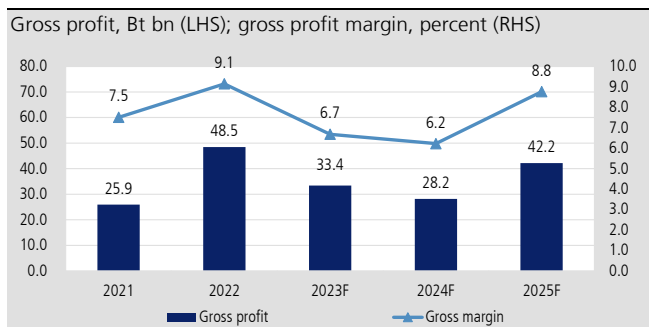
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Benchmark</b>					
Dubai crude (US\$/bbl)	69	96	85	75	70
Gasoline spread (US\$/bbl)	11.1	18.8	17.5	13.0	13.0
Jet oil spread (US\$/bbl)	5.8	30.3	23.0	20.0	20.0
Diesel spread (US\$/bbl)	6.7	34.3	23.0	20.0	20.0
HSFO spread (US\$/bbl)	(4.9)	(14.1)	(8.0)	(10.0)	(10.0)
LSFO spread (US\$/bbl)	6.1	13.0	3.5	5.0	5.0
Murban crude premium (US\$/bb)	1.8	7.2	3.5	3.0	3.0
<b>Refinery</b>					
Market GRM (US\$/bbl)	2.2	12.0	8.6	7.3	11.3
Crude run (KBD)	275	294	309	310	350
<b>Aromatics</b>					
PX-ULG95 (US\$/ton)	177	124	183	212	238
BZ-ULG95 (US\$/ton)	232	50	43	102	118
Utilization rate (%)	87	71	71	80	80
<b>Lube base</b>					
500SN-HSFO (US\$/ton)	847	677	550	500	450
Utilization rate (%)	91	77	81	85	85
<b>Chandra Asri</b>					
Earnings to TOP (Bt mn)	-	(813)	(330)	-	325

Source: Company data, KGI Securities Research

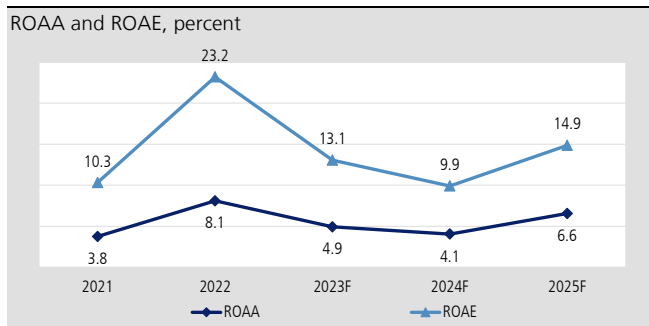
**Figure 4: Company profile**

Thai Oil (TOP) is the largest complex refinery in Thailand with 275KBD capacity. Refining business is its major source of revenue and profit with a contribution of 50-60% of total EBITDA. It is also involved in aromatics, lube base and power generation.

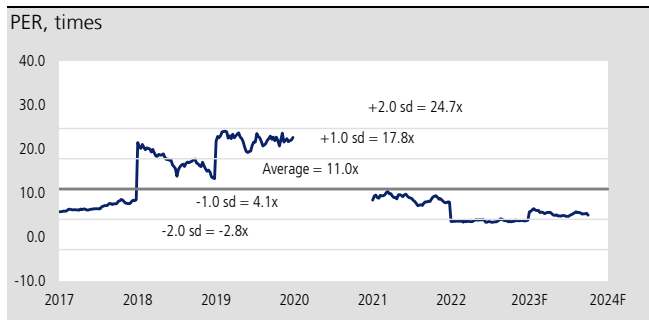
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 6: Gross profit**


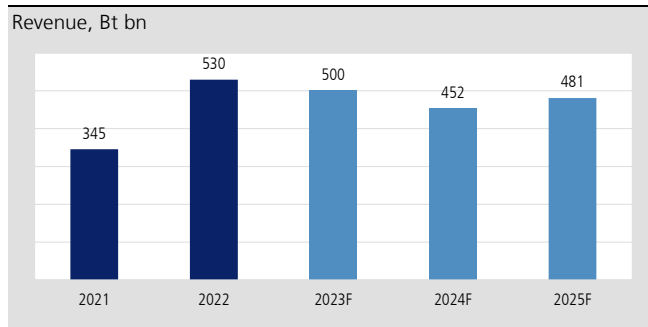
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 8: Company ROAA and ROAE**


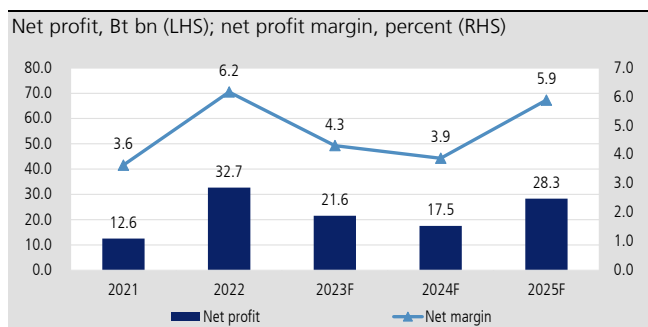
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 10: Company trading PER**


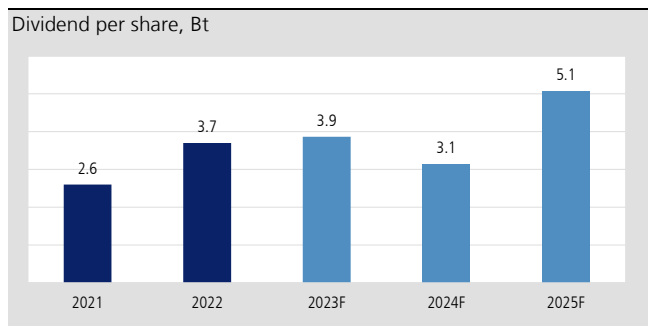
Source: KGI Securities Research

**Figure 5: Revenue**


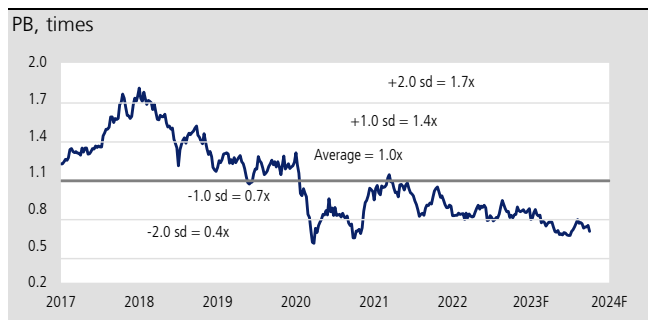
Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 7: Net profit**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 9: Dividend**


Source: Company data, KGI Securities Research

**Figure 11: Company trading PB**


Source: KGI Securities Research

**Quarterly Income Statement**

(Bt mn)	Mar-21A	Jun-21A	Sep-21A	Dec-21A	Mar-22A	Jun-22A	Sep-22A	Dec-22A	Mar-23A	Jun-23A	Sep-23F
<b>Income Statement (Bt mn)</b>											
<b>Revenue</b>	<b>75,272</b>	<b>79,821</b>	<b>82,064</b>	<b>108,338</b>	<b>120,882</b>	<b>155,379</b>	<b>127,901</b>	<b>125,426</b>	<b>116,820</b>	<b>108,662</b>	<b>135,736</b>
Cost of Goods Sold	(68,214)	(73,945)	(76,028)	(101,368)	(103,310)	(124,004)	(129,276)	(124,546)	(110,292)	(105,725)	(115,452)
<b>Gross Profit</b>	<b>7,058</b>	<b>5,877</b>	<b>6,036</b>	<b>6,970</b>	<b>17,572</b>	<b>31,374</b>	<b>(1,375)</b>	<b>880</b>	<b>6,527</b>	<b>2,937</b>	<b>20,284</b>
Operating Expenses	(543)	(690)	(712)	(1,112)	(718)	(865)	(908)	(1,691)	(674)	(799)	(949)
Other incomes	198	163	697	78	107	169	316	270	314	300	300
<b>Operating Profit</b>	<b>6,713</b>	<b>5,350</b>	<b>6,022</b>	<b>5,936</b>	<b>16,962</b>	<b>30,678</b>	<b>(1,967)</b>	<b>(541)</b>	<b>6,168</b>	<b>2,438</b>	<b>19,635</b>
Depreciation of fixed assets	1,821	1,813	1,860	1,930	1,833	2,004	1,850	2,057	1,905	1,936	1,940
<b>Operating EBITDA</b>	<b>8,534</b>	<b>7,163</b>	<b>7,882</b>	<b>7,866</b>	<b>18,795</b>	<b>32,683</b>	<b>(116)</b>	<b>1,516</b>	<b>8,073</b>	<b>4,374</b>	<b>21,575</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>98</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>504</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4,870</b>	<b>0</b>	<b>486</b>	<b>262</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	98	0	0	504	0	0	4,870	0	486	262	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(796)</b>	<b>(2,006)</b>	<b>(2,842)</b>	<b>(958)</b>	<b>(8,313)</b>	<b>(13,611)</b>	<b>(940)</b>	<b>(1,872)</b>	<b>(922)</b>	<b>(1,081)</b>	<b>(5,580)</b>
Interest Expenses	(796)	(907)	(934)	(958)	(961)	(966)	(940)	(994)	(922)	(1,081)	(1,080)
Other Non-op Expenses	0	(1,099)	(1,908)	0	(7,352)	(12,645)	0	(878)	0	0	(4,500)
Net Investment Income/(Loss)	470	537	442	225	44	(125)	(294)	(138)	101	16	(200)
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>6,485</b>	<b>3,881</b>	<b>3,622</b>	<b>5,707</b>	<b>8,693</b>	<b>16,942</b>	<b>1,669</b>	<b>(2,550)</b>	<b>5,833</b>	<b>1,635</b>	<b>13,855</b>
Current Taxation	(388)	(358)	(213)	(1,075)	(1,672)	(7,509)	156	108	(1,805)	523	(2,625)
Minorities	97	84	118	125	149	123	103	63	44	25	60
Extraordinary items	(2,641)	(1,315)	(1,228)	526	311	16,017	(1,710)	2,652	571	(1,017)	(732)
<b>Net Profit</b>	<b>3,360</b>	<b>2,123</b>	<b>2,063</b>	<b>5,033</b>	<b>7,183</b>	<b>25,327</b>	<b>12</b>	<b>147</b>	<b>4,554</b>	<b>1,117</b>	<b>10,438</b>
EPS (Bt)	1.65	1.04	1.01	2.47	3.52	12.42	0.01	0.07	2.04	0.50	4.67
<b>Margins</b>											
Gross profit margin	9.4	7.4	7.4	6.4	14.5	20.2	(1.1)	0.7	5.6	2.7	14.9
Operating EBIT margin	8.9	6.7	7.3	5.5	14.0	19.7	(1.5)	(0.4)	5.3	2.2	14.5
Operating EBITDA margin	11.3	9.0	9.6	7.3	15.5	21.0	(0.1)	1.2	6.9	4.0	15.9
Net profit margin	4.5	2.7	2.5	4.6	5.9	16.3	0.0	0.1	3.9	1.0	7.7
<b>Growth</b>											
Revenue growth	(3.2)	58.4	40.7	76.3	60.6	94.7	55.9	15.8	(3.4)	(30.1)	6.1
Operating EBIT growth	N.A.	397.1	307.8	143.6	152.7	473.4	N.A.	N.A.	(63.6)	(92.1)	N.A.
Operating EBITDA growth	N.A.	128.0	108.7	122.5	120.2	356.3	N.A.	(80.7)	(57.0)	(86.6)	N.A.
Net profit growth	N.A.	(14.4)	188.4	(30.7)	113.8	1,093.2	(99.4)	(97.1)	(36.6)	(95.6)	89,054

Source: Company data, KGI Securities Research

**Balance Sheet**

As of 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Total Assets</b>	<b>362,144</b>	<b>444,581</b>	<b>429,521</b>	<b>433,850</b>	<b>429,384</b>
<b>Current Assets</b>	101,239	153,828	125,079	127,609	148,320
Cash & ST Investments	30,024	43,919	21,058	30,809	48,362
Inventories	39,576	55,343	50,823	46,210	47,801
Accounts Receivable	23,415	28,759	27,391	24,783	26,350
Others	8,224	25,807	25,807	25,807	25,807
<b>Non-current Assets</b>	260,905	290,753	304,442	306,241	281,063
LT Investments	57,287	54,795	54,795	54,795	54,795
Net fixed Assets	178,399	206,476	221,534	224,634	200,692
Others	25,219	29,481	28,112	26,811	25,576
<b>Total Liabilities</b>	<b>239,050</b>	<b>285,923</b>	<b>257,923</b>	<b>251,733</b>	<b>230,277</b>
<b>Current Liabilities</b>	38,476	103,673	76,546	63,913	66,065
Accounts Payable	23,001	74,154	57,511	52,291	54,091
ST Borrowings	6,389	23,494	13,010	5,597	5,949
Others	9,087	6,024	6,024	6,024	6,024
<b>Long-term Liabilities</b>	200,574	182,250	181,378	187,821	164,212
Long-term Debts	177,623	151,658	151,840	159,286	136,630
Others	22,951	30,592	29,537	28,534	27,582
<b>Shareholders' Equity</b>	<b>123,094</b>	<b>158,657</b>	<b>171,597</b>	<b>182,116</b>	<b>199,107</b>
Common Stock	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338
Capital Surplus	(3,135)	6,664	6,664	6,664	6,664
Retained Earnings	105,829	129,655	142,595	153,114	170,104
Preferred Stock	0	0	0	0	0

Source: KGI Securities Research

**Key Ratios**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Forecast Drivers</b>					
<b>Growth (% YoY)</b>					
Sales	39.4	53.3	(5.6)	(9.5)	6.3
OP	N.A.	87.9	(32.3)	(16.9)	47.3
EBITDA	N.A.	68.2	(27.3)	(12.9)	46.8
NP	N.A.	159.7	(34.0)	(18.7)	61.5
EPS	N.A.	137.2	(34.0)	(18.7)	61.5
<b>Profitability (%)</b>					
Gross Margin	7.5	9.1	6.7	6.2	8.8
Operating Margin	7.0	8.5	6.1	5.6	7.8
EBITDA Margin	9.1	10.0	7.7	7.4	10.2
Net Profit Margin	3.6	6.2	4.3	3.9	5.9
ROAA	3.8	8.1	4.9	4.1	6.6
ROAE	10.3	23.2	13.1	9.9	14.9
<b>Stability</b>					
Gross Debt/Equity (%)	149.5	110.4	96.1	90.5	71.6
Net Debt/Equity (%)	125.1	82.7	83.8	73.6	47.3
Interest Coverage (x)	5.1	11.8	7.3	6.1	10.3
Interest & ST Debt Coverage (x)	1.8	1.7	1.8	2.6	3.9
Cash Flow Interest Coverage (x)	2.9	11.2	4.3	6.5	10.4
Cash Flow/Interest & ST Debt (x)	1.1	1.6	1.0	2.8	3.9
Current Ratio (x)	2.6	1.5	1.6	2.0	2.2
Quick Ratio (x)	1.6	0.9	1.0	1.3	1.5
Net Debt (Bt mn)	153,988	131,233	143,793	134,075	94,218
<b>Per Share Data (Bt)</b>					
EPS	6.2	14.6	9.7	7.8	12.7
CFPS	5.1	19.4	7.9	11.9	16.9
BVPS	59.3	69.9	75.6	80.4	88.0
SPS	--	--	--	--	--
EBITDA/Share	15.4	23.7	17.2	15.0	22.0
DPS	2.6	3.7	3.9	3.1	5.1
<b>Activity</b>					
Asset Turnover (x)	1.0	1.3	1.1	1.0	1.1
Days Receivables	24.7	19.8	20.0	20.0	20.0
Days Inventory	45.2	42.0	39.8	39.8	39.8
Days Payable	7.2	15.4	12.3	12.3	12.3
Cash Cycle	62.7	46.4	47.4	47.4	47.4

Source: KGI Securities Research

**Profit & Loss**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Revenue</b>	<b>345,496</b>	<b>529,589</b>	<b>499,888</b>	<b>452,292</b>	<b>480,894</b>
Cost of Goods Sold	(319,555)	(481,137)	(466,478)	(424,140)	(438,742)
<b>Gross Profit</b>	<b>25,941</b>	<b>48,452</b>	<b>33,410</b>	<b>28,152</b>	<b>42,152</b>
Operating Expenses	(3,056)	(4,182)	(3,864)	(3,876)	(5,952)
Other incomes	1,136	863	1,020	1,114	1,203
<b>Operating Profit</b>	<b>24,021</b>	<b>45,133</b>	<b>30,567</b>	<b>25,390</b>	<b>37,403</b>
Depreciation of fixed assets	7,424	7,744	7,876	8,113	11,767
<b>Operating EBITDA</b>	<b>31,445</b>	<b>52,877</b>	<b>38,444</b>	<b>33,502</b>	<b>49,170</b>
<b>Non-Operating Income</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Non-op Income	0	0	0	0	0
<b>Non-Operating Expenses</b>	<b>(6,000)</b>	<b>(19,866)</b>	<b>(4,086)</b>	<b>(4,087)</b>	<b>(3,629)</b>
Interest Expenses	(3,595)	(3,860)	(4,086)	(4,087)	(3,629)
Other Non-op Expenses	(2,406)	(16,006)	0	0	0
Net Investment Income/(Loss)	1,675	(513)	(130)	200	525
<b>Pre-tax Profit</b>	<b>19,695</b>	<b>24,754</b>	<b>26,351</b>	<b>21,503</b>	<b>34,299</b>
Current Taxation	(2,034)	(8,918)	(4,269)	(3,440)	(5,436)
Minorities	425	438	515	530	546
Extraordinary items	(4,658)	17,270	0	0	0
<b>Net Profit</b>	<b>12,578</b>	<b>32,668</b>	<b>21,567</b>	<b>17,532</b>	<b>28,317</b>
EPS (Bt)	6.17	14.62	9.65	7.85	12.68

Source: KGI Securities Research

**Cash Flow**

Year to 31 Dec (Bt mn)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>Operating Cash Flow</b>	10,504	43,251	17,632	26,643	37,774
Net Profit	12,578	32,668	21,567	17,532	28,317
Depreciation & Amortization	7,424	7,744	7,876	8,113	11,767
Change in Working Capital	(14,344)	30,043	(10,756)	2,001	(1,358)
Others	4,845	(27,204)	(1,055)	(1,003)	(952)
<b>Investment Cash Flow</b>	(43,337)	(9,049)	(21,566)	(9,912)	13,410
Net CAPEX	(35,146)	(31,929)	(22,935)	(11,213)	12,175
Change in LT Investment	0	0	0	0	0
Change in Other Assets	(8,191)	22,880	1,369	1,301	1,236
<b>Free Cash Flow</b>	(24,642)	11,322	(5,303)	15,430	49,948
<b>Financing Cash Flow</b>	9,285	(20,321)	(18,928)	(6,980)	(33,631)
Change in Share Capital	0	1,938	0	0	0
Net Change in Debt	37,862	(9,013)	(10,302)	33	(22,304)
Change in Other LT Liab.	(28,577)	(13,246)	(8,627)	(7,013)	(11,327)
<b>Net Cash Flow</b>	(23,548)	13,880	(22,862)	9,751	17,553

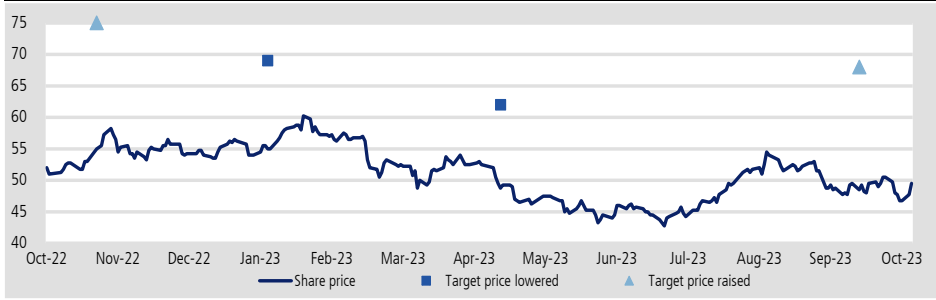
Source: KGI Securities Research

**Rates of Return on Invested Capital**

Year	1- Revenue	+ COGS Revenue	+ Depreciation Revenue	+ Operating Exp. Revenue	= Operating Margin	
2021	90.3%	2.1%	0.9%		6.6%	
2022	89.4%	1.5%	0.8%		8.4%	
2023F	91.7%	1.6%	0.8%		5.9%	
2024F	92.0%	1.8%	0.9%		5.4%	
2025F	88.8%	2.4%	1.2%		7.5%	
Year	1/ Revenue	+ Working Capital Revenue	+ Net PPE Revenue	+ Other Assets Revenue	= Capital Turnover	
2021	0.18	0.52	0.07		1.30	
2022	0.09	0.39	0.06		1.85	
2023F	0.10	0.44	0.06		1.68	
2024F	0.14	0.50	0.06		1.44	
2025F	0.17	0.42	0.05		1.56	
Year	Operating Margin	x	Capital Turnover	x	Cash Tax Rate	= After-tax Return on Inv. Capital
2021	6.6%		1.3		86.1	7.4
2022	8.4%		1.9		78.6	12.2
2023F	5.9%		1.7		83.5	8.3
2024F	5.4%		1.4		83.6	6.4
2025F	7.5%		1.6		83.9	9.8

Source: KGI Securities Research

**Thai Oil - Recommendation & target price history**



Source: KGI Securities Research

# Corporate Governance Report of Thai Listed Companies



## Companies with Excellent CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL
AMA	AMA MARINE	GGC	GLOBAL GREEN CHEMICALS	PYLON	PYLON
AMATA	AMATA CORPORATION	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	HANA	HANA MICROELECTRONICS	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	RS	RS
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	INTUCH	SHIN CORPORATION	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BCP	THE BANGCHAK PETROLEUM	IVL	INDORAMA VENTURES	SCCC	SIAM CITY CEMENT
BCPG	BCPG	KBANK	KASIKORNBANK	SEAFCO	SEAFCO
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KCE	KCE ELECTRONICS	SMPC	SAHAMITR PRESSURE CONTAINER
BEC	BEC WORLD	KKP	KIATNAKIN BANK	SPALI	SUPALAI
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	KTB	KRUNG THAI BANK	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
BGRIM	B. GRIMM POWER	KTC	KRUNGTHAI CARD	SVI	SVI
BPP	BANPU POWER	LH	LAND AND HOUSES	TACC	T.A.C. CONSUMER
BTS	BTS GROUP HOLDINGS	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TCAP	THANACHART CAPITAL
CENTEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MAKRO	SIAM MAKRO	THCOM	THAI COM
CK	CH. KARNCHANG	MBK	MBK	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
CKP	CK POWER	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TOP	THAI OIL
CPALL	CP ALL	MTC	MUANGTHAI CAPITAL	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	PLANB	PLAN B MEDIA	TTB	TMBTHANACHART BANK
CPN	CENTRAL PATTANA	PSH	PRUKSA HOLDING	VGI	VGI GLOBAL MEDIA
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	PTG	PTG ENERGY	WHA	WHA CORPORATION
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PTT	PTT	WHAUP	



## Companies with Very Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BAM	BANGKOK COMMERCIAL ASSET MANAGEMENT	GULF	GULF ENERGY DEVELOPMENT	SAPPE	SAPPE
BBL	BANGKOK BANK	JMT	JMT NETWORK SERVICES	SAWAD	SRI SAWAD POWER 1979
CBG	CARABAO GROUP	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	SINGER	SINGER THAILAND
CHG	CHULARAT HOSPITAL	M	MK RESTAURANT GROUP	SPA	SIAM WELLNESS GROUP
COM7	COM7	MAJOR	MAJOR CINEPLEX GROUP	TFG	THAI FOODS GROUP
DOHOME	DOHOME	MEGA	MEGA LIFESCIENCES	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
ERW	THE ERAWAN GROUP	NETBAY	NETBAY	ZEN	ZEN CORPORATION GROUP
GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	OSP	OSOTSPA		



## Companies with Good CG Scoring

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	ESSO	ESSO (THAILAND)	SF	SIAM FUTURE DEVELOPMENT
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	HUMAN	HUMANICA	SISB	SISB
EKH	EKACHAI MEDICAL CARE	RBF	R&B FOOD SUPPLY	TPCH	TPC POWER HOLDING

## Companies classified Not in the three highest score groups

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
IIG	I&I GROUP	OR	PTT OIL AND RETAIL BUSINESS	STGT	SRI TRANG GLOVES (THAILAND)
KEX	KERRY EXPRESS (THAILAND)	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION		

Source: www.thai-iod.com

**Disclaimer:** The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on inside information. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of such survey result.



## Anti-corruption Progress Indicator

### Level 5: Extended

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
ADVANC	ADVANCED INFO SERVICE	GLOBAL	SIAM GLOBAL HOUSE	QH	QUALITY HOUSES
ANAN	ANANDA DEVELOPMENT	GPSC	GLOBAL POWER SYNERGY	RATCH	RATCHABURI ELECTRICITY GENERATING HOLDING
BBL	BANGKOK BANK	HMPRO	HOME PRODUCT CENTER	ROBINS	ROBINSON DEPARTMENT STORE
BCH	BANGKOK CHAIN HOSPITAL	IRPC	IRPC	SCC	THE SIAM CEMENT
BDMS	BANGKOK DUSIT MEDICAL SERVICES	KBANK	KASIKORN BANK	SIRI	SANSIRI
BIGC	BIG C SUPERCENTER	KCE	KCE ELECTRONICS	SPALI	SUPALAI
CK	CH. KARNCHANG	KKP	KIATNAKIN BANK	STEC	SINO-THAI ENGINEERING AND CONSTRUCTION
DCC	DYNASTY CERAMIC	KTB	KRUNG THAI BANK	TCAP	THANACHART CAPITAL
DELTA	DELTA ELECTRONICS (THAILAND)	LPH	LADPRAO GENERAL HOSPITAL	TISCO	TISCO FINANCIAL GROUP
DRT	DIAMOND ROOFING TILES	PACE	PACE DEVELOPMENT CORPORATION	TMT	THAI METAL TRADE
EGCO	ELECTRICITY GENERATING	PTT	PTT	TOP	THAI OIL
GFPT	GFPT	PTTGC	PTT GLOBAL CHEMICAL		

### Level 4: Certified

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AAV	ASIA AVIATION	ERW	THE ERAWAN GROUP	SAPPE	SAPPE
AP	ASIAN PROPERTY DEVELOPMENT	GLOW	GLOW ENERGY	SAWAD	SRISAWAD POWER 1979
BA	BANGKOK AIRWAYS	GUNKUL	GUNKUL ENGINEERING	SCB	THE SIAM COMMERCIAL BANK
BANPU	BANPU	ILINK	INTERLINK COMMUNICATION	SCN	SCAN INTER
BGP	THE BANGCHAK PETROLEUM	KTC	KRUNGTHAI CARD	SEAFICO	SEAFICO
BH	BUMRUNGRAD HOSPITAL	LH	LAND AND HOUSES	SVI	SVI
BJCHI	BJC HEAVY INDUSTRIES	LPN	L.P.N. DEVELOPMENT	TASCO	TIPCO ASPHALT
CBG	CARABAO GROUP	MAKRO	SIAM MAKRO	TKN	TAOKAENOI FOOD & MARKETING
CENDEL	CENTRAL PLAZA HOTEL	MALEE	MALEE SAMPRAN	TMB	TMB BANK
CHG	CHULARAT HOSPITAL	MINT	MINOR INTERNATIONAL	TRT	TIRATHAI
CKP	CK POWER	MODERN	MODERNFORM GROUP	TRUE	TRUE CORPORATION
CPF	CHAROEN POKPHAND FOODS	NOK	NOK AIRLINES	TVO	THAI VEGETABLE OIL
CPN	CENTRAL PATTANA	PTTEP	PTT EXPLORATION AND PRODUCTION		
DTAC	TOTAL ACCESS COMMUNICATION	PYLON	PYLON		

### Level 3: Established

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
BEM	BANGKOK EXPRESSWAY AND METRO	MTLS	MUANGTHAI LEASING	SPRC	STAR PETROLEUM REFINING
CPALL	CP ALL	SCI	SCI ELECTRIC		

### No progress

Stock	Company name	Stock	Company name	Stock	Company name
AOT	AIRPORTS OF THAILAND	BPP	BANPU POWER	FN	FN FACTORY OUTLET
BCPG	BCPG	BTS	BTS GROUP HOLDINGS	TPCH	TPC POWER HOLDING

Source: www.cgthailand.org

**Disclaimer:** The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, KGI Securities (Thailand) Public Company Limited (KGI) does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment result.

**KGI Locations**

<b>China</b>	Shanghai	Room 2703B-2704, Tower A , Shanghai Dawning Centre,500 Hongbaoshi Road Shanghai, PRC 201103
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
<b>Taiwan</b>	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
<b>Hong Kong</b>		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
<b>Thailand</b>	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014
<b>Singapore</b>		4 Shenton Way #13-01 SGX Centre 2 Singapore 068807 Telephone 65.6202.1188 Facsimile 65.6534.4826

**KGI's Ratings**

<b>Rating</b>	<b>Definition</b>
Outperform (OP)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)..
Neutral (N)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan)
Under perform (U)	The stock's excess return over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances.  Excess return = 12M target price/current price-
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

**Disclaimer**

KGI Securities (Thailand) Plc. ( "The Company" ) disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.