

ไทยออยล์- TOP



ชื่อ	
ราคาเป้าหมาย	62 บาท
Upside/Downside	+25%
Median Consensus	64 บาท
1M price direction:	



Stock information	
ราคาปิด	49.50 บาท
ราคาปิดสูง/ต่ำใน 1 ปี	63.25/48.25 บาท
มูลค่าตลาด	110,574 ล้านบาท
ปริมาณหุ้น (พาร์ 10)	2,233.8 ล้านหุ้น
Free Float	51.96%
Foreign Limit/Available	40%/26.59%
NVDR in hand (% of share)	12.23%
ปริมาณหุ้นเฉลี่ย/วัน('000)	13,721.38
Anti-corruption:	ได้รับการรับรอง
CG Score:	

XD - Date		
Period	X-Date	DPS(Bt)
-	23/02/23	1.70
-	10/11/22	2.00
-	03/03/22	2.00

คาดการณ์ 1Q23 พุ่งตัวเด่นที่ 4.2 พันล้านบาท GRM ยังแข็งแกร่ง

- คงคำแนะนำ ชื้อ และราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 62 บาท อิง Avg PBV - 0.5 SD ที่ 0.84 เท่า แนวโน้มค่าการกลั่นยังเพิ่มขึ้น QoQ จาก Crude Premium ที่ลดลง
- คาด TOP รายงานกำไร 1Q23 พุ่งตัวเด่นที่ 4.2 พันล้านบาท -41% YoY แต่ฟื้นเด่นจาก 4Q22 ที่มีกำไรเพียง 147 ล้านบาท ทั้งนี้ถ้าไม่นับรวมรายการพิเศษ Core Profit คาดว่าอยู่ที่ 6.2 พันล้านบาท +162% YoY, +14% QoQ ซึ่งเป็นผลมาจาก GRM ที่ปรับดีขึ้น เพราะผลของ Crude Premium ที่ลดลง
- Crude Premium ปรับลดลงต่อเนื่อง แนวโน้มของ GRM ในปี 2023 คาดว่าจะยังยืนในระดับ USD6-7/bbl ถือว่าอยู่ในระดับที่สูง โดยได้แรงหนุนจาก Tight Supply โดยสต็อกน้ำมันดีเซลที่อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย

Earning preview:
 คาด TOP รายงานกำไร 1Q23 พุ่งตัวเด่นที่ 4.2 พันล้านบาท -41% YoY แต่ฟื้นเด่นจาก 4Q22 ที่มีกำไรเพียง 147 ล้านบาท ทั้งนี้ถ้าไม่นับรวมรายการพิเศษ Core Profit คาดว่าอยู่ที่ 6.2 พันล้านบาท +162% YoY, +14% QoQ ซึ่งเป็นผลมาจาก GRM ที่ปรับดีขึ้น

- 1) คาดปริมาณเขากลับที่ 300 KBD Flat YoY, +6 QoQ เนื่องด้วย 4Q22 มีเปิดหน่วยย่อยโรงกลั่นประมาณ 26 วัน
- 2) คาด Market GRM ปรับดีเล็กน้อยขึ้นเป็น USD9.7/bbl (1Q22=6.4, 4Q22=9.3) โดยเป็นผลจาก Crude Premium ที่ปรับลดลงประมาณ -USD2/bbl QoQ ในขณะที่ Crack Spread ของน้ำมัน Diesel ปรับลดลงกว่า -USD14/bbl ตามราคา gas ที่ปรับลดลงหลังหมดช่วงฤดูหนาว
- 3) คาด Aromatic&LAB GIM ปรับดีขึ้นมาเป็น USD1/bbl (1Q22=0.7, 4Q22=0.8) จากต้นทุนที่ High Season
- 4) คาด Lube base GIM ปรับดีขึ้นมาเป็น USD1.2/bbl (1Q22=0.6, 4Q22=1) จาก 4Q22มีการปิดซ่อมบำรุงตามแผน
- 5) คาด Stock loss รว 2.7 พันล้านบาท
- 6) Fx และ Hedging Gain รว 800 ล้านบาท

Crude Premium ปรับลดลงต่อเนื่อง แนวโน้ม 2023 GRM คาดว่าจะยังยืนได้ในระดับ USD6-7/bbl
 แนวโน้มของ GRM ในปี 2023 คาดว่าจะยังยืนในระดับ USD6-7/bbl ถือว่าอยู่ในระดับที่สูง โดยได้แรงหนุนจาก Tight Supply โดย สต็อกน้ำมันดีเซลที่อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย และการ Sanction น้ำมันจากรัสเซีย ทั้งนี้เรายังคงประมาณการกำไรปี 2023 ที่ 1.7 หมื่นล้านบาท บนสมมติฐานที่ GRM USD7.5/bbl

คงราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 62 บาท
 คงราคาเป้าหมายปี 2023 ที่ 62 บาท อิง Avg PBV -0.5 SD ที่ 0.84 เท่า แนวโน้มค่าการกลั่นยังเพิ่มขึ้น QoQ จาก Crude Premium ที่ลดลง

ความเสี่ยง: ความเสี่ยงจาก Supply ที่ลดลง ในขณะที่ Demand ลดลงจากเศรษฐกิจ



เอกกรินทร์ วงษ์เกียรติ์, CFA
 เลขทะเบียนนักวิเคราะห์ : 055680
 E-mail: ekkarin@trinitythai.com

ข้อมูลทางการเงิน					
Year End:	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Sales(Bt mn)	247,913	345,496	529,589	404,235	391,483
EBITDA(Bt mn)	-1,369	31,445	52,877	33,318	31,565
Net Profit (Bt mn)	-3,301	12,578	32,668	17,716	15,229
EPS (Bt)	-1.62	6.17	14.62	7.93	6.82
EV/EBITDA (x)	-136.83	8.48	5.23	9.16	9.36
PER(x)	N.A.	9.08	3.83	7.06	8.21
PBV(x)	0.98	0.95	0.80	0.75	0.71
DPS(Bt)	0.70	2.60	3.83	3.17	2.73
Div Yield (%)	1.3%	4.6%	6.8%	5.7%	4.9%
ROE (%)	-2.8%	10.6%	23.6%	11.0%	8.9%

Source: Company Data, Trinity Research

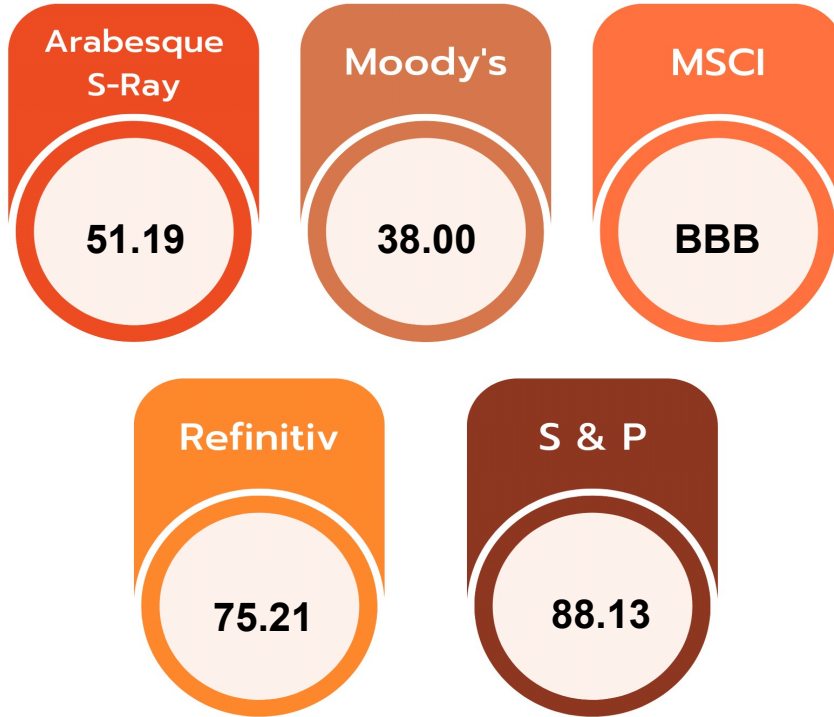
Figure1 : TOP Quarterly Result

**THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED
STATEMENT OF PROFIT & LOSS (CONSOLIDATED)**

(Unit : Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	QoQ	YoY	2022	2023F	% YoY
Revenues										
Sales	120,882	155,379	127,901	125,426	123,930	-1%	3%	529,589	404,235	-24%
COGS	(101,477)	(122,000)	(127,426)	(122,489)	(115,898)			(473,393)	(367,861)	
Gross Profit	19,405	33,379	475	2,937	8,032	173%	-59%	56,196	36,373	-35%
SG&A	(718)	(865)	(908)	(1,691)	(954)			(4,182)	(4,255)	
EBITDA	18,795	32,683	(117)	1,516	7,278	380%	-61%	52,877	33,318	-37%
Depreciation & Amortization	(1,833)	(2,004)	(1,850)	(2,057)	(2,000)			(7,744)	(7,502)	
EBIT	16,962	30,678	(1,967)	(541)	5,278	nm	-69%	45,133	25,816	-43%
Interest expense	(961)	(966)	(940)	(994)	(950)			(3,860)	(5,318)	
Share of gain (loss) of associates	44	(125)	(294)	(138)	2			(513)	1,825	
Other income (expenses)	107	169	316	270	200			863	1,200	
Pretax profit	16,046	29,587	(3,200)	(1,673)	4,330	nm	-73%	40,760	22,324	-45%
Tax	(1,672)	(3,055)	156	108	(866)			(4,464)	(4,100)	
Net Profit after Tax	14,374	26,532	(3,045)	(1,565)	3,464	nm	-76%	36,296	18,224	-50%
Minority Interest	(149)	(123)	(103)	(63)	(60)			(438)	(508)	
Net Profit before Extra	14,224	26,409	(3,148)	(1,628)	3,404	nm	-76%	35,858	17,716	-51%
Hedging	(7,042)	(12,645)	4,869	(819)	800			(16,006)	0	
Forex Gain (Loss)	0	(1,317)	(1,710)	2,594				(64)	0	
Extra. Items		12,880	0	0				12,880	0	
Net Profit	7,183	25,326	12	147	4,204	2755%	-41%	32,668	17,716	-46%
Profitability Ratios (%)										
Gross margin	14.5%	20.2%	-1.1%	0.7%	4.9%			9.1%	7.1%	
EBITDA margin	15.5%	21.0%	-0.1%	1.2%	5.9%			10.0%	8.2%	
EBIT margin	14.0%	19.7%	-1.5%	-0.4%	4.3%			8.5%	6.4%	
Pretax profit margin	13.3%	19.0%	-2.5%	-1.3%	3.5%			7.7%	5.5%	
Profit margin before extra item	11.8%	17.0%	-2.5%	-1.3%	2.7%			6.8%	4.4%	
Net profit margin	5.9%	16.3%	0.0%	0.1%	3.4%			6.2%	4.4%	

Source: Company , Trinity Research

ESG



Source: Settrade

THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED
Income statement

Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Sales	247,913	345,496	529,589	404,235	391,483
Cost of good sold	(247,746)	(312,131)	(473,393)	(367,861)	(356,768)
Gross Profit	167	33,366	56,196	36,373	34,714
SG&A	(2,650)	(3,056)	(4,182)	(4,255)	(4,350)
EBITDA	(2,483)	30,309	52,014	32,118	30,365
Depreciation & Amortization	(7,554)	(7,424)	(7,744)	(7,502)	(7,617)
EBIT	(10,037)	22,885	44,270	24,616	22,748
Equity Shares	2,566	1,675	(513)	1,825	(513)
Financial Costs	(4,292)	(3,595)	(3,860)	(5,318)	(3,701)
Other Income	1,115	1,136	863	1,200	1,200
Other Expenses	0	0	0	0	0
Pretax Profit	(10,649)	22,101	40,760	22,324	19,734
Tax	2,547	(2,034)	(4,464)	(4,100)	(4,049)
Net Profit before minority	(8,102)	20,067	36,296	18,224	15,685
Less Minority Interest	(706)	(488)	(438)	(508)	(456)
Net Profit before Extra.	(8,808)	19,579	35,858	17,716	15,229
Hedging	0	0	(16,006)	0	0
Extraordinary items	5,507	(7,001)	12,816	0	0
Reported Net Profit	(3,301)	12,578	32,668	17,716	15,229
EPS (Bt)	(1.62)	6.17	14.62	7.93	6.82

Statements of Financial Position

Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Cash in hand & at banks	53,244	30,024	43,919	5,068	6,419
Shor term investment	18,437	0	0	0	0
Accounts receivable -net	13,784	24,424	33,119	22,150	21,451
Inventories	22,461	39,576	55,343	60,470	58,647
Other current assets	6,303	7,215	21,447	16,370	15,854
Total Current Assets	114,229	101,239	153,828	104,059	102,370
Investments	25,161	57,390	54,898	54,385	53,873
Property, Plant & Equipment	145,225	178,399	206,476	208,974	211,357
Good will	764	850	849	849	849
Intangible assets	17,208	17,131	24,038	24,038	24,038
Deferred tax assets	0	0	0	0	0
Others	3,600	7,135	4,492	4,492	4,492
Total Assets	306,188	362,144	444,581	396,797	396,979
Loans and O/D from banks	713	929	1,892	6,000	6,000
Account payable-trade	15,266	29,561	79,102	30,235	29,323
Current portion 1 yr L/T loans	7,952	4,213	20,202	15,000	15,000
Other current liabilities	4,689	3,773	2,478	2,354	2,236
Total Current Liabilities	28,620	38,476	103,673	53,589	52,559
Long-term debt	136,237	177,343	172,765	164,127	155,920
Other	21,212	23,230	9,486	9,287	9,111
Total Liabilities	186,069	239,050	285,923	227,002	217,591
Paid-up share capital	20,400	20,400	22,338	22,338	22,338
Premium on share capital	2,456	2,456	6,356	6,356	6,356
Legal reserve	2,040	2,040	2,315	2,315	2,315
Reserve for expansion	0	0	0	0	0
Subordinated capital debentures	0	0	0	0	0
Unappropriated	93,645	103,544	127,340	137,969	147,107
Others	(2,313)	(7,560)	(2,315)	(2,315)	(2,315)
Total Equity before MI	116,229	120,881	156,034	166,664	175,801
Minority Interest	3,889	2,213	2,623	3,131	3,587
Total Equity	120,118	123,094	158,657	169,795	179,388

Assumption

Assumptions	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Dubai Price (\$/bbl)	40.00	55.00	100.00	90.00	92.70
Crude Intake (Mil bbl)	281.00	290.00	310.00	310.00	310.00
GRM	0.40	2.00	12.00	7.50	7.00
GIM	2.40	6.00	13.40	8.00	8.00

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

THAI OIL PUBLIC COMPANY LIMITED
Cash Flow Statement

Year End Dec (Btm)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Pre-tax profit	(1,556)	18,207	40,992	27,134	22,979
Depreciation	7,554	7,424	7,744	7,502	7,617
Chg in working capital	2,547	(2,034)	(4,464)	(4,100)	(4,049)
Tax paid	(5,507)	7,001	3,190	0	0
Other operating activities	(72)	(18,724)	10,148	(37,934)	2,154
CF from Operating	2,966	11,874	57,611	(7,399)	28,700
Capital expenditure	(61,040)	(40,608)	(42,727)	(10,000)	(10,000)
Change in investments	(6,805)	(13,791)	2,492	513	513
Other investing activities	0	0	0	0	0
CF from Investment	(67,845)	(54,399)	(40,235)	(9,487)	(9,487)
Capital Increase	0	0	6,113	0	0
Debt Financing	26,704	37,583	12,373	(9,732)	(8,206)
Dividend (incl. tax)	(1,020)	(2,652)	(8,547)	(7,086)	(6,092)
Other financing activities	17,260	(15,625)	(13,419)	(5,147)	(3,565)
CF from Financing	42,944	19,305	(3,480)	(21,965)	(17,863)
Change in Cash	(21,936)	(23,220)	13,895	(38,851)	1,350
Beginning Cash	75,180	53,244	30,024	43,919	5,068
Ending Cash	53,244	30,024	43,919	5,068	6,419

Key Ratios

Year End Dec (Bt m n)	2020A	2021A	2022A	2023F	2024F
Per Share (Bt)					
EPS	-1.62	6.17	14.62	7.93	6.82
DPS	0.70	2.60	3.83	3.17	2.73
BV	56.97	59.25	69.85	74.61	78.70
CF	1.45	5.82	25.79	-3.31	12.85
Liquidity Ratio (x)					
Current Ratio	3.99	2.63	1.48	1.94	1.95
Quick Ratio	3.21	1.60	0.95	0.81	0.83
Profitability Ratio (%)					
Gross Margin (Inc. Depre)	-2.98%	7.51%	9.15%	7.14%	6.92%
EBITDA Margin	-1.00%	8.77%	9.82%	7.95%	7.76%
EBIT Margin	-4.05%	6.62%	8.36%	6.09%	5.81%
Net Margin	-1.33%	3.64%	6.17%	4.38%	3.89%
ROE	-2.71%	10.34%	23.19%	10.79%	8.72%
Efficiency Ratio					
ROA	-1.08%	3.47%	7.35%	4.46%	3.84%
ROFA	-2.27%	7.05%	15.82%	8.48%	7.21%
Leverage Ratio (x)					
Debt to Equity	1.25	1.51	1.25	1.11	1.01
Net Debt to Equity	0.63	1.26	0.97	1.08	0.97
Interest Coverage Ratio	-2.34	6.37	11.47	4.63	6.15
Growth					
Sales Growth	-31.95%	39.36%	53.28%	-23.67%	-3.15%
EBITDA Growth	-109.30%	-2397.61%	68.16%	-36.99%	-5.26%
Net Profit Growth	-152.59%	N.A.	159.72%	-45.77%	-14.04%
EPS Growth	-152.59%	N.A.	137.18%	-45.77%	-14.04%
Valuation					
PER (x)	N.A.	9.08	3.83	7.06	8.21
P/BV (x)	0.98	0.95	0.80	0.75	0.71
EV/EBITDA (x)	-136.97	8.48	5.22	9.16	9.36
P/CF (x)	38.52	9.62	2.17	-16.91	4.36
Dividend Yield (%)	1.25%	4.64%	6.83%	5.66%	4.87%
Dividend Payout Ratio (%)	-43%	42%	26%	40%	40%

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพมหานคร 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด