

### บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

#### คาดการณ์ปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิในปี 59

เราคาดว่ากำไรหลักในช่วง 2H59 จะดีกว่าในช่วง 1H59 ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) ค่าการกลั่นที่คาดฟื้นตัวขึ้น 2) สเปรตอะโรแมติกส์ที่ดีขึ้นและ 3) กำไรจาก SPP ใหม่และโครงการ LAB ที่มากขึ้น กำไรหลักในช่วง 1H59 คิดเป็น 58% ของประมาณการรวมทั้งปีของตลาดและคาดจะทำให้มีการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิขึ้น อย่างไรก็ดี เราขอปรับลดกำไรที่มุ่งเน้นไปยังอุตสาหกรรมปิโตรเคมีมากกว่า เช่น IRPC และ SCC เนื่องจากคาดว่าสเปรตปิโตรเคมีจะปรับตัวเพิ่มขึ้นจนถึงปี 61 คงค้างแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท

#### เหตุการณ์ใหม่

- เตรียมนำโครงการ **Orchestra** และ **Transcendence** มาใช้ TOP ได้จ้างที่ปรึกษาเพื่อศึกษาความเป็นไปได้เกี่ยวกับการนำโปรแกรม Orchestra ซึ่งเป็นโปรแกรมลดต้นทุนและโปรแกรม Transcendence ซึ่งเป็นโปรแกรมที่ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิตให้มากขึ้น (เช่น การคัดเลือกน้ำมันดิบและการพัฒนากระบวนการกลั่น) มาใช้ การศึกษาความเป็นไปได้จะแล้วเสร็จภายในไตรมาส 3/59 และคาดว่าจะติดตั้งโปรแกรมเสร็จสมบูรณ์ในช่วงปลายไตรมาส 4/59 ในกรณีที่ดีที่สุด โปรแกรมดังกล่าวจะช่วยเพิ่มกำไรหลักของ TOP ในปี 60 ที่ 30-50 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ซึ่งเราจะไม่รวมในประมาณการของเรา
- แนวโน้มราคาน้ำมันดิบแข็งแกรงถึงปี 60** เราคาดว่าความต้องการน้ำมันทั่วโลกในปี 60 จะเพิ่มขึ้น 1.3 mbpd มากกว่าการเติบโตของซัพพลายที่ 0.6 mbpd หนุนจากผลผลิตน้ำมันที่ลดลงในสหรัฐฯ และการผลิตน้ำมันของอิหร่านที่ต่ำลงจากการลงทุนที่ลดลงในระหว่างช่วงที่อิหร่านถูกสหรัฐฯคว่ำบาตร เราคาดว่าผลผลิต shale oil ของสหรัฐฯ จะอ่อนตัวลง 0.7 ล้านบาร์เรล ในปี 60 เนื่องจากผู้ผลิต shale oil ปรับลด capex ลง และคาดการณ์ผลิตน้ำมันของอิหร่านจะอยู่ในระดับที่เกือบถึงระดับการผลิตสูงสุดที่ 4 mbpd ตั้งแต่ช่วงปลายปี 59 เป็นต้นไปจากที่ 3.2 mbpd ในขณะนี้
- คาดการณ์การกลั่นเพิ่มขึ้นในช่วง 2H59** แม้อัตราการกลั่นที่ลดลงจากซัพพลายที่ล้นตลาดแต่เราคาดว่าค่าการกลั่นจะฟื้นตัวขึ้นในช่วง 2H59 จากการปิดปรับปรุงโรงกลั่นทั่วโลกจำนวนมาก (4-5 ล้านบาร์เรล/เดือน หรือ 4-5% ของซัพพลายการกลั่นในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค.) และฤดูซบเซาในออสเตรเลียในไตรมาส 4/59 นอกจากนี้ เราคาดว่าสเปรตดีเซลจะขยายตัวขึ้นจากความเป็นไปได้ที่ 70% ที่จะเกิดปรากฏการณ์ลานีญาขึ้นในช่วงฤดูใบไม้ร่วงและหนาวในปี 59 ซึ่งจะส่งผลให้ความต้องการดีเซลมากขึ้น TOP คาดว่า market GRM ในปี 59 จะอยู่ที่ประมาณ 5.5 เหรียญสหรัฐฯ เทียบกับประมาณการของเราที่ 6.8 เหรียญสหรัฐฯ ลดลงจาก 7.6 เหรียญสหรัฐฯ ในปี 58 ทั้งนี้ market GRM ในช่วง 1H59 อยู่ที่ 5.2 เหรียญสหรัฐฯ/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)	32.1	8.2	6.9	7.9	8.2
P/B (x)	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	27.8	6.7	5.3	5.6	5.8
Dividend yield (%)	1.8	4.1	5.5	5.1	4.9
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	-	-	15,647	14,890	14,745
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.24	1.15	1.11

Source: Thai Oil PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

#### ซื้อ

#### (Maintained)

ราคาปัจจุบัน	65.75 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	76.00 บาท
Upside	+15.6%

#### รายละเอียดบริษัท

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):	134,131.8
Market cap (US\$m):	3,852.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	11.1

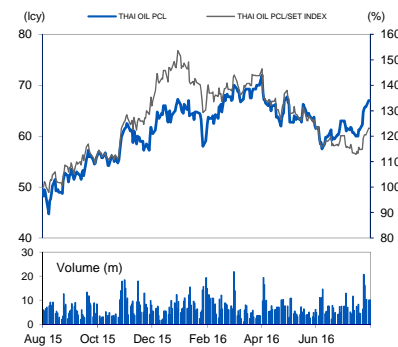
#### Price Performance (%)

52-week high/low	Bt72.00/Bt44.75			
<b>1mth</b>	<b>3mth</b>	<b>6mth</b>	<b>1yr</b>	<b>YTD</b>
9.1	1.9	13.4	39.2	0.4

#### 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

chajwat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบ เคีย ฮีอัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- **คาด margin ออโรเมติกส์ดีขึ้นในช่วง 2H59** เราคาดว่าสเปรตพาราไซลีนและก้าไซลีน 95 จะคงที่ hoh จากซัพพลายใหม่ที่เข้ามาในตลาดโดยเฉพาะอย่างยิ่งตั้งแต่โรงผลิต Reliance Industries No.4 (กำลังการผลิตที่ 2 ล้านตัน/ปี) จะเริ่มดำเนินการผลิตในไตรมาส 4/59 และ offset ความต้องการพาราไซลีนที่มากขึ้นจากสหรัฐฯ เราคาดว่า margin แบนซินและ ULG95 จะอ่อนตัวลงในไตรมาส 4/59 เนื่องจากซัพพลายใหม่จาก Reliance, Showa และ Lotte Chem จะเข้ามาในตลาดในช่วง 2H59 อย่างไรก็ดี ความต้องการ derivative (Styrene Monomer) จากสหรัฐฯ และยุโรปยังแข็งแกร่งและคาดจะ offset กำลังการผลิตใหม่ในไตรมาส 4/59
- **ไม่ได้รับผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญจากการปิดปรับปรุงของธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น** โรงผลิตน้ำมันหล่อลื่นมีกำหนดปิดปรับปรุงตามกำหนดเป็นเวลา 31 วัน ตั้งแต่วันที่ 30 ส.ค. น่าจะทำให้ utilization rate ลดลงอยู่ที่ 60% ในไตรมาส 3/59 จาก 84% ในไตรมาส 2/59 อย่างไรก็ดี ผู้บริหารคาดว่าไม่ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญกับการดำเนินงานหลักของ TOP ในปี 59 (ผลกระทบจากการปิดปรับปรุงอยู่ที่ 200 ล้านบาท) และเราได้รวมไว้ในประมาณการของเราแล้ว

### ผลกระทบในอนาคต

- **กำไรจาก 2 โครงการใหม่มากขึ้นในช่วง 2H59 ได้แก่** 1) block แรก (124MW) ของโรงไฟฟ้าขนาดเล็กแห่งใหม่ของ TOP ที่ประสบความสำเร็จในการเริ่มการผลิตเมื่อวันที่ 1 เม.ย.59 และเรคาดว่า block ที่ 2 จะเริ่มดำเนินการผลิตได้ในไตรมาส 2/59 และคาดว่าจะสร้างรายได้ที่ปีละ 1,000 ล้านบาทให้แก่ TOP และ 2) โครงการ linear alkyl benzene (LAN) ที่บริษัทในเครือของ TOP ถือหุ้นอยู่ 75% ประสบความสำเร็จในการเริ่มการผลิตเมื่อวันที่ 25 ก.พ.59 ซึ่งคาดว่าจะช่วยอัปเดตสินค้าเบนซินและ kerosene ของ TOP ให้เป็นสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ utilization rate ของโรงผลิตนี้ยังเพิ่มได้มากถึง 120% (ที่ 120 KTA) และคาดว่าจะสร้างกำไรที่ปีละ 400 ล้านบาทให้กับ TOP

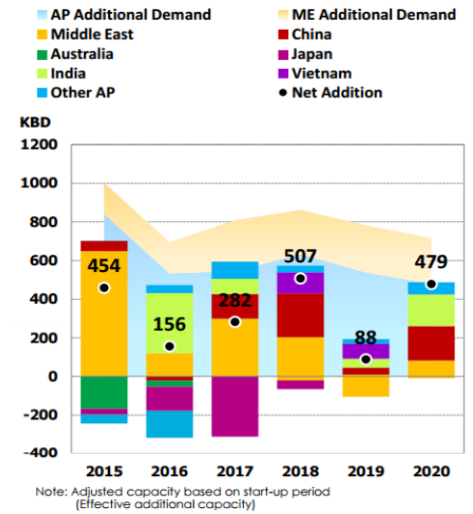
### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ไว้ตามเดิม** เนื่องจากกำไรหลักในช่วง 2H59 จะสูงกว่าในช่วง 1H59 ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) ค่าการกลั่นที่ฟื้นตัวขึ้น 2) สเปรตอะโรเมติกส์ที่ดีขึ้นและ 3) กำไรจากโรงไฟฟ้าขนาดเล็กใหม่ 2 แห่งและโครงการ LAB ที่มากขึ้น กำไรหลักในช่วง 1H59 คิดเป็น 58% ของประมาณการรวมทั้งปีของตลาดและคาดว่าจะทำให้ตลาดปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิขึ้น
- **GRM sensitivity** จากการทำ sensitivity ของเราแสดงให้เห็นว่าค่าการกลั่นที่ลดลงทุก 1 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล จะส่งผลให้ประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 ของเราลดลง 2,900 ล้านบาท (ประมาณการ market GRM ของเราอยู่ที่ 6.8 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล เทียบกับของ TOP ในช่วง 1H59 ที่ 5.2 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล)
- **Sensitivity ของสเปรตพาราไซลีน** จากการทำ sensitivity ของเราแสดงให้เห็นว่าสเปรตพาราไซลีนที่ลดลงทุก 100 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน จะส่งผลให้กำไรสุทธิของ TOP ในปี 59 ลดลง 570 ล้านบาท (ประมาณการสเปรตพาราไซลีนของเราอยู่ที่ 222 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน เทียบกับของ TOP ในช่วง 1H59 ที่ 324 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน)
- **Sensitivity ของสเปรตเบนซิน** จากการทำ sensitivity ของเราแสดงให้เห็นว่าสเปรตเบนซินที่ลดลงทุก 100 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน จะส่งผลให้กำไรสุทธิของ TOP ในปี 59 ลดลง 150 ล้านบาท (ประมาณการสเปรตเบนซินของเราอยู่ที่ 75 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน เทียบกับของ TOP ในช่วง 1H59 ที่ 147 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน)

### คำแนะนำ

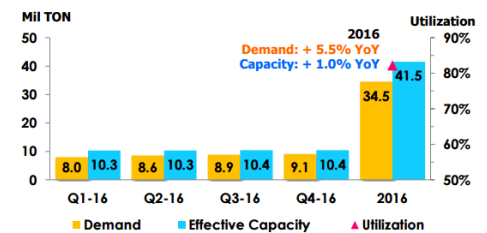
- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 76.00 บาท**อิงด้วย PE เฉลี่ยของกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมีที่ 8 เท่าเทียบกับ valuation ในขณะนี้ด้วย 2016F PE ที่ 6.9 เท่า อย่างไรก็ดี เราชอบหุ้น downstream ที่มุ่งเน้นไปยังอุตสาหกรรมปิโตรเคมี เช่น IRPC และ SCC มากกว่าเนื่องจากคาดจะได้ประโยชน์จากสเปรตปิโตรเคมีที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นจนถึงปี 61

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



Source: FACTS, TOP

### ADDITIONAL PX DEMAND and SUPPLY – AP & ME



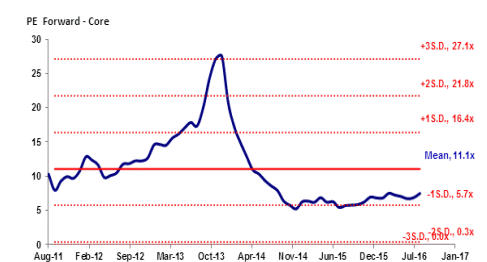
Source: PCI, HIS as of Jun 16, TOP

### PRICES AND SPREAD

	2015	1Q16	2016	qtd
Dubai price (US\$/bbl)	61.3	30.4	43.2	42.0
GRM (US\$/bbl)	8.0	7.7	5.0	4.3
PX Spread over ULG95 (US\$/tonne)	246	332	315	382
BZ Spread over ULG95 (US\$/tonne)	115	157	138	193

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

### CORE FORWARD PE BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian