

บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

ภาพรวมโรงกลั่นสโตไลในปี 59-60

TOP คาดว่าค่าการกลั่นจะยังอยู่ในระดับสูงจนถึงปี 60 เป็นอย่างน้อยจากช่องว่างอุปสงค์-อุปทานที่เพิ่มขึ้น อันเนื่องมาจากการเลื่อนการกลั่นเชิงพาณิชย์ที่ประเทศจีนออกไป บริษัทฯ คาดว่ากำไรหลักจะเติบโต 18% yoy ในปี 59 เนื่องจากไม่มีการปิดซ่อมบำรุงใหญ่และรับรู้กำไรจาก 2 โครงการใหม่ นอกจากนี้ ผู้บริหารยังอยู่ระหว่างพิจารณาที่จะจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นในปีนี้ ประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 ของเราสูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ 28% จากประมาณการค่าการกลั่นที่สูงขึ้น คงค่าแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- ผู้บริหารคงมุมมองภาพรวมธุรกิจโรงกลั่น, อะโรแมติกส์และน้ำมันหล่อลื่นไว้ตามเดิมเหมือนการประชุมนักวิเคราะห์ครั้งล่าสุดเมื่อเดือน ก.พ.59 อย่างไรก็ตาม ผู้บริหารคาดว่า margin การกลั่นของ TOP น่าจะยังอยู่ในระดับสูงจนถึงปี 60 เป็นอย่างน้อยจากช่องว่างอุปสงค์-อุปทานที่เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ ผู้บริหารยังอยู่ระหว่างพิจารณาที่จะจ่ายเงินปันผลสูงขึ้นในปีนี้จากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งที่สะท้อน capex ในปี 59-60 (ไม่รวม capex ใหญ่เพิ่มเติมอื่นๆ ที่อาจจะเกิดขึ้นในอนาคตอันใกล้)
- **คาดการณ์น้ำมันดิบสูงขึ้นในช่วง 2H59 มากกว่าช่วง 1H59** บริษัทฯ คาดว่าความต้องการน้ำมันทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 1.2 mbpd ในปี 59 (ปี 58 อยู่ที่ 1.4 mbpd) ซึ่งมากกว่าซัพพลายที่มากขึ้น 0.6 mbpd เนื่องจากผู้ผลิตน้ำมันที่ไม่ได้อยู่ในกลุ่ม OPEC ปรับลดการผลิตลงต่อเนื่องโดยเฉพาะการผลิต shale oil ของสหรัฐฯ จะลดลงถึง 0.4 mbpd ในปี 59 นอกจากนี้ TOP คาดว่าจะเปิดปัญหาซัพพลายดีเซลมากขึ้นในช่วง 2H59 เนื่องจากคาดว่าความต้องการน้ำมันที่เพิ่มขึ้นประมาณ 1 mbpd จะลดช่องว่างของซัพพลายน้ำมันดิบที่ล้นตลาดให้น้อยลงในช่วง 2H59 อย่างไรก็ตาม ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญได้แก่ 1) การผลิตน้ำมันในอิหร่านที่เร็วกว่าซึ่งตั้งเป้าเพิ่มการผลิตขึ้นเป็น 4mbpd ภายในปี 59 จากปัจจุบันที่ 3.2mbpd และ 2) ความล้มเหลวของความร่วมมือที่จะชะลอผลผลิตน้ำมันของกลุ่ม OPEC ซึ่งจะเพิ่มความกังวลเกี่ยวกับปัญหาสงครามราคาในกลุ่มประเทศ OPEC ให้มากขึ้น
- **คาดการณ์ค่าการกลั่นแข็งแกร่งต่อเนื่องในปี 60** TOP คาดว่าช่องว่างอุปสงค์-อุปทานจะมากขึ้นในปี 60 จากการเลื่อนการผลิตเชิงพาณิชย์ของโรงกลั่นจีน นอกจากนี้ จากโอกาสที่จะเกิดปรากฏการณ์ลานีญาประมาณ 70% ในช่วงฤดูใบไม้ร่วงและฤดูหนาวในปี 59-60 บริษัทฯ จึงคาดว่าความต้องการน้ำมันเครื่องบินและ gasoil จะเป็นปัจจัยหนุน TOP คาดว่า market GRM ในปีนี้จะอยู่ที่ประมาณ 6.5 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ลดลงจาก 7.6 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปี 58 (เทียบกับประมาณการในปี 59 ของเราที่ 7.5 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล และตลาดคาดที่ประมาณ 6.5 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)	32.7	8.3	7.1	8.0	8.3
P/B (x)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	28.2	6.8	5.4	5.7	5.9
Dividend yield (%)	1.7	4.0	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	-	-	15,141	14,882	14,714
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.28	1.15	1.12

Source: Thai Oil PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน 67.00 บาท

ราคาเป้าหมายปี'59 76.00 บาท

Upside +13.4%

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):	134,641.8
Market cap (US\$m):	3,798.5
3-mth avg daily turnover (US\$m):	14.6

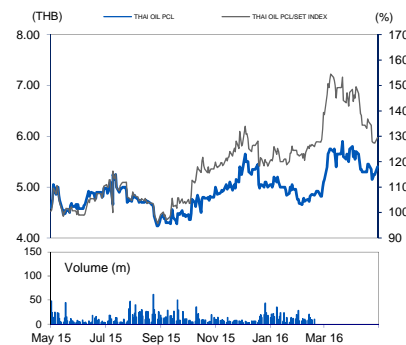
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt72.00/Bt44.75			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
5.7	13.8	10.5	26.9	0.0

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบ เคีย ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- Margin อะโรแมติกส์ทรงตัว** บริษัท คาดว่าสเปรตพาราไซลีน จะปรับตัวลดลงเล็กน้อยในช่วง 2H59 จากช่วง 1H59 จาก Reliance Industries No.4 (กำลังการผลิตที่ 2 ล้านตัน/ปี) ที่จะเริ่มการผลิตในไตรมาส 3/59 ซึ่งจะทำให้ PX spot cargoes to Asia เพิ่มขึ้น นอกจากนี้ บริษัท คาดว่าสเปรตเบนซิน จะหดตัวลงเล็กน้อยในช่วง 2H59 จากในช่วง 1H59 เนื่องจากซัพพลายใหม่จาก Reliance, Showa และ Lotte Chem จะเข้ามาในตลาดในช่วง 2H59 แต่ความต้องการ derivatives ของเบนซินจะยังแข็งแกร่งและจะช่วยชดเชยกำลังการผลิตใหม่ที่จะเข้ามาในตลาดในช่วง 2H59 ได้บางส่วน เราจับตาสเปรตพาราไซลีนและเบนซินเนื่องจากสเปรตของทั้งพาราไซลีนและเบนซิน qtd น่าจะเพิ่มขึ้น โดยสเปรตพาราไซลีน qtd อยู่ที่ 337 เทรียญสหรัฐฯ/ตัน (ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 332 เทรียญสหรัฐฯ/ตัน และไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 288 เทรียญสหรัฐฯ/ตัน) และสเปรตเบนซินอยู่ที่ 176 เทรียญสหรัฐฯ/ตัน (ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 157 เทรียญสหรัฐฯ/ตันและไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 101 เทรียญสหรัฐฯ/ตัน)
- คาดสเปรตธุรกิจน้ำมันหล่อน้ำมันอ่อนตัวลงในช่วง 2H59** บริษัท คาดว่าธุรกิจน้ำมันหล่อน้ำมันในปี 59 จะรายงานสเปรตที่ต่ำลงในช่วง 2H59 เทียบกับในช่วง 1H59 จากความต้องการที่อ่อนแอในสถานการณ์ที่ซัพพลายน้ำมันหล่อน้ำมันใหม่ (group II) จะเข้ามาในตลาดในช่วง 2H59 และจะกดดันตลาดต่อไป อย่างไรก็ดี ต้นทุน feedstock (น้ำมันเตา) ที่อยู่ในระดับต่ำและการปิดปรับปรุงโรงผลิตน้ำมันหล่อน้ำมัน (group I) ทั่วภูมิภาคน่าจะช่วยลดผลกระทบต่อ margin น้ำมันหล่อน้ำมันบางส่วน

ผลกระทบในอนาคต

- กำไรจาก 2 โครงการใหม่มากขึ้นในช่วง 2H59** ได้แก่ 1) block แรกของโรงไฟฟ้าขนาดเล็กแห่งใหม่ของ TOP (124MW) ประสบความสำเร็จในการเริ่มดำเนินการผลิตเมื่อวันที่ 1 เม.ย.59 และเราคาดว่า block ที่สอง (115MW) จะเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ในวันที่ 1 มิ.ย.59 ซึ่งทั้ง 2 block จะเริ่มดำเนินการผลิตในไตรมาส 2/59 และคาดว่าจะสร้างกำไรที่ปีละ 1,000 ล้านบาทให้กับ TOP 2) โครงการ LAB ที่บริษัทในเครือของ TOP เป็นเจ้าของอยู่ 75% ประสบความสำเร็จในการเริ่มการผลิตเชิงพาณิชย์เมื่อวันที่ 25 ก.พ.59 ซึ่งจะช่วยเพิ่มการอัปเดตสินค้าเบนซินและคีโรซีนของ TOP ให้เป็นสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มมากขึ้น นอกจากนี้ utilization rate ของโรงผลิตดังกล่าวสามารถขึ้นไปถึงอยู่ที่ 120% (ที่ 120 KTA) และคาดว่าจะสร้างกำไรให้ TOP ที่ปีละ 400 ล้านบาท
- อยู่ระหว่างการอัปเดตกำลังการผลิต-Clean Fuel Project (CFP)** TOP อยู่ระหว่างศึกษาความเป็นไปได้ในการอัปเดตกำลังการผลิตจาก 275kbd เป็น 375bd โดยสร้าง CDU#4 ใหม่ขนาด 200k bpd เพื่อแทนที่ CDU#1 และ #2 ซึ่งมีกำลังการผลิตที่แต่ละ 50kbd โรงกลั่นใหม่ดังกล่าวจะไม่มีส่วนผสมของน้ำมันเชื้อเพลิงและมีเครื่อง hydro cracking ที่ 1,000kbpd นอกจากนี้ TOP เลือกที่จะลดส่วนผสมดีเซลและน้ำมันเครื่องบินลงตรงข้ามกับ SPRC ที่เพิ่มส่วนผสมก๊าซโซลีนให้มากขึ้นขณะที่ IRPC เตรียมที่จะอัปเดตน้ำมันเชื้อเพลิงขึ้นเป็น 320,000 ตันของโพรพิลีน สาเหตุที่มกราคมเปลี่ยนแปลงก็เนื่องมาจากสัปดาห์ของดีเซลจำนวนมากที่ถูกใช้ในกลุ่มขนส่งทั่วภูมิภาคและปัจจัยเสี่ยงที่ลดลงในการเปลี่ยนไปใช้เชื้อเพลิงอื่น ๆ การศึกษาความเป็นไปได้และการอนุมัติจะแล้วเสร็จในไตรมาส 1/60 และต้นทุนการลงทุนจะหาข้อสรุปได้ในช่วงต้นปี 60 จากระยะเวลาก่อสร้างประมาณ 4 ปี บริษัท จึงคาดว่าจะเริ่มดำเนินการผลิตได้ในปี 64
- คาดว่าจะจ่ายเงินปันผลพิเศษในปี 59** ผู้บริหารของ TOP เปิดเผยว่าบริษัท อาจพิจารณาที่จะจ่ายเงินปันผลเพิ่มขึ้นในปีนี้จากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งมาก (net debt to equity อยู่ที่เพียงแค่อ 0.2 เท่า) และ capex ระดับต่ำในปี 59-60

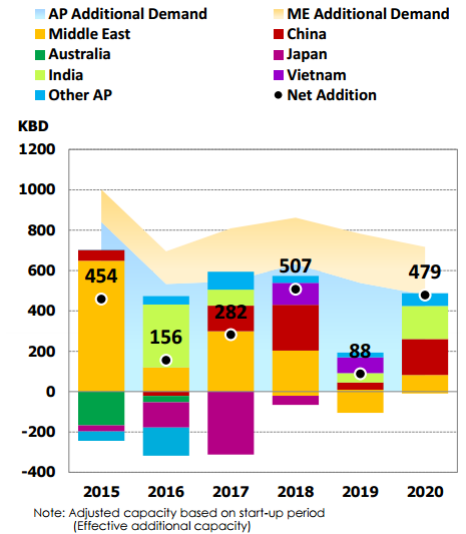
การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ไม่มี** เราคงประมาณการ market GRM ไว้ตามเดิมที่ 7.5 เทรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในปี 59 และ 7.0 เทรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในปี 60 เราคาดว่ากำไรสุทธิจะโตขึ้น 18% yoy ในปี 59 หนุนจาก 1) ไม่มีการปิดปรับปรุงขนาดใหญ่และ 2) รายได้จากโรงไฟฟ้าขนาดเล็กแห่งใหม่ 2 แห่งและการเริ่มการผลิตของโครงการ LAB

คำแนะนำ

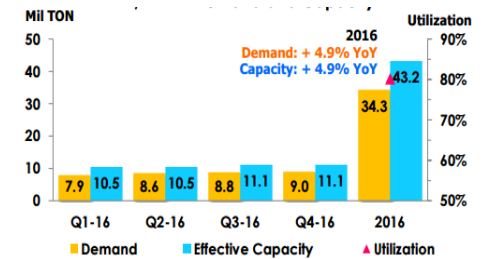
- คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท** อิงด้วย PE เฉลี่ยของกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมีที่ 8 เท่า หุ้น TOP จะได้รับประโยชน์จาก 1) ธุรกิจการกลั่นที่แข็งแกร่งจากซัพพลายใหม่ที่จะเข้ามาในตลาดจำกัดในปี 59-60 และ 2) ความต้องการ finished oil products ที่ยังสูงในสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำ เนื่องจาก TOP เป็นโรงกลั่นขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทยด้วยกำลังการผลิตที่ 275,000bpd

ADDITIONAL CDU VS ADDITIONAL DEMAND – AP & ME



Source: TOP

ADDITIONAL PX DEMAND and SUPPLY – AP & ME



Source: PCI Xylene & Polyesters, 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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณใดที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน