

**HOLD****12M TP: Bt73.00**

Closing price: Bt63.75

Upside/downside +14.5%

Sector	Energy & Utilities
Paid-up shares (shares mn)	2,040.03
Market capitalization (Bt mn)	126,481.73
Free float (%)	46.49
YTD daily avg. turnover (%)	91.17
12-mth trading range (Bt)	90.00 / 58.50

**Major shareholders (%)**

PTT PCL	48.03
Thai NVDR	13.12
STATE STREET EUROPE LIMITED	3.48

**Financial Highlights**

Year to Dec 31	2016	2017	2018	2019F	2020F
Sales	274,739	337,388	389,344	399,078	405,801
Norm. net profit	14,408	18,928	10,578	10,318	11,303
Net profit	21,222	24,856	10,149	10,071	11,044
Normalized EPS (Bt)	6.9	9.1	5.1	4.9	5.4
Net EPS (Bt)	10.4	12.2	5.0	4.9	5.4
Normalized profit growth (%)	94.3	-25.6	31.4	-44.1	-2.5
Net profit growth (%)	n.a.	74.2	17.1	-59.2	-0.8
Normalized EPS growth (%)	n.a.	-44.8	31.5	-44.0	-2.6
EPS growth (%)	n.a.	0.9	0.2	-59.2	-0.8
PE	6.4	5.5	13.4	13.5	12.3
P/BV	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA	9.8	7.4	13.8	13.2	11.1
DPS (Bt)	4.5	5.3	5.3	5.3	5.3
Dividend yield (%)	6.8%	7.9%	7.9%	7.9%	7.9%
ROE (%)	19.0	19.5	8.0	8.0	8.7

Source: Company data, AWS Research

Rating	CGR 2018	Thai CAC
TOP		Certified

**Thailand Research Department**

Benjaphol Suthwanish

License No. 018575

Tel: 02 680 5056

**กำไรสุทธิ 2Q62 ปรับลด อย่างมีนัยสำคัญ**

- ▲ กำไรสุทธิ 2Q62 ปรับลดลงทั้ง QoQ และ YoY ผลประกอบการได้รับผลกระทบจาก Margin ในกลุ่มธุรกิจหลัก ที่ปรับลดลง
- ▲ แนวโน้มค่าการกลั่นพื้นในช่วง 3Q62 แต่ส่วนต่างราคาปิโตรเคมียังคงอ่อนแอ จากกำลังผลิตใหม่ที่เพิ่มขึ้น
- ▲ ประเมินมูลค่าเหมาะสมไว้ที่ 73 บาท แนะนำเพียง ถือ เท่านั้น

รายงานกำไรสุทธิ 2Q62 ปรับลดลงทั้ง QoQ และ YoY – บริษัทรายงานผลประกอบการ 2Q62 มีกำไรสุทธิอยู่ที่ 567 ล้านบาท ลดลง 46.9%QoQ ทำให้ผลประกอบการรวม 6M62 บริษัทมีกำไรสุทธิอยู่ที่ 4.98 พันล้านบาท ลดลง 52.2%YoY ผลประกอบการ 2Q62 ที่ปรับลดลง เป็นผลมาจาก Margin ในกลุ่มธุรกิจหลัก ทั้งธุรกิจการกลั่น และธุรกิจปิโตรเคมี ปรับตัวลดลง รวมไปถึง 2Q62 บริษัทยังมีผลขาดทุนจาก Stock (รวม NRV) อยู่ที่ 887 ล้านบาท พลิกจาก 1Q62 ที่มี Stock Gain อยู่ที่ 2.5 พันล้านบาท

**Margin ในกลุ่มธุรกิจหลัก ปรับลดลง** - (1) ธุรกิจการกลั่นมีค่าการกลั่นพื้นฐาน (Market GRM) อยู่ที่ 2.6 เหรียญต่อบาร์เรล เป็นผลมาจากการปรับลดลงของค่าการกลั่นในกลุ่ม Middle Distillate (น้ำมันดีเซล และน้ำมันเบนซิน) ซึ่งเป็นกลุ่มผลิตภัณฑ์หลัก ขณะที่ต้นทุนการกลั่น (Crude Premium) ปรับเพิ่มจาก 1.8 เหรียญใน 1Q62 เป็น 2.7 เหรียญต่อบาร์เรล รวมไปถึงอัตราค่าการกลั่นที่ลดลงจากการหยุดซ่อมใหญ่หน่วยกลั่นที่ 3 (CDU#3) ทำให้บริษัทมีอัตราค่าการกลั่นอยู่ที่ 103% ด้านราคาน้ำมันดิบที่ปรับลดลง ทำให้ TOP มี Stock Loss ทำให้ผลรวม Accounting GRM อยู่ที่ 2.4 เหรียญต่อบาร์เรล (Acc.GRM 1Q62 อยู่ที่ 5.7 เหรียญต่อบาร์เรล) และ (2) กลุ่มธุรกิจปิโตรเคมี บริษัทมี P2F อยู่ที่ 75 เหรียญต่อตัน ลดลง 48%QoQ โดยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ทั้งพาราไซลีนและเบนซิน ลดลงอย่างมีนัยสำคัญ โดยส่วนต่างราคาพาราไซลีนอยู่ที่ 273 เหรียญต่อตัน ลดลง 46.3%QoQ ขณะที่ราคาผลิตภัณฑ์เบนซินปรับลดลงต่ำกว่าต้นทุนผลิตตั้งแรกในรอบหลายปี ซึ่งเป็นผลมาจากกำลังผลิตใหม่ที่เข้าสู่ตลาดจำนวนมาก และ Demand ที่ได้รับผลกระทบจากภาพรวมเศรษฐกิจที่ยังคงอ่อนแอ อย่างไรก็ตามกลุ่มผลิตภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นยังคงมี Margin ที่ปรับเพิ่มกว่า 59%QoQ เมื่อรวม Margin ทุกธุรกิจ TOP มี Accounting GIM อยู่ที่ 4 เหรียญ ลดลงจาก 7.9 เหรียญต่อบาร์เรล ในช่วง 1Q62 ที่ผ่านมา

**แนวโน้มค่าการกลั่นพื้น แต่ปิโตรเคมียังคงอ่อนแอ** – ค่าการกลั่นกลับมาฟื้นตัว จากปริมาณสำรองที่เริ่มลดลง ความต้องการใช้น้ำมันจากกลุ่มผู้ประกอบการเดินเรือที่เพิ่มขึ้น จากปัจจัยบวกเรื่องของมาตรการ IMO ที่จะเริ่ม 1 ม.ค. 2563 เป็นปัจจัยหนุน อย่างไรก็ตามธุรกิจปิโตรเคมี ยังคงมีปัจจัยเสี่ยงจากปัญหาอุปทานส่วนเกิน โดยเฉพาะใน 2H62 ยังคงเป็นปัจจัยกดดันการฟื้นตัวของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ ในช่วงที่เหลือของปี 2562

**แนะนำเพียง “ถือ”** – ฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง ทำให้ TOP ยังคงแข็งแกร่งในช่วงที่บริษัทยังคงมีการลงทุนขนาดใหญ่ และแนวโน้มธุรกิจปิโตรเคมีอ่อนแอ เราคาดหมายจะเห็นการฟื้นตัวของผลประกอบการในช่วงปลายปี 2562 จากประโยชน์ที่จะได้รับจากมาตรการ IMO ที่จะเริ่มต้นปี 2563

## Quarterly Earning

FY December 31	2Q18	1Q19	2Q19	%YoY	%QoQ	6M18	6M19	%YoY
<b>Sales and service revenue</b>	<b>96,710</b>	<b>91,789</b>	<b>92,564</b>	<b>-4.3%</b>	<b>0.8%</b>	<b>188,328</b>	<b>184,353</b>	<b>-2.1%</b>
COGS	93,306	88,546	90,813			179,314	179,358	
<b>Gross profit</b>	<b>3,404</b>	<b>3,244</b>	<b>1,751</b>	<b>-48.6%</b>	<b>-46.0%</b>	<b>9,013</b>	<b>4,995</b>	<b>-44.6%</b>
SG&A	695	546	801			1,284	1,347	
<b>Operating Profit</b>	<b>2,709</b>	<b>2,697</b>	<b>951</b>	<b>-64.9%</b>	<b>-64.8%</b>	<b>7,729</b>	<b>3,648</b>	<b>-52.8%</b>
Interest expenses	1,077	1,215	1,196			1,827	2,410	
Other Income	485	679	825			866	1,504	
Gain (Loss) from affiliate	339	351	351			672	703	
<b>EBT</b>	<b>2,456</b>	<b>2,513</b>	<b>931</b>	<b>-62.1%</b>	<b>-62.9%</b>	<b>7,439</b>	<b>3,444</b>	<b>-53.7%</b>
Income taxes	1,081	1,000	116			2,290	1,116	
<b>Net Income before Minorities</b>	<b>1,375</b>	<b>1,513</b>	<b>815</b>	<b>-40.7%</b>	<b>-46.1%</b>	<b>5,150</b>	<b>2,328</b>	<b>-54.8%</b>
Minorities	16	63	45			136	108	
<b>Norm. Income</b>	<b>1,359</b>	<b>1,450</b>	<b>770</b>	<b>-43.3%</b>	<b>-46.9%</b>	<b>5,013</b>	<b>2,220</b>	<b>-55.7%</b>
Extraordinary item	3,436	2,959	-203			5,389	2,755	
<b>Net Income</b>	<b>4,795</b>	<b>4,408</b>	<b>567</b>	<b>-88.2%</b>	<b>-87.1%</b>	<b>10,403</b>	<b>4,975</b>	<b>-52.2%</b>
EBITDA	4,544	4,500	2,723			11,303	7,223	
<b>Norm. EPS</b>	<b>0.67</b>	<b>0.71</b>	<b>0.38</b>	<b>-43.3%</b>	<b>-46.9%</b>	<b>2.46</b>	<b>1.09</b>	<b>-55.7%</b>
<b>EPS</b>	<b>2.35</b>	<b>2.16</b>	<b>0.28</b>	<b>-88.2%</b>	<b>-87.1%</b>	<b>5.10</b>	<b>2.44</b>	<b>-52.2%</b>

## Financial ratio (%)

Gross Profit Margin	3.5%	3.5%	1.9%			3.5%	3.5%	1.9%
EBITDA Margin	4.7%	4.9%	2.9%			4.7%	4.9%	2.9%
SG&A Exp. / Sales	0.7%	0.6%	0.9%			0.7%	0.6%	0.9%
Effective tax rate	18.3%	18.3%	16.0%			18.3%	18.3%	16.0%
Normalized profit margin	1.4%	1.6%	0.8%			1.4%	1.6%	0.8%
Net profit margin	5.0%	4.8%	0.6%			5.0%	4.8%	0.6%
# share (mn)	2,040	2,040	2,040			2,040	2,040	2,040

## Key performance

Avg. Fx (Bt per US\$)	31.9	31.6	31.6			31.7	31.6	
Dubai Crude oil price (US\$ per bbl)	72.1	63.4	63.4			68.0	63.4	
Nameplate capacity (BPD)	275,000	275,000	275,000			275,000	275,000	
Actual Capacity (BPD)	297,000	319,000	283,250			303,875	301,125	
Refinery Utilization	108%	116%	103%			111%	110%	
Market GRM (US\$ per bbl) - refinery	4.0	3.0	2.6			4.9	2.8	
Market GIM (US\$ per bbl)	5.9	5.2	4.2			7.1	4.7	

## Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019F	2020F
Sales	274,739	337,388	389,344	399,078	405,801
Costs of Sales	254,440	308,729	373,128	383,035	388,414
<b>Gross profit</b>	<b>20,299</b>	<b>28,659</b>	<b>16,216</b>	<b>16,042</b>	<b>17,387</b>
SG&A	2,633	3,461	2,782	2,894	2,638
<b>EBIT</b>	<b>17,665</b>	<b>25,198</b>	<b>13,434</b>	<b>13,148</b>	<b>14,749</b>
Depre. & amort'n	7,762	7,642	7,264	10,619	13,541
Interest expense	3,461	3,285	3,942	4,544	5,135
Other income	1,569	1,348	1,876	1,596	1,623
<b>Pre-tax profit (loss)</b>	<b>16,703</b>	<b>24,457</b>	<b>12,561</b>	<b>11,615</b>	<b>12,724</b>
Corporate Tax	2,295	5,529	1,983	1,297	1,421
<b>Norm. net profit</b>	<b>14,408</b>	<b>18,928</b>	<b>10,578</b>	<b>10,318</b>	<b>11,303</b>
Extraordinary Items	7,179	6,391	-194	0	0
Minority interest	365	463	235	247	260
<b>Net profit</b>	<b>21,222</b>	<b>24,856</b>	<b>10,149</b>	<b>10,071</b>	<b>11,044</b>
EBITDA	25,427	32,840	20,698	23,767	28,291
<b>Normalized EPS (Bt)</b>	<b>6.88</b>	<b>9.05</b>	<b>5.07</b>	<b>4.94</b>	<b>5.41</b>
<b>Net EPS (Bt)</b>	<b>10.40</b>	<b>12.18</b>	<b>4.97</b>	<b>4.94</b>	<b>5.41</b>
<b>DPS (Bt)</b>	<b>4.50</b>	<b>5.25</b>	<b>5.25</b>	<b>5.25</b>	<b>5.25</b>

## Statement of Financial Position (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019F	2020F
Current Assets	115,731	126,211	164,743	163,964	133,561
Non-current Assets	102,001	101,897	103,869	132,616	164,142
<b>Total Assets</b>	<b>217,731</b>	<b>228,108</b>	<b>268,613</b>	<b>296,580</b>	<b>297,704</b>
Current Liabilities	34,146	33,348	38,020	31,389	31,852
Non-current Liabilities	71,988	67,612	104,121	139,110	139,178
<b>Total Liabilities</b>	<b>106,134</b>	<b>100,960</b>	<b>142,141</b>	<b>170,500</b>	<b>171,030</b>
Paid-up Capital	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400
Retained Earnings	81,622	96,975	96,400	95,761	96,095
<b>Total Equity</b>	<b>111,597</b>	<b>127,148</b>	<b>126,472</b>	<b>126,081</b>	<b>126,674</b>
<b>Total Liabilities and Equity</b>	<b>217,731</b>	<b>228,108</b>	<b>268,613</b>	<b>296,580</b>	<b>297,704</b>
BVPS (Bt)	52.38	59.91	59.66	59.35	59.51

## Cash Flow Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019F	2020F
Net Profit	21,222	24,856	10,149	10,071	11,044
Depre./Amortization	7,762	7,642	7,264	10,619	13,541
Change in work's cap	-8,951	-1,010	310	67,978	-468
Other non-cash items	32,133	35,427	18,003	247	260
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>23,182</b>	<b>34,417</b>	<b>18,313</b>	<b>88,916</b>	<b>24,377</b>
CAPEX	-12,057	-23,423	-21,597	-45,000	-45,000
<b>Investing Cashflow</b>	<b>-18,352</b>	<b>-30,092</b>	<b>-25,846</b>	<b>-39,376</b>	<b>-45,000</b>
Dividend Payment	-6,994	-9,455	-11,006	-10,710	-10,710
<b>Net financing cash flows</b>	<b>-9,397</b>	<b>-19,226</b>	<b>25,566</b>	<b>20,350</b>	<b>-10,710</b>
Fx gain (losses) on cash	-76	-596	386	0	0
<b>Inc. (Dec.) in cash &amp; Equivalents</b>	<b>-4,567</b>	<b>-14,901</b>	<b>18,032</b>	<b>69,889</b>	<b>-31,333</b>
<b>Beginning cash &amp; Equivalents</b>	<b>35,764</b>	<b>31,121</b>	<b>15,624</b>	<b>34,042</b>	<b>103,931</b>
<b>Ending cash &amp; Equivalents</b>	<b>31,121</b>	<b>15,624</b>	<b>34,042</b>	<b>103,931</b>	<b>72,598</b>

Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Sales and service revenue	91,617	96,710	101,261	99,755	91,789
COGS	<b>86,009</b>	<b>93,306</b>	<b>96,447</b>	<b>97,367</b>	<b>88,546</b>
<b>Gross profit</b>	5,609	3,404	4,814	2,388	3,244
SG&A	<b>589</b>	<b>695</b>	<b>643</b>	<b>855</b>	<b>546</b>
Operating Profit	5,020	2,709	4,171	1,533	2,697
Interest expenses	750	1,077	844	1,271	1,215
Other Income	381	485	424	586	679
Gain (Loss) from affiliate	<b>333</b>	<b>339</b>	<b>320</b>	<b>201</b>	<b>351</b>
<b>EBT</b>	4,984	2,456	4,071	1,050	2,513
Income taxes	1,209	1,081	1,008	-1,315	1,000
Net Income before Minorities	3,774	1,375	3,063	2,365	1,513
Minorities	<b>120</b>	<b>16</b>	<b>82</b>	<b>17</b>	<b>63</b>
<b>Norm. Income</b>	3,655	1,359	2,981	2,348	1,450
Extraordinary item	<b>1,953</b>	<b>3,436</b>	<b>1,577</b>	<b>-7,160</b>	<b>2,959</b>
<b>Net Income</b>	5,608	4,795	4,558	-4,812	4,408
Norm. EPS	1.79	0.67	1.46	1.15	0.71
EPS	2.75	2.35	2.23	-2.36	2.16

Key Financial Ratio

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019F	2020F
Sales growth (%)	-24.7	-6.4	22.8	15.4	2.5
Normalized profit growth (%)	94.3	-25.6	31.4	-44.1	-2.5
Net profit growth (%)	n.a.	74.2	17.1	-59.2	-0.8
Normalized EPS growth (%)	n.a.	-68.2	13.4	114.7	-5.4
EPS growth (%)	n.a.	n.a.	n.a.	60.0	75.9
Gross margin (%)	8.6	7.4	8.5	4.2	4.0
Operating margin (%)	7.5	6.4	7.5	3.5	3.3
EBITDA margin (%)	9.8	9.3	9.7	5.3	6.0
Normalized profit margin (%)	6.6	5.2	5.6	2.7	2.6
Net profit margin (%)	4.1	7.7	7.4	2.6	2.5
ROA (%)	9.7	10.9	3.8	3.4	3.7
ROE (%)	19.0	19.5	8.0	8.0	8.7

Main Assumption

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019F	2020F
Avg. Fx (Bt per US\$)	35.3	32.9	32.3	31.0	31.0
Dubai Crude oil price (US\$ per bbl)	41.2	53.1	69.7	65.0	65.0
Nameplate capacity (BPD)	275,000	275,000	275,000	275,000	275,000
Actual Capacity (BPD)	297,000	308,000	310,750	288,750	288,750
Refinery Utilization	108%	112%	113%	105%	105%
Market GRM (US\$ per bbl) - refinery	5.2	6.7	4.7	3.5	4.2
Market GIM (US\$ per bbl)	7.5	7.5	6.9	5.3	6.2



## รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 - 100		ดีเลิศ
80 - 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 - 69		ดีพอใช้
50 - 59		ผ่าน
Below 50	No logo given	N/A

## รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด มีได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

## ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบาย และตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องขออาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ (56-1) รายงานประจำปี แบบ(56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้มีการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด