

# Fundamental Story

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB) - SELL, Price Bt52.75, TP Bt46.00

Results Comment

Yupapan Polpornprasert | Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

## กำไร 4Q21 แข็งแกร่ง เป็นไปตามคาด

- TOP รายงานกำไรสุทธิ 4Q21 ที่ 5 พันลบ. หากไม่รวมรายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการ เราประมาณการกำไรปกติที่ 2 พันลบ. +66% q-q กำไรสุทธิออกมาสูงกว่าที่เราคาด เนื่องจากมูลค่าสินค้าคงเหลือที่สูงกว่าคาด เรามองเห็นผลการดำเนินงานโดยรวมสอดคล้องกับที่เราและตลาดคาด
- Market GIM อยู่ที่ US\$7.0/bbl เพิ่มขึ้นจาก US\$5.5/bbl ใน 3Q21 และ US\$3.6/bbl ใน 4Q20 อัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเป็น 109% ใน 4Q21 เทียบกับ 92% ใน 3Q21 เนื่องจากอุปสงค์ในประเทศที่ปรับตัวดีขึ้น
- การกลั่น Market GRM ปรับตัวดีขึ้นเป็น US\$5.4/bbl จาก US\$1.6/0.8 ใน 3Q21/4Q20 เนื่องจาก crack spreads ในผลิตภัณฑ์หลักสูงขึ้น และพรีเมียมน้ำมันดิบที่ลดลง ในขณะที่พรีเมียมน้ำมันดิบนั้นค่อนข้างคงที่ q-q
- อะโรเมติกส์ Product-to-feed (P2F) margin อยู่ที่ US\$19/ton (-79% q-q, -75 y-y) เนื่องจากการลดลงอย่างมากของ aromatic spreads ทั้งหมด ด้วยอัตรากำไรที่ลดลง อัตราการดำเนินงานจึงมีแนวโน้มลดลงเป็น 81% จาก 88% ใน 3Q21 และ 70% ใน 4Q20
- น้ำมันหล่อลื่นและอื่นๆ Lube P2F อยู่ที่ US\$118/ton (-37% q-q, +12% y-y) เนื่องจากราคาโรซินตันของน้ำมันพื้นฐานลดลง 25% q-q ส่วนแบ่งขาดทุนจาก Chandra Asri เพิ่มขึ้นเป็น 67 ลบ. ใน 4Q21 เทียบกับ -23 ลบ. ใน 3Q21
- รายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการ ได้แก่ กำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือ 3.3 พันลบ. กำไรจากการป้องกันความเสี่ยง 0.5 พันลบ. และกำไร FX 0.5 พันลบ. (เป็นรายการก่อนหักภาษีทั้งหมด) TOP มีกำไรจากรายการ non-recurring สุทธิหลังหักภาษีที่ 3 พันลบ. ใน 4Q21 จาก 0.8 พันลบ. ใน 3Q21 และ 7.9 พันลบ. ใน 4Q20
- แนวโน้ม เราคาดว่า 1Q22F จะมีแนวโน้มสูงขึ้นด้วยการเพิ่มขึ้นของกำไรจากมูลค่าสินค้าคงเหลือ และ GRM ที่ดีขึ้น YTD อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า 1Q22F เป็นไตรมาสที่ต่ำที่สุด คงคำแนะนำ "ขาย"

Income Statement (consolidated)						Income Statement 12M as					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021A	2022F
Revenue	61,263	75,272	79,821	82,064	108,338	Revenue	32	77	99	345,496	374,352
<b>Gross profit</b>	<b>3,290</b>	<b>2,118</b>	<b>2,651</b>	<b>2,082</b>	<b>5,031</b>	<b>Gross profit</b>	<b>142</b>	<b>53</b>	<b>109</b>	<b>11,882</b>	<b>12,481</b>
SG&A	791	543	690	712	1,112	SG&A	56	41	82	3,056	4,002
Operating profit	2,500	1,575	1,962	1,370	3,919	Operating profit	186	57	123	8,826	8,479
<b>EBITDA</b>	<b>3,598</b>	<b>3,396</b>	<b>3,775</b>	<b>3,231</b>	<b>5,849</b>	<b>EBITDA</b>	<b>81</b>	<b>63</b>	<b>108</b>	<b>16,250</b>	<b>15,990</b>
Other income	179	198	163	697	78	Other income	(89)	(56)	73	1,136	1,683
Other expense	0	0	0	0	0	Other expense			na	0	0
Interest expense	1,003	796	907	934	958	Interest expense	3	(4)	85	3,595	4,323
<b>Profit before tax</b>	<b>1,676</b>	<b>977</b>	<b>1,217</b>	<b>1,133</b>	<b>3,039</b>	<b>Profit before tax</b>	<b>168</b>	<b>81</b>	<b>142</b>	<b>6,367</b>	<b>5,839</b>
Income tax	2,672	388	358	213	1,075	Income tax	405	(60)	98	2,034	1,332
Equity & invest. income	434	470	537	442	225	Equity & invest. income	(49)	(48)	83	1,675	2,489
Minority interests	(146)	(97)	(84)	(118)	(125)	Minority interests	na	na	72	(425)	(633)
Extraordinary items	7,922	2,397	811	818	2,969	Extraordinary items	263	(63)	95	6,995	0
<b>Net profit</b>	<b>7,213</b>	<b>3,360</b>	<b>2,123</b>	<b>2,063</b>	<b>5,033</b>	<b>Net profit</b>	<b>144</b>	<b>(30)</b>	<b>113</b>	<b>12,578</b>	<b>6,363</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(708)</b>	<b>963</b>	<b>1,312</b>	<b>1,245</b>	<b>2,064</b>	<b>Normalized profit</b>	<b>66</b>	<b>na</b>	<b>145</b>	<b>5,583</b>	<b>6,363</b>
EPS (Bt)	3.53	1.65	1.04	1.01	2.47	EPS (Bt)	144	(30)	112	6.17	3.12
Normalized EPS (Bt)	(0.35)	0.47	0.64	0.61	1.01	Normalized EPS (Bt)	66	na	145	2.74	3.12

  

Balance Sheet (consolidated)						Financial Ratios (%)					
Yr-end Dec (Bt m)	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21		4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
Cash & ST investment	73,352	48,083	41,687	26,201	34,273	Sales growth	(36.5)	(3.3)	58.4	40.5	76.8
A/C receivable	12,702	19,841	20,329	19,439	23,415	Operating profit growth	(22.4)	na	399.0	na	56.8
Inventory	22,461	28,820	37,798	40,257	39,576	EBITDA growth	(27.3)	na	50.9	374.2	62.5
Other current assets	5,713	6,332	5,037	5,216	3,975	Norm profit growth	na	na	na	na	na
Investment	24,521	25,026	24,827	55,288	55,412	Norm EPS growth	na	na	na	na	na
Fixed assets	145,225	153,904	164,911	170,245	178,399	Gross margin	5.4	2.8	3.3	2.5	4.6
Other assets	22,213	21,851	25,729	29,202	27,094	Operating margin	4.1	2.1	2.5	1.7	3.6
<b>Total assets</b>	<b>306,188</b>	<b>303,857</b>	<b>320,316</b>	<b>345,849</b>	<b>362,144</b>	EBITDA margin	5.9	4.5	4.7	3.9	5.4
S-T debt	8,665	2,419	5,626	5,101	5,142	Norm net margin	(1.2)	1.3	1.6	1.5	1.9
A/C payable	9,517	13,390	21,929	18,922	23,001	D/E (x)	0.2	0.1	0.2	0.4	0.4
Other current liabilities	10,438	9,328	11,148	10,778	10,334	Net D/E (x)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	0.1	0.1
L-T debt	12,400	12,401	11,836	35,405	44,755	Interest coverage (x)	3.6	4.3	4.2	3.5	6.1
Other liabilities	145,049	148,796	151,213	158,037	155,819	Interest rate	19.4	17.7	22.5	12.9	8.5
Minority interest	3,889	2,723	2,767	2,093	2,213	Effective tax rate	159.4	39.7	29.4	18.8	35.4
<b>Shareholders' equity</b>	<b>116,229</b>	<b>114,800</b>	<b>115,797</b>	<b>115,512</b>	<b>120,881</b>	ROA	(0.9)	1.3	1.7	1.5	2.3
Working capital	25,646	35,271	36,198	40,773	39,990	ROE	(2.5)	3.3	4.6	4.3	7.0
Total debt	21,066	14,819	17,462	40,506	49,897						
<b>Net debt</b>	<b>(52,287)</b>	<b>(33,263)</b>	<b>(24,225)</b>	<b>14,305</b>	<b>15,624</b>						

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 115 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2202A, ADVA16C2202A, ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2202A, AOT16C2204A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2202A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2202A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2202A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2202A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, ESSO16C2202A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2202A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2202A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HMPR16C2202A, INTU16C2202A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2202A, IVL16C2203A, JAS16C2202A, JMAR16C2206A, JMAR16C2202A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2202A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KTC16C2202A, LH16C2202A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2202A, MTC16C2204A, OR16C2202A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTT16C2203A, RBF16C2202A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2202A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCB16C2202A, SCC16C2204A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, STA16C2203A, STEC16C2204A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TOP16C2206A, TOP16C2202A, TRUE16C2205A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2202A, TU16C2204A, WHA16C2202A, WHA16C2204A (underlying securities are ACE, ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DELTA, DOHOM, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RBF, RCL, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPALI, STA, STEC, STGT, SYNEX, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริหาร กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิพเมเนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิพเมเนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)