

ราคาปัจจุบัน	49.75 บาท	คำแนะนำ	ซื้อ	Target Price	58.00 บาท
--------------	-----------	---------	------	--------------	-----------

**Highlight Issues:**

- คาดผลการดำเนินงานในช่วง 4Q/57 จะมีผลขาดทุนสุทธิสูงถึง 6,894 ล้านบาท จากผลของการขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมาก ในช่วง 4Q/57 ในขณะที่ส่วนต่างราคาพาราไซลีนปรับตัวแยลงอีกครั้งในช่วง 4Q/57 และยังคงถูกกดดันจากภาวะอุปทานส่วนเกิน นอกจากนี้เรคาดกำไรจากการป้องกันความเสี่ยง 300 ล้านบาท และขาดขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนประมาณ 500 ล้านบาท
- ผลการดำเนินงานของ TOP ในปี '58 จะฟื้นตัวขึ้นจากปี '57 เนื่องจากคาดว่าจะไม่มีขาดทุนจากสต็อกน้ำมันอีก ประกอบกับราคาน้ำมันดิบที่ลดลง ส่งผลให้ต้นทุนการดำเนินงานลดลง แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายปี '58 เท่ากับ 58.00 บาท

จำนวนหุ้น	2,040	ล้านหุ้น
ราคา Par	10	บาท
มูลค่าตลาด	88,230	ล้านบาท
Free Float	49.98%	
Foreign Limit	40%	
ผู้ถือหุ้นรายใหญ่ :		
1) PTT	49.10%	
2) บริษัท ไทยเอ็นวีดีอาร์ จำกัด	6.88%	
การดำเนินธุรกิจ :		
ดำเนินธุรกิจโรงกลั่น, ปีโตรเคมี, น้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน, ผลิตไฟฟ้า, ขนส่งน้ำมันทางเรือและทางท่อ, พลังงานทดแทน		
นักวิเคราะห์		
ศักดิ์รินทร์ ศศานนท์	02-684-8789	
<a href="mailto:saknarin@aira.co.th">saknarin@aira.co.th</a>		

คาดผลการดำเนินงาน 4Q/57 จะมีขาดทุนสุทธิ 6,894 ล้านบาท จากการขาดทุนสต็อกน้ำมัน

เราคาดผลการดำเนินงานของ TOP ในช่วง 4Q/57 จะมีผลขาดทุนสุทธิ 6,894 ล้านบาท ปัจจัยหลักมาจากการขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมาก ซึ่งเป็นไปตามราคาน้ำมันดิบในตลาดโลกที่ลดลง โดยราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยในเดือน ธ.ค. อยู่ที่ 60.3 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล เทียบกับราคาเฉลี่ย 96.5 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรลในช่วงเดือน ก.ย. นอกจากนี้ยังมีการบันทึกค่างวดสต็อกน้ำมัน (LCM) รวมกันคิดเป็นขาดทุนจากสต็อกน้ำมันมูลค่าประมาณ 12,100 ล้านบาท ในขณะที่ค่าการกลั่นพื้นฐานฟื้นตัวดี คาดว่าจะเพิ่มขึ้นประมาณ 3.5 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล อยู่ที่ 8.1 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล จากต้นทุนราคาน้ำมัน (crude premium) ที่ลดลงประมาณ 1.9 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล และราคาน้ำมันดิบที่ลดลง ส่งผลต่อมูลค่าสูญเสียในการผลิตที่ลดลง ในขณะที่ค่าการกลั่นของน้ำมันดีเซลซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์หลักของ TOP ในช่วง 4Q/57 เพิ่มขึ้นเป็น 16.0 จาก 14.4 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรลในช่วง 3Q/57 จากการเข้าสู่ช่วงฤดูหนาวในช่วง 4Q/57 ในขณะที่ช่วง 4Q/57 ไม่มีการหยุดซ่อมผลิต ส่งผลให้มีอัตราการใช้กำลังการผลิตเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 108% เทียบกับ 85% ในช่วง 3Q/57 ซึ่งมีการปิดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ในเดือน ก.ค.

ธุรกิจปิโตรเคมีอ่อนตัวลงอีกครั้งในช่วง 4Q/57 ยังถูกกดดันจากอุปทานส่วนเกิน

ส่วนต่างผลิตภัณฑ์ Px-ULG95 ในช่วง 4Q/57 ลดลง 32% qoq เนื่องจากภาวะอุตสาหกรรมยังอยู่ในช่วงอุปทานส่วนเกิน ส่งผลให้ผลการดำเนินงานของธุรกิจปิโตรเคมีกลับมา EBITDA ติดลบอีกครั้งในช่วง 4Q/57 หลังจากมี EBITDA ติดลบ 116 ล้านบาทในช่วง 2Q/57 อย่างไรก็ตามเรคาดว่าภาวะอุปทานส่วนเกินจะคงอยู่จนถึงประมาณปลายปี '58 จากการเปิดดำเนินงานของโรงงานพาราไซลีนขนาด 7-8 ล้านตันต่อปีในปี '57 ที่ผ่านมา ในขณะที่เรคาดผลการดำเนินงานของธุรกิจปิโตรเคมีจะทำได้แค่ทรงตัวในปี '58

ผลการดำเนินงานปี '58 จะฟื้นตัวขึ้นจากการขาดทุนจำนวนมากในปีก่อน

เราปรับประมาณการผลการดำเนินงานในปี '57 ลงเป็นคาดว่าจะมีผลขาดทุนสุทธิ 4,441 ล้านบาท จากผลขาดทุนสต็อกน้ำมันจำนวนมากในช่วง 3Q-4Q/57 แต่คาดว่าจะปี 58 ทั้งปีจะไม่ขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน และอาจกลับมากำไรจากสต็อกน้ำมันอีกครั้ง หากราคาน้ำมันดิบฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ที่ระดับ 60 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรลในช่วงปลายปี '58 ในขณะที่ธุรกิจโรงกลั่นในปี 58 จะเผชิญกับความเสี่ยงจากการเปิดดำเนินงานของโรงกลั่นขนาดใหญ่รวมประมาณ 800 kbd ในขณะที่ธุรกิจปิโตรเคมีคาดว่าจะใช้เวลาปรับตัวอีกอย่างน้อย 1 ปี จากภาวะอุปทานส่วนเกินจำนวนมากในปี '57 ซึ่งคาดว่าจะต่อเนื่องไปถึงปี '58

**Financial Summary**

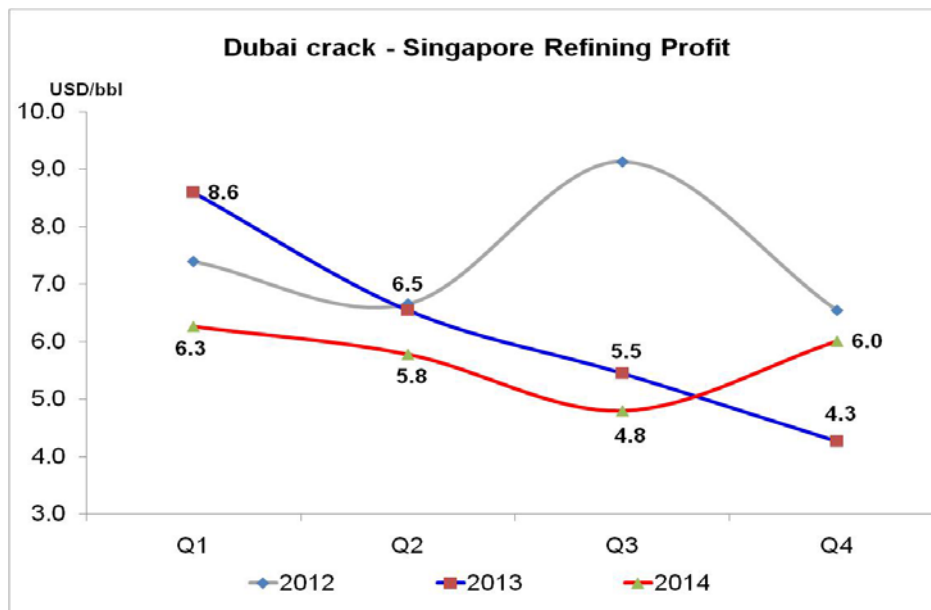
	FY12A	FY13A	FY14F	FY15F	FY16F
Revenue (MB.)	447,432	414,599	422,891	443,528	465,704
Growth (%)	0.3%	-7.3%	2.0%	4.9%	5.0%
Net Profit (MB.)	12,320	10,394	4,441	9,104	9,040
Growth (%)	-17.1%	-15.6%	-142.7%	-305.0%	-0.7%
EPS (Bt.)	6.04	5.09	-2.18	4.46	4.43
BV (Bt.)	42.42	45.03	43.91	46.21	50.96
Dividend (Bt.)	2.70	2.30	1.80	2.01	1.99
P/E (x)	11.18	9.76	-22.85	11.15	11.23
P/BV (x)	1.59	1.10	1.13	1.08	0.98
Dividend Yield (%)	4.00%	4.62%	3.62%	4.04%	4.01%

ที่มา : TOP และประมาณการโดย AIRA

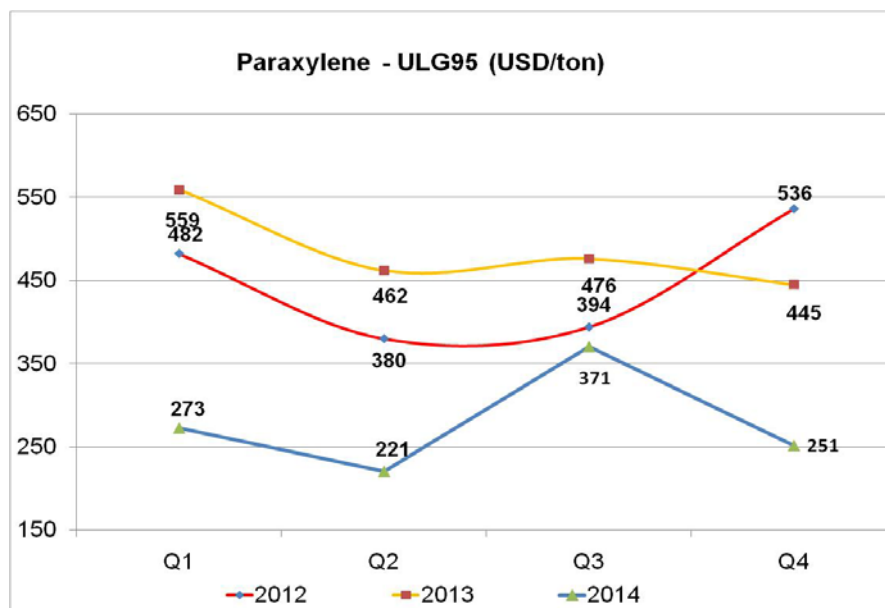
**Financial Results**

Income Statement (MB.)	4Q/14F	3Q/14	4Q/13	%qoq	%yoy	2014F	2013	% chg
Sale	121,346	88,254	107,952	37.5%	12.4%	422,891	414,599	2.0%
Cost of Sale	127,463	90,829	104,961	40.3%	21.4%	426,498	397,556	7.3%
Gross Profit	-6,118	-2,575	2,991	137.6%	n.a.	-3,607	17,043	n.a.
SG&A	1,044	542	876	92.5%	19.2%	2,707	2,582	4.8%
Operating Profit	-7,161	-3,117	2,115	129.7%	n.a.	-6,314	14,461	n.a.
EBITDA	-4,236	-1,395	3,699	203.5%	n.a.	1,522	20,561	-92.6%
Interest Expense	906	1,004	968	-9.7%	-6.3%	3,880	3,786	2.5%
Net Profit	-6,894	-2,175	-14	n.a.	n.a.	-4,441	10,394	n.a.
Gross Profit Margin (%)	-5.0%	-2.9%	2.8%			-0.9%	4.1%	
EBITDA margin (%)	-3.5%	-1.6%	3.4%			0.4%	5.0%	
Net Profit Margin (%)	-5.7%	-2.5%	0.0%			-1.1%	2.5%	

ที่มา : TOP และประมาณการโดย AIRA

**ค่าการกลั่นพื้นตัวขึ้นในช่วง 4Q/57**


ที่มา : Bisnews






**คาดส่วนต่างผลิตภัณฑ์พาราไซลีนอ่อนตัวลงใน 4Q/57**


ที่มา : TOP

**CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2013 (IOD)**

 Score Range 90-100 : Excellent		 Score Range 80-89 : Very Good				 Score Range 70-79 : Good			
ADVANC	PTT	2S	FE	NMG	SYNTEC	A	GJS	Q-CON	UBIS
AOT	PTTEP	ACAP	FORTH	NSI	TASCO	AAV	GLOBAL	QLT	UEC
ASIMAR	PTTGC	AF	GBX	NWR	TCP	AEC	HFT	RCI	UOBKH
BAFS	QH	AHC	GC	OCC	TF	AEONTS	HTECH	RCL	UPF
BANPU	RATCH	AIT	GFPT	OFM	TFD	AFC	HYDRO	ROJNA	UWC
BAY	ROBINS	AKP	GL	OGC	TFI	AGE	IFS	RPC	VARO
BBL	RS	AMANAH	GLOW	OISHI	THANA	AH	IHL	SCBLIF	VTE
BCP	S&J	AMARIN	GOLD	PB	THANI	AI	ILINK	SCP	WAVE
BECL	SAMART	AMATA	GSTEL	PDI	THIP	AJ	INOX	SENA	WG
BKI	SAMTEL	AP	GUNKUL	PE	TICON	AKR	IRC	SF	WIN
BROOK	SAT	APCO	HMPRO	PF	TIPCO	ALUCON	IRCP	SGP	WORK
BTS	SC	APCS	HTC	PJW	TK	ANAN	IT	SIMAT	
CIMBT	SCB	ASIA	IFEC	PM	TLUXE	ARIP	JMART	SLC	
CK	SCC	ASK	INET	PPM	TMILL	ASIA	JMT	SMIT	
CPF	SCSMG	ASP	ITD	PPP	TMT	BAT-3K	JTS	SMK	
CPN	SE-ED	AYUD	JAS	PREB	TNL	BCH	JUTHA	SOLAR	
CSL	SIM	BEC	JUBILE	PRG	TOG	BEAUTY	KASET	SPC	
DRT	SIS	BFIT	KBS	PT	TPC	BGT	KC	SPG	
DTAC	SITHAI	BH	KCE	PYLON	TPCORP	BLAND	KCAR	SRICHA	
EASTW	SNC	BIGC	KGI	QTC	TIPL	BOL	KDH	SSC	
EGCO	SPALI	BJC	KKC	RASA	TRT	BROCK	KTC	STA	
ERW	SPI	BLA	KSL	SABINA	TRU	BSBM	KVH	SUPER	
GRAMMY	SSI	BMCL	KWC	SAMCO	TSC	CHARAN	LALIN	SVOA	
HANA	SSSC	BWG	L&E	SCCC	TSTE	CHUO	LEE	SWC	
HEMRAJ	SVI	CCET	LANNA	SCG	TTA	CI	MATCH	SYNEX	
ICC	SYMC	CENTEL	LH	SEAFCO	TTCL	CIG	MATI	TBSP	
INTUCH	TCAP	CFRESH	LHBANK	SFP	TUF	CITY	MBAX	TCCC	
IRPC	THAI	CGS	LHK	SIAM	TWFP	CMR	MDX	TEAM	
IVL	THCOM	CHOW	LIVE	SINGER	TYM	CNS	PRINC	TGCI	
KBANK	THRE	CM	LOXLEY	SIRI	UAC	CPL	MJC	TIC	
KKP	TIP	CNT	LRH	SKR	UMI	CRANE	MK	TIES	
KTB	TISCO	CPALL	LST	SMT	UMS	CSP	MOONG	TIW	
LPN	TKT	CSC	MACO	SNP	UP	CSR	MPIC	TKS	
MCOT	TMB	DCC	MAJOR	SPCG	UPOIC	CTW	MSC	TMC	
MINT	TNITY	DELTA	MAKRO	SPPT	UT	DEMCO	NC	TMD	
NKI	TOP	DTC	MODERN	SSF	VIBHA	DNA	NIPPON	TMI	
NOBLE	TRC	ECL	MTI	STANLY	VIH	DRACO	NNCL	TNDT	
PAP	TRUE	EE	NBC	STEC	VNG	EA	NTV	TNPC	
PG	TIW	EIC	NCH	SUC	VNT	EARTH	OSK	TOPP	
PHOL	TVO	ESSO	NINE	SUSCO	YUASA	RASON	PAE	TPAC	
PR	UV				ZMICO	EMC	PATO	TPP	
PRANDA	VGI					EPCO	PICO	TR	
PS	WACOAL					F&D	PL	TTI	
PSL						FNS	POST	TVD	
						GENCO	PRECHA	TVI	
						GFM	PRIN	TWZ	

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 ไอรา จำกัด (มหาชน) ("ไอรา") เพื่อเป็นข้อมูลให้กับลูกค้าของไอราเท่านั้น มิได้เป็นการชี้นำหรือเสนอแนะหรือเชิญชวน เพื่อการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใดๆ ผู้อ่านควรตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์โดยพิจารณาจากข้อมูลของตนเอง ไอรา รวมทั้งพนักงานของบริษัท ปราศจากความรับผิดชอบในความคิดเห็นจากการใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ไม่ว่าจะทางตรงหรือทางอ้อม ทั้งหมด หรือบางส่วน และไม่ถือเป็นการรับประกันความถูกต้อง สมบูรณ์ และเชื่อถือได้ของข้อมูลในรายงานนี้ ไอรา และ/หรือ กรรมการบริษัท, พนักงาน ที่เกี่ยวข้องอาจมีความสัมพันธ์กับ หรืออาจให้บริการทางคำปรึกษาทางการเงิน และ/หรือ บริการทางการเงินอื่นๆ กับบริษัทที่กล่าวถึงในรายงานฉบับนี้ ไอราขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความคิดเห็น หรือข้อมูลโดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า เอกสารฉบับนี้ใช้ภายในไอราเท่านั้น มิได้จัดทำขึ้นสำหรับการลงตีพิมพ์ในหนังสือพิมพ์หรือสื่ออื่นๆ แต่อย่างใด