

Fundamental Story

Thai Oil Public Co Ltd (TOP TB) - SELL, Price Bt57, TP Bt45.00

Results Comment

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

ผลการดำเนินงาน 1Q22 แข็งแกร่งตามคาด

- TOP รายงานกำไรสุทธิ 1Q22 อยู่ที่ 7.2 พันลบ. หากไม่รวมรายการที่ไม่มาจากการดำเนินการ เราคาดว่ากำไรปกติอยู่ที่ 4 พันลบ. +95% q-q กำไรสุทธินั้นสอดคล้องกับการคาดการณ์ของเราและของตลาด
- Market GIM** อยู่ที่ US\$7.6/bbl เพิ่มขึ้นจาก US\$7.0/bbl ใน 4Q21 และ US\$4.1/bbl ใน 1Q21 อัตราการใช้กำลังการผลิตยังสูงถึง 109% ใน 1Q22 เนื่องจากอุปสงค์ภายในประเทศที่แข็งแกร่ง
- การกลั่น Market GRM ปรับตัวดีขึ้นเป็น US\$6.4/bbl จาก US\$5.4/0.7/bbl ใน 4Q21/1Q21 เนื่องจากแคร็กสเปิร์ดในผลิตภัณฑ์หลักสูงขึ้น
- อะโรเมติกส์ Product-to-feed (P2F) margin ยังคงอ่อนแอที่ US\$27/ton (+8% q-q, -79% y-y) เนื่องจากแรงกดดันด้านอุปทานอย่างต่อเนื่อง ด้วยอัตรากำไรที่อ่อนแอ อัตราการใช้กำลังการผลิตจึงลดลงเป็น 73% จาก 81% ใน 4Q21 และ 80% ใน 1Q21
- น้ำมันหล่อลื่นและอื่นๆ Lube P2F อยู่ที่ US\$96/ton (-22% q-q, -74% y-y) เนื่องจากอัตรากำไรขั้นต้นของน้ำมันพื้นฐานลดลง 22% q-q ส่วนแบ่งขาดทุนจาก Chandra Asri ยังคงทรงตัว q-q ที่ 66 ลบ. ใน 1Q22
- มีผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยงจำนวนมาก รายการที่ไม่ได้มาจากการดำเนินการ ได้แก่ กำไรจากสินค้าคงคลัง 11.8 พันลบ. แต่ถูกหักล้างด้วยขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง 7.3 พันลบ. TOP มีกำไร non-recurring สุทธิหลังหักภาษีที่ 3 พันลบ. ใน 1Q22 คงที่ q-q แต่สูงขึ้นเมื่อเทียบกับกำไรรวม 2.4 พันลบ. ใน 1Q21 ตามที่บริษัทระบุว่า ผลกำไรของการทำธุรกรรมป้องกันความเสี่ยงต่างๆ อยู่ที่ 5.7 พันลบ. หรือ 80% ของผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยงทั้งหมดใน 1Q22 อย่างไรก็ตาม บริษัทฯ ยังคงมีสถานะป้องกันความเสี่ยงอยู่ที่ 45% ของปริมาณการซื้อขายรวมใน 1H22 และ 20-30% ใน 2H22
- แนวโน้ม เราคาดว่า 2Q22 จะมีแนวโน้มลดลง แม้ว่าค่าการกลั่นจะดีขึ้นอย่างมากใน 2QTD เนื่องจากการขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้น และไม่มีกำไรจากมูลค่าสินค้าคงคลัง คงคำแนะนำ “ขาย”

Income Statement (consolidated)					
Yr-end Dec (Bt m)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
Revenue	75,272	79,821	82,064	108,338	120,882
Gross profit	7,058	2,651	2,082	5,031	7,381
SG&A	543	690	712	1,112	718
Operating profit	6,515	1,962	1,370	3,919	6,664
EBITDA	8,336	3,775	3,231	5,849	8,496
Other income	198	163	697	78	107
Other expense	0	0	0	0	0
Interest expense	796	907	934	958	961
Profit before tax	5,917	1,217	1,133	3,039	5,810
Income tax	388	358	213	1,075	1,672
Equity & invest. income	470	537	442	225	44
Minority interests	(97)	(84)	(118)	(125)	(149)
Extraordinary items	(2,543)	811	818	2,969	3,150
Net profit	3,360	2,123	2,063	5,033	7,183
Normalized profit	5,903	1,312	1,245	2,064	4,033
EPS (Bt)	1.65	1.04	1.01	2.47	3.52
Normalized EPS (Bt)	2.89	0.64	0.61	1.01	1.98

Balance Sheet (consolidated)					
Yr-end Dec (Bt m)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
Cash & ST investment	48,083	41,687	26,201	34,273	41,171
A/C receivable	19,841	20,329	19,439	23,415	29,483
Inventory	28,820	37,798	40,257	39,576	57,584
Other current assets	6,332	5,037	5,216	3,975	3,969
Investment	25,026	24,827	55,288	55,412	55,374
Fixed assets	153,904	164,911	170,245	178,399	184,071
Other assets	21,851	25,729	29,202	27,094	26,931
Total assets	303,857	320,316	345,849	362,144	398,583
S-T debt	2,419	5,626	5,101	5,142	53,094
A/C payable	13,390	21,929	18,922	23,001	40,715
Other current liabilities	9,328	11,148	10,778	10,334	15,554
L-T debt	12,401	11,836	35,405	44,755	19,199
Other liabilities	148,796	151,213	158,037	155,819	140,449
Minority interest	2,723	2,767	2,093	2,213	2,362
Shareholders' equity	114,800	115,797	115,512	120,881	127,208
Working capital	35,271	36,198	40,773	39,990	46,351
Total debt	14,819	17,462	40,506	49,897	72,294
Net debt	(33,263)	(24,225)	14,305	15,624	31,122

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement 3M as					
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2022F	2022F	2023F
Revenue	12	61	29	416,870	366,105
Gross profit	47	5	40	18,332	13,719
SG&A	(35)	32	16	4,586	4,027
Operating profit	70	2	48	13,747	9,692
EBITDA	45	2	40	21,200	17,679
Other income	38	(46)	8	1,370	1,203
Other expense	-	-	-	(2,000)	0
Interest expense	0	21	23	4,148	4,565
Profit before tax	91	(2)	45	12,969	6,331
Income tax	56	331	29	5,756	1,426
Equity & invest. income	(80)	(91)	2	1,891	2,057
Minority interests	na	na	29	(513)	(450)
Extraordinary items	6	na	17	19,000	0
Net profit	43	114	26	27,591	6,512
Normalized profit	95	(32)	47	8,591	6,512
EPS (Bt)	43	114	26	13.52	3.19
Normalized EPS (Bt)	95	(32)	47	4.21	3.19

Financial Ratios (%)					
	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
Sales growth	(3.3)	58.4	40.5	76.8	60.6
Operating profit growth	na	399.0	na	56.8	2.3
EBITDA growth	na	50.9	374.2	62.5	1.9
Norm profit growth	na	na	na	na	(31.7)
Norm EPS growth	na	na	na	na	(31.7)
Gross margin	9.4	3.3	2.5	4.6	6.1
Operating margin	8.7	2.5	1.7	3.6	5.5
EBITDA margin	11.1	4.7	3.9	5.4	7.0
Norm net margin	7.8	1.6	1.5	1.9	3.3
D/E (x)	0.1	0.2	0.4	0.4	0.6
Net D/E (x)	(0.3)	(0.2)	0.1	0.1	0.2
Interest coverage (x)	10.5	4.2	3.5	6.1	8.8
Interest rate	17.7	22.5	12.9	8.5	6.3
Effective tax rate	6.5	29.4	18.8	35.4	28.8
ROA	7.7	1.7	1.5	2.3	4.2
ROE	20.4	4.6	4.3	7.0	13.0

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 76 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีส่วนในการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 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 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอติวีณ์ ไตลัดกะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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