

2Q55 เติบโตขาดทุนมากกว่าคาด...ปรับลดประมาณการ และ FV ปี 2555

▶ ผลการดำเนินงาน 2Q55 เติบโตขาดทุนสุทธิถึง 4.06 พันล้านบาท จาก Stock Loss IRPC ประกาศผลการดำเนินงานงวด 2Q55 เติบโตกับผลขาดทุนสุทธิสูงถึง 4.06 พันล้านบาท ซึ่งมากกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้ และเป็นผลจากการพลิกจากผลกำไรสุทธิ 944 ล้านบาท ในงวด 1Q55 โดยสาเหตุหลักเป็นผลจากการบันทึกขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน (Stock Loss) และการตีมูลค่าสต็อกน้ำมันคงคลังโดยวิธี Lower Cost or Market (LCM) รวมสูงถึง 7.02 เหรียญต่อบาร์เรล หรือคิดเป็นมูลค่ากว่า 3.44 พันล้านบาท ตามราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบสินงวด 2Q55 ที่ 92.9 เหรียญต่อบาร์เรล ลดลงจากสินงวด 1Q55 ที่ 120.4 เหรียญต่อบาร์เรล ขณะที่รายการหลักอื่นๆใกล้เคียงกับที่คาดไว้ดังนี้ 1) Market GIM (Market Gross Integrated Margin) ในงวด 2Q55 อยู่ที่ 7.24 เหรียญต่อบาร์เรล แบ่งเป็นกำไรจากธุรกิจปิโตรเคมี 2.88 เหรียญต่อบาร์เรล กำไรจากธุรกิจไฟฟ้าและสาธารณูปโภค 1.76 เหรียญต่อบาร์เรล และกำไรจากธุรกิจปิโตรเลียม 2.60 เหรียญต่อบาร์เรล 2) ปริมาณขายในงวด 2Q55 เพิ่มขึ้นเป็น 17 ล้านบาร์เรล จากกำลังการผลิตที่ 15.06 ล้านบาร์เรล เพื่อให้สอดคล้องกับแผนการปรับลดสต็อกวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์คงคลังลงเหลือเพียง 7.5 ล้านบาร์เรล จากเดิมที่สต็อกไว้สูงถึง 10.5 ล้านบาร์เรล เพื่อความปลอดภัยในสถานการณ์ที่ภาวะเศรษฐกิจโลกต้องเผชิญกับภาวะชะงักงัน และ 3) บันทึกรายการพิเศษขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 312 ล้านบาท ตามค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลง และขาดทุนจากการปรับลดค่าเงินลงทุนในหลักทรัพย์เมื่อค้า (TOP) จำนวน 262 ล้าน โดยรวมแล้วส่งผลให้ผลการดำเนินงานของ IRPC ใน 1H55 ต้องเผชิญกับขาดทุนสุทธิที่ 3.12 พันล้านบาท เทียบกับกำไรสุทธิ 6.48 พันล้านบาท ในช่วงเดียวกันของปีก่อน

▶ ปรับลดประมาณการ 2555 สะท้อนขาดทุนใน 2Q55...มุมมอง 2H55 ยังเป็นบวก ฝ่ายวิจัยได้ทำการปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ดังแสดงในตาราง เพื่อสะท้อนผลการดำเนินงานในงวด 2Q55 ที่ประกาศออกมาต่ำกว่าคาดมาก ซึ่งสาเหตุหลักมากจากการบันทึกขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน (Stock Loss) และการตีมูลค่าสต็อกน้ำมันคงคลังโดยวิธี Lower Cost or Market (LCM) อย่างมีนัยยะในงวด 2Q55 นอกจากนี้ฝ่ายวิจัยได้มีการปรับลดสมมติฐานค่าการถดถอย (Market GRM) เฉลี่ยทั้งปี 2555-56 เหลือ 4.5 เหรียญต่อบาร์เรล จากเดิม 5 เหรียญต่อบาร์เรล เพื่อสะท้อนสถานการณ์ค่าการถดถอยในช่วง 1H55 ที่ช่วงฤดูกลาง (Seasonal) ทั้งฤดูหนาวและฤดูกลางซบเซาในสหรัฐที่ไม่ได้ส่งผลให้ความต้องการใช้น้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างโดดเด่น เช่นที่เกิดขึ้นในอดีตที่ผ่านมา อีกทั้งในช่วง 2H55 โดยปกติแล้วจะเป็นช่วง Low season ซึ่งค่าการถดถอยจะอ่อนตัวกว่าช่วงครึ่งแรกของปี ส่งผลให้ประมาณการปี 2555 ใหม่ปรับตัวลดลงถึง 78.4% จากเดิม อย่างไรก็ตามแนวโน้มผลการดำเนินงานในงวด 2H55 จะกลับมาเป็นกำไรสุทธิถึง 4.4 พันล้านบาท ตามสถานการณ์ราคาและ Spread ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่คาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวหลังจากที่ราคาต่ำสุดของปีไปแล้วในงวด 2Q55 จากการกลับมา Re-stocking และเข้าสู่ช่วงฤดูกลางเทศกาลปลายปี

▶ Fair Value ใหม่ เท่ากับ 4.40 บาทต่อหุ้น...เน้นลงทุนเมื่ออ่อนตัวเพื่อลดความเสี่ยง ภายใต้ประมาณการใหม่ ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 (อิงวิธี DCF) ใหม่เท่ากับ 4.40 บาท (จากเดิม 5.10 บาท) ฝ่ายวิจัยยังคงแนะนำซื้อ แต่เน้นให้ลงทุนเมื่อราคาอ่อนตัว เพื่อลดความเสี่ยงจากความผันผวนของตลาดในปัจจุบัน สำหรับนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงจากการลงทุนในตลาดได้ ฝ่ายวิจัยแนะนำหุ้น Honam Petrochem ซึ่งจุดทะเบียในในตลาดหลักทรัพย์เกาหลี ซึ่งประกอบธุรกิจทั้งโรงกลั่นและปิโตรเคมี โดยมี PER เฉลี่ยที่ 8.56 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยภูมิภาคในปี 2555 ที่ 12-15 เท่า

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขายรวม	166,036	221,611	246,888	288,095	273,070
กำไรสุทธิ	5,415	6,183	4,107	1,311	7,758
EPS (บาท)	0.27	0.31	0.21	0.07	0.39
BVS (บาท)	3.56	3.80	3.82	4.29	4.61
PER (x)	13.0	11.4	17.2	53.7	9.1
PBV (x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
DPS (บาท)	0.18	0.18	0.12	0.04	0.23
Div.yields (%)	5.1%	5.1%	3.4%	1.1%	6.4%
ROE (%)	7.7%	8.4%	5.4%	1.6%	8.7%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ตาม บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือพันธผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

วันจันทร์ที่ 30 กรกฎาคม พ.ศ. 2555

คำแนะนำการลงทุน
ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 3.54 บาท

Fair Value : 4.40 บาท

มูลค่าตลาด : 72,338 ล้านบาท

ตารางปรับประมาณการ และ Fair Value

สมมติฐาน	2555F		
	ใหม่	เดิม	%chg.
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	1,311	6,075	-78.4%
EPS (บาท/หุ้น)	0.07	0.31	-78.4%
Fair Value 2555 (บาท/หุ้น)	4.40	5.10	-13.7%

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	0.07	0.18	-63%
2556F	0.39	0.34	15%

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์ ระดับคะแนน ความหมาย

★★★★	90-100	ดีเลิศ
★★★★	80-89	ดีมาก
★★★	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

นลินรัตน์ กิตติกาพลรัตน์
เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350
nalinrat@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานงวด 2Q55

ล้านบาท	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	%YoY	1H54	1H55	%YoY
รายได้จากการขาย	56,271	60,414	67,636	67,535	51,303	75,479	74,696	1.0%	10.4%	128,050	150,175	17.3%
ต้นทุนขาย	(52,681)	(54,645)	(63,963)	(66,390)	(50,493)	(72,775)	(75,552)	-3.8%	18.1%	(118,608)	(148,327)	25.1%
กำไรขั้นต้น	3,591	5,769	3,673	1,145	811	2,705	(856)	131.7%	-123.3%	9,441	1,848	-80.4%
ดอกเบี้ยจ่าย	(240)	(287)	(437)	(552)	(515)	(161)	(784)	-387.4%	79.6%	(723)	(945)	30.7%
ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร	(1,289)	(1,006)	(1,060)	(1,168)	(1,430)	(1,083)	(1,158)	-6.9%	9.2%	(2,066)	(2,241)	8.5%
กำไรสุทธิ	2,222	3,499	2,981	(177)	(2,195)	944	(4,060)	530.2%	-236.2%	6,479	(3,116)	-148.1%
EPS (บาท)	0.11	0.18	0.15	(0.01)	(0.11)	0.05	(0.20)	530.2%	-236.2%	0.33	(0.16)	-148.1%
Norm Profit	2,222	3,617	2,505	(68)	(2,195)	944	(4,060)	530.2%	-262.1%	6,121	(3,116)	-150.9%
EBITDA margin	5.9%	7.6%	6.3%	1.9%	-8.2%	2.9%	-1.6%			6.0%	4.7%	
Gross margin	6.4%	9.5%	5.4%	1.7%	1.6%	3.6%	-3.9%			6.5%	10.9%	

ที่มา : ข้อมูลจากฝ่ายวิจัย

Spread ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์และวัตถุดิบ	หน่วย	ไตรมาส			เปลี่ยนแปลง	
		2/2555	2/2554	1/2555	YoY	QoQ
น้ำมันดิบเบรนต์	USD/bbl	106.4	110.7	116.1	-4%	-8%
ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม						
ULG95 - Dubai	USD/bbl	14	14.3	14.3	-2%	-2%
Gas Oil - Dubai	USD/bbl	15.4	19.5	16.4	-21%	-6%
FO - Dubai	USD/bbl	-1.3	-8.6	-0.5	85%	-160%
500 SN - FO 180 3.5%S	USD/MT	621	781	500	-21%	24%
Asphalt - FO 180 3.5%S	USD/MT	-32	-84	-99	62%	-68%

ที่มา : ข้อมูลจาก IRPC

Spread ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์และวัตถุดิบ	หน่วย	ไตรมาส			เปลี่ยนแปลง	
		2/2555	2/2554	1/2555	YoY	QoQ
อะโรเมติกส์						
เบนซิน - แนฟทา	USD/MT	222	151	161	47%	38%
โทลูอีน - แนฟทา	USD/MT	219	97	178	125%	23%
เมทิลไซคลีน - แนฟทา	USD/MT	261	227	316	15%	-17%
โอเลฟินส์						
HDPE - แนฟทา	USD/MT	494	397	374	25%	32%
PP - แนฟทา	USD/MT	551	691	408	-20%	35%
สไตรีนิกส์						
SM - แนฟทา	USD/MT	516	434	428	19%	21%
ABS - แนฟทา	USD/MT	1,081	1,247	1,058	-13%	2%
PS - แนฟทา	USD/MT	636	577	543	10%	17%

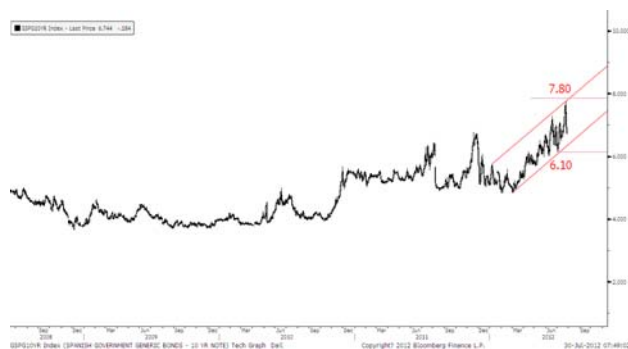
ที่มา : ข้อมูลจาก IRPC

สรุปคำแนะนำหุ้นในกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมี

Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER		
				2555F	2556F	2555F	2556F	
TOP	BUY	58.25	70.16	20	1.24	1.17	13.48	10.04
PTTGC	BUY	57.25	72.84	27	1.26	1.15	10.05	9.36
IRPC	BUY	3.54	4.40	24	0.84	0.78	53.74	9.08
IVL	BUY	28.50	37.00	30	2.08	1.73	11.35	8.05
BGP	HOLD	21.50	24.01	12	0.95	0.89	9.70	7.58
HONAM PETROCHEM	4.27	236,500.00	293,071.44	24	1.13	0.99	8.56	7.01
MITSUI CHEMICALS	3.67	181	247	36	0.49	0.47	16.36	8.05
PCHEM	3.58	7	7	7	2.39	2.19	13.33	12.17
HINDUSTAN PETROLEUM	3.57	334	353	5	0.81	0.76	8.74	7.54
RELIANCE INDUSTRIES	3.55	721.00	791.13	9.73	1.23	1.13	11.59	10.76
NEW ZEAL REFINING	3.50	2	3	46	1.17	1.15	25.27	13.13
PETRONAS DAGANGA	3.17	21.30	20.11	-5.60	4.23	4.10	21.22	19.69
FORMOSA PLASTIC	3.14	80.90	78.69	(3)	2.02	1.89	19.51	14.06
FORMOSA CHEM & FIBRE	2.68	77.40	75.72	-2	1.74	1.65	19.69	13.91
NAN YA PLASTICS	2.38	55.10	53.41	(3)	1.62	1.50	25.88	15.73
FORMOSA PETROCHEM	2.09	84.30	71.65	(15)	3.56	3.28	44.14	22.86

ที่มา : ข้อมูลจากฝ่ายวิจัยและ Bloomberg

IRPC : Technical Chart



ที่มา : ฝ่ายวิจัย ASP และ Bloomberg

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ IRPC

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)					
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	
ยอดขาย	221,611	246,888	288,095	273,070	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน					
ต้นทุนขาย	209,062	235,491	274,993	254,793	กำไรสุทธิ	6,183	4,107	10,164	11,114	
กำไรขั้นต้น	9,345	11,397	8,357	14,569	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	3,204	3,411	3,532	3,709	
ค่าใช้จ่ายในการขาย	4,256	4,664	5,762	5,461	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(2,904)	2,700	(14,550)	1,549	
ดอกเบี้ยจ่าย	533	1,790	1,645	1,645	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	6,326	12,848	(854)	16,371	
ค่าใช้จ่ายอื่น	126	792	626	626	กระแสเงินสดจากการลงทุน					
รายได้อื่น	1,857	-	1,000	1,000	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	39	50	-	-	
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	6,288	4,152	1,324	7,836	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	20	-	-	
ภาษีเงินได้	130	85	13	78	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(6,197)	(7,832)	(4,500)	(5,000)	
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	6,158	4,066	1,311	7,758	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(6,088)	(7,779)	(4,500)	(5,000)	
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน					
รายการพิเศษอื่น ๆ	29	51	-	-	เพิ่ม/ลด เงินกู้	3,212	3	-	-	
กำไรสุทธิ	6,183	4,107	1,311	7,758	เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	-	-	-	-	
EPS	0.31	0.21	0.07	0.39	อื่น ๆ	-	-	-	-	
					ลด จ่ายปันผล	(3,600)	(3,666)	(4,065)	(4,446)	
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	4.2%	4.6%	2.9%	5.3%	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(630)	(6,895)	935	(4,446)	
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.8%	1.7%	0.5%	2.8%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	(393)	(1,826)	(4,419)	6,926	
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)					
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	
ยอดขาย	67,535	51,303	75,479	74,696	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	6,179	3,994	2,604	9,530	
ต้นทุนขาย	65,484	53,006	71,755	75,552	ลูกหนี้การค้า	172	10,239	11,837	11,503	
กำไรขั้นต้น	1,145	811	2,705	(2,905)	สินค้าคงเหลือ	30,101	38,810	51,293	49,543	
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,168	1,430	1,083	1,158	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	1,780	2,283	1,869	1,915	
ดอกเบี้ยจ่าย	552	515	161	784	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	66,166	70,077	68,166	69,166	
รายได้อื่น	439	(346)	(478)	1,004	สินทรัพย์รวม	120,458	132,176	144,379	150,558	
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	(150)	(2,200)	983	(4,039)	เจ้าหนี้การค้า	6,974	17,408	15,388	14,863	
ภาษีเงินได้	39	(11)	42	27	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2,894	2,383	2,894	2,894	
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	(189)	(2,189)	941	(4,066)	หนี้สินรวม	44,879	56,246	58,995	58,505	
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-	ทุนที่ชำระแล้ว	20,170	20,434	20,170	20,170	
รายการพิเศษอื่น ๆ	17	(3)	8	10	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	28,057	28,554	28,057	28,057	
กำไรสุทธิ	(177)	(2,195)	944	(4,060)	กำไรสะสม	25,379	24,955	35,184	41,853	
					ส่วนของผู้ถือหุ้น	75,579	75,931	85,384	92,053	
ยอดขาย (QoQ)	-0.1%	-24.0%	47.1%	-1.0%	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	120,458	132,176	144,379	150,558	
กำไรสุทธิ (QoQ)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	สมมติฐานในการทำประมาณการ					
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	1.7%	1.6%	3.6%	-3.9%	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	
อัตราส่วนทางการเงิน	อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)					อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	32.00	30.00	30.00	30.00
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	Spread HDPE-แบบพทา (เหรียญ/ตัน)	489	430	450	450
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.7	2.0	2.8	3.0	อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	Spread PP-แบบพทา (เหรียญ/ตัน)	619	649	650	650
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	17.1	17.1	17.1	17.1	อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	Spread PS-SM (เหรียญ/ตัน)	494	479	450	450
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	5.1	5.1	5.1	5.1	หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น	ปริมาณการผลิตเม็ดพลาสติก PP (ตัน)	451,250	428,688	451,250	451,250
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	17.1	17.1	17.1	17.1	ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	ปริมาณการผลิตเม็ดพลาสติก HDPE (ตัน)	145,000	137,750	145,000	145,000
หนี้สินสุทธิต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.02	0.02	1.02	2.02	ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	ปริมาณการผลิตโอเลฟิน(ตัน)	200,000	190,000	200,000	200,000
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	5.3%	3.3%	0.9%	5.3%						
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	8.4%	5.4%	1.6%	8.7%						

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP