# ไทยออยล์ (TOP)

Results Comment

8 สิงหาคม 2555

| ราคาปัจจุบัน | 63.50 บาท | คำแนะนำ | ซื้อ | Target Price'56 | 74.00 บาท |
|---|---|---|---|---|---|

***TOP ประกาศขาดทุนสุทธิใน 2Q/55 จำนวน 6.9 พันล้านบาท -195.5% qoq และ -312.7% yoy จาก 1Q/55 ที่มีกำไรสุทธิ 7.2 พันล้านบาท จากราคาน้ำมันดิบดูไบที่อ่อนตัวลงถึง 28 เหรียญฯต่อบาร์เรล เมื่อเทียบกับสิ้นงวด 1Q/55 และราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่ถูกกดดัน จากปัญหาหนี้ยุโรป เศรษฐกิจสหรัฐฯที่อ่อนแอ และปัญหาตะวันออกกลางที่เริ่มคลี่ คลาย อย่างไรก็ตามเรายังมองว่าบริษัทฯ จะ พลิกฟื้นกลับมามีกำไรเป็นปกติ และแนวโน้มค่าการกลั่นที่จะค่อย ๆดีขึ้นเป็นลำดับในช่วง 2H/55 ราคาเหมาะสม.ใหม่ปี'56 74.00 บาท (จากเดิม 68.50 บาท) อิงราคาเฉลี่ยวิธี DDM, Target P/E 8 เท่า และ Target P/B 1.25 เท่า ปรับคำแนะนำจาก "ทยอยซื้อสะสมเมื่อราคาอ่อนตัว" เป็น "ซื้อ" ณ ราคาปัจจุบันมี upside ~16.5% Div. Yield ~4.6%***

| | | |
|---|---|---|
| จำนวนหุ้น | 2,040 | ล้านหุ้น |
| ราคา Par | 10 | บาท |
| มูลค่าตลาด | 127,502 | ล้านบาท |
| Free Float | 49.96% | |
| Foreign Limit | 40.00% | |

ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ :

| | |
|---|---|
| 1) บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) | 49.10% |
| 2) บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด | 5.50% |

การดำเนินธุรกิจ :

ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันแบบ Complex refinery ที่ จ. ชลบุรี เพื่อผลิตและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูป โดยมีระบบการกลั่นและการดำเนินธุรกิจในลักษณะเชื่อมโยงกับธุรกิจผลิตสารพาราไซลีน ธุรกิจผลิตน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน และลงทุนในธุรกิจเกี่ยวเนื่อง


นักวิเคราะห์

เกษ ตวงทอง 02-684-8789

kate@aira.co.th


***TOP ประกาศขาดทุนสุทธิ 2Q/55 6.9 พันล้านบาท ลดลง -195.5% qoq, -312.7% yoy***

.....TOP ประกาศตัวเลขขาดทุนสุทธิในไตรมาส 2 จำนวน 6,903 ล้านบาท จาก 1Q/55 ที่มีกำไร 7,212 ล้านบาท ลดลง -195.5% qoq และ -312.7% yoy ต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ที่ขาดทุน 4,825 ล้านบาท รายได้และค่าใช้จ่ายจากการขายสูงกว่าประมาณการ โดยขาดทุนสุทธิในไตรมาสนี้ประกอบด้วย (1) ขาดทุนในส่วนของธุรกิจโรงกลั่น 8,657 ล้านบาท อันเนื่องมาจากราคาน้ำมันที่ลดลงในช่วงที่ผ่านมาอย่างหนัก โดยอ้างอิงราคาน้ำมันดิบดูไบ ที่ลดลงมาอยู่ที่ 94 เหรียญฯต่อบาร์เรล คิดเป็นลดลง 28 เหรียญฯ เมื่อเทียบกับราคาปิดเมื่อสิ้นงวด 1Q/55 ที่ 122 เหรียญฯต่อบาร์เรล ขณะที่มีกำไรจากกลุ่มธุรกิจอื่นเพียงเล็กน้อย จึงไม่สามารถชดเชยส่วนที่ขาดทุนในธุรกิจโรงกลั่น โดย GIM รวม TOP, TPX และ TLB ในงวด 2Q/55 เท่ากับ 7.2 เหรียญฯต่อบาร์เรล +7.5%qoq, -8.9%yoy ซึ่งถ้าหากรวมผลกระทบจากสต๊อกน้ำมันแล้วจะกลายเป็นขาดทุน 3.2 เหรียญฯต่อบาร์เรล -127.4%qoq, -140.0%yoy (2) ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 578 ล้านบาท จากเงินกู้ประมาณ 670 ล้านเหรียญฯ (42% ของ 1.6 พันล้านเหรียญ หรือทั้งหมดราว 5 หมื่นล้านบาท) เนื่องจากค่าเงินบาทที่อ่อนตัวลงประมาณ 1 บาทต่อเหรียญฯ ในช่วงไตรมาสที่ผ่านมา

....นอกจากนี้ยังมีส่วนของธุรกิจอะโรเมติกส์ที่ยังไม่ฟื้นตัว โดยใน 2Q/55 มีกำไร 887 ล้านบาท ลดลง -16.6%qoq, -10.4%yoy จากที่มีการชะลอการสั่งซื้อพาราไซลีน (PX) เนื่องจากอุปทาน PTA จากจีนและเกาหลีใต้ ซึ่งต้องใช้ PX เป็นสารตั้งต้นในการผลิตนั้น มีมากเกินความต้องการ (Over supply) รวมทั้งโรง PTA ใหม่ 2 โรง ซึ่งมีกำลังการผ ลิต 2.9 ล้านตันต่อปี ได้เลื่อนกำหนดการเดินเครื่องออกไป นอกจากนี้ผู้ผลิต PTA หลายแห่ง โดยเฉพาะจีนและเกาหลี ได้ตัดสินใจลด หรือถือโอกาสหยุดผลิตเพื่อซ่อมบำรุงตั้งแต่ พ.ค. 55 หลังประสบภาวะขาดทุน โดยส่วนต่างผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์หลักเช่น PX-ULG95 ได้ปรับตัวลดลงใน 2Q/55 ลดลง 102 เหรียญฯต่อตัน มาอยู่ที่ 380 เหรียญฯต่อตัน ใน 2Q/55 จาก 1Q/55 ที่ 482 เหรียญฯต่อตัน

**Financial Summary**

| | FY10A | FY11A | FY12F | FY13F | FY14F |
|---|---|---|---|---|---|
| Revenue (MB) | 318,391 | 446,241 | 430,417 | 445,770 | 534,924 |
| Growth (%) | 12.1% | 40.2% | -3.5% | 3.6% | 20.0% |
| Normalized Profit (MB) | 5,629 | 15,288 | 13,708 | 14,693 | 17,631 |
| Growth (%) | -48.1% | 171.6% | -10.3% | 7.2% | 20.0% |
| Net Profit (MB) | 8,956 | 14,853 | 13,643 | 14,693 | 17,631 |
| Growth (%) | 71.9% | 165.8% | 91.9% | 107.7% | 120.0% |
| EPS (Bt.) | 4.4 | 7.3 | 6.7 | 7.2 | 8.6 |
| BV (Bt.) | 34.4 | 39.0 | 43.7 | 48.3 | 54.0 |
| Dividend (Bt.) | 1.8 | 3.3 | 1.7 | 2.9 | 3.5 |
| PE (x) | 14.5 | 8.7 | 9.5 | 8.8 | 7.3 |
| PBV (x) | 1.8 | 1.6 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |
| Dividend Yield (%) | 2.8% | 5.2% | 2.6% | 4.6% | 5.6% |

*ที่มา: TOP และประมาณการโดย AIRA*

***แนวโน้ม 2H/55 พลิกกลับมาสดใส***

ถึงแม้คาดว่าผลการดำเนินงานใน 2Q/55 ขาดทุนถึง 6.9 พันล้านบาท แต่เรามองว่าช่วงไตรมาส 2 ของปี เป็นช่วง Low Season ของธุรกิจโรงกลั่น และการขาดทุนที่เกิดขึ้นนั้นเกิดจากสต๊กน้ำมันเป็นหลัก เราจึง คาดว่า TOP จะกลับมามีกำไรในช่วง 2H/55 จาก (1) ความต้องการ การสำรองใช้แก๊สโซลีน ที่สูงในช่วงก่อนถึงเดือนรอมฎอนของอินโดนีเซีย ที่มีความต้องการเก็บสต๊อกน้ำมันไว้มาก และ (2) ส่วนต่างน้ำมันกลุ่ม Middle Distillate โดยเฉพาะดีเซล ที่จะสูงขึ้นในช่วงปลายปีเนื่องจากมีอุปสงค์มากในช่วงฤดูหนาว และ (3) คาดว่าจะไม่มีการบันทึกผลขาดทุนจากสต๊อกน้ำมันสูงอย่างมีนัยสำคัญดังเช่นใน 2Q/55 ความเสี่ยงที่ราคาน้ำมันจะลงมากกว่าปัจจุบันมีจำกัด โดยคาดว่าราคาน้ำมันดิบจะทรงตัวอยู่ที่ประมาณ 94 เหรียญฯต่อบาร์เรลใน 3Q/55 และคาดว่าจะปรับขึ้นเป็น 100-105 เหรียญฯต่อบาร์เรลใน 4Q/55 และ (4) ช่วงปลายไตรมาสยังเป็นช่วงที่โรงกลั่นในเอเชีย ยุโรปและสหรัฐฯ ทยอยปิดซ่อมบำรุงตามแผน (turnaround) โดยเริ่มที่โรงกลั่นกำลังผลิต 300KBOED ของสิงคโปร์ เพิ่งปิดซ่อมบำรุงในเดือน ก.ค.นี้

***ราคาเป้าหมายใหม่ปี' 56 เท่ากับ 74.00 บาท ปรับคำแนะนำจาก "ทยอยซื้อสะสมเมื่อราคาอ่อนตัว" เป็น "ซื้อ"***

.....เรามองว่าในระยะสั้นราคาหุ้นอาจจะยังถูกกดดันจากผลการดำเนินงาน 2Q/55 ที่ต่ำกว่าความคาดหมายของตลาด แต่ น่าจะเป็นโอกาสเข้าซื้อเพื่อการลงทุนระยะยาว เนื่องจากคาดว่าผลการดำเนินงานได้ผ่านจุดต่ำสุด และมีแนวโน้มดีขึ้นตามลำดับ

.....ภายใต้ประมาณการใหม่ กำหนดราคาพื้นฐานปี '56 ที่ 74.00 บาทต่อหุ้น (จากเดิม 68.50 บาทต่อหุ้น) อ้างอิงราคาเฉลี่ย 3 วิธี DDM growth to perpetuity 11.7%, ROE 15.7%, beta 1.18, Target PE 8 เท่า และ Target PB 1.25 เท่า พร้อมปรับแนะนำจาก "ทยอยซื้อสะสมเมื่อราคาอ่อนตัว" เป็น "ซื้อ" ณ ราคาปัจจุบันยังคงมี Upside ~16.5% Div. Yield~4.6%

**Financial Results**

| Income Statement (MB) | 2Q12 | 1Q12 | 2Q11 | %qoq | %yoy | 2012F | 2011 | % |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Sale | 112,387 | 117,087 | 109,167 | -4.0% | 2.9% | 430,417 | 446,241 | -3.5% |
| Cost of Sale | 117,982 | 109,776 | 103,926 | 7.5% | 13.5% | 412,268 | 423,308 | -2.6% |
| Gross Profit | -5,596 | 7,311 | 5,241 | -176.5% | -206.8% | 18,149 | 22,933 | -20.9% |
| EBITDA | -4,366 | 8,650 | 6,582 | -150.5% | -166.3% | 30,129 | 28,760 | 4.8% |
| SG&A | 790 | 569 | 631 | 38.9% | 25.2% | 2,374 | 2,461 | -3.5% |
| Interest Expense | 618 | 534 | 524 | 15.7% | 17.9% | 2,239 | 2,126 | 5.3% |
| Net Profit | -6,903 | 7,226 | 3,245 | -195.5% | -312.7% | 13,643 | 14,853 | -8.1% |
| Gross Profit Margin (%) | -5.0% | 6.2% | 4.8% | -179.7% | -203.7% | 4.2% | 5.1% | -18.0% |
| EBITDA Margin (%) | -3.9% | 7.4% | 6.0% | -152.6% | -164.4% | 7.0% | 6.4% | 8.6% |
| Net Profit Margin (%) | -6.1% | 6.2% | 3.0% | -199.5% | -306.7% | 3.2% | 3.3% | -4.8% |

*ที่มา: TOP และประมาณการโดย AIRA*

**Assumption**

| | FY10A | FY11A | FY12F | FY13F | FY14F |
|---|---|---|---|---|---|
| Average Exchange rate (THB/US$) | 32.0 | 30.2 | 31.0 | 31.0 | 31.0 |
| Capacity (KBOED) | 275.0 | 275.0 | 275.0 | 275.0 | 275.0 |
| Refinery Utilazation Rate (%) | 100% | 103% | 100% | 100% | 100% |
| GRM (US$/barrel) | 4.0 | 4.8 | 4.5 | 5.0 | 5.0 |

*ที่มา: TOP และประมาณการโดย AIRA*

รายงานฉบับนี้จัดทำในนามของบริษัทหลักทรัพย์ ไอร่า จำกัด (มหาชน) ("ไอร่า") เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอร่าเท่านั้น มิได้เป็นการชี้นำหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้วิจารณญาณของตนเอง ไอร่ารวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดในความเสียหายอันเกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่า ทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอร่า และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางด้านวาณิชธนกิจ และ /หรือ บริการทางการเงินอื่น ๆ กับบริษัทที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอร่าขอสงวนสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า เอกสารฉบับนี้ใช้ภายใน ไอร่าเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด

## CORPORATE GOVERNANCE REPORT 2011 (IOD)

Score Range
90-100: Excellent

| | |
|---|---|
| ADVANC | PS |
| AOT | PSL |
| BAFS | PTT |
| BANPU | PTTAR*** |
| BAY | PTTCH*** |
| BBL | PTTEP |
| BCP | QH |
| BKI | RATCH |
| BMCL | ROBINS |
| CPN | RS |
| CSL | SAT |
| EASTW | SC |
| EGCO | SCB |
| ERW | SCC |
| GRAMMY | SE-ED |
| HEMRAJ | SIS |
| ICC | THRE |
| IRPC | TIP |
| KBANK | TIPCO |
| KK | TISCO |
| KTB | TKT |
| LPN | TMB |
| MCOT | TOP |
| NMG | |

*** วันที่ 18 ตุลาคม 2554 PTTAR และ PTTCH ควบรวมกิจการเป็น PTTGC

Score Range
80-89: Very Good

| | | | |
|---|---|---|---|
| ACAP | HANA | PB | TCAP |
| AF | HMPRO | PG | TFD |
| AMANAH | HTC | PHATRA | TFI |
| AMATA | IFEC | PM | THAI |
| AP | INET | PR | THCOM |
| ASIMAR | INTUCH | PRANDA | THIP |
| ASP | IVL | PRG | TIC |
| AYUD | JAS | PT | TK |
| BEC | KCE | PYLON | TMT |
| BECL | KEST | S & J | TNITY |
| BFIT | KGI | S&P | TNL |
| BH | KSL | SABINA | TOG |
| BIGC | KWC | SAMCO | TPC |
| BJC | L&E | SCCC | TRC |
| BLA | LANNA | SCG | TRT |
| BROOK | LH | SCSMG | TRU |
| BTS | LOXLEY | SEAFCO | TRUE |
| BWG | LRH | SFP | TSC |
| CENTEL | LST | SICCO*** | TSTE |
| CGS | MACO | SINGER | TSTH |
| CIMBT | MAJOR | SIRI | TTA |
| CK | MAKRO | SITHAI | TTW |
| CM | MBK | SMT | TUF |
| CPALL | MFC | SNC | TVO |
| CPF | MFEC | SPALI | TYM |
| CSC | MILL | SPI | UAC |
| DELTA | MINT | SPPT | UMI |
| DEMCO | MK | SSF | UP |
| DRT | MTI | SSSC | UPOIC |
| DTAC | NBC | STA | UV |
| DTC | NCH | STANLY | VNT |
| ECL | NINE | STEC | WACOAL |
| FORTH | NKI | SUSCO | WAVE |
| GBX | NOBLE | SVI | ZMICO |
| GC | OCC | SYMC | |
| GFPT | OGC | SYNTEC | |
| GLOW | OISHI | TASCO | |

***SICCO ขอเพิกถอนหลักทรัพย์จากการเป็นหลักทรัพย์จดทะเบียนในวันที่ 7 ตุลาคม 2554

Score Range
70-79: Good

| | | | |
|---|---|---|---|
| 2S | FE | NNCL | SYNEX |
| A | FOCUS | NSI | TBSP |
| AEONTS | FSS | NTV | TCB |
| AFC | GENCO | NWR | TCC |
| AGE | GFM | OFM | TCP |
| AH | GL | PAF | TEAM |
| AHC | GLAND | PAP | TF |
| AI | GOLD | PATO | TGCI |
| AIT | GUNKUL | PDI | THANA |
| AJ | GYT | PHOL | THANI |
| AKR | HFT | PICO | TICON |
| APRINT | HTECH | PL | TIW |
| APURE | IFS | POST | TKS |
| AS | ILINK | PPM | TLUXE |
| ASK | IRC | PREB | TMD |
| BAT-3K | IRCP | PRECHA | TNH |
| BGT | IT | PRIN | TNPC |
| BLAND | ITD | PTL | TOPP |
| BNC | JTS | Q-CON | TPA |
| BOL | JUTHA | QLT | TPAC |
| BROCK | KASET | RASA | TPCORP |
| BSBM | KDH | RCI | TPIPL |
| BTNC | KH | RCL | TPP |
| CCET | KKC | ROJNA | TR |
| CFRESH | KMC | RPC | TTCL |
| CHARAN | KTC | SAUCE | TTI |
| CI | KWH | SCBLIF | TWFP |
| CITY | KYE | SCP | TWZ |
| CMO | LALIN | SENA | TYCN |
| CMR | LEE | SHANG | UBIS |
| CNS | LHK | SIAM | UEC |
| CNT | MATCH | SIMAT | UOBKH |
| CPI | MATI | SKR | UPF |
| CPL | MBAX | SMIT | US |
| CRANE | M-CHAI | SMK | UT |
| CSP | MCS | SMM | UVAN |
| CSR | MDX | SPC | VARO |
| CTW | MJD | SPG | VIBHA |
| DCC | MOONG | SST | VNG |
| DRACO | MPIC | STAR | WG |
| EASON | MSC | SUC | WORK |
| EIC | NC | SVOA | YUASA |
| ESSO | NEP | SWC | |

*Source: Thai Institute of Directors Association (IOD)*

| Score Range | Number of Logo | Description |
|---|---|---|
| 90-100 | ▲▲▲▲▲ | Excellent |
| 80-89 | ▲▲▲▲ | Very Good |
| 70-79 | ▲▲▲ | Good |
| 60-69 | ▲▲ | Satisfactory |
| 50-59 | ▲ | Pass |
| Lower than 50 | No logo given | N/A |

รายงานฉบับนี้จัดทำในนามของบริษัทหลักทรัพย์ ไอร่า จำกัด (มหาชน) ("ไอร่า") เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอร่าเท่านั้น มิได้เป็นการชี้นำหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยใช้วิจารณญาณของตนเอง ไอร่ารวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดในความเสียหายอันเกิดจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่า ทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอร่า และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางด้านวาณิชธนกิจ และ /หรือ บริการทางการเงินอื่น ๆ กับบริษัทที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอร่าขอสงวนสิทธิในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า เอกสารฉบับนี้ใช้ภายใน ไอร่าเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด