

### บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC)

**ไตรมาส 4/58: ผลประกอบการใกล้เคียงกับที่เราคาดแต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดไว้ 10%**

PTTGC รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ที่ 4,690 ล้านบาทซึ่งใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ 10.3% หนุนจากผลประกอบการของธุรกิจโรงกลั่นและอะโรแมติกส์ที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรหลักในไตรมาส 1/59 จะอยู่ในระดับต่ำที่สุดของปี 59 เนื่องจาก PTTGC จะปิดปรับปรุง olefins cracker เป็นเวลาถึง 39 วันตามมาด้วยการปิดปรับปรุงโรงกลั่นในไตรมาส 2/59 คงคำแนะนำ ชื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 63.00 บาท

#### 4Q15 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	4Q14	3Q15	4Q15	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	126,686	94,466	96,088	-24.2	1.7
Operating cost	(128,354)	(88,155)	(88,943)	-30.7	0.9
SG&A expense	(4,210)	(2,872)	(3,311)	-21.3	15.3
EBITDA	15,702	10,511	10,387	-33.8	-1.2
Depn & Amort	(4,398)	(4,176)	(4,257)	-3.2	1.9
EBIT	- 5,878	3,438	3,833	n.a.	11.5
FX gain/(loss)	(371)	(1,393)	65	n.a.	n.a.
Tax expense	933	216	(769)	n.a.	n.a.
Recurring income	9,347	6,034	7,843	-16.1	30.0
Net income	- 4,935	1,207	4,690	n.a.	288.5
EPS (Bt)	- 1.10	0.27	1.04	-195.0	288.5
Gross margin (%)	-1.3	6.7	7.4		
EBITDA margin (%)	0.3	11.1	10.8		
Net profit margin (%)	-3.9	1.3	4.9		

Source: PTT Global Chemical, UOB Kay Hian

#### ผลประกอบการ

- PTTGC รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ที่ 4,690 ล้านบาทซึ่งใกล้เคียงกับที่เราคาดการณ์ไว้แต่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ 10.3% กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 292% qoq (ไตรมาส 4/57 ระบุผลขาดทุนที่ 4,935 ล้านบาทและไตรมาส 3/57 ระบุกำไรที่ 1,207 ล้านบาท) นอกจากนี้ บริษัทฯ ประกาศจ่ายเงินปันผลที่ 1.3 บาท/หุ้น (มี dividend yield ที่ 2.4%) สำหรับรอบ 2H58

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	574,010	403,440	370,167	382,757	395,510
EBITDA	33,169	42,234	54,111	49,138	45,685
Operating profit	15,798	25,849	36,231	30,006	25,347
Net profit (rep./act.)	15,036	13,435	29,486	25,683	20,865
Net profit (adj.)	31,464	21,472	31,686	25,683	20,865
EPS (Bt)	7.0	4.8	7.0	5.7	4.6
PE (x)	7.6	11.1	7.5	9.3	11.5
P/B (x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	9.2	7.3	5.7	6.2	6.7
Dividend yield (%)	2.8	5.3	4.3	5.4	4.7
Net margin (%)	2.6	3.3	8.0	6.7	5.3
Net debt/(cash) to equity (%)	30.6	24.8	26.8	26.7	26.6
Interest cover (x)	6.0	8.2	15.9	14.4	12.3
ROE (%)	6.4	5.7	12.0	10.2	8.1
Consensus net profit	-	-	24,096	27,082	28,859
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.31	0.95	0.72

Source: PTTGC, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบเคย์ฮัน จำกัด (UOBKH) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

### ชื่อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	53.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	63.00 บาท
Upside	+18.9%
(ราคาเป้าหมายเดิม	73.00 บาท)

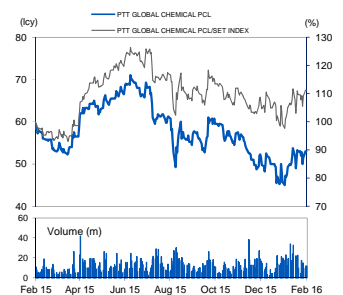
#### รายละเอียดบริษัท

ดำเนินธุรกิจด้านปิโตรเคมีและเคมีครบวงจร โดยสินค้าของบริษัทฯผลิตมาจากสินค้าหลักคือ โอลิฟินส์ ได้แก่ เออีเอส และ โพรพิลีน

#### Stock Data

GICS sector	Materials			
Bloomberg ticker:	PTTGC TB			
Shares issued (m):	4,460.3			
Market cap (Btm):	236,395.7			
Market cap (US\$m):	6,632.9			
3-mth avg daily t'over (US\$m):	20.8			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt71.00/Bt45.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
15.8	7.4	13.5	9.4	6.0
Major Shareholders	%			
PTT	48.9			
NDVR	6.1			
FY16 NAV/Share (Bt)	56.50			
FY16 Net Debt/Share (Bt)	15.15			

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8032

chaiwat@uobkayhian.co.th

### ผลกระทบในอนาคค

- ปัจจัยที่ช่วยหนุนให้กำไรสุทธิขยายตัวขึ้น qoq** มาจากธุรกิจโรงกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้นโดย market GRM เพิ่มขึ้น 50% อยู่ที่ 6.2 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ประกอบกับผลประกอบการของธุรกิจอะโรแมติกส์ที่ดีขึ้นจาก utilization rate และสเปรดสินค้าที่สูงขึ้น อย่างไรก็ตามในไตรมาส 4/58 PTTGC บันทึก NRV ที่ 3,200 ล้านบาทและ impairment loss ที่ 2.5 ล้านบาทจากบริษัทในเครือในสหรัฐ ได้แก่ Myriant หลังอัตราการดำเนินงานเฉลี่ยอยู่ที่เพียงแค่ 45% (ผู้ตรวจสอบบัญชีของสหรัฐ แนะนำให้บันทึก impairment loss ต่างหาก) แต่ยังมีปัจจัยบวกที่ช่วยชดเชยจาก hedging gain น้ำมันที่ 2,400 ล้านบาท
- ธุรกิจโรงกลั่นแข็งแกร่งขึ้น** ค่าการกลั่นของ PTTGC สูงขึ้น qoq อยู่ที่ 6.2 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล (ไตรมาส 4/57 อยู่ที่ 4.9 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 4.2 เหรียญสหรัฐ) ด้านสเปรดก๊าซโซลีนและราคาน้ำมันดิบดูไบยังอยู่ในระดับสูงในไตรมาส 4/58 ที่ 18.7 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล (ไตรมาส 4/57 ที่ 13.4 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลและไตรมาส 3/58 ที่ 19.4 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล) จากความต้องการที่อยู่ในระดับสูงระหว่างช่วงฤดูร้อนในภูมิภาคจากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำขณะที่สเปรดดีเซล (สินค้าหลักของโรงกลั่นในไทย) ปรับตัวดีขึ้นอยู่ที่ 13.8 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในไตรมาส 4/58 (ไตรมาส 4/57 อยู่ที่ 16.0 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 10.9 เหรียญสหรัฐ) ตามฤดูกาล (ความต้องการในช่วงฤดูหนาว) อย่างไรก็ตาม บริษัท ได้รับผลกระทบจากผลขาดทุนจาก net inventory ที่ 3,200 ล้านบาท (ไตรมาส 4/57 รับรู้ผลขาดทุนที่ 13,700 ล้านบาทและไตรมาส 3/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 2,700 ล้านบาท) ซึ่งจะมีปัจจัยบวกชดเชยจาก hedging gains น้ำมันที่ 2,100 ล้านบาท
- ธุรกิจอะโรแมติกส์ดีขึ้น qoq** สเปรดพาราโซลีนเพิ่มขึ้น 3.3% qoq อยู่ที่ 410 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในไตรมาส 4/58 (ไตรมาส 4/57 อยู่ที่ 401 เหรียญสหรัฐ/ตันและไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 397 เหรียญสหรัฐ/ตัน) จากความต้องการโพลีเอสเตอร์ที่แข็งแกร่งตามฤดูกาลในช่วงไตรมาส 4 ของทุกปี นอกจากนี้ สเปรดเบนซินปรับตัวลดลงเล็กน้อยที่ 2% qoq อยู่ที่ 230 เหรียญสหรัฐ/ตัน (ไตรมาส 4/57 อยู่ที่ 320 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 3/58 ที่ 235 เหรียญสหรัฐ/ตัน) ด้าน utilization rate ของธุรกิจอะโรแมติกส์ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยอยู่ที่ 66% ในไตรมาส 4/58 (ไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 57%) จากการปิดปรับปรุงโรง Aromatics Complex 2 นอกกำหนดเป็นเวลา 74 วันเริ่มตั้งแต่ช่วงปลายเดือน ก.ค.58 นอกจากนี้ การปิดปรับปรุงยังเกี่ยวข้องกับการทำ debottlenecking ที่เกิดขึ้นในโรง Aromatics Complex 2 การปิดปรับปรุงทั้งหมดเสร็จสมบูรณ์ในช่วงต้นเดือน พ.ย.58
- ผลประกอบการของธุรกิจโอเลฟินส์ลดลง qoq** ราคา HDPE เฉลี่ยอยู่ที่ 1,153 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในไตรมาส 4/58 ลดลง 20.3% yoy และ 6.5% qoq (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 1,448 เหรียญสหรัฐ และไตรมาส 3/58 อยู่ที่ 1,234 เหรียญสหรัฐ) ตามราคาน้ำมันดิบที่ลดลงขณะที่ความต้องการ HDPE ยังแข็งแกร่ง แม้สภาวะเศรษฐกิจของประเทศจีนอ่อนตัวลง แต่จาก channel check ของเรากับผู้บริหารพบว่ายอดขาย HDPE จากประเทศจีนจะไม่ลดลงเนื่องจาก HDPE เป็น feedstock ที่จำเป็นในการผลิตสินค้า เช่น ขวดยาสระผมและสบู่อาบน้ำ ทั้งนี้ ประเทศจีนคิดเป็นมากกว่า 28% ของความต้องการ HDPE ทั่วโลก ด้าน EBITDA margin อ่อนตัวลงจาก 24% ในไตรมาส 3/58 มาอยู่ที่ 22% ในไตรมาส 4/58
- คาดการณ์กำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 ต่ำที่สุดในปี 59** เนื่องจาก PTTGC จะปิดปรับปรุง olefins cracker (กำลังการผลิตอยู่ที่ปีละ 1 ล้านตัน) เป็นเวลา 39 วัน ตั้งแต่วันที่ 22 ก.พ. ถึง 31 มี.ค.59 และตามมาด้วยการปิดปรับปรุงโรงกลั่นในไตรมาส 2/59 เราคาดว่าตลาดรับรู้ปัจจัยลบดังกล่าวที่เกิดขึ้นแล้วเนื่องจากบริษัท ได้แจ้งให้ทราบล่วงหน้าตั้งแต่การประชุมนักวิเคราะห์ครั้งที่แล้ว
- อย่างไรก็ดี ราคา HDPE qtd ยังแข็งแกร่งอยู่ที่ 1,080 เหรียญสหรัฐ/ตัน** แม้ราคาน้ำมันผันผวน สเปรด HDPE ยังอยู่ในระดับสูงที่มากกว่า 700 เหรียญสหรัฐ/ตัน ซึ่งน่าจะส่งผลบวกกับธุรกิจโอเลฟินส์ของ PTTGC และจะช่วยหนุนให้ EBITDA margin อยู่ที่สูงกว่า 20% อีกทั้งยังมีปัจจัยบวกเพิ่มเติมจาก feedstock ก๊าซที่ราบริ่นจาก PTT ดังนั้น เราคาดว่ากำไรสุทธิของ PTTGC จะเริ่มปรับตัวดีขึ้นตั้งแต่ไตรมาส 2/59 เป็นต้นไป

### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ไว้ตามเดิม

### คำแนะนำ

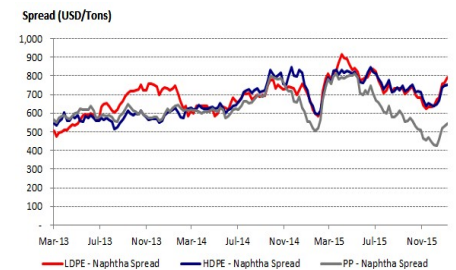
- คงคำแนะนำซื้อ** ด้วยราคาเป้าหมายที่ 63.00 บาทอิงด้วย PE เฉลี่ยในรอบ 5 ปีของ PTTGC ที่ 10 เท่า ราคาค่าหุ้น PTTGC ในขณะนี้ค่อนข้างถูกโดยซื้อขายด้วย 20.16F PE ที่ 7.5 เท่า เทียบกับ PE ของกลุ่มน้ำมันและก๊าซในประเทศที่ 8 เท่า

### KEY EARNINGS DRIVER

	4Q14	3Q15	4Q15
<b>Refinery</b>			
CDU utilisation rate (%)	101%	101%	99%
Market gross refining margin (excluding stock gain/loss) (US\$/bbl)	4.9	4.2	6.2
Refinery EBITDA Margin (%)	6%	4%	15%
<b>Aromatics</b>			
BTX utilisation rate (%)	63%	57%	66%
Market product-to-feed (P2F) (US\$/ton)	164	183	251
Aromatics EBITDA Margin (%)	1%	4%	11%
<b>Olefins</b>			
Olefins utilisation rate (%)	101%	93%	97%
Olefins EBITDA Margin (%)	25%	24%	22%

Source : TOP, UOB Kay Hian

### PETROCHEMICAL SPREAD



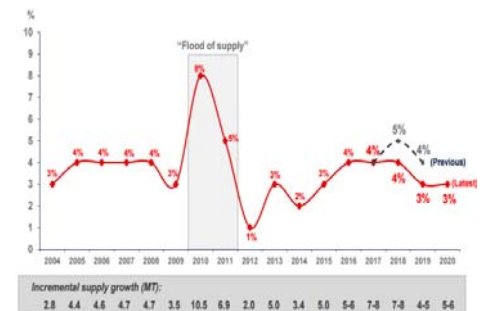
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

### PRICES AND SPREAD

	4Q14	3Q15	4Q15	qtd
Dubai price (US\$/bbl)	74.4	50.1	41.2	27.3
HDPE Price (US\$/tonne)	1,448	1,234	1,153	1,085
HDPE Spread (US\$/tonne)	802	774	708	730
PX Spread over condensate (US\$/tonne)	401	397	410	445
BZ Spread over condensate (US\$/tonne)	320	235	230	278

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

### GLOBAL ETHYLENE SUPPLY GROWTH



Source: SCC

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่น่าเชื่อถือและเป็นสิ่งที่เราเชื่อถือว่าดี แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน