

บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

ไตรมาส 1/59: กำไรสุทธิสูงกว่าคาด; ภาพรวมสดใส

กำไรสุทธิของ TOP ในไตรมาส 1/59 ออกมาสูงกว่าที่คาดการณ์ไว้ เราคาดว่า bottom-line จะดีขึ้น qoq ในไตรมาส 2/59 หนุนจาก inventory gains ตามราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น กำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 คิดเป็น 31% ของประมาณการรวมทั้งปีของตลาดและคาดตลาดจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิขึ้น การเริ่มการผลิตของโรงกลั่นในประเทศจีนที่ล่าช้าออกไปเป็นปี 61/62 น่าจะช่วยทำให้ภาพรวมอุตสาหกรรมแข็งแกร่งต่อเนื่อง เราชอบหุ้น downstream ที่มุ่งเน้นไปยังอุตสาหกรรมปิโตรเคมีมากกว่า เช่น PTTGC, IRPC และ SCC คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท

1Q16 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	1Q15	4Q15	1Q16	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	71,366	69,695	56,790	-20.4	-18.5
Operating cost	66,159	66,930	51,566	-22.1	-23.0
SG&A expense	763	802	509	-33.3	-36.5
EBITDA	6,209	6,348	6,653	7.2	4.8
EBIT	5,886	4,430	5,999	1.9	35.4
Tax (expense)/Reversal	-354	-266	-363	2.6	36.6
Net income	4,498	3,306	4,726	5.1	43.0
EPS (Bt)	2.20	1.62	2.32	5.1	43.0
Inventory gain/(loss) & NRV	999	-4,337	-311	n.a.	-92.8
Forex gain/(loss)	676	347	687	1.7	98.3
Recurring income	2,824	7,296	4,350	54.0	-40.4
Gross margin (%)	7.3%	4.0%	9.2%		
EBITDA margin (%)	8.7%	9.1%	11.7%		
Net margin (%)	6.3%	4.7%	8.3%		

Source: TOP, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

• **ผลประกอบการไตรมาส 1/59 สูงกว่าคาด** TOP รายงานกำไรสุทธิที่ 4,726 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 เพิ่มขึ้น 43% qoq และ 5% yoy ซึ่งมากกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ 15% และ 7% ตามลำดับเนื่องจากเราประมาณการค่าใช้จ่าย SG&A สูงเกินไปและประมาณการ unrealized forex gains ต่ำเกินไป (687 ล้านบาทในไตรมาส 1/59) ขณะที่ปัจจัยหนุนที่ทำให้กำไรสุทธิสูงขึ้น qoq มาจากสเปรดอะโรแมติกส์ที่สูงขึ้นและ net inventory & NRV losses ที่ต่ำลง (ไตรมาส 1/59 รับรู้ผลขาดทุนที่ 311 ล้านบาทและไตรมาส 4/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 4,300 ล้านบาท)

ผลกระทบต่ออนาคต

• **กำไรหลักลดลง qoq ในไตรมาส 1/59** กำไรหลักในไตรมาส 1/59 ลดลง 40% qoq อยู่ที่ 4,350 ล้านบาทจากค่าการกลั่นที่ต่ำลงจากสเปรดดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงที่ต่ำลงและ Murban crude premium ที่สูงขึ้นอยู่ที่ 3.30 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 2.00 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล)

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)	31.2	7.9	6.7	7.6	7.9
P/B (x)	1.5	1.3	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA (x)	27.1	6.5	5.2	5.5	5.6
Dividend yield (%)	3.2	2.4	5.7	5.3	5.0
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	-	-	15,106	14,909	14,950
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.28	1.15	1.10

Source: TOP, Bloomberg, UOB Kay Hian
 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยอิงข้อมูลที่เป็นที่เชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	63.75 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	76.00 บาท
Upside	+19.2%

รายละเอียดบริษัท

โรงกลั่นและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน รวมทั้ง LPG ศีโรซีน น้ำมันเชื้อเพลิง และ เคมีภัณฑ์

Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	TOP TB
Shares issued (m):	2,040.0
Market cap (Btm):	130,051.8
Market cap (US\$m):	3,700.5
3-mth avg daily turnover (US\$m):	14.4

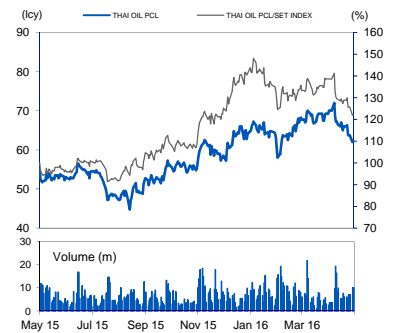
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt72.00/Bt44.75			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
5.6	1.5	13.8	8.5	3.4

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

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

KEY VALUE DRIVERS

	1Q15	4Q15	1Q16	yoy % chg	qoq % chg
Refinery Business					
CDU utilisation rate (%)	106	110	107		
Marketing GRM (US\$/bbl)					
(Excl stock gain/loss)	8.8	8.5	6.1	-30.7	-28.2
stock gain/loss (US\$/bbl)	-1.5	-3.7	-1.0	-33.3	-73.0
Aromatics Business					
BTX utilisation rate (%)	66.0	85.0	80.0		
Market P2F(US\$/tonne)	11.0	93.0	98.0	790.9	5.4

Source: TOP, UOB Kay Hian

- ธุรกิจการกลั่นอ่อนตัวลง** ค่าการกลั่นของ TOP อ่อนตัวลง qoq อยู่ที่ 6.10 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 8.50 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 8.80 เหรียญสหรัฐ) สเปรดก๊าซโซลีนและน้ำมันดิบไปยังอยู่ในระดับสูงในไตรมาส 1/59 จากราคาน้ำมันที่ต่ำ ด้านโปรดักเชล (สินค้าหลักของโรงกลั่นไทย) หดตัวลง 29.7% qoq อยู่ที่ 9.60 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 13.70 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 16.30 เหรียญสหรัฐ) จากความต้องการที่ต่ำผลจากฤดูหนาวที่อุ่นขึ้น บริษัทฯ ระบุผลขาดทุนจาก net inventory ที่ประมาณ 311 ล้านบาท (ไตรมาส 4/58 ระบุผลขาดทุนที่ 4,300 ล้านบาทและไตรมาส 1/58 ระบุกำไรที่ 999 ล้านบาท)
- ผลประกอบการของธุรกิจอะโรแมติกส์ดีขึ้น** สเปรดพาราไซลีนเพิ่มขึ้น 15.7% qoq อยู่ที่ 332 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 288 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 255 เหรียญสหรัฐ) เนื่องจากไม่มีซัพพลายใหม่เข้ามาในตลาดและความต้องการโพลีเอสเตอร์สูง นอกจากนี้ สเปรดเบนซินปรับตัวเพิ่มขึ้น 8.9% qoq อยู่ที่ 157 เหรียญสหรัฐ/ตัน (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 101 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 98 เหรียญสหรัฐ) จากการนำเข้า Styrene Monomer (BZ derivatives) ของจีนและสหรัฐฯ ที่มากขึ้น โดยสรุปแล้ว P2F ของอะโรแมติกส์เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 98 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 93 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 11 เหรียญสหรัฐ)
- คาด bottom-line ดีขึ้น qoq ในไตรมาส 2/59** จาก channel check ของเราพบว่าเราเห็นตรงกันกับ TOP ที่คาดว่า market GRM ของบริษัทฯ (ไม่รวม inventory gain/loss) จะลดลง qoq (qtd อยู่ที่ 4.50 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล และไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 6.10 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล) จากสเปรดก๊าซโซลีนและน้ำมันเชื้อเพลิงที่อ่อนตัวลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า accounting GRM (รวม inventory gain/loss) จะเพิ่มขึ้น qoq (qtd อยู่ที่ 6.50 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 5.10 เหรียญสหรัฐ) เนื่องจากเราคาดว่า TOP จะบันทึก inventory gain ที่ 2 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ตามราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น นอกจากนี้ โรงไฟฟ้าขนาดเล็กใหม่จำนวน 2 แห่งจะเริ่มดำเนินการผลิตในไตรมาส 2/59 และคาดว่าจะสร้างรายได้ที่ 300 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 จะยังแข็งแกร่ง
- โรงกลั่นใหม่ในประเทศจีนเลื่อนการเริ่มการผลิตไปเป็นปี 61/62 จากเดิมในปี 60** TOP เปิดเผยว่าซัพพลายการกลั่นใหม่ที่จะเข้ามาในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกและตะวันออกกลางในปี 60 ที่จะมาจากประเทศจีนเป็นหลักคาดว่าจะเลื่อนการผลิตเชิงพาณิชย์ออกไปเป็นปี 61/62 จากเหตุผลด้านเศรษฐกิจ บริษัทฯ คาดว่าจำนวนซัพพลายใหม่ที่ขาดแคลนในปี 60 ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกและตะวันออกกลางจะเพิ่มขึ้นจาก 100,000 bpd เป็น 600,000 bpd ดังนั้น บริษัทฯ คาดว่าซัพพลายการกลั่นใหม่จะมีค่อนข้างจำกัดต่อเนื่องไปถึงปีหน้า

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- คงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ไว้ตามเดิม กำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 คิดเป็น 25.6% ของประมาณการของเราแต่คิดเป็น 31% ของประมาณการรวมทั้งปีของตลาด เราคาดว่าตลาดจะปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิของ TOP ขึ้นหลังเข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ในวันศุกร์นี้

คำแนะนำ

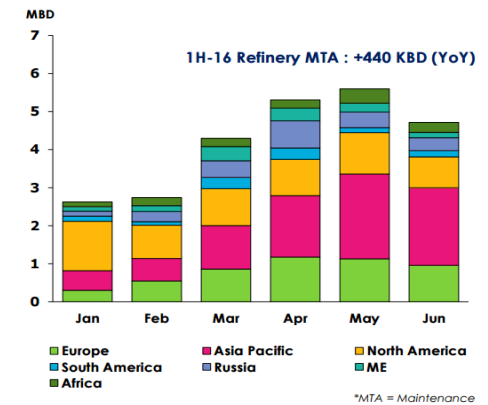
- ยังชอบหุ้น downstream มากกว่า; คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท** อิงด้วยค่าเฉลี่ย PE ณ ปัจจุบันของกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมีที่ 8 เท่า ราคาค่าหุ้น TOP ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 20.16 PE ที่เพียงแค่ 6.7 เท่า อย่างไรก็ตาม เราชอบหุ้น downstream ที่มุ่งเน้นไปยังอุตสาหกรรมปิโตรเคมีมากกว่า เช่น PTTGC, IRPC และ SCC จากภาพรวมโกลบอลที่สดใส

ADDITIONAL CDU VS ADDITIONAL DEMAND – AP & ME



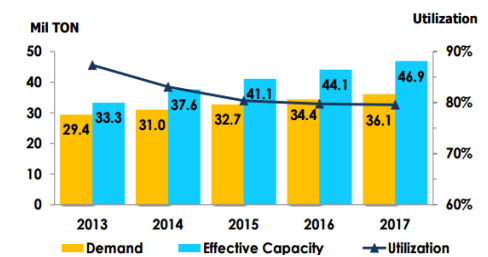
Source: FACTs, Bloomberg, IEA, TOP

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	30.4	40.2
GRM (US\$/bbl)	8.2	8.5	6.0	5.1
PX Spread over ULG95 (US\$/tonne)	255	288	332	337
BZ Spread over ULG95 (US\$/tonne)	98	101	157	176

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian