

## บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

### คาดการณ์การกลั่นดีขึ้นในเดือน พ.ค.-มิ.ย.59

เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 ของ TOP จะได้รับผลกระทบจากค่าการกลั่นที่อยู่ในระดับต่ำแต่เป็นไปตามคาด เราคาดว่าค่าการกลั่นจะฟื้นตัวขึ้นในเดือน พ.ค.-มิ.ย.59 จากความต้องการน้ำมันสำเร็จรูปที่สูงในช่วงฤดูซบซึ้งของสหรัฐฯ และการปิดปรับปรุงโรงกลั่นตามกำหนด นอกจากนี้ เราคาดว่า 2 โครงการใหม่ (SPPs และ LAB) จะสร้างกำไรให้กับ TOP เริ่มตั้งแต่วันที่ 2H59 เป็นต้นไป สำหรับกลุ่ม O&G ในไทย เราขอลงทุน downstream ที่มุ่งเน้นไปยังอุตสาหกรรมปิโตรเคมีมากกว่า เช่น PTTGC, IRPC และ SCC คงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท

#### เหตุการณ์ใหม่

- **คาดการณ์กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น qoq ในไตรมาส 1/59** เราคาดว่า TOP จะรายงานกำไรสุทธิที่ 4,100 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 3,300 ล้านบาทและไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 4,500 ล้านบาท) จากสเปรดอะโรแมติกส์ที่สูงขึ้นและผลขาดทุนจาก net inventory&NVR ที่ลดลง (ไตรมาส 1/59 รับรู้ผลขาดทุนที่ 316 ล้านบาทและไตรมาส 4/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 4,300 ล้านบาท) จากที่คาดว่าบริษัทจะได้รับผลกระทบเล็กน้อยจาก non-recurring items เราจึงคาดว่ากำไรหลักจะอยู่ที่ 4,100 ล้านบาทซึ่งใกล้เคียงกับกำไรสุทธิที่คาดในไตรมาส 1/59

#### ผลกระทบในอนาคค

- **คาดการณ์กำไรลดลง qoq ในไตรมาส 1/59** เราคาดว่ากำไรหลักในไตรมาส 1/59 จะลดลง 43.6% qoq อยู่ที่ 4,100 ล้านบาทจากค่าการกลั่นที่ต่ำลงจากสเปรดดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงที่ต่ำลงและ Murban crude premium ที่สูงขึ้นอยู่ที่ 3.3 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 2 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล)
- **ธุรกิจการกลั่นอ่อนตัวลง** เราคาดว่าค่าการกลั่นของ TOP จะอ่อนตัวลง qoq อยู่ที่ 6.0 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 8.5 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 8.8 เหรียญสหรัฐฯ) จากความต้องการที่สูงในภูมิภาคเนื่องจากราคาน้ำมันที่ต่ำ เราคาดว่าสเปรดดีเซล (สินค้าหลักของโรงกลั่นไทย) จะหดตัวลง 29.7% qoq อยู่ที่ 9.6 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 13.7 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 16.3 เหรียญสหรัฐฯ) จากความต้องการที่ต่ำเพราะฤดูหนาวที่อุ่นขึ้น เราคาดว่าบริษัท จะรับรู้ผลขาดทุนจาก net inventory ที่ประมาณ 316 ล้านบาท (ไตรมาส 4/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 4,300 ล้านบาทและไตรมาส 1/58 รับรู้กำไรที่ 999 ล้านบาท)
- **คาดผลประกอบการของธุรกิจอะโรแมติกส์ดีขึ้น** เราคาดว่าสเปรดพาราไซลีนจะเพิ่มขึ้น 15.7% qoq อยู่ที่ 333 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 288 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 255 เหรียญสหรัฐฯ) เนื่องจากไม่มีซัพพลายใหม่เข้ามาในตลาดและความต้องการโพลีเอสเตอร์สูง นอกจากนี้ เราคาดว่าสเปรดเบนซินจะปรับตัวเพิ่มขึ้น 8.9% qoq อยู่ที่ 157 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 101 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 98 เหรียญสหรัฐฯ) จากการนำเข้า Styrene Monomer (BZ derivatives) ของจีนและสหรัฐฯ ที่มากขึ้น โดยสรุปแล้ว เราคาดว่า P2F ของอะโรแมติกส์จะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 100 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 93 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 11 เหรียญสหรัฐฯ)

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	395,389	296,605	261,752	280,986	302,701
EBITDA	5,874	24,302	30,674	29,146	28,159
Operating profit	(658)	17,537	24,547	23,267	22,504
Net profit (rep./act.)	(4,026)	12,181	18,378	17,086	16,407
Net profit (adj.)	4,174	16,377	19,378	17,086	16,407
EPS (Bt)	2.0	8.0	9.5	8.4	8.0
PE (x)	32.5	8.3	7.0	7.9	8.3
P/B (x)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	28.0	6.8	5.4	5.6	5.8
Dividend yield (%)	3.1	2.3	5.4	5.0	4.8
Net margin (%)	(1.0)	4.1	7.0	6.1	5.4
Net debt/(cash) to equity (%)	59.2	41.0	27.4	22.9	19.9
Interest cover (x)	1.5	7.1	8.4	7.8	7.3
ROE (%)	(4.7)	13.4	19.3	17.2	15.9

Consensus net profit: 15,078 (2016F), 14,919 (2017F), 15,082 (2018F)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำรายงานฉบับนี้ขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและข้อมูลทางการเงินที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้าถึงความเสี่ยงของข้อมูลดังกล่าวและขอสงวนสิทธิ์ในการดำเนินการตัดสินใจลงทุนโดยไม่ได้อาศัยข้อมูลการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ

Source: ICF, Bloomberg, UOBKayHian, อุตสาหกรรมทางการเงินไทยที่ปรากฏในรายงาน

## ซื้อ

### (Maintained)

ราคาปัจจุบัน	65.50 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	76.00 บาท
Upside	+14.3%

#### รายละเอียดบริษัท

โรงกลั่นและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน รวมทั้ง LPG คีโรซีน น้ำมันเชื้อเพลิง และ เคมีภัณฑ์

#### Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	TOP TB
Shares issued (m):	2,040.0
Market cap (Btm):	135,661.9
Market cap (US\$m):	3,873.5
3-mth avg daily t'over (US\$m):	15.1

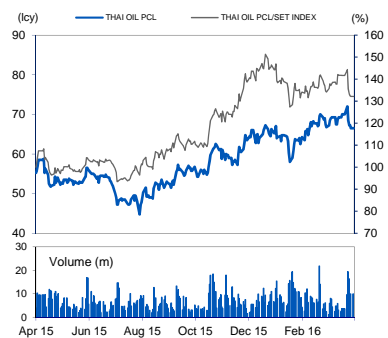
#### Price Performance (%)

52-week high/low	Bt72.00/Bt44.75				
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
3.3	0.4	19.3	17.2	0.8	

#### Major Shareholders

PTT	49.1
NVDR	4.5
HSBC (Singapore) Nominees Pte. Ltd.	2.6
FY16 NAV/Share (Bt)	51.84
FY16 Net Debt/Share (Bt)	14.21

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

#### ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8300

[tanaporn@uobkayhian.co.th](mailto:tanaporn@uobkayhian.co.th)

#### ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

[chaiwat@uobkayhian.co.th](mailto:chaiwat@uobkayhian.co.th)

### 1Q16 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	1Q15	4Q15	1Q16F	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	71,366	69,695	66,459	-6.9	-4.6
Operating cost	66,159	66,930	61,265	-7.4	-8.5
SG&A expense	763	802	763	0.0	-4.9
EBITDA	6,209	6,323	7,216	16.2	14.1
EBIT	5,886	4,430	5,324	-9.5	20.2
Tax (expense)/Reversal	-354	-266	-373	5.3	40.2
Net income	4,498	3,306	4,094	-9.0	23.8
EPS (Bt)	2.20	1.62	2.01	-9.0	23.8
Inventory gain/(loss) & NRV	999	-4,337	-316	n.a.	-92.7
FX gain/(loss)	676	347	294	-56.5	-15.2
Recurring income	2,824	7,296	4,116	45.8	-43.6
Gross margin (%)	7.3	4.0	7.8		
EBITDA margin (%)	8.7	9.1	10.9		
Net margin (%)	6.3	4.7	6.2		

Source: TOP, UOB Kay Hian

### KEY VALUE DRIVERS

#### Refinery Business

	1Q15	4Q15	1Q16F	yoy % chg	qoq % chg
CDU utilisation rate (%)	106	110	107		
Marketing gross refining margin (GRM) (Excluding stock gain/loss) (US\$/bbl)	8.8	8.5	6.0	-31.8	-29.4
stock gain/loss (US\$/bbl)	-1.5	3.7	3.0	100.0	-18.

#### Aromatics Business

	1Q15	4Q15	1Q16F	yoy % chg	qoq % chg
BTX utilisation rate (%)	66.0	85.0	85.0		
Market P2F (US\$/ton)	11.0	93.0	100.0	809.1	7.5

Source: TOP, UOB Kay Hian

### ผลกระทบต่ออนาคต

- **คาดการณ์กำไรสุทธิในช่วง 2H59 จะดีกว่าในช่วง 1H59** เราคาดว่ากำไรสุทธิของ TOP ในไตรมาส 2/59 จะได้รับผลกระทบในระยะสั้นจากการกลั่นที่อ่อนตัวลง (ค่าการกลั่นสิงคโปร์ลดลงอยู่ที่ 4.0 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในขณะที่จาก 8.0 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59) จากราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น แต่เราคาดว่าค่าการกลั่นจะฟื้นตัวขึ้นในเดือน พ.ค.-มิ.ย.59 จากความต้องการน้ำมันกลั่นที่มากขึ้นในช่วงฤดูซบเซาในสหรัฐฯ, ช่วงรอมฎอนในเดือน มิ.ย. และการปิดปรับปรุงโรงกลั่นตามกำหนดในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกที่จะเกิดขึ้นมากที่สุดในเดือน พ.ค. (ประมาณ 2 ล้านตัน/วัน หรือ 6.7% ของการผลิตรวม) นอกจากนี้ 2 โครงการใหม่จะสร้างรายได้ให้กับ bottom-line ของ TOP เริ่มตั้งแต่ช่วง 2H59 ได้แก่ 1) โรงไฟฟ้าขนาดเล็ก 2 แห่งที่จะเริ่มดำเนินการผลิตในไตรมาส 2/59 และคาดว่าจะสร้างกำไรให้กับ TOP ที่ 800-900 ล้านบาท/ปี และ 2) โครงการ linear alkyl benzene (LAB) ที่คาดว่าจะสร้างกำไรให้กับ TOP ที่ 400-500 ล้านบาท/ปี

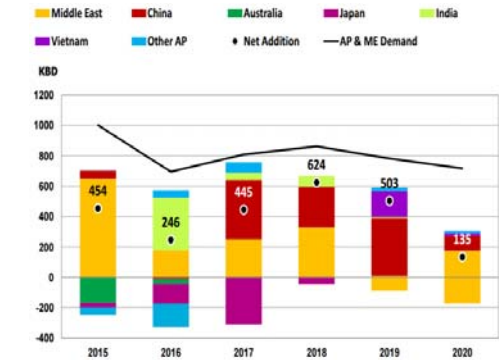
### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 จะคิดเป็น 22.2% ของประมาณการรวมทั้งปีของเรา เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 56-90 ไร่ตามเดิม

### คำแนะนำ

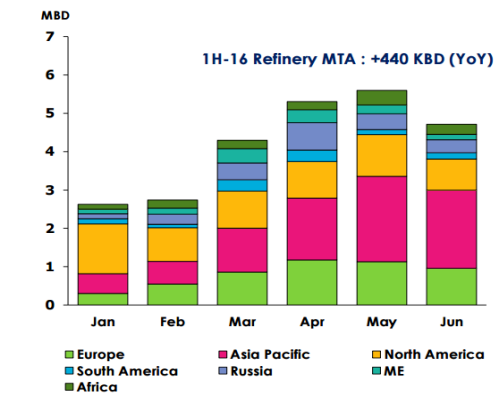
- **ยังชอบหุ้น downstream มากกว่า; คงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท** อิงด้วยค่าเฉลี่ย PE ณ ปัจจุบันของกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมีที่ 8 เท่า TOP จะได้ประโยชน์จาก 1) ธุรกิจการกลั่นที่แข็งแกร่งจากซัพพลายใหม่ที่เข้ามาในตลาดจำกัดในปี 59 และ 2) ความต้องการน้ำมันสำเร็จรูปที่ยังอยู่ในระดับสูงจากสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำเนื่องจากเป็นโรงกลั่นที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทยด้วยกำลังการกลั่นที่ 27.5,000bpd อย่างไรก็ดี เราชอบหุ้น downstream ที่มุ่งเน้นไปยังอุตสาหกรรมปิโตรเคมีมากกว่า เช่น PTTGC, IRPC และ SCC จากภาพรวมโพลีเอทิลีนที่ดีที่สุด

### ADDITIONAL CDU VS ADDITIONAL DEMAND - AP & ME



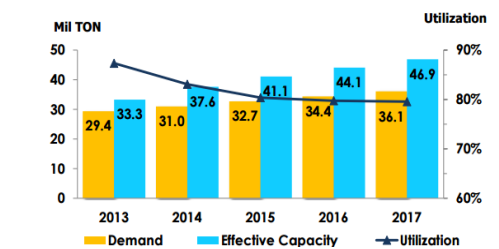
Source: FACTS, Bloomberg, IEA, TOP

### GLOBAL REFINERY MAINTENANCE



Source: FACTS, TOP

### ADDITIONAL PX DEMAND AND SUPPLY - AP & ME



Source: PCI Xylene & Polyesters, HIS, TOP

### PRICES AND SPREAD

	1Q15	4Q15	1Q16	qtd
Dubai price (US\$/bbl)	51.9	40.7	31	37
GRM (US\$/bbl)	8.2	8.5	6.0	5.5
PX Spread over ULG95 (US\$/tonne)	255	288	333	345
BZ Spread over ULG95 (US\$/tonne)	98	101	157	183

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian