บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

ไตรมาส 3/59: ผลประกอบการต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ 13% และ 5%

คงคำแนะนำ ถือ จากกำไรจากการดำเนินงานที่โตขึ้นเพียงแค่ 3.2% ในปี 60 อย่างไรก็ดี ตลาดอาจ re-rate คำแนะนำหุ้นใหม่ในระยะสั้นเป็นอย่างน้อยเนื่องจากโดยปกติแล้วค่ากำรกลั่นจะอยู่ในระดับสูงในช่วงครึ่งปีแรกตามฤดูกาลและการปิดปรับปรุงประจำปีในภูมิภาค นอกจากนี้ รัฐบาลอยู่ระหว่างพิจารณาที่ลอยตัวราคา LPG ตามเงื่อนไขของตลาด จากการที่ TOP เป็นโรงกลั่นรายใหญ่ที่สุดน่าจะช่วยหนุนให้กำไรสุทธิของ TOP ขยายตัวขึ้นประมาณ 8% yoy ด้วยราคาเป้าหมายที่ 70.00 บาทขณะที่จุดซื้อกลับอยู่ที่ 60.00 บาท

3Q16 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	3Q15	2Q16	3Q16	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	74,721	72,368	68,476	-8.4	-5.4
Operating cost	73,729	63,007	64,725	-12.2	2.7
SG&A expense	668	667	629	-5.8	-5.6
EBITDA	843	11,294	6,268	643.2	-44.5
EBIT	-1,051	9,403	4,377	n.a.	-53.5
Tax (expense)/Reversal	-317	-688	-451	42.2	-34.4
Net income	-2,294	7,753	2,941	n.a.	-62.1
EPS (Bt)	-1.12	3.80	1.44	n.a.	-62.1
Inventory gain/(loss) & NRV	-4,855	3,364	-625	-87.1	n.a.
FX gain/(loss)	-2,568	110	519	n.a.	369.9
Recurring income	5,129	4,425	2,841	-44.6	-35.8
Gross margin (%)	1.3	12.9	5.5		
EBITDA margin (%)	1.1	15.6	9.2		
Net profit margin (%)	-3.1	10.7	4.3		

Source: TOP, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- TOP รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 3/59 ที่ 2,941 ล้านบาท ซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ 13% และ 5% ตามลำดับจากรายได้อื่นๆ และส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือที่ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	395,389	296,605	255,274	291,725	313,144
EBITDA	5,874	24,302	30,714	27,130	24,922
Operating profit	(658)	17,537	24,586	21,251	19,267
Net profit (rep./act.)	(4,026)	12,181	18,659	15,484	13,574
Net profit (adj.)	4,174	16,377	14,999	15,484	13,574
EPS (Bt)	2.0	8.0	7.4	7.6	6.7
PE (x)	36.0	9.2	10.0	9.7	11.1
P/B (x)	1.7	1.6	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA (x)	30.5	7.4	5.8	6.6	7.2
Dividend yield (%)	2.8	2.0	5.0	4.1	3.6
Net margin (%)	(1.0)	4.1	7.3	5.3	4.3
Net debt/(cash) to equity (%)	59.2	41.0	26.9	25.0	23.7
Interest cover (x)	1.5	7.1	8.4	7.2	6.5
ROE (%)	n.a.	13.2	18.4	14.2	11.7
Consensus net profit	-	-	16,061	14,954	14,839
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.93	1.04	0.91

Source: TOP, Bloomberg, UOB Kay Hian

ถือ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	**73.75 บาท**
ราคาเป้าหมายปี'60	**70.00 บาท**
Upside	**-5.1%**

รายละเอียดบริษัทฯ

โรงกลั่นและผลิตสินค้าที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน รวมทั้ง LPG คีโรซีน น้ำมันเชื้อเพลิง และ เคมีภัณฑ์

Stock Data

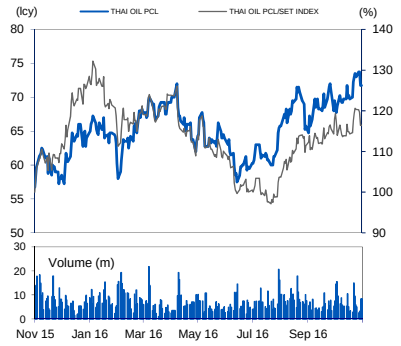
GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	TOP TB
Shares issued (m):	2,040.0
Market cap (Btm):	150,452.1
Market cap (US$m):	4,306.0
3-mth avg daily t'over (US$m):	14.4

Price Performance (%)

52-week high/low				Bt73.75/Bt55.25
1mth	**3mth**	**6mth**	**1yr**	**YTD**
3.9	18.5	15.7	31.7	11.7

Major Shareholders	**%**
PTT	49.1
NVDR	4.5
HSBC (Singapore) Nominees Pte. Ltd.	2.6
FY16 NAV/Share (Bt)	51.92
FY16 Net Debt/Share (Bt)	13.94

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) จากัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการปรับเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

KEY VALUE DRIVER

	3Q15	2Q16	3Q16	yoy % chg	qoq % chg
Refinery Business					
CDU utilisation rate (%)	107.0	109.0	107.0		
Marketing GRM (US$/bbl)					
(Excluding stock gain/loss)	6.6	4.4	4.3	-34.8	-2.3
stock gain/loss (US$/bbl)	-4.9	4.2	-0.6	-87.1	n.a.
Aromatics Business					
BTX utilisation rate	91.0	80.0	80.0		
Market P2F(US$/ton)	54.0	99.0	109.0	101.9	10.1

Source: TOP, UOB Kay Hian

ผลกระทบในอนาคต

- **กำไรหลักอ่อนตัวลง qoq ในไตรมาส 3/59** หากไม่รวม inventory loss, forex gains และรายการพิเศษอื่นๆ กำไรหลักในไตรมาส 3/59 ปรับตัวลดลง 35.8% qoq อยู่ที่ 2,800 ล้านบาทด้วยสาเหตุหลักจาก 1) ค่ากำรกลั่นที่ต่ำลงจากจากเปรดก๊าซโซลีนที่ลดลงและ 2) กำลังการผลิต lube base ที่ต่ำลงอยู่ที่ 62% ในไตรมาส 3/59 จาก 84% ในไตรมาส 2/59 จากการปิดปรับปรุง 1 เดือน
- **โรงกลั่น: ผลประกอบการจะหดตัวลงจาก inventory loss** Market GRM ของ TOP ปรับตัวลดลง 2.3% qoq อยู่ที่ 4.30 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในไตรมาส 3/59 (ไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 4.4 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล และไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 6.6 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล) ด้วยสาเหตุหลักจากสเปรดก๊าซโซลีนและราคาน้ำมันดิบดูไบที่ลดลงในไตรมาส 3/59 อยู่ที่ 11.6 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล (ไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 14.4 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรลและไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 19.3 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล) จากการส่งออกก๊าซโซลีนไปยังประเทศจีนที่มากขึ้นและระดับสต๊อกที่สูงในตลาดทั่วโลก บริษัทฯ รับรู้ inventory loss ที่ 532 ล้านบาท (ไตรมาส 2/59 รับรู้ inventory gain ที่ 4,100 ล้านบาทและไตรมาส 3/58 รับรู้ inventory loss ที่ 4,700 ล้านบาท) ตามราคาน้ำมันดิบที่ต่ำลงซึ่งทำให้ accounting GRM อยู่ที่ 3.7 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในไตรมาส 3/59 (ไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 11.10 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล และไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 3.10 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล)
- **ธุรกิจอะโรแมติกส์: ผลประกอบการดีขึ้น qoq** สเปรดพาราไซลีนเพิ่มขึ้น 8.1% qoq อยู่ที่ 341 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน ในไตรมาส 3/59 (ไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 315 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 233 เหรียญสหรัฐฯ) หนุนจาก feedstock (ULG-95) ที่ต่ำลงและพาราไซลีนคิดเป็น 30% ของปริมาณอะโรแมติกส์รวม สเปรดพาราไซลีนปรับตัวลดลงในขณะนี้อยู่ที่ 269 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน qtd ลดลง 21.2% qoq ตามการเริ่มการผลิตของ Reliance Industries ที่มีกำลังการผลิตอยู่ที่ 2.2 ล้านตัน/ปี ซึ่งคาดซัพพลายใหม่จะเข้ามาในตลาดตั้งแต่เดือน พ.ย.59 เป็นต้นไป สเปรดเบนซีนเพิ่มขึ้น 26.5% qoq อยู่ที่ 174 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน ในไตรมาส 3/59 (ไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 138 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน และไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 74 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน) จากต้นทุน feedstock (ULG 95) ที่ต่ำลงและเบนซีนคิดเป็น 15% ของปริมาณอะโรแมติกส์รวม สเปรดเบนซีนอ่อนตัวลงเช่นกันที่ 39% qoq อยู่ที่ 106 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน qtd จากสเปรดของสินค้าอะโรแมติกส์ทั้ง 2 ตัวที่เพิ่มขึ้นในไตรมาส 3/59 ทำให้ P2F ในอะโรแมติกส์ของ TOP สูงขึ้น 10.1% qoq อยู่ที่ 109 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน ในไตรมาส 3/59 (ไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 99 เหรียญสหรัฐฯ และไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 54 เหรียญสหรัฐฯ)

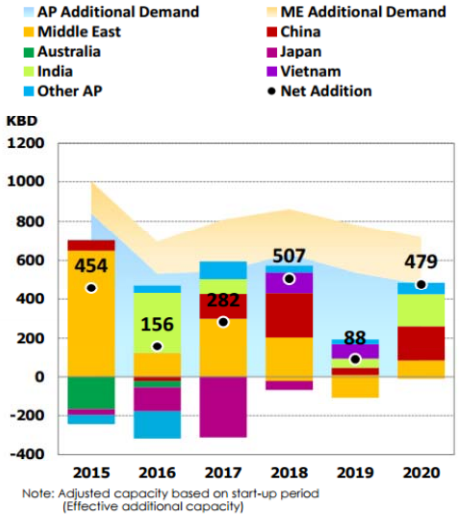
การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ไม่มี** เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ไว้ตามเดิมเนื่องจากกำไรหลักในช่วง 9M59 คิดเป็น 80% ของประมาณการกำไรหลักรวมทั้งปีของเราในปี 59 (เทียบกับประมาณการของตลาดที่ 90% ในปี 59) เราคาดว่ากำไรหลักจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในไตรมาส 4/59 จากค่ากำรกลั่นที่สูงขึ้นผลจากสเปรด middle distillate ในช่วงฤดูหนาว

คำแนะนำ

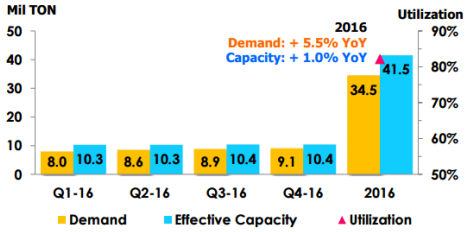
- **คงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 70.00 บาท**อิงด้วย PE เฉลี่ยในปี 60 ของกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมีที่ 8 เท่า อย่างไรก็ดี ตลาดอาจ re-rate คำแนะนำหุ้นในระยะสั้นเป็นอย่างน้อยเนื่องจากโดยปกติแล้วค่ากำรกลั่นจะอยู่ในระดับสูงในช่วงครึ่งปีแรกตามฤดูกาลและการปิดปรับปรุงประจำปีในภูมิภาค นอกจากนี้ รัฐบาลอยู่ระหว่างพิจารณาที่จะลอยตัวราคา LPG ตามเงื่อนไขของตลาด จากการที่ TOP เป็นโรงกลั่นรายใหญ่ที่สุดน่าจะช่วยหนุนให้กำไรสุทธิของ TOP ขยายตัวขึ้นประมาณ 8% yoy หากราคา LPG ลอยตัวจริง (เรายังไม่ได้รวมในประมาณการของเรา) ขณะที่จุดซื้อกลับอยู่ที่ 60.00 บาท

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

	3Q15	2Q16	3Q16	qtd
Dubai price (US$/bbl)	49.7	43.2	43.2	46.3
GRM (US$/bbl)	6.1	5.0	5.2	6.5
PX Spread over ULG95 (US$/tonne)	233	315	341	269
BZ Spread over ULG95 (US$/tonne)	74	128	174	106

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

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