

Stock Loss กดดัน 2Q55 ขาดทุนหนัก แต่ Stock Gain จะกลับเป็นกำไรสูงahun 3Q55

วันที่ 8 สิงหาคม พ.ศ. 2555

▶ งวด 2Q55 จะเผชิญกับขาดทุนสุทธิถึง 6.9 พันล้านบาท มากกว่าคาด

TOP ประกาศผลการดำเนินงานงวด 2Q55 เผชิญกับผลขาดทุนสุทธิถึง 6.9 พันล้านบาทพลิก จากกำไรสุทธิ 7.2 พันล้านบาท ในงวด 1Q55 และมากกว่าที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้ที่ประเมินว่าจะขาดทุนราว 5.2 พันล้านบาท เนื่องจากประเมินผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน (stock loss) และการตีมูลค่าสต็อกน้ำมันคงคลังโดยวิธี Lower Cost or Market (LCM) ไร่ต่ำเกินไป โดยในงวด 2Q55 TOP เผชิญกับ Stock Loss และขาดทุนจาก LCM สูงถึง 10.4 เหรียญต่อบาร์เรล ตามราคาปิดของน้ำมันดิบดูไบที่ปรับตัวลดลงจากสิ้นงวด 1Q55 ที่สูงถึง 28 เหรียญต่อบาร์เรล ขณะที่รายการอื่นๆนั้นใกล้เคียงกับที่ฝ่ายวิจัยคาดไว้ โดยนอกจากการบันทึกขาดทุนจากสต็อกน้ำมันดังกล่าวข้างต้นแล้ว ผลการดำเนินงานในงวด 2Q55 ที่ถึงขั้นเผชิญกับขาดทุนสุทธิอย่างมีนัยยังเป็นผลมาจาก 1) ผลการดำเนินงานของธุรกิจอะโรแมติกส์ (TPX) ที่ปรับตัวลดลงถึง 22%qoq จากการอ่อนตัวของ Spread ผลิตรภัณฑ์หลักพาราไซลีน (PX-ULG95) ที่ปรับตัวลดลง 21%qoq มาเฉลี่ยอยู่ที่ 380 เหรียญต่อตัน ทำให้ Product to feed margin ของผลิตภัณฑ์อะโรแมติกส์โดยรวมลดลง 12%qoq มาเฉลี่ยอยู่ที่ 122 เหรียญต่อตัน ขณะที่อัตราการเดินเครื่องโรงงานยังอยู่ในระดับปกติเท่ากับงวดก่อนหน้าที่ 82% และ 2) บันทึกขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 578 ล้านบาท ตามค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลง 0.98 บาทต่อเหรียญ จากสิ้นงวดก่อนหน้าเทียบกับงวด 1Q55 ที่บันทึกเป็นกำไร อย่างไรก็ตามในงวด 2Q55 ยังมีธุรกิจของ TOP ที่เห็นการเติบโตจากงวดก่อนหน้าได้แก่ ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน (TLB) และธุรกิจโรงไฟฟ้า (IPT และ TP) ที่กำไรปรับตัวสูงขึ้น 4%qoq และ 122%qoq ตามลำดับ โดยรวมแล้วกำไรสุทธิของ TOP ในงวด 1H55 เท่ากับ 323 ล้านบาท ลดลงถึง 96.9% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน

▶ เบื้องต้นยังคงประมาณการ...คาดงวด 2H55 มีโอกาสสูงที่จะบันทึก Stock Gain

ในเบื้องต้นฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ถึงแม้ว่าในงวด 1H55 จะคิดเป็นเพียง 4% ของประมาณการทั้งปี 2555 ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้ก็ตาม เนื่องจากคาดมีโอกาสูงในช่วง 2H55 บริษัทจะกลับมาบันทึกกำไรจากสต็อกน้ำมัน ตามมุมมองทิศทางราคาน้ำมันในช่วง 2H55 ที่คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นหลังจากที่ระดับต่ำสุดไปแล้วในงวด 2Q55 สะท้อนได้จากราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบในปัจจุบันได้ปรับตัวเพิ่มขึ้น 14% จากสิ้นงวด 2Q55 มาอยู่ที่ 105.63 เหรียญต่อบาร์เรล อีกทั้งคาดผลการดำเนินงานปกติในช่วง 2H55 จะอยู่ในทิศทางฟื้นตัวหลังจากเผชิญกับจุดต่ำสุดของปีไปแล้วเช่นกันในงวด 2Q55 โดยคาดการณ์กำไรจะยังยืนได้ในระดับสูง 4-5 เหรียญต่อบาร์เรล (ภายใต้สถานการณ์ปกติ แต่หากมีพายุเฮอริเคนเกิดขึ้นบริเวณอ่าวเม็กซิโกตามฤดูกาลและถึงขั้นทำให้ต้องมีการหยุดการผลิตน้ำมัน ก็จะมีส่งผลกระทบต่อราคาและค่าการกลั่นตัวสูงขึ้นได้) จากความต้องการใช้ในภูมิภาคที่คาดว่าจะเริ่มกลับมาปรับตัวสูงขึ้นตามสถานการณ์เศรษฐกิจ อีกทั้งยังเข้าสู่ช่วงฤดูการรวมภอนในประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งจะทำให้ Demand ในน้ำมันก๊าซโซลีนปรับตัวสูงขึ้น นอกจากนี้ในช่วงเดือน ส.ค.-ต.ค. ของทุกปี ยังเป็นช่วงที่โรงกลั่นหลายแห่งในโลกทั้งในทวีปเอเชีย, อเมริกา และยุโรป จะทำการหยุดเดินเครื่องซ่อมบำรุงเพื่อเตรียมการพร้อมในการเดินเครื่องในช่วงฤดูหนาว (ปลายงวด 4Q55) ซึ่งจะทำให้ Supply บางส่วนหายไปจากตลาดผลักดันราคาน้ำมันสำเร็จรูป เช่นเดียวกับธุรกิจอะโรแมติกส์ที่คาด Spread ผลิตรภัณฑ์ โดยเฉพาะพาราไซลีน (PX-ULG95) ในงวด 3Q55 จะฟื้นตัวมาอยู่ในระดับ 400-450 เหรียญต่อตัน จากการกลับมาสต็อกวัตถุดิบใหม่อีกครั้ง (Restocking) อีกทั้งในงวด 3Q55 ยังเป็นช่วงฤดูการในการผลิตสินค้าเพื่อรองรับเทศกาลปลายปี จึงคาดจะช่วยหนุนการฟื้นตัวของธุรกิจอะโรแมติกส์ได้

▶ แนะนำซื้อ...โอกาสสูงที่จะ Outperform ในช่วง 3 เดือนข้างหน้า

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 ภายใต้วัด DCF เท่ากับ 70.16 บาทต่อหุ้น โดยยังคงคำแนะนำซื้อลงทุน จากภาพรวมอุตสาหกรรมที่น่าจะกลับมาฟื้นตัวได้ในช่วง 2H55

Key Data (ล้านบาท)

FY: ปีที่ 31 ธ.ค.	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	284,123	318,391	446,241	459,418	463,955
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	12,062	8,956	14,853	8,816	11,831
EPS (บาท)	5.91	4.39	7.28	4.32	5.80
PER (เท่า)	10.7	14.5	8.7	14.7	10.9
DPS (บาท)	2.55	1.99	3.30	1.94	2.61
Dividend Yield (%)	4.0	3.1	5.2	3.1	4.1
BVS (บาท)	32.74	34.39	38.96	47.14	49.94
PBV (เท่า)	1.9	1.8	1.6	1.3	1.3

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักรักษ์ เอเชีย ฟลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงถึงลักษณะที่ทราบเกี่ยวกับหลักทรัพย์วิเคราะห์ และไม่ได้เป็นการชี้นำ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารหรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับและผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักรักษ์ เอเชีย ฟลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ซื้อ

ราคาปัจจุบัน : 63.5 บาท

Fair Value : 70.16 บาท

มูลค่าตลาด : 129,542 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554

▲▲▲▲▲

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	4.32	5.36	-19%
2556F	5.80	6.37	-9%

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
▲▲▲▲▲	90-100	ดีเลิศ
▲▲▲▲	80-89	ดีมาก
▲▲▲	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

นลินรัตน์ กิตติกาฬรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

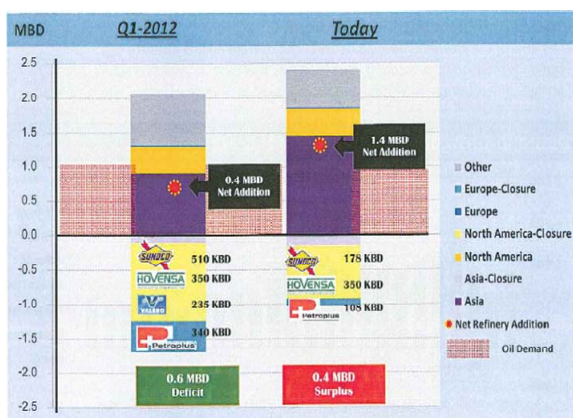
nalinrat@asiaplus.co.th

ผลการดำเนินงานงวด 2Q55

ล้านบาท	4Q53	1Q54	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	%QoQ	%YoY	1H54	1H55	%YoY
ยอดขาย	81,244	111,842	109,167	115,536	109,696	117,087	112,387	-4.0%	2.9%	221,009	229,474	3.8%
ต้นทุนขาย	76,102	101,090	103,926	111,743	106,548	109,776	117,982	7.5%	13.5%	205,016	227,758	11.1%
กำไรขั้นต้น	5,143	10,752	5,241	3,793	3,148	7,311	(5,596)	n.m.	n.m.	15,993	1,715	-89.3%
EBIT	5,618	10,641	5,125	4,118	2,723	8,380	(6,164)	n.m.	n.m.	15,766	2,216	-85.9%
กำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน	433	164	27	120	(394)	1,156	(578)	n.m.	n.m.	191	578	202.3%
ภาษีเงินได้	1,387	2,808	1,252	979	236	634	-33	-105.2%	-102.6%	4,060	601	-85.2%
กำไรสุทธิ	3,476	7,228	3,245	2,518	1,862	7,226	(6,903)	n.m.	n.m.	10,473	323	-96.9%
Norm Profit	3,049	7,445	3,416	2,353	2,074	6,191	(6,609)	n.m.	n.m.	10,861	-418	-103.9%
EPS (บาท)	1.70	3.54	1.59	1.23	0.91	3.54	(3.38)			5.13	0.16	
Norm EPS (บาท)	1.49	3.65	1.67	1.15	1.02	3.03	(3.24)			5.32	-0.21	
Gross margin	6.3%	9.6%	4.8%	3.3%	2.9%	6.2%	-5.0%			7.2%	0.7%	
Net profit margin	4.3%	6.5%	3.0%	2.2%	1.7%	6.2%	-6.1%			4.7%	0.1%	

ที่มา : ข้อมูลจากฝ่ายวิจัย

Net Refinery Capacity Addition and Demand



ที่มา : ข้อมูลจาก TOP

แนวโน้ม Spread ผลิตภัณฑ์ในช่วง 2H55

	2011	Q1-12	Q2TD-12**	2H-12*
LPG (\$/t)	845	1,035	850	↓
U95-DB	13.5	14.3	14.7	↓
JET-DB	19.4	15.6	15.9	↑
GO-DB	18.3	16.4	15.3	↑
FO-DB	-4.0	-0.5	-1.4	↔
MARKET GRM	4.6	4.0		
PX*-UG95	544.0	505.0	405.0	↔
BZ-UG95	87.0	72.0	68.0	↔
TL-UG95	63.0	89.0	74.0	↔
500SN-FO	706.0	500.0	612.0	↔
Bitumen-FO	-86.0	-99.0	-31.0	↔

ที่มา : ข้อมูลจาก TOP

สรุปคำแนะนำลงทุนหุ้นกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมี

	Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2555F	2556F	2555F	2556F
TOP	BUY	63.50	70.16	10	1.35	1.27	14.69	10.95
PTTGC	BUY	60.75	65.45	8	1.31	1.21	10.90	10.73
IRPC	BUY	3.68	4.40	20	0.87	0.81	55.86	9.44
IVL	BUY	30.50	37.00	21	2.23	1.85	12.15	8.62
BCP	HOLD	22.50	24.01	7	0.99	0.93	10.15	7.93
HONAM PETROCHEM	4.27	250,000.00	293,071.44	17	1.20	1.04	9.03	7.41
PCHEM	3.58	6.51	6.99	7.35	2.37	2.17	13.23	12.08
HINDUSTAN PETROLEUM	3.57	318.70	352.58	11	0.77	0.72	8.46	7.18
MITSUI CHEMICALS	3.56	177.00	233.08	31.68	0.48	0.46	19.74	8.09
RELIANCE INDUSTRIES	3.55	783.75	788.27	1	1.34	1.22	12.52	11.64
NEW ZEAL REFINING	3.50	2.32	3.44	48	1.16	1.13	24.95	12.96
PETRONAS DAGANGA	3.17	21.76	20.11	(8)	3.87	3.64	21.67	20.11
FORMOSA PLASTIC	3.14	84.90	78.55	-	7	2.12	1.98	20.63
FORMOSA CHEM & FIBRE	2.78	80.60	75.59	(6)	1.81	1.72	21.52	14.18
NAN YA PLASTICS	2.38	59.00	53.35	(10)	1.73	1.60	28.28	16.64
FORMOSA PETROCHEM	2.09	87.70	71.45	(19)	3.70	3.41	48.80	23.85

ที่มา : ข้อมูลจาก Bloomberg / ฝ่ายวิจัย

TOP : Technical Graph



ที่มา : ข้อมูลจากฝ่ายวิจัย

ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ TOP

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	318,391	446,241	459,418	463,955	กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน				
ต้นทุนขาย	307,903	423,307	444,386	444,913	กำไรสุทธิ	9,210	15,207	8,816	11,831
กำไรขั้นต้น	10,488	22,933	15,032	19,043	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	6,662	6,604	4,656	4,277
ค่าใช้จ่ายในการขาย	1,012	1,416	2,380	2,460	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้	(1,655)	1,107	-	-
ดอกเบี้ยจ่าย	1,796	2,126	788	544	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	(5,273)	(12,871)	3,233	(1,834)
รายได้อื่น	2,634	2,532	-	-	กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ	18,809	30,473	17,449	20,981
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	12,201	20,481	12,005	16,154	กระแสเงินสดจากการลงทุน				
ภาษีเงินได้	3,035	5,274	2,942	3,841	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(197)	(345)	58	61
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	5,706	15,288	8,816	11,831	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(3,187)	(3,853)	(5,000)	(5,000)
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	2,722	(82)	-	-	กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ	(4,030)	(5,580)	(5,019)	(4,998)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(209)	(354)	(247)	(483)	กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน				
กำไรสุทธิ	8,956	14,853	8,816	11,831	เพิ่ม/ลด เงินกู้	1,699	4,661	3,000	3,000
EPS	4.39	7.28	4.32	5.80	ลด จ่ายปันผล	(4,419)	(5,720)	(6,732)	(3,967)
					กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ	(4,907)	(7,110)	(10,129)	(6,504)
การเติบโตของยอดขาย	12.1%	40.2%	3.0%	1.0%	เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ	4,599	4,912	5,534	7,645
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-25.7%	65.8%	-40.6%	34.2%	กระแสเงินสด ณ สิ้นงวด	13,217	18,129	23,664	31,310
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	3.3%	5.1%	3.3%	4.1%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.8%	3.3%	1.9%	2.6%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	3Q54	4Q54	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	115,536	109,696	117,087	112,387	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	13,217	18,129	23,664	31,310
ต้นทุนขาย	111,743	106,548	109,776	117,982	ลูกหนี้การค้า	19,130	26,102	22,971	23,198
กำไรขั้นต้น	3,793	3,148	7,311	(5,596)	สินค้าคงเหลือ	32,995	34,039	44,439	44,491
ค่าใช้จ่ายในการขาย	515	829	569	790	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	2,950	2,294	2,408	2,529
ดอกเบี้ยจ่าย	(541)	(519)	(534)	(618)	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	67,384	65,132	64,567	48,090
รายได้อื่น	645	717	227	487	สินทรัพย์รวม	147,148	155,087	163,318	166,982
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	3,578	2,204	7,846	(6,782)	เจ้าหนี้การค้า	18,984	17,271	17,625	17,646
ภาษีเงินได้	(979)	(236)	(634)	(33)	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	2,248	1,912	2,008	2,108
กำไรสุทธิจากการดำเนินงาน	2,353	2,074	6,191	(6,609)	หนี้สินรวม	71,577	70,053	63,558	61,507
กำไร/ขาดทุนจาก Fx และอื่นๆ	120	(394)	1,156	(578)	ทุนที่ชำระแล้ว	20,400	20,400	20,400	20,400
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	(81)	(106)	14	(88)	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	2,456	2,456	2,456	2,456
กำไรสุทธิ	2,518	1,862	7,226	(6,903)	กำไรสะสม	45,128	54,474	57,038	61,261
การเติบโตของยอดขาย	5.8%	-5.1%	6.7%	-4.0%	ส่วนของผู้ถือหุ้น	75,570	85,034	99,760	105,475
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-22.4%	-26.0%	288.0%	n.m.	หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น	147,148	155,087	163,318	166,982
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	3.3%	2.9%	6.2%	-5.0%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	2.2%	1.7%	6.2%	-6.1%	สมมติฐานในการทำประมาณการ				
อัตราส่วนทางการเงิน					สิ้นสุด 31 ธ.ค.				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	2.73	3.13	4.67	5.20	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	32.00	30.00	30.00	30.00
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.04	0.04	0.05	0.05	Nameplate Capacity (KBD)	275	275	275	275
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.11	0.07	0.10	0.10	Utilization rate (%)	95%	100%	100%	100%
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	0.04	0.04	0.04	0.04	Petrochemical Capacity (Tonnes/Year)	900,000	900,000	900,000	900,000
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.95	0.82	0.64	0.58	Accounting GRM (US\$/Barrel)	4.00	5.00	4.50	4.50
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	6.3%	9.8%	5.5%	7.2%	Spread PX (US\$/Ton)	295	450	450	450
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	12.2%	18.5%	9.5%	11.5%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP