

### บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

#### ได้รับปัจจัยหนุนระยะสั้นจากมาร์จินที่เพิ่มขึ้น ขณะที่ผลประกอบการปีหน้าจะถูกกดดันจากการปิดซ่อมบำรุง

ผลประกอบการครึ่งปีหลังของ TOP มีแนวโน้มดีกว่าในช่วงครึ่งปีแรกจาก GRM ที่ปรับตัวดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่าราคาหุ้นปัจจุบันได้สะท้อนความคาดหวังต่อการฟื้นตัวไปแล้ว นอกจากนี้ประมาณการของผลประกอบการปี 2562 ของตลาดมีโอกาสถูกปรับลงได้อีกจากการปิดซ่อมบำรุงในปีหน้า เราจึงยังคงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาพื้นฐานที่ 82.0 บาท โดยกลุ่มพลังงานเรายังคงชอบ IVL และ PTTGC

#### เหตุการณ์ใหม่

- **ราคาน้ำมันยังคงทรงตัวในระดับสูงในครึ่งปีหลัง** ทางผู้บริหารคาดการณ์ว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวอยู่ในระดับสูงในช่วง US\$70-75/bbl หนุนจากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง และ supply disruption โดยเฉพาะอย่างยิ่งในอิหร่านและเวเนซุเอลา
- **คาด GRM ปรับตัวดีขึ้นในครึ่งปีหลัง** ผู้บริหารคาด Singapore GRM ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วในไตรมาส 2/61 ที่ US\$6/bbl และได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นเป็น US\$6.3/bbl quarter-to-dat ของไตรมาส 3/61 จาก crude premium ที่ปรับตัวลดลง โดยล่าสุด Murban crude premium ได้ปรับตัวลดลงแล้วจาก US\$3.7/bbl ในไตรมาส 2/61 เหลือ US\$3.2/bbl quarter-to-date นอกจากนี้การปิดซ่อมบำรุงตามแผนของ global refiners จะช่วยสนับสนุน GRM ให้ทรงตัวอยู่ในโมเมนตัมเชิงบวก โดยการปิดซ่อมบำรุงจะไปเน้นหนักในช่วงเดือนตุลาคม 2561 โดยคิดเป็น capacity ที่หายไปทั้งหมด 5.8 bpd หรือ คิดเป็น 6% ของ supply ทั่วโลก
- **คาด aromatic spread จะทรงตัว hoh** TOP คาด PX spread จะทรงตัว hoh จากอุปสงค์ที่สูงขึ้นจาก Purified Terephthalic Acid (PX derivatives) หลังจากโรงงาน PTA กลับมาเดินเครื่องอีกครั้งหลังจากปิดซ่อมบำรุง อย่างไรก็ตามปัจจัยบวกบางส่วนอาจถูกหักล้างจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นในตลาด เช่น อุปทานจาก Petro Rabigh ในประเทศซาอุดีอาระเบีย (1.34 ล้าน tpa), Nghi Son ในประเทศเวียดนาม (0.7 ล้าน tpa) และ Fujian ในประเทศจีน (0.8 ล้าน tpa) นอกจากนี้ Benzene (BZ) spread คาดจะทรงตัว hoh เนื่องจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นของ Styrene Monomer (BZ derivatives)

#### ผลกระทบในอนาคต

- **เรามองผลประกอบการในครึ่งปีหลังจะปรับตัวดีขึ้น hoh แต่ตลาดรับรู้ไปแล้ว** เราคาดว่าผลประกอบการในครึ่งปีหลังจะสดใสจาก การ ramp-up utilization rate หลังจากการปิดซ่อมบำรุง CDU #1 ในช่วงกลางปี การปรับตัวลงของ crude premium และ aromatic spread ที่ดีขึ้น เนื่องจากกำไรในครึ่งปีแรกคิดเป็น 38% และ 35% ของประมาณการของเราและตลาด ทำให้เรามองว่าข่าวดีได้ถูกรับรู้ไปแล้ว
- **คงคำแนะนำ ถือ ด้วยราคาพื้นฐานที่ 82.00 บาท** อิง PE 10 เท่า ถึงแม้ว่าผลประกอบการมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในครึ่งปีหลัง แต่เรามองว่าปัจจัยบวกได้ถูกรับรู้ไปแล้ว

### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Net turnover	275,862	341,917	301,640	308,276	303,762
EBITDA	35,105	41,776	29,219	30,069	30,000
Operating profit	27,343	34,134	23,564	24,615	24,728
Net profit (rep./act.)	21,222	24,856	16,738	17,544	17,570
Net profit (adj.)	16,188	19,536	16,738	17,544	17,570
EPS (Bt)	7.9	9.6	8.2	8.6	8.6
PE (x)	10.5	8.7	10.1	9.7	9.6
P/B (x)	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	6.0	5.0	7.2	7.0	7.0
Dividend yield (%)	5.4	6.3	4.3	4.5	4.5
Net margin (%)	7.7	7.3	5.5	5.7	5.8
Net debt/(cash) to equity (%)	40.5	40.0	30.8	27.1	23.7
Interest cover (x)	10.1	12.7	9.0	9.0	8.8
ROE (%)	20.3	20.8	12.8	12.7	12.0
Consensus net profit	-	-	17,796	17,932	18,591
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.94	0.98	0.95

Source: Thai Oil PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

### HOLD (Maintained)

Share Price	Bt83.50
Target Price	Bt82.00
Upside	-1.8%

### COMPANY DESCRIPTION

TOP is an oil refinery company. It also produces oil related products including LPG, Kerosene, fuel oil and chemicals.

### STOCK DATA

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	TOP TB
Shares issued (m):	2,040.0
Market cap (Btm):	169,322.3
Market cap (US\$m):	5,088.6
3-mth avg daily t'over (US\$m):	21.3

### Price Performance (%)

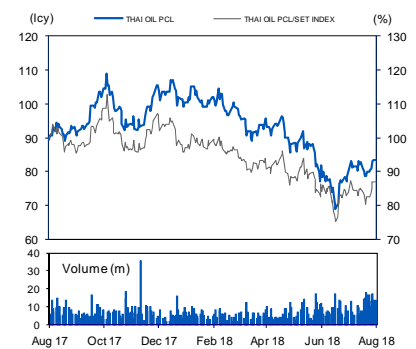
52-week high/low	Bt109.00/Bt69.00			
<b>1mth</b>	<b>3mth</b>	<b>6mth</b>	<b>1yr</b>	<b>YTD</b>
6.1	(2.9)	(17.8)	(6.2)	(19.8)

### Major Shareholders

PTT	49.1
NVDR	4.5
HSBC (Singapore) Nominees Pte. Ltd.	2.6

FY18 NAV/Share (Bt)	65.82
FY18 Net Debt/Share (Bt)	20.25

### PRICE CHART



Source: Bloomberg

### ANALYST(S)

**Tanaporn Visaruthaphong**  
+662 659 8305  
tanaporn@uobkayhian.co.th

**Chaiwat Arsirawichai**  
+662 659 8301  
chaiwat@uobkayhian.co.th



ADVANC	AKP	ANAN	AOT	AP	BAFS	BANPU	BAY	BCP	BIGC
BTS	BWG	CFRESH	CHO	CK	CNT	CPF	CPN	CSL	DELTA
DEMCO	DRT	DTAC	DTC	EASTW	EGCO	GC	GCAP	GFPT	GOLD
GPSC	GRAMMY	GUNKUL	HANA	HMPRO	ICC	ICHI	INTUCH	IRPC	IVL
JSP	KBANK	KCE	KKP	KTB	KTC	LHBANK	LPN	MBK	MCOT
MINT	MONO	NCH	NKI	NYT	OTO	PHOL	PLANB	PPS	PRANDA
PRG	PSH	PSL	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	PYLON	Q-CON	QH
QTC	RATCH	ROBINS	SAMART	SAMTEL	SAT	SC	SCB	SCC	SCCC
SE-ED	SIM	SIS	SITHAI	SNC	SPALI	SPRC	SSSC	STEC	SVI
SYNTEC	TCAP	THANA	THCOM	THREL	TISCO	TKT	TMB	TNDT	TOP
TRC	TRUE	TSC	TTCL	TU	TVD	UV	VGI	WACOAL	WAVE



2S	AAV	ACAP	AGE	AH	AHC	AIRA	AIT	ALT	AMANA
AMATA	AMATAV	APCO	ARIP	ASIA	ASIMAR	ASK	ASP	AUCT	AYUD
BBL	BCPG	BDM	BEC	BEM	BFIT	BJC	BJCHI	BLA	BOL
BROOK	BRR	BTW	CEN	CENDEL	CGH	CHARAN	CHEWA	CHG	CHOW
CI	CIG	CIMBT	CKP	CM	CNS	COL	COM7	CPI	CSC
CSP	CSS	DCC	EA	EASON	ECF	ECL	EE	EPG	ERW
FN	FNS	FORTH	FPI	FSMART	FVC	GBX	GEL	GLOBAL	GLOW
HARN	HOTPOT	HYDRO	ILINK	INET	IRC	IT	ITD	JWD	K
KGI	KKC	KOOL	KSL	KTIS	L&E	LALIN	LANNA	LH	LHK
LIT	LOXLEY	LRH	LST	M	MACO	MAJOR	MAKRO	MALEE	MBKET
MC	MEGA	MFC	MFEC	MOONG	MSC	MTI	MTLS	NOBLE	NOK
NSI	NTV	NWR	OCC	OGC	OISHI	ORI	PAP	PATO	PB
PCSGH	PDI	PE	PG	PJW	PLANET	PLAT	PM	PPP	PR
PREB	PRINC	PT	RICHY	RML	RS	RWI	S	S & J	SABINA
SALEE	SAMCO	SAWAD	SCG	SCI	SCN	SEAFCO	SEOIL	SENA	SFP
SIAM	SINGER	SIRI	SMK	SMPC	SMT	SNP	SORKON	SPC	SPI
SPPT	SR	SSF	SST	STA	STPI	SUC	SUSCO	SUTHA	SWC
SYMC	SYNEX	TAE	TAKUNI	TASCO	TBSP	TCC	TEAM	TF	TFG
TGCI	THAI	THANI	THIP	THRE	TICON	TIPCO	TIW	TK	TKN
TKS	TMC	TMI	TMILL	TMT	TNITY	TNL	TOG	TPAC	TPCORP
TRT	TRU	TSE	TSR	TST	TSTH	TTA	TTW	TVI	TVO
TWP	TWPC	U	UAC	UMI	UP	UPF	UPOIC	UWC	VIH
VNT	WICE	WINNER	XO	YUASA	ZMICO				



AEC	AEONTS	AF	AJ	AKR	ALLA	ALUCON	AMA	AMARIN	AMC
APURE	AQUA	ARROW	AS	ASEFA	ASIAN	ASN	ATP30	AU	BA
BCH	BEAUTY	BH	BIG	BIZ	BLAND	BPP	BR	BROOK	BTC
BTNC	CBG	CCET	CCP	CGD	CITY	CMR	COLOR	COMAN	CPL
CSR	CTW	CWT	DCON	DIGI	DNA	EFORL	EKH	EPCO	ESSO
ETE	FE	FER	FOCUS	FSS	GENCO	GIFT	GJS	GLAND	GSTEL
GTB	GYT	HPT	HTC	HTECH	IFS	IHL	INSURE	IRCP	J
JMART	JMT	JUBILE	KASET	KBS	KCAR	KIAT	KWC	KYE	LDC
LEE	LPH	MATCH	MATI	M-CHAI	MDX	METRO	MGT	MILL	MJD
MK	MODERN	MPG	NC	NCL	NDR	NEP	NETBAY	NPK	NPP
NUSA	OCEAN	PDG	PF	PICO	PIMO	PK	PL	PLE	PMTA
PRECHA	PRIN	PSTC	QLT	RCI	RCL	RJH	ROJNA	RPC	S11
SANKO	SAPPE	SCP	SE	SGP	SKR	SKY	SLP	SMIT	SOLAR
SPA	SPCG	SPG	SPVI	SQ	SRICHA	SSC	STANLY	SUPER	SVOA
T	TACC	TCCC	TCMC	TFD	TIC	TLUXE	TM	TMD	TNP
TNR	TOPP	TPA	TPBI	TPCH	TPIPL	TPOLY	TPP	TRITN	TTI
TVT	TYCN	UOBKH	UPA	UREKA	UT	VIBHA	VPO	VTE	WIIK
WIN									

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90-100	★★★★★	ดีเลิศ
80-89	★★★★	ดีมาก
70-79	★★★	ดี
60-69	★★	ดีพอใช้
50-59	★	ผ่าน
ต่ำกว่า 50	-	-

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลการสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลการสำรวจดังกล่าวเป็นการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะ นักลงทุนให้ถือลงทุนหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

**Anti-corruption Progress Indicator 2017**

**ได้รับการรับรอง**

ADVANC	AKP	AMANAH	AP	ASP	AYUD	BAFS	BANPU	BAY	BBL
BCP	BKI	BLA	BROOK	BTS	BWG	CENTEL	CFRESH	CIMBT	CM
CNS	CPI	CPN	CSL	DCC	DEMCO	DIMET	DRT	DTAC	DTC
EASTW	ECL	EGCO	ERW	FE	FSS	GBX	GLOW	HANA	HMPRO
HTC	ICC	IFEC	INTUCH	IRPC	IVL	K	KBANK	KCE	KGI
KKP	KSL	KTB	KTC	LANNA	LHBANK	LHK	LPN	MBK	MBKET
MFC	MINT	MONO	MOONG	MSC	MTI	NKI	NSI	OCC	OCEAN
PB	PDI	PE	PG	PHOL	PM	PPP	PPS	PR	PRANDA
PRG	PS	PSL	PT	PTG	PTT	PTTEP	PTTGC	Q-CON	QH
QLT	RATCH	RML	ROBINS	S&J	SABINA	SAT	SCB	SCC	SCG
SGP	SINGER	SIS	SITHAI	SMIT	SMPC	SNC	SNP	SORKON	SPC
SPI	SSF	SSI	SSSC	SVI	SYNTEC	TAE	TCAP	TCMC	TF
TFG	TGCI	THANI	THCOM	THRE	THREL	TIPCO	TISCO	TKT	TMB
TMD	TNITY	TNL	TOG	TOP	TPC	TPCORP	TRU	TSC	TSTH
TTCL	TVI	UOBKH	WACOAL						

**ประกาศเจตนารมณ์**

2S	A	ABC	ACAP	AEC	AF	AGE	AH	AI	AIE
AIRA	ALUCON	AMARIN	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	APCO	APCS	APURE
AQUA	AS	ASIA	ASIAN	ASIMAR	ASK	BCH	BEAUTY	BFIT	BH
BIGC	BJCHI	BKD	BLAND	BR	BROCK	BRR	BSBM	BTNC	CEN
CGH	CGS	CHARAN	CHEWA	CHG	CHO	CHOTI	CHOW	CI	CIG
CPALL	CPF	CPL	CSC	CSR	CSS	DELTA	DNA	E	EA
ECF	EE	EFORL	EKH	EPCO	ESTAR	EVER	FER	FNS	FPI
FSMART	FVC	GC	GEL	GIFT	GLOBAL	GOLD	GPSC	GREEN	GUNKUL
HARN	HEMRAJ	HOTPOT	ICHI	IEC	IFS	ILINK	INET	INOX	INSURE
J	JAS	JMART	JMT	JTS	JUTHA	KASET	KBS	KC	KTECH
KWC	KYE	L&E	LALIN	LRH	LTX	LVT	M	MAKRO	MALEE
MBAX	MC	MCOT	MEGA	MFEC	MIDA	MILL	MJD	MK	MPG
NBC	NCH	NCL	NDR	NEP	NINE	NMG	NNCL	NPP	NTV
NUSA	OFM	OGC	PACE	PAF	PAP	PATO	PCA	PCSGH	PDG
PIMO	PK	PL	PLANB	PLAT	PREB	PRINC	PSH	PSTC	PYLON
QTC	ROCK	ROH	ROJNA	RPC	RWI	SAMCO	SANKO	SAUCE	SC
SCCC	SCN	SEAOIL	SE-ED	SENA	SKR	SMG	SMK	SPACK	SPALI
SPCG	SPPT	SPRC	SRICHA	SST	STA	STANLY	SUPER	SUSCO	SWC
SYMC	SYNEX	TAKUNI	TASCO	TBSP	TEAM	TFI	THAI	THE	TIC
TICON	TIP	TKN	TLUXE	TMC	TMI	TMILL	TPA	TPP	TRT
TRUE	TSE	TSI	TSTE	TTW	TU	TVD	TVO	TVT	TWFP
U	UBIS	UKEM	UPA	UREKA	UWC	VGI	VIBHA	VIH	VNG
VNT	WAVE	WHA	WICE	WIN	XO	ZMICO			

**Disclaimer :** การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยซึ่งจัดทำโดยสถาบันไทยพัฒน์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยผลการประเมินดังกล่าวของสถาบันไทยพัฒน์ อาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันไทยพัฒน์ซึ่งเป็นบุคคลภายนอกโดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เอเชียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของวงเล็บในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน