

บมจ.ไทยออยล์ (TOP)

3Q20: ผลประกอบการออกมาดีกว่าคาด; ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับผลกระทบจากการ lockdown รอบสองในยุโรป

กำไรสุทธิ 3Q20 ของ TOP ออกมาดีกว่าที่เราและตลาดคาด 9% และ 21% ตามลำดับ จากกำไรจาก Inventory และ hedging ที่สูงกว่าคาด กำไรสุทธิลดลง qoq หลักๆเป็นผลจากรายการที่ไม่ได้เกิดขึ้นเป็นประจำ (non-recurring) ที่ลดลง เรายังไม่มีความชัดเจนเกี่ยวกับผลกระทบจากการ lockdown รอบสองในยุโรป ซึ่งอาจทำให้ความต้องการใช้ปิโตรเลียมทั่วโลกลดลง 1.0-1.5% เราแนะนำให้เปลี่ยนไปลงทุนใน PTTGC แทนจากสัญญาณการฟื้นตัวของกำไรที่ชัดเจนขึ้น คงคำแนะนำไว้ที่ ราคาเป้าหมายที่ 38.00 บาท ราคาซื้อที่ 30.00 บาท

3Q20 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	3Q19	2Q20	3Q20	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	82,329	49,372	57,225	-30.5	15.9
Operating cost	83,585	49,193	56,516	-32.4	14.9
SG&A expense	526	591	697	32.5	17.9
EBITDA	2,073	2,881	3,819	84.2	32.6
EBIT	197	4,141	1,780	801.5	-57.0
Tax (expense)/Reversal	222	-495	32	-85.7	106.4
Net income	-683	2,480	715	204.8	-71.2
EPS (Bt)	-0.33	1.22	0.35	204.8	-71.2
Inventory gain/(loss) & NRV	-1,725	1,065	3,364	295.0	215.9
FX gain/(loss)	303	2,045	-453	-249.2	-122.1
Recurring income	755	-282	-1,700	-325.1	-502.0
Gross margin (%)	-1.5%	0.4%	1.2%		
EBITDA margin (%)	2.5%	5.8%	6.7%		
Net margin (%)	-0.8%	5.0%	1.2%		

Source: TOP, UOB Kay Hian

RESULTS

กำไรสุทธิ 3Q20 ออกมาดีกว่าคาด TOP รายงานกำไรสุทธิที่ 715 ลบ.ใน 3Q20 ซึ่งออกมาดีกว่าที่เราและตลาดคาดไว้ 9% และ 21% ตามลำดับ จากกำไรจาก inventory และ hedging ที่สูงกว่าคาด กำไรสุทธิใน 3Q20 ลดลง 71% qoq แต่เพิ่มขึ้น 205% yoy รายการพิเศษใน 3Q20 ประกอบด้วย : 1) กำไรจาก inventory จำนวน 3,400 ลบ.(2Q20: ขาดทุน 1,100 ลบ.,3Q19: ขาดทุน 1,700 ลบ.) 2) ผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 453 ลบ.(2Q20: กำไร 2,100 ลบ.,3Q19: กำไร 303 ลบ.) และ 3) กำไรจาก hedging จำนวน 177 ลบ.(2Q20: 344 ลบ.,3Q19: 147 ลบ.) (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2018	2019	2020F	2021F	2022F
Net turnover	391,847	368,204	183,747	209,338	209,400
EBITDA	23,573	18,148	8,879	17,176	17,393
Operating profit	16,309	11,063	1,374	9,834	10,199
Net profit (rep./act.)	10,149	6,277	(3,847)	5,869	6,015
Net profit (adj.)	12,474	2,907	859	5,869	6,015
EPS (Bt)	6.1	1.4	0.4	2.9	2.9
PE (x)	5.8	24.9	84.3	12.3	12.0
P/B (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	7.4	9.6	19.7	10.2	10.1
Dividend yield (%)	7.5	4.2	0.0	3.5	3.6
Net margin (%)	2.6	1.7	(2.1)	2.8	2.9
Net debt/(cash) to equity (%)	57.7	35.0	90.7	79.5	89.4
Interest cover (x)	6.0	5.5	3.6	6.5	6.2
ROE (%)	8.0	5.0	n.a.	5.0	5.1
Consensus net profit	-	-	(3,969)	5,776	7,837
UOBKH/Consensus (x)	-	-	n.a.	1.02	0.77

Source: TOP, Bloomberg, UOB Kay Hian

HOLD

(Maintained)

Share Price	Bt35.50
Target Price	Bt38.00
Upside	+7.0%

COMPANY DESCRIPTION

TOP is an oil refinery company. It also produces oil related products including LPG, Kerosene, fuel oil and chemicals.

STOCK DATA

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	TOP TB
Shares issued (m):	2,040.0
Market cap (Btm):	72,421.0
Market cap (US\$m):	2,326.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	13.8

Price Performance (%)

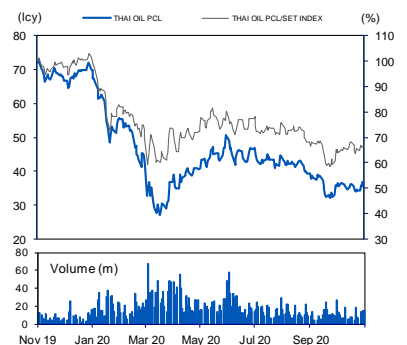
52-week high/low	Bt72.75/Bt27.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
10.1	(14.5)	(13.4)	(48.9)	(49.1)

Major Shareholders

PTT	49.1
NVDR	4.5
HSBC (Singapore) Nominees Pte. Ltd.	2.6

FY20 NAV/Share (Bt)	55.42
FY20 Net Debt/Share (Bt)	50.26

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Tanaporn Visaruthaphong
 +662 659 8305
 tanaporn@uobkayhian.co.th

Chaiwat Arsirawichai
 +662 659 8301
 chaiwat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้เปิดเผยและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือข้อแนะนำการดำเนินงานต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้ลงทุนหรือซื้อขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

Company Results

Friday, 06 November 2020

- **ขาดทุนปกติใน 3Q20 ตามคาด** หากไม่รวมรายการพิเศษ TOP จะรายงานขาดทุนปกติที่ 1,700 ลบ. ใน 3Q20 (2Q20: ขาดทุน 282 ลบ. 3Q19: กำไร 755 ลบ.) ผลการดำเนินงานอ่อนแอทั้ง qoq และ yoy จาก :

1) **ธุรกิจโรงกลั่น : มีผลการดำเนินงานที่อ่อนแอลง qoq ใน 3Q20** จากค่าการกลั่น (GRM) ที่ติดลบอยู่ที่ US\$1.1/bbl (2Q20: +US\$1.40, 3Q19: + US\$4.10) จากส่วนต่างราคาน้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยาน และน้ำมันดีเซลที่ลดลง นอกจากนี้ ผู้ประกอบการธุรกิจโรงกลั่นยังได้รับผลกระทบจาก crude premium ที่สูงขึ้น โดย Crude premium น้ำมันดิบ Murban เทียบกับน้ำมันดิบดูไบอยู่ที่ US\$1.20/bbl ใน 3Q20 (2Q20: discount US\$4.72, 2Q19: premium US\$3.39)

2) **ธุรกิจอะโรแมติกส์: มีผลการดำเนินงานที่ลดลง qoq ใน 3Q20** จากส่วนต่างราคาพาราไซซีน (PX) (3Q20: US\$144.80/ตัน, 2Q20: US\$214.00, 3Q19: US\$194.10) และส่วนต่างราคาเบนซีน(BZ) (3Q20: US\$26.20/ตัน, 2Q20: US\$89.80, 3Q19: US\$59.90) ที่ลดลงเล็กน้อยจากอุปทานใหม่จำนวนมาก , ปริมาณความต้องการที่อ่อนแอ และระดับ Inventory ที่สูง อย่างไรก็ตาม ส่วนต่างราคา LAB ยังคงแข็งแกร่งอยู่ที่ US\$861.70/ตัน ใน 3Q20 (2Q20: US\$848.00, 3Q19: US\$638.10) จากปริมาณความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากอุตสาหกรรม industrial cleaning โดยเฉพาะจากอินเดีย ส่วนแบ่งกำไรของธุรกิจอะโรแมติกส์ลดลงมาอยู่ที่ US\$1.20/bbl ใน 3Q20 (2Q20: US\$1.60, 3Q19: US\$0.50)

3) **ธุรกิจผลิตภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน: มีผลการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้น qoq ใน 3Q20** จากส่วนต่างราคาขายมะตอย (bitumen) ที่สูงขึ้นจากปริมาณความต้องการที่แข็งแกร่งจากโครงการก่อสร้างพื้นฐานของรัฐบาล

STOCK IMPACT

- **ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับผลกระทบจากการ lockdown รอบสองในยุโรป** ผลผลิตถักกลั่นส่วนใหญ่ปรับตัวดีขึ้น qtd จากผลของฐานที่ต่ำ ค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ของ TOP ใน 4Q20 มีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นเป็น US\$1/bbl จาก -US\$1.10 ใน 3Q20 นอกจากนี้ ซาอุดี อาระเบียได้ปรับลดราคาขายน้ำมันอย่างเป็นทางการ (OSP) สำหรับน้ำมันดิบประเภท Arab light เทียบกับราคาน้ำมันดูไบเป็น discount US\$0.45/bbl qtd (3Q20: US\$0.77 premium, 2Q20: US\$5.43 discount) อย่างไรก็ตาม ปัจจัยเชิงบวกเหล่านี้จะถูกลบออกเนื่องจากความต้องการใช้ปิโตรเลียมที่ชะลอตัวลงหลังจากที่ยุโรปประกาศ lockdown เป็นเวลาอย่างน้อย 1 เดือนหลังพบการระบาดของเชื้อไวรัส COVID-19 ระลอกที่สอง อุตสาหกรรมเชื่อว่าสถานการณ์นี้จะส่งผลทำให้ความต้องการใช้ปิโตรเลียมทั่วโลกลดลง 1.0-1.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน (หรือ 1-1.5% ของความต้องการทั่วโลก)

EARNINGS REVISION/RISK

- **ไม่มี** เราจะทบทวนประมาณการกำไรของเราอีกครั้งหลังจากมองเห็นผลกระทบที่ชัดเจนขึ้นจากการ lockdown รอบสองในยุโรป
- **การวิเคราะห์ sensitivity ของค่าการกลั่น (GRM)** ทุก ๆ การเพิ่มขึ้นของสมมติฐาน GRM US\$1/bbl จะส่งผลทำให้การคาดการณ์กำไรปกติสำหรับปี 2021 ของเราเพิ่มขึ้น 2,300 ลบ. เราสมมติฐาน GRM ของ TOP เบื้องต้นอยู่ที่ US\$3.0/bbl ในปี 2021
- **การวิเคราะห์ sensitivity ของส่วนต่างราคา PX** ทุก ๆ การเพิ่มขึ้นของสมมติฐานส่วนต่างราคา PX US\$100/ตัน จะส่งผลทำให้การคาดการณ์กำไรปกติสำหรับปี 2021 ของเราเพิ่มขึ้น 922 ลบ.
- **การวิเคราะห์ sensitivity ของส่วนต่างราคา BZ** ทุก ๆ การเพิ่มขึ้นของสมมติฐานส่วนต่างราคา BZ US\$100/ตัน จะส่งผลทำให้การคาดการณ์กำไรปกติสำหรับปี 2021 ของเราเพิ่มขึ้น 100 ลบ.

VALUATION/RECOMMENDATION

- **คงคำแนะนำ ถือ และราคาเป้าหมายที่ 38.00 บาท** อิงจาก ค่าเฉลี่ย P/B ย้อนหลัง 5 ปีที่ -2SD (หรือ P/B 0.65 เท่า) ราคาเข้าซื้อที่ 30.00 บาท ราคาหุ้นของ TOP ต่ำกว่า SET index 27.3% ซึ่งได้สะท้อนปัจจัยเชิงลบไปเกือบทั้งหมดแล้ว ด้วยความไม่แน่นอนเกี่ยวกับผลกระทบของการติดเชื้อ COVID-19 ระลอกที่สอง เราแนะนำให้เปลี่ยนไปลงทุนใน PTTGC แทน จากราคา และส่วนต่างราคาโพลีเอทิลีน (PE) ที่สูงขึ้น

PRICE AND SPREAD ASSUMPTIONS

	2Q20	3Q20	4Q20 qtd	UOBKH 2020F
Brent price (US\$/bbl)	33.4	43.3	41.3	42.0
Dubai price (US\$/bbl)	30.6	42.4	40.7	40.0
Refinery (US\$/bbl)				
Gasoline spread	2.6	4.4	5.3	4.0
Jet spread	-0.1	-0.8	1.0	2.0
Diesel spread	5.7	4.2	2.7	7.5
LSFO spread	5.4	3.2	5.5	7.5
HSFO spread	-1.6	-2.5	0.6	-4.0
Aromatic (US\$/tonne)				
PX - ULG95 Spread	214	145	149	150
BZ - ULG95 Spread	90	26	34	60
PX - Condensate Spread	272	190	178	200
BZ - Condensate Spread	148	70	82	100

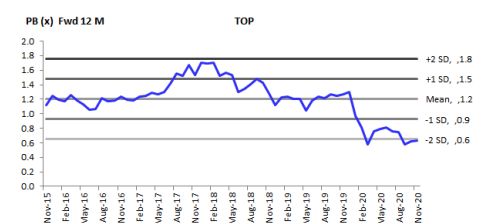
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

KEY VALUE DRIVER

(US\$/bbl)	3Q19	2Q20	3Q20
Refinery Business			
CDU U-rate (%)	97	98	93
Market GRM	4.1	1.4	-1.1
(excl stock gain/loss)			
Aromatics Business			
BTX U-rate (%)	54	75	56
Market P2F (US\$/tonne)	42	77	68
Base Oil Business			
Base Oil production (%)	81	89	89
Market P2F (US\$/tonne)	83	24	100

Source: TOP

P/B BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian