FINANSIA
ALWAYS A STEP AHEAD

3 กรกฎาคม 2561

**Re-Initial**

# TOP (TOP TB)

## บมจ. ไทยออยล์

| Current | Previous | Close | 2018 TP | Exp Return | THAI CAC | CG 2017 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| BUY | HOLD | 73.75 | 88 | +19% | Certified | 5 |

**Consolidated earnings**

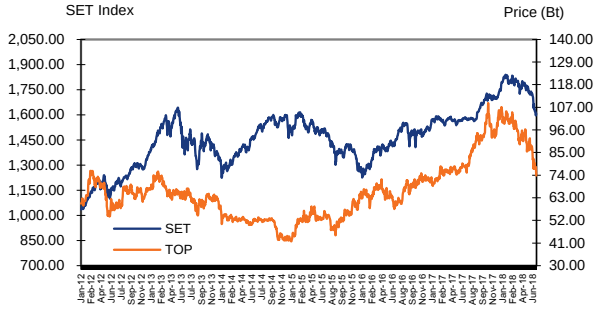
| BT (mn) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|---|---|---|---|---|
| Normalized earnings | 21,019 | 21,808 | 16,106 | 16,145 |
| Net profit | 21,222 | 24,856 | 16,106 | 16,145 |
| EPS (Bt)- Normalized | 10.30 | 10.69 | 7.90 | 7.91 |
| % growth Y-Y | 56.3% | 3.8% | -26.1% | 0.2% |
| EPS (Bt) | 10.40 | 12.18 | 7.90 | 7.91 |
| % growth Y-Y | 74.2% | 17.1% | -35.2% | 0.2% |
| Dividend/share (Bt) | 3.30 | 4.50 | 3.75 | 3.75 |
| BV/share (Bt) | 54.70 | 62.33 | 66.99 | 71.71 |
| EV/EBITDA (x) | 5.0 | 5.2 | 5.1 | 4.6 |
| PER (x) - Normalized | 7.0 | 9.7 | 9.3 | 9.3 |
| PER (x) | 6.9 | 8.5 | 9.3 | 9.3 |
| PBV (x) | 1.3 | 1.7 | 1.1 | 1.0 |
| Dividend yield (%) | 4.6% | 4.3% | 5.1% | 5.1% |
| ROE (%) | 19.0% | 19.5% | 11.8% | 11.0% |
| YE no. of shares (million) | 2,040 | 2,040 | 2,040 | 2,040 |
| Par (Bt) | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 10.00 |

*Source: Company data, FSS estimates*

**Share data**

| | |
|---|---|
| Sector | Energy & Utilities |
| Close (02/07/2018) | 73.75 |
| SET Index | 1,607.27 |
| Foreign limit/actual (%) | 40.00/20.21 |
| Paid up shares (million) | 2,040.03 |
| Free float (%) | 44.64 |
| Market cap (Bt m) | 150,452.06 |
| Avg daily T/O (Bt m) (2018 YTD) | 553.48 |
| hi, lo, avg (Bt) (2018 YTD) | 108.00, 72.25, 93.15 |

*Source: Setsmarts*




*Source: SET*

**Analyst: Jitra Amornthum** Register No.: 014530
**Assistant Analyst** : Thanaphat Sirikul
Tel.: +662 646 9966
email: Jitra.a@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

Finansia Syrus Securities
LINE@ @fnsyrus

## ระยะสั้นอาจดูไม่ดี แต่ Downside Risk จำกัดมากแล้ว

**เราแนะนำ "ซื้อ" TOP ที่ราคาเหมาะสม 88 บาท บนสมมติฐาน Market GRM ที่ US$5/บาร์เรล ในขณะที่ Singapore Refinery Margin ใน 1H18 อยู่ที่ US$6.5/บาร์เรล ซึ่งคาดว่าจะทำให้ EBITDA ในครึ่งปีแรกอยู่ที่ 18,000 ล้านบาท หรือคิดเป็น 63% ของประมาณการกำไรทั้งปี โดยเรามองว่าการคาดการผลประกอบการของเราค่อนข้าง Conservative และมี Downside Risk ที่น้อย เนื่องจากการปรับตัวลงของค่าการกลั่นจะค่อนข้างจำกัด เพราะ ณ ค่าการกลั่นปัจจุบันที่ US$4/บาร์เรล ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในระยะยาวถึง 40% เนื่องจาก Seasonal Effect ที่โรงกลั่นจะเร่งกลั่นน้ำมันเพื่อเพิ่มปริมาณสินค้าคงคลังก่อนจะเข้าอยู่ช่วงฤดูมรสุมและการหยุดซ่อมบำรุงในช่วงปลาย 3Q18 ก่อนที่ค่าการกลั่นจะกลับขึ้นมาสูงขึ้นอีกครั้งจากปริมาณความต้องการในช่วงหยุดยาวและฤดูหนาวตอนปลายปี นอกจากนี้ เรายังเห็นประโยชน์ระยะยาวจากการลงทุนในโครงการ CFP ที่คาดว่าจะสามารถเพิ่ม Market GRM ให้กับบริษัทได้อีก US$3.5/บาร์เรลตั้งแต่ปี 2023 เป็นต้นไป การปรับตัวลงของราคาหุ้น TOP ที่ -30% YTD เทียบกับกลุ่มที่ปรับตัวลง -4% YTD จนมีระดับ Valuation ที่น่าสนใจ เพราะว่าที่ราคาปัจจุบัน ได้สะท้อน Market GRM เพียงแค่ US$4.5/บาร์เรล ซึ่งจะเกิดขึ้นในช่วงวิกฤติเศรษฐกิจ มากไปกว่านั้น ได้สะท้อนผลประกอบการในกรณี Worst Case ของเราบน EBITDA 23,000 ล้านบาท ซึ่งโอกาสเป็นไปได้น้อย หลังจากคาดการณ์กำไรในครึ่งปีแรกไปแล้วกว่า 80% ของประมาณการทั้งปี**

### ผลการดำเนินงานหลักใน 2Q18 ชะลอ แต่ชดเชยได้จากกำไรจากสต็อค

แนวโน้มผลการดำเนินงานจากธุรกิจหลักชะลอลงใน 2Q18 ถูกกดดันทั้งจากค่าการกลั่นและส่วนต่างราคา LPG, แก๊สโซลีน และอโรเมติกส์ที่ชะลอ เราคาด Market GRM ของธุรกิจโรงกลั่นจะลดลงมาอยู่ที่ US$5/บาร์เรล (-12.0% Q-Q และ -18.0% Y-Y) จากปัญหา Crude Premium ที่อยู่ในระดับสูง ขณะที่ส่วนต่างราคา LPG และแก๊สโซลีนลดลง -30% และ -10% Q-Q เหลือ US$26.0/บาร์เรล และ US$12.0/บาร์เรลตามลำดับ รวมไปถึงค่าเงินบาทที่อ่อนค่าลง จะทำให้บริษัทขาดทุน Fx ประมาณ 700 ล้านบาท อย่างไรก็ตาม กำไรจากสต็อคน้ำมันที่คาดว่าจะสูงถึง US$3.5/บาร์เรล หักล้างผลกระทบได้หมด ทำให้เราคาด EBITDA ใน 2Q18 จะอยู่ที่ 8,600 ล้านบาท (-5% Q-Q, +35% Y-Y)

### คาดผลประกอบการ 2H18 ชะลอ ทำให้ EBITDA ทั้งปี -30% Y-Y

หากเป็นไปตามคาด EBITDA ใน 1H18 จะเป็น 18,000 ล้านบาท คิดเป็น 63% ของประมาณการทั้งปีที่เราคาดที่ 29,000 ล้านบาท (-30% Y-Y) แม้ว่าค่าการกลั่นจะดีขึ้นในปลาย 3Q18 จากฤดูปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น ทำให้อุปทานหายไปบางส่วน แต่ไม่สามารถเทียบกับปีก่อนที่ถูกกระทบจากเฮอร์ริเคนในสหรัฐ และไฟไหม้โรงกลั่นขนาดใหญ่ในยุโรปได้ นอกจากนี้ เรามองว่าราคาน้ำมันดิบผ่านจุดสูงสุดไปแล้วใน 2Q18 จาก Supply ใหม่ที่เข้ามา ส่วนธุรกิจอโรเมติกส์ถูกกระทบจากปัญหา Oversupply จากโรงงานในซาอุดิอาระเบีย เวียดนาม และจีนที่เริ่มเดินเครื่องในปีนี้

**โครงการ Clean Fuel Project จะช่วยปลดล็อคข้อจำกัดในการทำกำไร แต่ผลของการลงทุนยังอีกยาวไกล ต้องใช้เวลาพิสูจน์**

ประโยชน์ของโครงการ CFP คือ 1.ช่วยลดปัญหา Crude Premium ในระยะยาวให้กับบริษัท เนื่องจากสามารถปรับเปลี่ยนไปใช้น้ำมันดิบที่มีราคาถูกลง และช่วยเปลี่ยนน้ำมันเตาให้ไปเป็นน้ำมันดีเซลซึ่งมีมูลค่าสูงกว่าได้และ 2. ปลดล็อคกำลังการกลั่นติดตั้ง จาก 275,000 บาร์เรล/วัน ให้เป็น 400,000 บาร์เรล/วัน เบื้องต้น คาดว่าจะช่วยเพิ่ม Market GRM ได้อีก US$3.5/บาร์เรล โดยจะใช้เงินลงทุนประมาณ US$4,800 ล้าน ในขณะที่ฐานะทางการเงินของบริษัทยังแข็งแรงและยังไม่ต้องเพิ่มทุนเพราะมีเงินสดเหลืออยู่ถึง US$2,500 ล้าน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าจะเห็นผลจากการลงทุนในปี 2023-2024 ซึ่งยังไม่ได้รวมเข้าไปในประมาณการ

## ลักษณะการประกอบธุรกิจ

**ธุรกิจการกลั่นน้ำมัน**

โรงกลั่นของ TOP มีกำลังการผลิตติดตั้ง (Nameplate) อยู่ที่ 275,000 บาร์เรล/วัน หรือคิดเป็น 22.0% ของทั้งประเทศ อย่างไรก็ตามการปรับปรุงกระบวนการการผลิตที่ผ่านมา ส่งผลให้บริษัทสามารถเพิ่มกำลังการผลิตได้เป็นประมาณ 310,000 บาร์เรล/วัน หรือคิดเป็น Utilization Rate ที่ 113.0% โดยเป็นการขายภายในประเทศ 85.0% และส่งออก 15.0% ลูกค้าหลักมากกว่า 50.0% มาจากบริษัทในเครือเดียวกัน ได้แก่ บริษัท ปตท.และ บริษัท ไทยพาราไซลีน และในส่วนที่เหลืออีก 35.0% ขายให้กับลูกค้านอกเครือ ได้แก่ บริษัท เชลล์, เชฟรอน และ พีทีจี ในส่วนของวัตถุดิบที่นำเข้ากลั่น โรงกลั่นของบริษัทใช้น้ำมันดิบเป็นวัตถุดิบ (Crude Oil Base) โดยมีการนำเข้าจากต่างประเทศ 87.0% และจากแหล่งภายในประเทศ 13.0% แหล่งที่นำเข้าหลักๆจะมาจากประเทศในแถบตะวันออกกลาง ซึ่งชนิดของน้ำมันดิบที่เอาเข้ากลั่นได้แก่ ดูไบ (Dubai Crude) และเมอเบิ้ล (Murban Crude) โดยลักษณะผลิตภัณฑ์ที่ได้จากการกลั่น สามารถแบ่งออกเป็น 3 กลุ่ม คือ 1) Light Distillate ได้แก่ แอลพีจี แก๊ซโซลีน แนฟทา และ แพลตฟอล์มเมต 2) Middle Distillate ได้แก่ น้ำมันอากาศยาน, น้ำมันก๊าด และดีเซล และ 3) Heavy Oil ได้แก่ น้ำมันเตา ในสัดส่วน 36.0%, 56.0% และ 8.0% ตามลำดับ

**Figure 1: Thailand Crude Refinery Capacity**

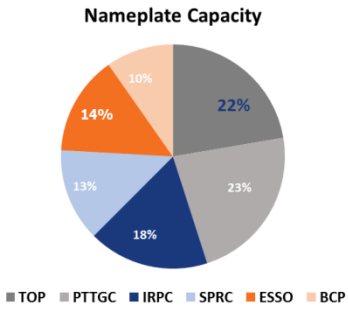



**Figure 2: Thai Oil Refinery Product Output (1)**

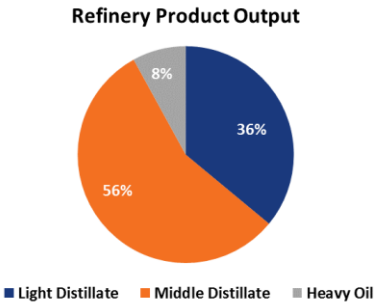
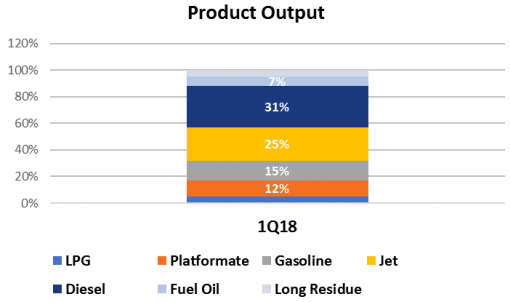



**Figure 3: Thai Oil Refinery Product Output (2)**




*Source: TOP, Bloomberg*

## ธุรกิจปิโตรเคมีและน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน

TOP มีกำลังการผลิตปิโตรเคมีขั้นต้นในสายอโรเมติกส์ ที่ 840,000 ตัน/ปี แบ่งเป็นสารประเภท พาราไซลีน, เบนซีน และ มิกซ์ไซลีน เพื่อเป็นวัตถุดิบให้กับปิโตรเคมีขั้นกลางและขั้นปลายต่อไป ผลิตภัณฑ์ที่ผู้บริโภคใช้อยู่ประจำวันที่ผลิตมาจากสารพาราไซลีน ได้แก่ เครื่องนุ่งห่มและขวดพลาสติคใสที่ผลิตมาจากสารโพลีเอสเตอไฟเบอร์ (Polyester Fiber) และโพลีเอทิลีนเทเลปทาเลต (Polyethylene Terephthalate) (PET) ในขณะที่สารเบนซีนใช้ในการผลิตสินค้าประเภท ชิ้นส่วนรถยนต์ อุปกรณ์อิเล็คทรอนิค บรรจุภัณฑ์ แก้ว ช้อน ส้อม มีด ที่ทำมาจากพลาสติค รวมไปถึงเสื้อผ้า และอุตสาหกรรมยาบางประเภท ซึ่งผลิตมาจากสารสไตลีนโมโนเมอร์ (Styrene Monomer), คิวมีน (Cumene) และไกโคลเฮกซีน (Cyclohexene)

นอกจากการผลิตสายอโรเมติกส์ข้างต้น บริษัทยังมีการผลิตสารลิเนียอัลคิลเบนซีน (Linear Alkyl Benzene) (LAB) ซึ่งเป็นสารช่วยลดแรงตึงผิว สำหรับเป็นวัตถุดิบในการผลิตผงซักฟอกและผลิตภัณฑ์ทำความสะอาด โดยมีกำลังการผลิตอยู่ที่ 100,000 ตัน/ปี และ สารไฮโดรคาร์บอนโซลเว้น (Hydrocarbon Solvent) ซึ่งเป็นสารทำละลาย เพื่อใช้ในอุตสาหกรรมสี ยางรถยนต์ สารเคลือบผิวและตัวประสาน โดยมีกำลังการผลิตอยู่ที่ 141,000 ตัน/ปี ในส่วนของธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น บริษัทมีกำลังการผลิตรวมอยู่ที่ 684,000 ตัน/ปี แบ่งเป็น น้ำมันหล่อลื่นขั้นพื้นฐาน 267,000 ตัน, ยางมะตอย 350,000 ตัน และ น้ำมันยางสะอาดเพื่อใช้ในการผลิตยางรถยนต์อีก 67,000 ตัน ซึ่งน้ำมันหล่อลื่นขั้นพื้นฐานนี้จะใช้เป็นสารตั้งต้นในการผลิตน้ำมันหล่อลื่นประเภท 150SN, 500SN และ 150BS โดยแบ่งตามความหนืดของชนิดน้ำมันจากน้อยไปมาก เพื่อให้เหมาะสมกับประเภทของการใช้งาน

**Figure 4: Thai Oil Aromatics Capacity**

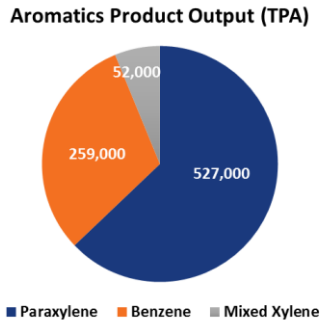
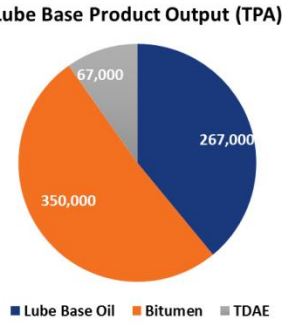



**Figure 5: Thai Oil Lube Base Capacity**




*Source: TOP*

## ธุรกิจโรงไฟฟ้า

TOP มีการถือหุ้นในบริษัท จีพีเอสซี (GPSC) ทั้งทางตรงและทางอ้อมรวมกันอยู่ที่ประมาณ 24.0% รวมไปถึงบริษัท ไทยออยล์เพาเวอร์ (74.0%) และท็อป เอสพีพี (100.0%) ลูกค้าส่วนใหญ่ที่รับซื้อไฟจากบริษัท จีพีเอสซี ได้แก่กลุ่มบริษัท ปตท.และการไฟฟ้าฝ่ายผลิต โดยในส่วนของไทยออยล์เพาเวอร์และท็อปเอสพีพี บริษัทได้ขายไฟให้กับการไฟฟ้าฝ่ายผลิตครึ่งหนึ่ง ส่วนอีกครึ่งหนึ่งรวมถึงไอน้ำบริษัทนำมาใช้เองทั้งหมด โดยเราสามารถแบ่งเป็นกำลังการผลิตเฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้น (Equity Megawatt) ได้ ดังนี้

**Figure 6: Thai Oil Power Plant Equity Capacity**

**Figure 7: Thai Oil Steam Capacity**

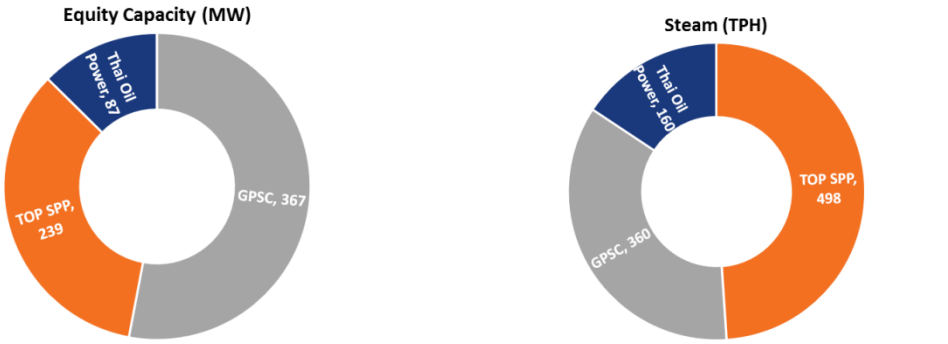
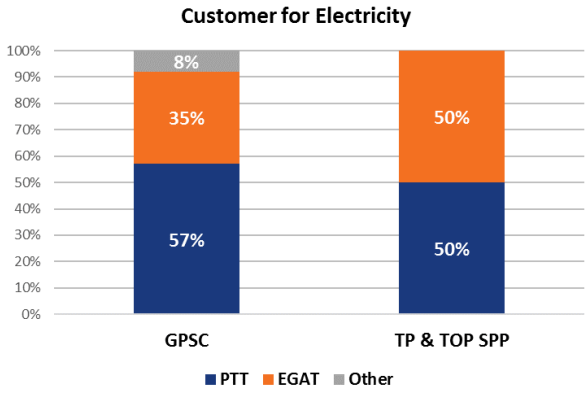



Figure 8: Thai Oil Customer




*Source: TOP*

### ธุรกิจขนส่งและอื่น ๆ

ในส่วนของธุรกิจขนส่ง บริษัทมีการลงทุนเองผ่านบริษัทลูกไทยออยล์มารีน เพื่อใช้ในการขนส่งน้ำมันดิบ ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและปิโตรเคมี รวมทั้งหมดประมาณ 1,100,000 ตันบรรทุก รวมไปถึงการร่วมถือหุ้นในบริษัทท่อส่งปิโตรเลียมไทย ในสัดส่วน 9.0% โดยปัจจุบัน มีการขนส่งน้ำมันสำเร็จรูปผ่านท่อประมาณ 26,000 ล้านลิตร/ปี และนอกจากนี้ยังมีธุรกิจเอทานอล โดยบริษัทมีการถือหุ้นผ่านบริษัทลูก ซึ่งกำลังการผลิตเฉพาะส่วนของการถือหุ้นอยู่ที่ 180,000 ลิตรต่อวัน

## มุมมองต่อราคาน้ำมันดิบ, ส่วนต่างราคาน้ำมันสำเร็จรูปและผลิตภัณฑ์โอโรเมติกส์

### คาดราคาน้ำมันดิบเข้าสู่ช่วง Peak ใน 2Q18 แล้ว

ผลการประชุม OPEC และ Non-OPEC เมื่อวันที่ 23 มิ.ย. ที่ผ่านมา ได้ข้อสรุปว่าจะเพิ่มกำลังการผลิตให้กลับไปอยู่ที่ 100% ของข้อตกลงเดิมในปี 2016 หรือที่ 1.8 ล้านบาร์เรล/วัน (แบ่งเป็น กลุ่ม OPEC 1.2 ล้านบาร์เรล/วัน และ กลุ่ม Non-OPEC 0.6 ล้านบาร์เรล/วัน) ในขณะที่ตัวเลขล่าสุดในเดือน พ.ค. ของกลุ่ม OPEC ได้ลดกำลังการผลิตลงไปถึง 2 ล้านบาร์เรล/วัน (สาเหตุหลักมาจากเหตุการณ์ความไม่สงบในประเทศเวเนฯ และปัญหาการผลิตจากประเทศแองโกล่า) ทำให้ตลาดคาดว่าจะมีอุปทานส่วนเพิ่มมาอีก 0.8-1 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งจะทำให้การตึงตัวของน้ำมันดิบลดลง ทั้งหมดนี้ เรายังคงมุมมองต่อสถานการณ์น้ำมันดิบเฉลี่ยในปี 2018 ที่ US$67/บาร์เรล และคาดว่าราคาน้ำมันดิบใน2Q18ผ่านมา เป็นจุดสูงสุดของปีนี้ เนื่องจากอุปทานใหม่ๆของทางสหรัฐยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ดูได้จากตัวเลขจำนวนแท่นขุดเจาะและปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐที่ปรับตัวขึ้น 115 แท่น และ 1.1 ล้านบาร์เรล/วัน จากปลายปี 2017 ถึงแม้ว่าสถานการณ์เรื่องท่อขนส่งน้ำมันของสหรัฐ ที่เริ่มจะแออัดในแหล่งผลิตที่สำคัญอย่างแหล่ง Permian แล้วก็ตาม แต่เรายังคงคาดหวังว่ากลุ่ม OPEC และ Non-OPEC จะไม่ปล่อยให้ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นไปมากๆ เนื่องจากจะเป็น

ผลเสียในระยะยาว เนื่องจากจะเป็นตัวกระตุ้นให้เกิดการลงทุนใหม่ๆเพิ่มขึ้นและจะทำให้เกิดปัญหาอุปทานล้นตลาดตามมาเหมือนในช่วงปี 2014-2015

**Spread น้ำมันสำเร็จรูปอ่อนตัวลง แต่คาดว่าจะพลิกกลับมาได้ในช่วงปลายปี**

ราคาน้ำมันสำเร็จรูปในระยะสั้น 2QTD (ในรูปที่ 9) จะเห็นได้ว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในกลุ่ม Light Distillate ทั้งจาก LPG(ในประเทศ) (-30.5% Q-Q, -90.0% Y-Y) และ แก๊สโซลีน (-4.2% Q-Q, -7.7% Y-Y) ยังคงอ่อนตัวลง แต่จะดีขึ้นในปลาย 3Q18 จากฤดูปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นซึ่งจะทำให้อุปทานบางส่วนหายไปจากตลาด และผลของฤดูกาลในช่วงหน้าหนาวตอนปลายปี ในขณะที่ส่วนต่างราคาในฝั่ง Middle Distillate จำพวกน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยานยังคงทรงตัวได้ดีอยู่ (ทรงตัว Q-Q, +37.5% Y-Y) ซึ่งสะท้อนได้จากเศรษฐกิจในโลกที่ยังคงขยายตัวได้อย่างดีและปริมาณสินค้าคงคลังที่ลดต่ำลง มากไปกว่านั้น ในช่วงที่ผ่านมา หุ้นในกลุ่มโรงกลั่นยังถูกกดดันจากประเด็นการปรับสูตรโครงสร้างราคาน้ำมันหน้าโรงกลั่น ซึ่งจากเดิม ราคาหน้าโรงกลั่นของไทยอ้างอิงมาจากประเทศสิงคโปร์ซึ่งเป็นมาตราฐานยูโร 3 บวกกับค่าพรีเมียม เช่น ค่าขนส่ง ค่าปรับปรุงคุณภาพน้ำมัน เพื่อให้ได้ตามข้อกำหนดมาตรฐานยูโร 4 ของประเทศไทย แต่สูตรใหม่จะมาจากการอ้างอิงราคาหน้าโรงกลั่นของสิงคโปร์ตามมาตรฐานยูโร 4 เลย ซึ่งเรามองว่าไม่ได้กระทบต่อกำไรของโรงกลั่นน้ำมันอย่างมีนัยสำคัญเนื่องมาจากราคาที่ทางรัฐบาลปรับใหม่เป็นราคาที่ประกาศเพื่อให้เอกชนทราบข้อมูลเท่านั้น แต่ในความเป็นจริงแล้ว ราคาที่ใช้ซื้อขายเป็นราคาที่ตกลงกันเองระหว่างผู้ซื้อกับผู้ขาย ขึ้นอยู่กับอุปสงค์และอุปทานในตลาดซึ่งมีทั้งราคาที่ถูกกว่าและแพงกว่าราคาที่ประกาศ เพราะถ้าราคาน้ำมันในประเทศถูกกว่าในต่างประเทศมาก โรงกลั่นในไทยก็จะส่งออกน้ำมันแทน ส่งผลให้น้ำมันในประเทศขาดแคลน สุดท้ายอุปทานที่หายไปก็จะเป็นตัวผลักดันราคาให้กลับมาใกล้เคียงกัน และในทางกลับกัน ถ้าราคาน้ำมันในประเทศแพงกว่าต่างประเทศมาก คู่แข่งจากต่างประเทศก็จะนำเข้าน้ำมันเข้ามาขายมากขึ้น พออุปทานมากขึ้นและเกิดการแข่งขันราคาขายก็จะลดลง อย่างไรก็ตาม กลุ่มโรงกลั่นก็ยังมีความเสี่ยงจากการแทรกแซงจากทางภาครัฐหากรัฐบาลจะออกกฎหมายควบคุมราคา แม้ว่าจะมีโอกาสเกิดขึ้นน้อยเนื่องจากขัดกับนโยบายการเปิดเสรีพลังงานในประเทศไทยก็ตาม ในขณะที่ภาพในระยะยาว จะเห็นได้ว่า ถึงแม้ว่าจะมีซัพพลายใหม่ๆเกิดขึ้นมาในช่วง 5 ปีข้างหน้าแต่ก็ยังน้อยกว่าปริมาณความต้องการใช้ (รูปที่ 10) ส่งผลให้อัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่นยังคงสูงขึ้นอีกเรื่อยๆ นอกจากนี้ ในจำนวนโรงกลั่นใหม่ที่จะเกิดขึ้น ส่วนหนึ่งจะถูกนำไปใช้ในธุรกิจปิโตรฯ ทำให้ผลผลิตที่จะออกมาไม่ได้เพิ่มซัพพลายให้กับน้ำมันสำเร็จรูปทั้งหมด ในเดียวกัน อัตราการเติบโตของเศรษฐกิจไทยที่เริ่มทยอยฟื้นตัว คาดว่าจะช่วยผลักดันปริมาณความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปในประเทศให้เติบโตปีละ 3.0% ในช่วง 5 ปีข้างหน้า มากไปกว่านั้น ในปี 2020 มาตราฐานการเดินเรือใหม่ที่ถูกกำหนดโดย International Maritime Organization (IMO) ซึ่งกำหนดให้ใช้น้ำมันเตา (Bunker Fuel Oil) ที่มีค่าน้อยกว่า 0.5% จากปัจจุบันที่กำหนดไว้ที่ 3.5% คาดว่าจะส่งผลกระทบต่อปริมาณการใช้น้ำมันเตาแบบเดิมที่ปัจจุบันใช้อยู่ 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งในช่วงแรกของการบังคับใช้ เราคาดว่ามาตราการดังกล่าวน่าจะไปเพิ่มความต้องการใช้น้ำมันดีเซลในกลุ่ม Middle Distillate ขึ้น เนื่องจากต้องนำไปใช้ผสมกับน้ำมันเตาแบบเดิม เพราะว่าในปัจจุบัน ทั้งตัวโรงกลั่นและบริษัทเดินเรือยังไม่มีความพร้อมที่จะเปลี่ยนไปใช้ได้ทันในเดือน ม.ค. 2020

**Figure 9: Petroleum Spread**

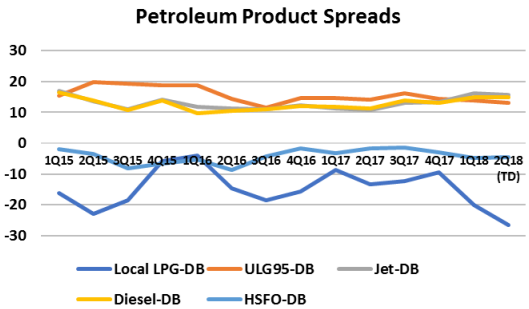



**Figure 10: New Demand and Additional Supply for Petroleum**

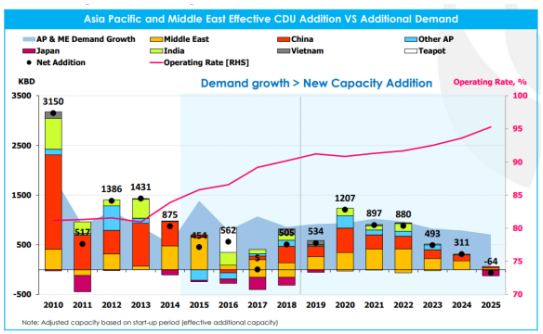


Figure 11: U.S. Diesel Stock

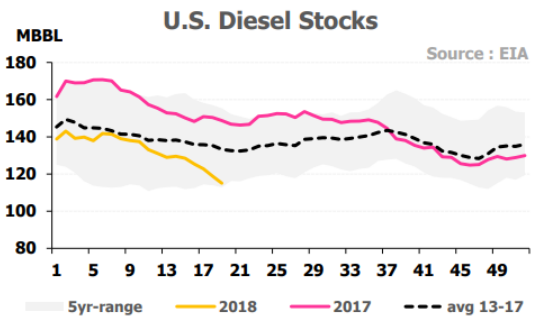



Figure 12: EU Diesel Stock

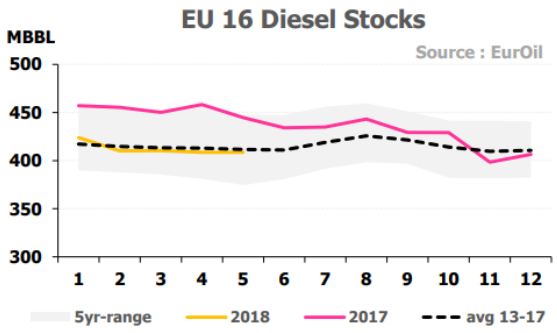



Figure 13: Singapore Middle Distillate Stock

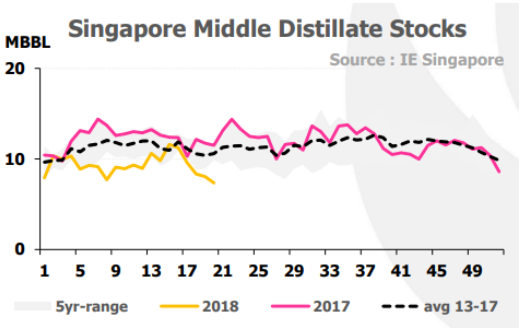
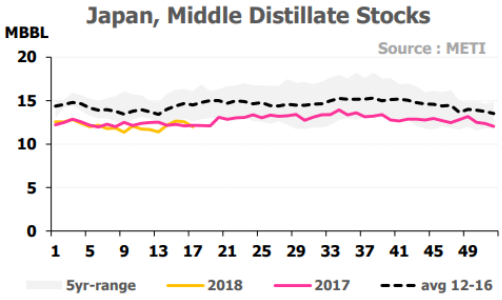



Figure 14: Japan Middle Distillate Stock




*Source: TOP, Bloomberg, EIA and IEA*

## สภาพตลาดอะโรเมติกส์ยังคงโดนกดดันจากปัญหา Oversupply

ตลาดอโรเมติกส์ ทั้งในระยะสั้นและยาวยังคงถูกกดดันจากปัญหากำลังการผลิตที่ล้น ทั้งจากในช่วง 2H18 ที่จะมีโรงปิโตรเคมี Nghi Son (เวียดนาม) และ PetroRabigh (ซาอุฯ) ที่เลื่อนการเปิดมาตั้งแต่ปีที่แล้ว ในขณะเดียวกัน ยังมีโรงปิโตรเคมี Dragon ของจีนที่ปิดไปจากการเกิดไฟไหม้ครั้งใหญ่ช่วงปี 2015 ก็จะกลับมาเดินเครื่องผลิตอีกครั้งในช่วงปลายปีนี้ ทำให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ใน 2Q18 (QTD) ทั้งพาราไซลีน (-13% Q-Q, -4% Y-Y ) เบนซีน ( -43% Q-Q, -44% Y-Y ) และมิกซ์ไซลีน (-20% Q-Q, -25% Y-Y ) ยังอยู่ในช่วงขาลง ในส่วนภาพระยะ 5 ปีข้างหน้า อุปทานใหม่ๆที่สร้างเสร็จในปี 2020-2021 จะยิ่งซ้ำเติมปัญหานี้ มากไปกว่านั้น เรายังคงเห็นความเสี่ยงในด้านอุปสงค์ที่อาจจะลดลงมากกว่าคาด เนื่องจากมาตราการ ยกเลิก/ห้าม ใช้พลาสติคที่ใช้ครั้งเดียวแล้วทิ้ง (Single Used Plastic) เพื่อลดปัญหามลพิษและสิ่งแวดล้อม เช่น ขวดน้ำ หลอด ถุงพลาสติค และบรรจุภัณฑ์ จากทางภาครัฐทั้งในยุโรป ออสเตรเลีย สหรัฐ จีนและอีกหลายๆประเทศที่คาดว่าจะค่อยๆทยอยประกาศเป็นกฎหมาย อาจทำให้ความต้องการใช้ลดลงเร็วกว่าที่คาด

Figure 15: Aromatics Spread

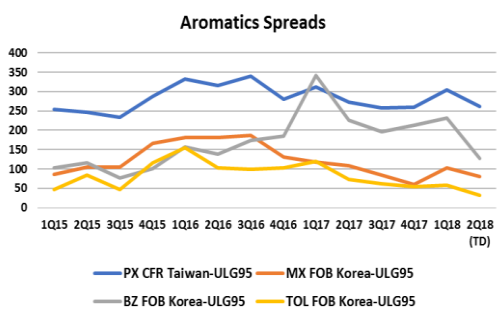



Figure 16: New Demand and Additional Supply for PX

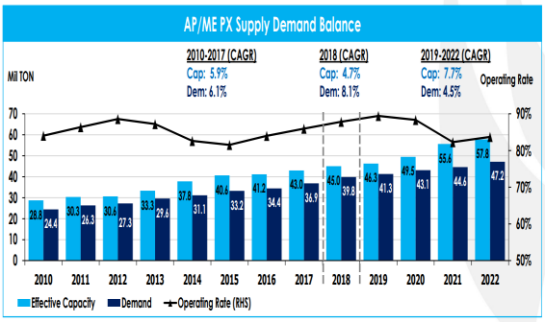
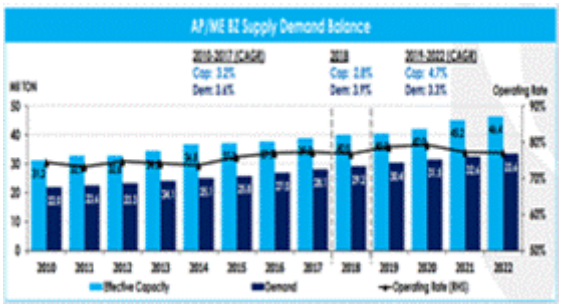


**Figure 17: New Demand and Additional Supply for BZ**




*Source: TOP, Bloomberg, EIA and IEA*

## ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

### ขยายกำลังการผลิตในโครงการ Clean Fuel Project เพื่อรองรับการเติบโตภายในประเทศในอีก 5 ปีข้างหน้า

เนื่องจากกำไรของบริษัทมาจากธุรกิจโรงกลั่นประมาณ 70% ในขณะเดียวกัน กำลังการผลิตปัจจุบันซึ่งขึ้นไปถึง 113% หมายความว่าโอกาสที่จะเติบโตของกำไรในอนาคตจะถูกข้อจำกัดในเรื่องปริมาณการผลิตที่เต็ม ในขณะที่ราคาขายของทั้งธุรกิจปิโตรเลียมและปิโตรเคมี เป็นราคาที่ขึ้นลงตามสภาพตลาดเสรี TOP จึงไม่สามารถที่จะกำหนดราคาขายเองได้ อย่างไรก็ตาม ส่วนที่บริษัทสามารถควบคุมได้ก็คือการเพิ่มประสิทธิภาพในการกลั่น ซึ่งก็คือการลดต้นทุนโดยการเปลี่ยนมากลั่นน้ำมันดิบที่มีราคาถูกกว่า หรือเพิ่มสัดส่วนน้ำมันสำเร็จรูปที่กลั่นได้ออกมา ให้ได้สินค้าที่มีส่วนต่างราคาสูงกว่า เช่น เปลี่ยนน้ำมันเตาไปเป็นน้ำมันดีเซลหรือน้ำมันอากาศยาน ด้วยข้อจำกัดทั้งหมด ทำให้บริษัทมีความจำเป็นที่จะต้องลงทุนเพิ่มในโครงการ Clean Fuel Project ซึ่งจะเพิ่มทั้งกำลังการผลิตติดตั้งให้ขึ้นมาที่ 400,000 บาร์เรล/วัน และคาดว่าจะเพิ่ม Market GRM ได้อีกประมาณ US$3.5/บาร์เรล โดยโครงการนี้จะใช้เงินลงทุนประมาณ US$4,800 ล้าน ใช้เวลาก่อสร้าง 5 ปี โดยจะตั้งอยู่ติดกับโรงกลั่นเดิม บนที่ดินของกรมธนารักษ์ที่พึงต่ออายุสัญญาเช่าไปอีก 30 ปี ปัจจุบัน บริษัทคาดว่าจะมีการตัดสินใจลงทุนขั้นสุดท้ายใน 3Q18 และจะเริ่มก่อสร้างได้ใน 2Q19 โดยการลงทุนดังกล่าว สอดคล้องกับปริมาณความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปในประเทศที่คาดว่าจะเติบโตประมาณ 3.0% ในช่วง 5 ปีข้างหน้าและยังได้ประโยชน์จากส่วนต่างราคาน้ำมัน Middle Distillate ที่ยังทรงตัวอยู่สูง

### กำลังการผลิตไฟฟ้าของ GPSC ที่จะเพิ่มขึ้นในปี 2019

นอกเหนือจากโครงการขยายโรงกลั่นแล้ว ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจไฟฟ้าผ่านบริษัท จีพีเอสซี เองก็จะเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2019 เช่นกัน เนื่องจากบริษัทจะมีการ COD โครงการโรงไฟฟ้าใหม่ 3 แห่ง ได้แก่ 1) น้ำลิค1 2) มาบตราพุด คัพ4 และไซยะบุรี ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มกำลังการผลิตเฉพาะส่วนของผู้ถือหุ้นได้อีก 100 เมกกะวัตต์ (+15%) นอกจากนั้น ยังรวมไปถึงการที่ GPSC จะซื้อหุ้น GLOW ซึ่งจะเป็นผลดีในระยะยาว ทั้งจากจำนวน MW และผลของ Synergy เนื่องจากกลุ่ม GPSC จะมีลักษณะเป็นบริษัทกึ่งผูกขาดในพื้นที่ EEC ในอนาคต ส่วนการเพิ่มทุน เราคาดว่าไทยออยล์จะต้องใส่เงินเพิ่มประมาณ US$600 ล้าน

### ฐานะการเงินของบริษัทยังคงแข็งแกร่ง

ปัจจุบัน TOP มีเงินสดที่มีอยู่ในมือของบริษัทที่ US$2,500 ล้าน ทำให้โครงการลงทุนทั้ง CFP และ GPSC สามารถลงทุนได้ทันทีโดยไม่ต้องเพิ่มทุน โดยเบื้องต้น เราคาดว่าบริษัทอาจใช้วิธีออกหุ้นกู้ประมาณ US$1,200 ล้าน ที่อัตราดอกเบี้ย 3.75%/ปี และ จะมีสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของทุนหลังการกู้ประมาณ 1-1.1 เท่า ซึ่งในระยะสั้นอาจทำให้มีภาระดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้นประมาณ 1,200 ล้านบาทต่อปี คาดว่าจะกระทบต่อผลกำไรประมาณ 5%ต่อปี ซึ่งยังไม่ได้รวมเข้าไปในประมาณการ และในส่วนที่เหลือจะมาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานภายในของบริษัทเอง

## คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

### แนวโน้มทั้งรายได้และกำไรปี 2018 จะชะลอตัวลง เนื่องจาก GRM ที่สูงผิดปกติในปีก่อน

เราคาดว่า EBITDA ในปี 2018 จะอยู่ที่ 29,000 ล้านบาท (-30.0% Y-Y) บนสมมติฐาน Market GRM ที่ลดลงเหลือ US$5/บาร์เรล (-25.0% Y-Y) เนื่องจากฤดูมรสุมของสหรัฐในปีก่อนที่รุนแรงกว่าคาด ทำให้โรงกลั่นหลายโรงในสหรัฐได้ปิดตัวลงและส่งผลกระทบต่อซัพพลายในตลาด รวมไปถึงกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 3,000 ล้านบาทในปี 2017 จากการแข็งค่าขึ้นของเงินบาท ในส่วนของปริมาณการกลั่นทั้งปี เราคาดว่าจะอยู่ที่ 113% ของกำลังการผลิตติดตั้ง (+0.9% Y-Y) ซึ่งคาดว่าจะเป็นจุดที่สูงที่สุดแล้ว หลังจากนั้นใน EBITDA ในปี 2019 จะยังคงทรงตัวอยู่ที่บริเวณ 29,500 ล้านบาท แม้เราประเมินว่า Market GRM จะดีขึ้นจาก US$5/บาร์เรล มาเป็น US$6.0/บาร์เรลในปี 2019 จากส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยานที่จะปรับตัวขึ้นจากความต้องการในตลาดโลกที่เพิ่มขึ้นจากเศรษฐกิจที่ฟื้นตัวและจากการจำกัดปริมาณซัลเฟอร์ของ IMO แต่ราคาน้ำมันดิบที่เราคาดว่าจะไม่ขึ้นสูงไปกว่านี้มากนักเนื่องจากซัพพลายจากทางสหรัฐ ซาอุฯและรัสเซียที่จะออกมามากขึ้น จะทำให้บริษัทบันทึกกำไรจากสต็อคน้ำมันน้อยลง

**Figure 18: Crude Premium**

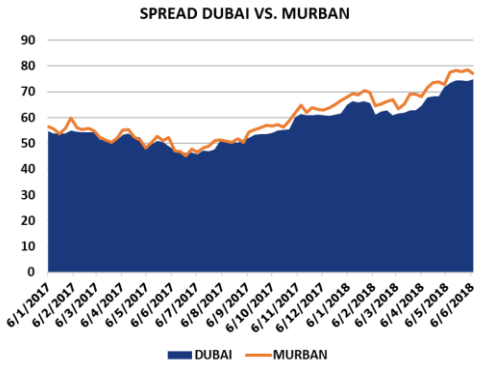
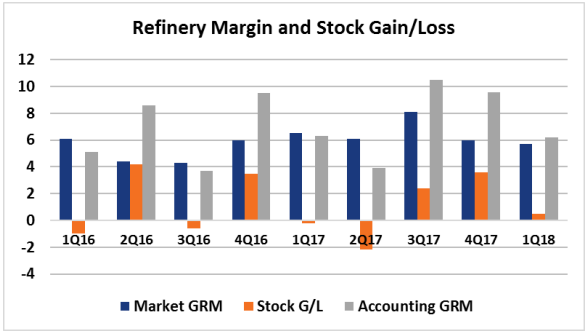



**Figure 19: Refinery Margin**




*Source: TOP, Bloomberg*

## ประเมินมูลค่าเหมาะสม

### ประเมินมูลค่าหุ้นที่ด้วยวิธี EV/EBITDA ที่ 6 เท่า และให้ราคาเหมาะสมที่ 88 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้น TOP ด้วยวิธี EV/EBITDA ที่ 6 เท่า ได้ราคาเหมาะสมที่ 88 บาท บน EBITDA คาดการณ์ปี 2018 ที่ 29,000 ล้านบาท โดยให้ส่วนลดจากค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมและค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 6.5 เท่า เนื่องจากกำไรกระจุกตัวอยู่ในธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรฯต้นน้ำ ซึ่งในระยะสั้นจะยังคงถูกกดดันจากปัญหา Crude Premium และธุรกิจอโรเมติกส์ที่ฉุดผลประกอบ อย่างไรก็ตาม ด้วยราคาหุ้นที่ปรับลดลงมามากตั้งแต่ต้นปี -30% YTD เมื่อเทียบกับกลุ่มพลังงานที่ปรับตัวลดลงเพียงเล็กน้อย -4% YTD ทำให้ Valuation ของ TOP ค่อนข้างถูก เนื่องจากค่าเฉลี่ย Singapore Refinery Margin ใน 1H18 อยู่ที่ US$ 6.5/บาร์เรล ซึ่งคิดเป็น 63% ของประมาณการกำไรทั้งปี ดังนั้น หากในช่วง 2H18 ยังไม่ต่ำกว่า US$ 4-4.5/บาร์เรล โอกาสที่หุ้นจะถูกปรับประมาณการลงจึงน้อย ซึ่งปัจจุบัน ถือว่า Downside ในการปรับตัวลงของ Singapore Refinery Margin มีจำกัด เนื่องจาก ณ ค่าการกลั่นปัจจุบันที่ US$ 4/บาร์เรล ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในระยะยาวในช่วง 15 ปีย้อนหลังอยู่ที่ US$ 6.3/บาร์เรลอยู่ถึงเกือบ 40% โดยสาเหตุการปรับตัวลงของค่าการกลั่นในช่วงนี้เป็นผลของSeasonal Effect จากการเร่งกลั่นของโรงกลั่น เพื่อสะสมวัตถุดิบคงคลังก่อนเข้าสู่ช่วงฤดูมรสุมและปิดซ่อมบำรุงในปลาย 3Q18 ดังนั้น เรายังคาดว่า Singapore Refinery จะปรับตัวขึ้นในช่วงตอนปลายปี เนื่องจากเป็นช่วง

High Season จากปริมาณความต้องการใช้น้ำมันในช่วงวันหยุดยาว, เข้าสู่ฤดูหนาวและอุปทานที่จะลดลงจากการปิดซ่อมโรงกลั่น นอกจากนี้ โครงการ CFP ที่เรามองว่าจะเป็นผลดีต่อค่าการกลั่นในระยะยาวของบริษัท จะช่วยจำกัด Downside ของผลประกอบการ เราจึงแนะนำ ซื้อ

**Figure 20: Peer Valuation**

| | Market Capitalization | P/E | EV/EBITDA | EV/EBIT | P/B | Dividend Yield | ROE |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| THAI OIL PCL | **179,520** | **9.2** | **5.2** | **7.0** | **1.4** | **5.9** | **19.8** |
| STAR PETROLEUM | 67,640 | 9.0 | 5.2 | 6.8 | 1.6 | 7.3 | 20.0 |
| IRPC PCL | 139,980 | 10.5 | 7.8 | 11.1 | 1.5 | 4.2 | 12.9 |
| BANGCHAK PETROLEUM PCL/THE | 48,880 | 8.3 | 6.7 | 11.4 | 1.1 | 6.0 | 13.9 |
| ESSO THAILAND PCL | 50,180 | 8.1 | 6.5 | 8.0 | 1.7 | 6.8 | 26.6 |
| PTT GLOBAL CHEMICAL PCL | 432,800 | 10.3 | 7.2 | 10.4 | 1.5 | 4.4 | 15.0 |
| **Average** | **147,896** | **9.2** | **6.7** | **9.5** | **1.5** | **5.8** | **17.7** |
| SK INNOVATION CO LTD | 569,619 | 8.3 | 5.1 | 6.5 | 1.1 | 3.9 | 9.7 |
| Formosa Petrochemical Corp | 1,288,850 | 17.5 | 11.4 | 14.0 | 3.2 | 4.8 | 21.2 |
| S-Oil Corp | 372,678 | 9.5 | 7.5 | 9.1 | 1.9 | 5.3 | 16.0 |
| Caltex Australia Ltd | 192,178 | 13.3 | 7.7 | 9.7 | 2.6 | 4.0 | 21.0 |
| Idemitsu Kosan Co Ltd | 243,483 | 6.2 | 6.4 | -- | 1.0 | 2.0 | 22.1 |
| Indian Oil Corp Ltd | 753,045 | 7.5 | 5.8 | 7.4 | 1.6 | 6.1 | 21.0 |
| Showa Shell Sekiyu KK | 180,823 | 12.3 | 7.6 | -- | 2.3 | 2.4 | 23.0 |
| Bharat Petroleum Corp Ltd | 397,934 | 8.1 | 7.3 | 9.0 | 2.7 | 3.7 | 26.7 |
| Petron Corp | 53,927 | 7.4 | 5.8 | 7.8 | 0.9 | 1.6 | 10.1 |
| Reliance Industries Ltd | 2,787,980 | 13.2 | 8.6 | 11.8 | 1.9 | 0.6 | 13.0 |
| Hindustan Petroleum Corp Ltd | 226,225 | 6.7 | 4.3 | 6.2 | 1.8 | 4.9 | 31.0 |
| Mangalore Refinery & Petrochem | 85,763 | 8.0 | 5.5 | 6.8 | 1.8 | 5.9 | 44.8 |
| JXTG Holdings Inc | 753,948 | 7.8 | 5.9 | 8.8 | 1.0 | 2.5 | 22.9 |
| CHINA PETROLEUM & CHEMICAL-H | 4,320,000 | 12 | 4 | 9 | 1 | 3.8 | 9.2 |
| SINOPEC SHANGHAI PETROCHE-H | 299,880 | 11 | 6 | 8 | 2 | 5.1 | 23.5 |
| **Average** | **835,089** | **9.9** | **6.6** | **8.8** | **1.8** | **3.8** | **21.0** |

## ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

1. **ปัญหาด้านสิ่งแวดล้อม** เนื่องจากข้อตกลงที่จะลดอุณหภูมิของโลก รวมไปถึงปริมาณการปล่อยก๊าซอันตรายลง ส่งผลให้ในหลายๆประเทศได้พยายามลดการใช้พลังงานฟอสซิล รวมไปถึงพลาสติคที่ย่อยสลายยาก และ Single-use Plastic ลง ดังนั้น อุปสงค์ที่ลดลงและความรวดเร็วในการเปลี่ยนผ่านไปยังพลังงานทดแทน และบรรจุภัณฑ์ที่มาจากธรรมชาติมากขึ้นจะส่งผลกระทบโดยตรงต่อยอดขายของบริษัท
2. **รถยนต์ไฟฟ้า** คาดว่าปริมาณของรถยนต์ไฟฟ้าที่จะเริ่มเข้ามามีบทบาทในไทยมากขึ้นจะเริ่มตั้งแต่ปี 2030 เป็นต้นไป และจะเริ่มส่งผลกระทบต่อปริมาณความต้องการใช้น้ำมันสำเร็จรูปทั้งดีเซลและเบนซินในระยะยาว
3. **ปัญหาการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก** เนื่องจากปริมาณการใช้น้ำมันดีเซลมีความสัมพันธ์ในเชิงบวกกับการขยายตัวของเศรษฐกิจโลก หากการขยายตัวลดลง อาจทำให้ปริมาณความต้องการน้ำมันดีเซลในโลกลดลงซึ่งจะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาที่เราคาดไว้
4. **การแทรกแซงจากภาครัฐ** เนื่องจากเป็นธุรกิจที่กระทบต่อประชาชนจำนวนมากและเกี่ยวข้องกับหน่วยงานของภาครัฐ ทำให้บริษัทมีโอกาสที่จะถูกรัฐบาลแทรกแซง เช่นการกำหนดราคาขาย หรือขึ้นภาษี เป็นต้น

## Income Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019 | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 276,105 | 338,736 | 377,520 | 402,107 | 414,691 |
| Cost of sales | -247,712 | -305,877 | -353,730 | -378,519 | -389,890 |
| Gross profit | 28,393 | 32,858 | 23,789 | 23,588 | 24,801 |
| SG&A | -2,182 | -2,969 | -2,119 | -2,226 | -2,448 |
| Operating profit | 26,211 | 29,889 | 21,670 | 21,362 | 22,353 |
| EBIT | 26,413 | 32,937 | 21,670 | 21,362 | 22,353 |
| EBITDA | 33,179 | 41,151 | 28,820 | 29,512 | 31,503 |
| Interest charge | -3,461 | -3,285 | -2,923 | -3,005 | -3,051 |
| Tax on income | -2,295 | -5,529 | -3,375 | -3,304 | -3,474 |
| Earnings after tax | 21,587 | 25,319 | 16,569 | 16,609 | 17,695 |
| Minority interests | 365 | 463 | 463 | 463 | 463 |
| Net profit | 21,222 | 24,856 | 16,106 | 16,145 | 17,232 |
| Extraordinary items | 203 | 3,048 | 0 | 0 | 0 |
| Normalized profit | 21,019 | 21,808 | 16,106 | 16,145 | 17,232 |
| Profit sharing | 930 | 1,197 | 1,197 | 1,556 | 1,867 |

## Cash Flow Statement (Consolidated)

| (Bt mn) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| Profit for the year | 21,587 | 25,319 | 16,569 | 16,609 | 17,695 |
| Depreciation & amortization | 7,762 | 7,642 | 7,150 | 8,150 | 9,150 |
| Change in working capital | -7,948 | 1,332 | -5,366 | -1,646 | -3,472 |
| Other CF from operations | 1,781 | 124 | -2,560 | -2,478 | -2,433 |
| Cash flow from operations | 23,182 | 34,417 | 15,793 | 20,634 | 20,941 |
| Capital expenditure | -6,041 | -3,677 | -5,000 | -6,000 | -7,000 |
| Other CF from investing | -12,311 | -26,415 | 338 | 338 | 338 |
| Cash flow from investing | -18,352 | -30,092 | -4,662 | -5,662 | -6,662 |
| Free cash flow | 4,830 | 4,325 | 11,131 | 14,972 | 14,278 |
| Net borrowings | 794 | -9,832 | 0 | 0 | 0 |
| Equity capital raised | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Dividends paid | -6,732 | -9,455 | -6,628 | -6,643 | -7,078 |
| Other CF from financing | -3,459 | 61 | 423 | 341 | 296 |
| Cash flow from financing | -9,397 | -19,226 | -6,205 | -6,302 | -6,782 |
| Other adjustments | -76 | -596 | 1,166 | 1,410 | 2,817 |
| Net change in cash | -4,643 | -15,497 | 6,092 | 10,079 | 10,313 |

## Balance Sheet (Consolidated)

| (Bt mn) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| Cash and equivalent | 31,121 | 15,623 | 21,715 | 31,795 | 42,108 |
| ST investments | 29,654 | 52,318 | 52,318 | 52,318 | 52,318 |
| Accounts receivable | 19,536 | 22,328 | 25,766 | 26,966 | 28,054 |
| Inventory | 33,189 | 32,841 | 40,520 | 40,966 | 43,350 |
| Other current assets | 2,231 | 3,101 | 3,101 | 3,101 | 3,101 |
| Total current assets | 115,731 | 126,211 | 143,420 | 155,146 | 168,931 |
| Plant, property & equipment | 82,312 | 78,612 | 76,612 | 74,612 | 72,612 |
| Other LT assets | 1,597 | 1,740 | 1,740 | 1,740 | 1,740 |
| Total assets | 217,731 | 228,108 | 243,367 | 253,143 | 264,978 |
| Short-term loans | 867 | 969 | 969 | 969 | 969 |
| Accounts payable | 19,887 | 18,963 | 24,714 | 24,851 | 26,396 |
| Current maturities | 7,138 | 1,592 | 1,592 | 1,592 | 1,592 |
| Other current liabilities | 6,254 | 11,824 | 11,824 | 11,824 | 11,824 |
| Total current liabilities | 34,146 | 33,348 | 39,099 | 39,236 | 40,781 |
| Long-term debt | 68,295 | 63,907 | 63,907 | 63,907 | 63,907 |
| Other LT liabilities | 3,693 | 3,705 | 3,705 | 3,705 | 3,705 |
| Total non-current liabilities | 71,988 | 67,612 | 67,612 | 67,612 | 67,612 |
| Total liabilities | 106,134 | 100,960 | 106,711 | 106,848 | 108,393 |
| Paid-up capital | 20,400 | 20,400 | 20,400 | 20,400 | 20,400 |
| Share premium | 2,456 | 2,456 | 2,456 | 2,456 | 2,456 |
| Legal reserve | 2,378 | 2,285 | 2,285 | 2,285 | 2,285 |
| Unappropriated | 81,622 | 96,975 | 106,407 | 115,861 | 125,968 |
| Minority Interests | 4,741 | 4,925 | 5,109 | 5,292 | 5,476 |
| Shareholders' equity | 111,597 | 127,148 | 136,656 | 146,295 | 156,585 |

## Important Ratios (Consolidated)

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---|---|---|---|---|---|
| **Growth (%)** | | | | | |
| Revenue | -6.4% | 22.7% | 11.4% | 6.5% | 3.1% |
| EBITDA | 40.1% | 24.0% | -30.0% | 2.4% | 6.7% |
| Net profit | 74.2% | 17.1% | -35.2% | 0.2% | 6.7% |
| Normalized earnings | 56.3% | 3.8% | -26.1% | 0.2% | 6.7% |
| **Profitability Ratios (%)** | | | | | |
| Gross profit margin | 10.3% | 9.7% | 6.3% | 5.9% | 6.0% |
| EBITDA margin | 12.0% | 12.1% | 7.6% | 7.3% | 7.6% |
| EBIT margin | 9.6% | 9.7% | 5.7% | 5.3% | 5.4% |
| Normalized profit margin | 7.6% | 6.4% | 4.3% | 4.0% | 4.2% |
| Net profit margin | 7.7% | 7.3% | 4.3% | 4.0% | 4.2% |
| Normalized ROA | 9.7% | 9.6% | 6.6% | 6.4% | 6.5% |
| Normalize ROE | 18.8% | 17.2% | 11.8% | 11.0% | 11.0% |
| Normalized ROCE | 14.4% | 16.9% | 10.6% | 10.0% | 10.0% |
| **Risk (x)** | | | | | |
| D/E | 1.0 | 0.8 | 0.8 | 0.7 | 0.7 |
| Net D/E | 0.4 | 0.3 | 0.2 | 0.2 | 0.1 |
| Net debt/EBITDA | 1.4 | 0.8 | 1.1 | 0.8 | 0.4 |
| **Per share data (Bt)** | | | | | |
| Reported EPS | 10.4 | 12.2 | 7.9 | 7.9 | 8.4 |
| EPS - Full Dilution | 10.4 | 12.2 | 7.9 | 7.9 | 8.4 |
| Normalized EPS | 10.3 | 10.7 | 7.9 | 7.9 | 8.4 |
| EBITDA | 16.3 | 20.2 | 14.1 | 14.5 | 15.4 |
| Book value | 54.7 | 62.3 | 67.0 | 71.7 | 76.8 |
| Dividend | 3.3 | 4.5 | 3.8 | 3.8 | 3.8 |
| Par | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| **Valuations (x)** | | | | | |
| P/E | 6.9 | 8.5 | 9.3 | 9.3 | 8.7 |
| Normalized P/E | 7.0 | 9.7 | 9.3 | 9.3 | 8.7 |
| P/BV | 1.3 | 1.7 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| EV/EBTDA | 5.0 | 5.2 | 5.1 | 4.6 | 4.0 |
| Dividend yield | 4.6% | 4.3% | 5.1% | 5.1% | 5.1% |

*Source: Company data, FSS research*

## บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

**สำนักงานใหญ่**
999/9 อาคารดิ ออฟฟิศเสส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25
ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์**
(สายงานสนับสนุน) 1768
อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31
ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ
เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา อัลม่าลิงค์**
25 อาคารอัลม่าลิงค์ ชั้น 9,14,15
ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์**
496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์
ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1**
7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ปิ่นเกล้า
ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1
ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์
เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา บางกะปิ**
3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3
ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว
แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ
จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา บางนา**
589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1
ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105
(เดิม 1093/105)
ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา
เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา สินธร 1**
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1
ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา เคี่ยนหงวน (สินธร 2)**
140/1 อาคารเคี่ยนหงวน 2 ชั้น 18
ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา สินธร 3**
130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3
ชั้น 19 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี
เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ลาดพร้าว**
555 อาคารรสา ทาวเวอร์ 2
ยูนิต 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน
แขวงจตุจักร เขตจตุจักร
จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา ประชาชื่น**
105/1 อาคารบี ชั้น 4
ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว
เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา รังสิต**
1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17
ต.คูคต อ.ลำลูกกา
จ.ปทุมธานี

**สาขา อับดุลราฮิม**
990 อาคารอับดุลราฮิมเพลส ชั้น 12
ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม
เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร

**สาขา รัตนาธิเบศร์**
576 ถ.รัตนาธิเบศร์
ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี
จ.นนทบุรี

**สาขา ศรีราชา**
135/99 (ดีกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท
ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา
จ.ชลบุรี

**สาขา ขอนแก่น 1**
311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง
ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น
จ.ขอนแก่น

**สาขา ขอนแก่น 2**
เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2
ถ.ศรีจันทร์ใหม่
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

**สาขา ขอนแก่น 3**
311/1
ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมบึง)
ต. ในเมือง
อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น

**สาขา อุดรธานี**
197/29, 213/3
ถ.อุดรดุษฎี ต. หมากแข้ง
อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี

**สาขา เชียงใหม่ 1**
308
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่

**สาขาเชียงใหม่ 2**
310
หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์
ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน
อ.เมือง จ.เชียงใหม่

**สาขาเชียงใหม่ 3**
อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1
ห้อง B1-1, B1-2
ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่
เชียงใหม่

**สาขา เชียงราย**
353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก
อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย

**สาขา แม่สาย**
119 หมู่ 10 ต.แม่สาย
อ.แม่สาย จ.เชียงราย

**สาขา นครราชสีมา**
1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7
สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา
ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง
อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา

**สาขา สมุทรสาคร**
813/30 ถ.นรสิงห์
ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร
จ.สมุทรสาคร

**สาขา ภูเก็ต**
22/18
ถ.หลวงพ่อวัดฉลอง
ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต
จ.ภูเก็ต

**สาขา หาดใหญ่ 1**
200/221, 200/223
อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2
ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่
อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา หาดใหญ่ 2**
106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปัดย์
ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา หาดใหญ่ 3**
200/222, 200/224, 200/226
อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2
ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่
อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา

**สาขา ตรัง**
59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง
อ.เมืองตรัง จ.ตรัง

**สาขา สุราษฎ์ธานี**
173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่
ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎ์ธานี
จ.สุราษฎ์ธานี

**สาขา ปัตตานี**
300/69-70 หมู่ 4 ต.รูสะมิแล
อ.เมือง จ.ปัตตานี

### คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

| | |
|---|---|
| BUY | "ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน **ต่ำกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10% |
| HOLD | "ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน **ต่ำกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10% |
| SELL | "ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน **สูงกว่า** มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน |
| TRADING BUY | "ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน |
| OVERWEIGHT | "ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **สูงกว่า ตลาด** |
| NEUTRAL | "ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **เท่ากับ ตลาด** |
| UNDERWEIGHT | "ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ **ต่ำกว่า ตลาด** |

*หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น*

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีความน่าเชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

## Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2017

| ช่วงคะแนน | สัญลักษณ์ | ความหมาย |
|---|---|---|
| 100-90 | | ดีเลิศ |
| 80-89 | | ดีมาก |
| 70-79 | | ดี |
| 60-69 | | ดีพอใช้ |
| 50-59 | | ผ่าน |
| <50 | no logo given | n/a |

**สัญลักษณ์ N/R หมายถึง "ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR"**

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

**ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด**

---

## โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)

1 ข้อมูล CG Score ประจำปี 2560 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

2 ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2560) มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
- ได้รับการรับรอง CAC (Certified)