บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

ไตรมาส 2/59: กำไรสุทธิมากกว่าคาด

กำไรสุทธิของ TOP ในไตรมาส 2/59 พุ่งขึ้น 64% qoq ซึ่งมากกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ด้วยปัจจัยหนุนหลักจาก inventory gains ก้อนใหญ่กว่าคาดรวมทั้งราคาน้ำมันที่สูงขึ้น กำไรหลักในช่วง 1H59 คิดเป็น 56% ของประมาณการรวมทั้งปีของตลาดและคาดจะทำให้ตลาดปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิขึ้น อย่างไรก็ดี เราชอบหุ้น downstream ที่มุ่งเน้นไปยังอุตสาหกรรมปิโตรเคมีมากกว่า เช่น IRPC และ SCC เนื่องจากจะได้ประโยชน์จากสเปรดปิโตรเคมีที่สูงขึ้นจนถึงปี 61 คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท

2Q16 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	2Q15	1Q16	2Q16	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	79,036	56,790	72,368	- 8.4	27.4
Operating cost	69,857	51,566	63,007	- 9.8	22.2
SG&A expense	716	509	667	- 6.9	31.0
EBITDA	10,004	7,891	11,261	12.6	42.7
EBIT	7,662	5,999	9,403	22.7	56.7
Tax (expense)/Reversal	-361	-363	-688	90.7	89.5
Net income	6,228	4,725	7,753	24.5	64.1
EPS (Bt)	3.05	2.32	3.80	24.5	64.1
Inventory gain/(loss) & NRV	2,414	-311	4,362	80.7	n.a.
FX gain/(loss)	-1,179	687	110	n.a.	-83.9
Recurring income	3,814	5,036	3,391	-11.1	-32.7
Gross margin (%)	11.6	9.2	12.9		
EBITDA margin (%)	12.7	13.9	15.6		
Net profit margin (%)	7.9	8.3	10.7		

Source: Thai Oil PCL, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- **กำไรสุทธิไตรมาส 2/59 มากกว่าคาด** TOP รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 ที่ 7,753 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 64.1% qoq และ 24.5% yoy ซึ่งมากกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ 11% ด้วยปัจจัยหนุนหลักจาก net inventory gain ที่มากกว่าคาด (4,400 ล้านบาทเทียบกับที่เราคาดการณ์ไว้ที่ 3,600 ล้านบาท) บริษัทฯ มี inventory ในระดับสูงในช่วงที่มีกำลังการผลิตสูง (9.5 ล้านบาร์เรลในไตรมาส 2/59 เทียบกับระดับปกติที่ 8.8 ล้านบาร์เรล)

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)	29.9	7.6	6.4	7.3	7.6
P/B (x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (x)	26.2	6.3	5.0	5.3	5.5
Dividend yield (%)	1.9	4.4	5.9	5.5	5.3
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 (%)	n.a.	13.2	18.1	15.6	14.0
Consensus net profit	-	-	15,153	15,040	14,745
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.28	1.14	1.11

Source: Thai Oil PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	**61.25 บาท**
ราคาเป้าหมายปี'59	**76.00 บาท**
Upside	**+24.1%**

รายละเอียดบริษัทฯ

โรงกลั่นและผลิตสินค้าที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน รวมทั้ง LPG คีโรซีน น้ำมันเชื้อเพลิง และ เคมีภัณฑ์

Stock Data

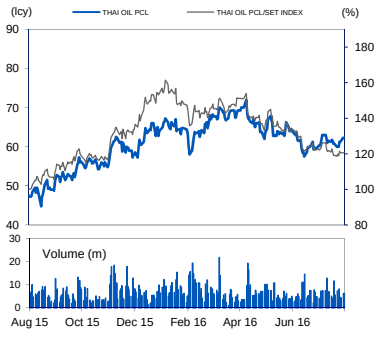
GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	TOP TB
Shares issued (m):	2,040.0
Market cap (Btm):	124,951.7
Market cap (US$m):	3,588.7
3-mth avg daily t'over (US$m):	10.5

Price Performance (%)

52-week high/low				Bt72.00/Bt44.75
1mth	**3mth**	**6mth**	**1yr**	**YTD**
3.4	3.9	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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการปรับเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

KEY VALUE DRIVER

	2Q15	1Q16	2Q16	yoy % chg	qoq % chg
Refinery Business					
CDU utilisation rate	107	107	109		
Mkt GRM (Excl. stock gain/loss) (US$/bbl)	7.4	6.1	4.4	-40.5	-27.9
stock gain/loss (US$/bbl)	2.5	-1.0	4.2	68.0	n.a.
Aromatics Business					
BTX utilisation rate	84	80	80		
Mkt P2F (US$/ton)	76.0	98.0	99.0	30.3	1.0

Source: TOP, UOB Kay Hian

ผลกระทบในอนาคต

- **กำไรหลักในไตรมาส 2/59 ออกมาใกล้เคียงตามคาด** หากไม่รวม inventory gains และรายการพิเศษอื่นๆ กำไรหลักในไตรมาส 2/59 จะอยู่ที่ 3,400 ล้านบาท ลดลง 32.7% qoq จากค่ากำกลั่นที่ลดลงจากสเปรดก๊าซโซลีนที่อ่อนตัวลง (ไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 14.40 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล, ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 18.80 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรลและไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 18.70 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล) เนื่องจากมีการส่งออกก๊าซโซลีนจากประเทศจีนมากขึ้นและ inventory ในสิงคโปร์อยู่ในระดับสูง ดังนั้น ค่ากากรลั่นของ TOP จึงลดลง 27.9% qoq อยู่ที่ 4.40 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในไตรมาส 2/59 (ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 6.10 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 7.40 เหรียญสหรัฐฯ)
- **ผลประกอบการของธุรกิจอะโรแมติกส์คงที่ qoq** สเปรดพาราไซลีนลดลง 5.4% qoq อยู่ที่ 315 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน ในไตรมาส 2/59 (ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 332 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 246 เหรียญสหรัฐฯ) จากการกลับมาผลิตอีกครั้งของโรงผลิตพาราไซลีนหลังหมดฤดูกาลปิดปรับปรุง ทั้งนี้ สเปรดพาราไซลีนเริ่มทยอยปรับตัวดีขึ้นในขณะนี้จากการเลื่อนการเริ่มการผลิตของ Reliance Industries No.4 จากเดือน ก.ค.59 เป็นไตรมาส 4/59 หรือต้นปี 60 กำลังการผลิตอะโรแมติกส์รวมของสเปรดเบนซีนลดลง 12% qoq อยู่ที่ 138 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน (ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 157 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 115 เหรียญสหรัฐฯ) จากความต้องการ SM ที่ลดลงและซัพพลายที่เข้ามาในตลาดมากขึ้นเนื่องจากโรงผลิต Jurong aromatics (กำลังการผลิตอะโรแมติกส์รวมอยู่ที่ 1.5 ล้านตัน/ปี) ได้กลับมาดำเนินการผลิตใหม่หลังประสบปัญหาด้านเทคนิคตั้งแต่เดือน ธ.ค.57 และและถูกพิทักษ์ทรัพย์จากปัญหาหนี้สินเมื่อเดือน ก.ย. 58 แม้สเปรดสินค้าอะโรแมติกส์อยู่ในระดับต่ำ แต่ P2F ในอะโรแมติกส์คงที่ qoq อยู่ที่ 99 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน ในไตรมาส 2/59 (ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 98 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 76 เหรียญสหรัฐฯ เนื่องจากมีการเลื่อนการขนส่งอะโรแมติกส์ออกไปจากช่วงปลายเดือน มี.ค. เป็นช่วงต้นเดือน เม.ย. 59

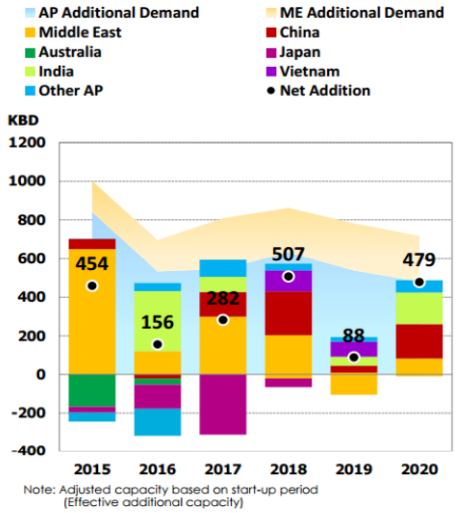
การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ไม่มี** เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ไว้ตามเดิมเนื่องจากกำไรหลักในช่วง 1H59 คิดเป็น 43.5% ของประมาณการกำไรหลักรวมทั้งปีของเราในปี 59 เราคาดว่ากำไรหลักจะขยายตัวขึ้นในช่วง 2H59 ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) ค่ากากรลั่นที่ฟื้นตัวขึ้นจากการปิดปรับปรุงโรงกลั่นขนาดใหญ่ทั่วโลก (4-5 ล้านบาร์เรล/เดือน หรือ 4-5% ของซัพพลายของโรงกลั่นในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค.) และสเปรดดีเซลที่ดีขึ้นจากโอกาส 70% ที่จะเกิดปรากฏการณ์ลานีญ่าขึ้นในฤดูหนาวในปี 59 ซึ่งจะทำให้ความต้องการดีเซลอยู่ในระดับสูง 2) รายได้ที่มากขึ้นจากโรงไฟฟ้าขนาดเล็กแห่งใหม่ 2 แห่งและการเริ่มการผลิตของโครงการ LAB และ 3) สเปรดของกลุ่มอะโรแมติกส์ที่ดีขึ้น

คำแนะนำ

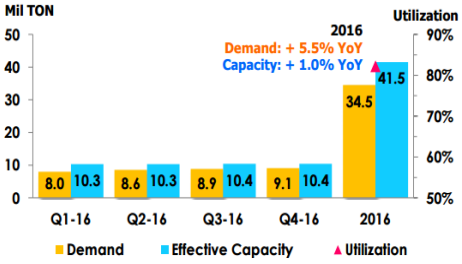
- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท**อิงด้วย PE เฉลี่ยของกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมีที่ 8 เท่าเทียบกับ valuation ในขณะนี้ที่ 6.4 เท่า อย่างไรก็ดี เราชอบหุ้น downstream ที่มุ่งเน้นไปยังอุตสาหกรรมปิโตรเคมี เช่น IRPC และ SCC มากกว่าเนื่องจากคาดจะได้ประโยชน์จากสเปรดปิโตรเคมีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจนถึงปี 61

ADDITIONAL CDU VS ADDITIONAL DEMAND – AP & ME



Source: FACTs,TOP

ADDITIONAL PX DEMAND and SUPPLY – AP & ME



Source: PCI, HIS as of Jun 16, TOP

PRICES AND SPREAD

	2Q15	1Q16	2Q16	qtd
Dubai price (US$/bbl)	61.3	30.4	43.2	41.3
GRM (US$/bbl)	8.0	7.7	5.0	4.7
PX Spread over ULG95 (US$/tonne)	246	332	315	378
BZ Spread over ULG95 (US$/tonne)	115	156	138	193

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน), ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการปรับเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน