



บมจ. ไทยออยล์ (TOP)

19 กุมภาพันธ์ 2556

คำแนะนำ

ซื้อ

ราคาปิด/ ราคาเป้าหมาย

73.25 บาท / 83.50 บาท

Median Consensus

82 บาท

หมวดอุตสาหกรรม

พลังงานและสาธารณูปโภค

นักวิเคราะห์

ดุลเดช บิด

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 29932

duladeth@trinitythai.com

(662) 2801 9347

Meeting: แผนลงทุนเพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์และผลประกอบการระยะยาว

จากการประชุมนักวิเคราะห์ประจำปี 2555 ผู้บริหารได้ชี้แจงถึงผลการดำเนินงาน มีกำไรสุทธิ 12,320 ล้านบาท โดยในไตรมาส 4/55 มีกำไรสุทธิ 1,925 ล้านบาท -81%QoQ +3%YoY โดยในปี 55 ค่าการกลั่นพื้นฐานเฉลี่ยปรับตัวขึ้น มาที่ 5.3 เหรียญต่อบาร์เรล (ปี 54 อยู่ที่ 4.6 เหรียญต่อบาร์เรล) หลังอุปทานตึงตัว ในขณะที่ธุรกิจอะโรเมติกส์ มีอัตรากำไรเพิ่มขึ้น หลังผู้ผลิตโอเลฟินส์ทยอยหันไปใช้ก๊าซธรรมชาติ ส่งผลให้อุปทานอะโรเมติกส์ปรับตัวลดลง ทั้งนี้ ผู้บริหารได้กล่าวถึงภาพรวมปี 2556 โดยแบ่งเป็นรายธุรกิจดังนี้

- กลุ่มโรงกลั่น: อุปสงค์ยังเติบโตได้ดี โดยเฉพาะจากจีนและอินเดีย ในขณะที่อุปสงค์จากสหรัฐฯ และยุโรปคาดว่าจะทรงตัว ทั้งนี้แนวโน้มค่าการกลั่นพื้นฐานคาดว่าจะปรับตัวดีกว่าปี 55 โดยเฉพาะช่วง 1H56 หลังโรงกลั่นในภูมิภาคจะหยุดซ่อมบำรุงในช่วง 2Q56 (กำลังการผลิตรวมกว่า 1.70 MBD) และเป็นฤดูซบเซาของสหรัฐฯ ทั้งนี้ ค่าการกลั่นมีแนวโน้มอ่อนตัวลงใน 2H56 หลังโรงกลั่นหลักกลับมาดำเนินงาน (Chart 1-2)
- กลุ่มอะโรเมติกส์: คาดอัตรากำไร Paraxylene (PX) และ Benzene (BZ) ปรับตัวสูงขึ้นจากปีก่อน จากอุปสงค์ PX ที่คาดว่าจะโตเฉลี่ยปีละ 6.9% ระหว่างปี 56-58 ในขณะที่อุปทาน BZ ยังคงตึงตัวจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่น (Chart 3)
- กลุ่มน้ำมันหล่อลื่น: คาดอัตรากำไรฟื้นตัวจากปี 55 หลัง โรงกลั่นขนาดใหญ่ในภูมิภาคของไต้หวัน จะหยุดซ่อมบำรุงเป็นเวลาอย่างน้อย 1 เดือน เป็นผลให้เงินต้องหันมาทาน้ำมันหล่อลื่น (500SN) จากประเทศในเอเชียใต้ (Chart 4)

นอกจากนี้ ยังได้กล่าวถึงแผนการลงทุนในอนาคต ได้แก่

- Core Business: โครงการ Refinery Upgrading (HCU Revamp) ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการกลั่น สามารถกลั่นน้ำมันดีเซล น้ำมันเจ็ท และน้ำมันหล่อลื่นได้เพิ่มขึ้น เพื่อเพิ่มมูลค่าให้แก่ห่วงโซ่ปิโตรเลียม (งบลงทุน 128 ล้านดอลลาร์ คาด COD ในช่วง 4Q57) (2) โรงไฟฟ้า SPP 2 โรง ขนาด 220 MW จำหน่ายไฟให้แก่ กฟผ. นอกจากนี้ยังสามารถผลิตไอเอนาไว้ใช้ในกลุ่มบริษัทซึ่งจะเพิ่มประสิทธิภาพและลดต้นทุน COD ปี 59(3) โครงการ LAB (Linear Alkyl Benzene) (อยู่ระหว่างการศึกษา) เป็นผลิตภัณฑ์ชะล้าง เช่น ผงซักฟอก, โดยใช้ BZ และ Kerosene เป็น Feedstock ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ที่ผลพลอยได้จากกลุ่มโรงกลั่นและอะโรเมติกส์ ไม่ต้องนำเข้าจากต่างประเทศ(Chart 6)
- New Business : อยู่ระหว่างการศึกษาระบบ Logistic ไม่ว่าจะเป็นด้านคลังเก็บน้ำมันและปิโตรเคมี ท่าเรือ (Jetty) และระบบขนส่งระหว่างแท่นขุดเจาะ (Crew Boat) (Chart 6)

ความเห็น:

- เรามีมุมมองเป็นกลางต่อภาพรวมธุรกิจในปี 56 แม้ว่าค่าการกลั่นและอัตรากำไรจากธุรกิจปิโตรเคมีมีทิศทางปรับตัวดีขึ้นในช่วง 1H56 และอ่อนตัวลงในช่วงครึ่งปีหลัง หลังโรงกลั่นในภูมิภาคได้กลับมาดำเนินการ เรายังคงเชื่อมั่นมูลค่าการกลั่นปี 56 ไว้ที่ 5 เหรียญต่อบาร์เรล (ปี 55 ที่ 5.3 เหรียญต่อบาร์เรล) เนื่องจากส่วนต่างราคาน้ำมันดิบ Murban กับ Dubai หรือ Crude Premium ยังมีความไม่แน่นอน
- เรามีมุมมองเชิงบวกต่อแผนการลงทุนในโครงการต่างๆ ไม่ว่าจะเป็น โครงการ HCU Revamp โครงการโรงไฟฟ้า SPP หรือโครงการ LAB เนื่องจากโครงการดังกล่าวจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในกระบวนการผลิตแล้ว ยังช่วยเพิ่มมูลค่าให้แก่ห่วงโซ่ผลิตภัณฑ์และผลประกอบการในระยะยาว นอกจากนี้ งบลงทุนในบางโครงการ อาจได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษี (BOI Tax Privilege) ซึ่งปัจจุบันบริษัทสามารถเครดิตภาษีได้ก็ราว 3,100 ล้านบาท โดยคาดว่าจะใช้ไปใน 56 ราว 2,900 ล้านบาท (คาด Effective Tax Rate ที่ 10-12%)
- เรายังคงประมาณการปี 56 ที่ 14,790 ล้านบาท ประเมินมูลค่าพื้นฐานปี 56 ที่ 83.50 บาท อิงวิธี DCF มี upside 14% ปัจจุบันราคาน้ำมันซื้อขายที่ Forward PER 10x ต่ำกว่าภูมิภาคที่ 12x นอกจากนี้ บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผล 2H55 ที่ 2.20 บาท (โดยขึ้นเครื่องหมาย XD วันที่ 27 กพ คิดเป็น Div yield ทั้งปี 3.70% แนะนำ "ซื้อลงทุน")

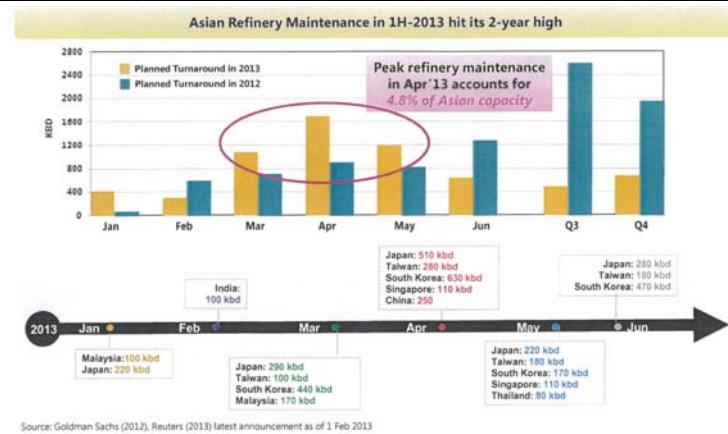
Table 1 ข้อมูลทางการเงินของ TOP									
Year End: Dec	Sales (Btm)	EBITDA (Btm)	Net Profit (Btm)	EPS (Bt)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	DPS (Bt)	Div. Yield (%)	ROE (%)
2010A	318,391	14,821	8,956	4.39	17.82	11.66	1.76	2.24	12.77
2011A	446,241	27,078	14,853	7.28	8.03	6.43	3.30	5.64	18.69
2012A	447,432	19,128	12,320	6.04	12.13	7.74	2.70	3.69	14.24
2013F	443,977	27,420	14,790	7.25	10.10	5.57	3.19	4.36	15.60
2014F	444,078	30,772	16,644	8.15	8.98	4.67	3.59	4.90	15.98

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Chart 1 2013 Asian Refinery Maintenance Schedule



Sources: TOP

Chart 2 2013 Crack Spread Trend

(\$/bbl)	2012	Q1TD-13	1H-13*	2H-13**
LPG (\$/t)	916	940	↔	↓
U95-DB	14.4	16.8	↑	↓
JET-DB	17.8	21.1	↑	↓
GO-DB	17.1	19.8	↑	↓
FO-DB	-3.3	-8.3	↓	↑
MARKET GRM	5.3			

Note: Q1TD as of 15 Feb * Compared to 2012 ** Compared to 1H-13

Sources: TOP

Chart 3 2013 Aromatics Spread Trend

(\$/t)	2012	Q1TD-13	1H-13	2H-13
PX-UG95	448	593	↑	↓
BZ-UG95	158	346	↑	↓
TL-UG95	128	244	↑	↓

Note: Q1TD as of 15 Feb * Compared to 2012 ** Compared to 1H-13
 Note: PX = Paraxylene, BZ = Benzene, TL = Toluene

Sources: TOP

Chart 4 2013 Lube Spread Trend

(\$/t)	2012	Q1TD-13	1H-13	2H-13
500SN-FO	519	419	↑	↑
Bitumen-FO	-39	-17	↔	↓

Note: Q1TD as of 15 Feb * Compared to 2012 ** Compared to 1H-13

Sources: TOP

Chart 5 CAPEX Plan

Projects	COD	Total Project Cost	Remaining capital investment			
			2013	2014	2015	After 2015
Refinery upgrading	2014	128.2	87.6			
Reliability, efficiency and flexibility improvement	-	382.9	150.0	71.8	18.4	27.2
Environmental and fuel efficiency improvement		352.7*	196.7	60.7	10.1	0.5
Power – 2 SPPs	2016	325.6	0.5	95.4	58.4	171.3
CDU-3 preheat train	2014	69.9*	41.1	2.7		
Crew boats	2013/14	34.6	10.0	10.0		
Specialty-Wax	2015	35.9		17.9	17.3	
Solvent expansion – SAKC	2014	60.6	32.4	19.7		
Total		1,437.6	518.3	278.2	104.2	199.0
			\$1,099.7m			
Projects under review	COD	Total Project Cost	2013	2014	2015	After 2015
Benzene Derivatives - LAB	-	310.0	100.0	150.0	50.0	
Jetty 7,8	Q1-15	165.4	1.9	85.3	71.4	6.5

Notes: Excluding approximately 40 M\$/year for annual maintenance
 *anticipated to receive BOI 100% of actual investment cost

Sources: TOP

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร: 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเน็ต จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณใดก็ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้ นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน



Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2012

ADVANC	BMCL	ICC	PS	SAMTEL	THAI						
AOT	BTS	IRPC	PSL	SAT	TIP						
ASIMAR	CPN	KBANK	PTT	SC	TIPCO						
BAFS	CSL	KK	PTTEP	SCB	TISCO						
BANPU	DRT	KTB	PTTGC	SCC	TKT						
BAY	EASTW	LPN	QH	SE-ED	TMB						
BBL	EGCO	MCOT	RATCH	SIM	TOP						
BCP	ERW	NKI	ROBINS	SIS	TSTE						
BECL	GRAMMY	NOBLE	RS	SNC	TTA						
BKI	HEMRAJ	PHOL	SAMART	SYMC							

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
Score Range	Number of Logo	Description
90 - 100		ดีเลิศ Excellent
80 - 89		ดีมาก Very Good
70 - 79		ดี Good
60 - 69		ดีพอใช้ Satisfactory
50 - 59		ผ่าน Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A N/A

2S	BJC	DELTA	GLOW	LANNA	NCH	PM	SITHAI	TASCO	TMT	UAC	
ACAP	BROOK	DEMCO	GUNKUL	LH	NINE	PR	SMT	TCAP	TNITY	UMI	
AF	BWG	DTAC	HANA	LRH	NMG	PRANDA	SPALI	TCP	TNL	UP	
AIT	CENTEL	DTC	HMPRO	LST	NSI	PRG	SPCG	TFD	TOG	UPOIC	
AKR	CFRESH	ECL	HTC	MACO	OCC	PT	SPI	TFI	TPC	UV	
AMATA	CGS	EE	IFEC	MAKRO	OFM	PYLON	SPPT	THANA	TRC	VIBHA	
AP	CHOW	EIC	INTUCH	MBK	OGC	S & J	SSF	THCOM	TRT	VNT	
ASK	CIMBT	ESSO	ITD	MBKET	OISHI	S&P	SSSC	THIP	TRU	WACOAL	
ASP	CK	FE	IVL	MFC	PAP	SABINA	STANLY	THRE	TRUE	YUASA	
AYUD	CM	FORTH	JAS	MFEC	PDI	SAMCO	STEC	TIC	TSC	ZMICO	
BEC	CPALL	GBX	KCE	MINT	PE	SCCC	SUC	TICON	TSTH		
BFIT	CPF	GC	KGI	MODERN	PG	SCG	SUSCO	TIW	TTW		
BH	CSC	GFPT	KSL	MTI	PHATRA	SCSMG	SVI	TK	TUF		
BIGC	DCC	GL	L&E	NBC	PJW	SFP	SYNTEC	TLUXE	TVO		

AEONTS	ASIA	CIMBI	FNS	IRC	KWC	MDX	PL	ROJNA	SMIT	TF	TR	WG
AFC	BGT	CITY	FOCUS	IRCP	KWH	MJD	POST	RPC	SMK	TGCI	TTCL	WIN
AGE	BLA	CMO	FSS	IT	KYE	MK	PPM	SAM	SOLAR	THANI	TWFP	WORK
AH	BNC	CNS	GENCO	JMART	LALIN	MOONG	PREB	SCBLIF	SPC	TKS	TYCN	
AHC	BOL	CNT	GFM	JTS	LEE	MPIC	PRECHA	SCP	SPG	TMD	UBIS	
AI	BROCK	CPL	GLOBAL	JUBILE	LHBANK	MSC	PRIN	SEAFCO	SSC	TMI	UEC	
AJ	BSBM	CRANE	GOLD	JUTHA	LHK	NC	PSAAP	SENA	SST	TNH	UIC	
ALUCON	BTNC	CSP	HFT	KASET	LIVE	NNCL	PTL	SF	STA	TNPC	UMS	
AMANAHA	BUI	CSR	HTECH	KBS	LOXLEY	NTV	Q-CON	SGP	SVOA	TOPP	UOBKH	
APCO	CCET	CTW	HYDRO	KC	MAJOR	OSK	QLT	SIAM	SWC	TPA	UPF	
APCS	CEN	DRACO	IFS	KDH	MATCH	PAE	QTC	SIMAT	SYNEX	TPAC	US	
APRINT	CHUO	EASON	IHL	KIAT	MATI	PATO	RASA	SINGER	TBSP	TPCORP	UT	
ARIP	CI	EMC	ILINK	KKC	KBAX	PB	RCL	SIRI	TCB	TPIPL	VARO	
AS	CIG	EPCO	INET	KTC	M-CHAI	PICO	RICH	SKR	TEAM	TPP	WAVE	

Disclaimer

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่งผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังจากดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179/109-110 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2801-9100 โทรสาร 0-2801-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการ เปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขาย หลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน