

บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC)

คาดผลประกอบการดีต่อเนื่องในปีนี้

ผู้บริหารเชื่อมั่นว่ากำไรสุทธิของบริษัทฯ ในปีนี้จะไม่ต่ำกว่าในปี 58 ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) ธุรกิจโพลีเอทิลีนที่แข็งแกร่งจากราคาน้ำมันดิบที่อยู่ในระดับต่ำและ 2) ผลประกอบการของธุรกิจโพลีเอทิลีนที่ปรับตัวขึ้นจากการขยายกำลังการผลิตและสเปคสินค้าที่ดีขึ้น ด้านปัจจัยหนุนในระยะยาวจะมาจากโครงการตามกำหนด ราคาหุ้นในขณะนี้ซื้อขายในระดับถูกด้วย 2016F PE ที่ 7.6 เท่าเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตด้วย PE ที่ 10 เท่า คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 63.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **ความต้องการ PE จากประเทศจีนแข็งแกร่งในปี 59** PTTGC คาดว่าการนำเข้า PE ของจีนจะเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง 8% yoy ในปี 59 (ปี 57 เพิ่มขึ้น 7%) อยู่ที่ 12.7mtpa แม้สภาวะเศรษฐกิจของประเทศจีนอ่อนตัวลงเนื่องจาก PE เป็นวัตถุดิบที่จำเป็น อย่างไรก็ดี จากซัพพลาย PE ที่จะเข้ามาในตลาดมากขึ้นในปี 59 PTTGC จึงคาดว่าราคา HDPE ในปี 59 จะลดลง 12.5% yoy อยู่ที่ 1,085 เหรียญสหรัฐ/ตัน และสเปค HDPE จะลดลง 4% yoy อยู่ที่ 720 เหรียญสหรัฐ/ตัน (ปี 58 อยู่ที่ 747 เหรียญสหรัฐ/ตัน)
- สำหรับในปี 59 เราคาดว่าราคา HDPE จะอยู่ที่ 1,200 เหรียญสหรัฐ/ตัน และสเปค HDPE-naphtha เฉลี่ยจะอยู่ที่ 700 เหรียญสหรัฐ/ตัน สาเหตุที่ทำให้ซัพพลายเอธิลีนดิ่งตัวมาจากการปิดปรับปรุงโรงผลิตและการหยุดดำเนินการผลิตเป็นระยะเวลานานของ Shell Bukorn ที่สิงคโปร์ (กำลังการผลิตเอธิลีนอยู่ที่ 960,000 ตัน/ปี) ตั้งแต่เดือน พ.ย.58 ถึง ส.ค.59 ซึ่งทำให้ราคาและสเปค HDPE สูงขึ้น
- **ค่าการกลั่นลดลง** ราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำจะช่วยให้ความต้องการน้ำมันกลั่นดิบโตขึ้นทั่วโลกทั้งในส่วนของก๊าซโซลีนและ distillate (เครื่องบินและดีเซล) โดยเฉพาะในสหรัฐฯ และเอเชีย จากสต็อก distillate ที่อยู่ในระดับสูง เราจึงคาดว่าค่าการกลั่นของไทยจะอ่อนตัวลงจากการลดการผลิตของ distillate ลง
- **ซัพพลายโพลีเอทิลีนตลาดแต่ผู้ผลิตจะควบคุม margins ไว้ได้** เราคาดว่าสเปคพาราไซลีนและ ULG95 จะคงที่ yoy ในปี 59 ผู้ผลิตพาราไซลีนปรับลด utilization rates ลงเพื่อให้อุปสงค์-อุปทาน สมดุลกัน เราคาดว่า margin เบนซินและ ULG95 จะคงที่ yoy ในปี 59 จากการนำเข้าเบนซินอย่างต่อเนื่องของจีนและสหรัฐฯ สำหรับโรงผลิตปิโตรเคมีปลายน้ำซึ่งจะช่วยชดเชยซัพพลายเบนซินที่เพิ่มขึ้น สำหรับในระยะสั้น การหยุดการผลิตในช่วง 1H59 จะช่วยบรรเทาปัญหาซัพพลายล้นตลาดได้

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	34,220	44,740	54,111	49,138	45,685
Operating profit	15,798	42,234	36,231	30,006	25,347
Net profit (rep./act.)	15,372	25,002	29,486	25,683	20,865
Net profit (adj.)	31,800	33,040	31,686	25,683	20,865
EPS (Bt)	7.1	7.3	7.0	5.7	4.6
PE (x)	7.6	7.3	7.6	9.4	11.6
P/B (x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA (x)	9.1	6.9	5.7	6.3	6.8
Dividend yield (%)	2.9	5.2	4.2	5.3	4.6
Net margin (%)	2.7	6.2	8.0	6.7	5.3
Net debt/(cash) to equity (%)	30.6	24.8	26.8	26.7	26.6
Interest cover (x)	6.2	8.6	15.9	14.4	12.3
ROE (%)	6.6	10.6	12.0	10.2	8.1
Consensus net profit	-	-	27,615	29,071	30,900
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.15	0.88	0.68

Source: PTTGC, Bloomberg, UOB Kay Hian

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	53.25 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	63.00 บาท
Upside	+18.3%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	73.00 บาท)

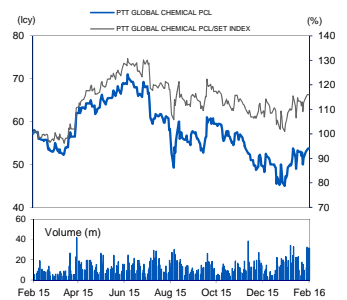
รายละเอียดบริษัท

ดำเนินธุรกิจด้านปิโตรเคมีและเคมีครบวงจร โดยสินค้าของบริษัทฯผลิตมาจากสินค้าหลักคือ โอลิฟินส์ ได้แก่ เอธิลีน และ โพรพิลีน

Stock Data

GICS sector	Materials			
Bloomberg ticker:	PTTGC TB			
Shares issued (m):	4,460.3			
Market cap (Btm):	237,510.8			
Market cap (US\$m):	6,670.5			
3-mth avg daily t'over (US\$m):	20.7			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt171.00/Bt45.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
16.4	7.4	13.1	10.5	6.5
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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบีเคย์ฮัน จำกัด (UOB Kay Hian) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ่ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

ผลกระทบในอนาคต

- **ธุรกิจโพลีเอทิลีนและ derivatives:** คาดผลประกอบการคงที่ในปี 59 ผู้บริหารคาดว่ากำไรสุทธิของธุรกิจโพลีเอทิลีนและ derivatives จะคงที่ yoy เป็นอย่างน้อย และคาดซัพพลาย feedstock ของก๊าซที่มากขึ้นจาก PTT จะช่วยชดเชยปัจจัยลบที่เกิดขึ้นทั้งหมดซึ่งประกอบไปด้วย 1) การปิดปรับปรุงโรงผลิตที่ PTTEP เป็นเจ้าของทั้งหมดเป็นเวลา 39 วันตามกำหนด (คิดเป็น 1% ของกำลังการผลิตปี โตรเคมีรวมที่ 8.75mtpa) ในเดือน ก.พ.59 และ 2) ราคาและสเปรต HDPE ที่ลดลง บั๊จยยหนุนดังกล่าวจะช่วยลดความกังวลของตลาดที่มีต่อผลประกอบการที่อ่อนตัวลง yoy ในไตรมาส 4/58 ด้วยสาเหตุหลักจากการปิดปรับปรุงหน่วย olefins cracker
- **โรงกลั่น:** คาดผลประกอบการอ่อนตัวลงเล็กน้อยในปี 59 PTTGC มีแผนปิดปรับปรุงโรงกลั่นตั้งแต่วันที่ 4 พ.ค.59 ถึง 5 ก.ค.59 (63 วัน) ซึ่งคาดว่าจะทำให้ utilization rate เฉลี่ยในปีนี้ลดลงอยู่ที่ 84% จาก 100% ในปี 58 นอกจากนี้ จากสเปรตดีเซลที่ลดลงทั่วโลก PTTGC จึงคาดว่าค่าการกลั่นจะอ่อนตัวลง 7.4% qoq อยู่ที่ 5.0 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปี 59 (ปี 58 อยู่ที่ 5.4 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล)
- **คาด margin อะโรแมติกส์ปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ** แม้ซัพพลายล้นตลาดแต่ราคาตัวสเปรตอะโรแมติกส์จะปรับตัวดีขึ้นจากต้นทุน feedstock และราคาน้ำมันดิบที่อยู่ในระดับต่ำ เราคาดว่า utilization rate จะเพิ่มขึ้นจาก 74% มาอยู่ที่ 88% จากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 170,000 ตัน/ปี
- **บั๊จยยหนุนในระยะยาวจะมาจากหลายโครงการได้แก่**

- 1) **โครงการ retrofit ที่มาบตาพุด** PTTGC จะศึกษาความเป็นไปได้สำหรับโครงการก่อสร้าง naphtha cracker ใหม่ที่ 500,000 ตัน/ปี เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นของ feedstock โดยเฉพาะอย่างยิ่งเมื่อราคา feedstock ผันผวน PTTGC มี naphtha ส่วนเกินอยู่ที่ 1.5 ล้านตัน/ปี ในขณะนี้ซึ่งประมาณ 80 ล้านตันถูกขายให้กับ SCC เครื่อง naphtha cracker ใหม่นี้จะสามารถผลิตเอทิลีนได้ทีปีละ 500,000 ตัน, โพรพิลีนที่ปีละ 261,000 ตัน, pygas ที่ 208,000 ตันและ butadiene ที่ 163,000 ตัน การเปลี่ยน feedstock ไปเป็น naphtha จะช่วยให้โรงงานผลิตโพลีเอทิลีนของ PTTGC ผลิตเคมีภัณฑ์ได้มากขึ้นซึ่งจะช่วยทำให้บริษัทฯ สามารถพัฒนาโรงผลิตเคมีภัณฑ์เฉพาะทางได้มากขึ้นในอนาคต ทั้งนี้ PTTGC ได้ตั้งงบประมาณเบื้องต้นไว้ที่ 1,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ แต่คาดว่าจะอนุมัติ FID ได้ในช่วงสิ้นปี 59 และคาดว่าจะเริ่มดำเนินการก่อสร้างในไตรมาส 1/59 และเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในไตรมาส 1/63
- 2) **Ethane cracker ที่ 1 ล้านตันในรัฐ Ohio ประเทศสหรัฐ** Ethane cracker จะสกัดเอเทนจาก Marcellus และ Utica shale formations จากภูมิภาคตะวันออกเฉียงเหนือมาเป็นเอทิลีนซึ่งเป็นวัตถุดิบพื้นฐานสำหรับพลาสติกและเรซินปกติ PTTGC คาดว่าจะสรุปลงทุนได้ในปี 59 หรือ 60 และจะต้องใช้เวลาก่อสร้างโรง ethane cracker ทั้งหมด 3.5 ปี
- 3) **Naphtha cracker กับ Pertamina ในอินโดนีเซีย** PTTGC อยู่ระหว่างการศึกษาที่จะร่วมทุนในการพัฒนาคอนเพล็กซ์ปิโตรเคมีครบวงจรกับ Pertamina ที่ประเทศอินโดนีเซียด้วยกำลังการผลิตที่ 1.5 ล้านตัน/ปี เพื่อขยายกำลังการผลิตและเพิ่มความต้องการในประเทศแทนการนำเข้า ทั้งนี้ ประเทศอินโดนีเซียนำเข้าวัตถุดิบที่ประมาณ 1.5 ล้านตัน/ปี เพื่อผลิตสินค้าปิโตรเคมี
- 4) **โครงการ PU ที่จ. ระยอง** นับตั้งแต่ PTTGC ซื้อกิจการ Vencorex ซึ่งเป็นบริษัทจากประเทศฝรั่งเศส PTTGC ได้เรียนรู้เทคโนโลยีที่จะผลิต isocyanate ซึ่งเป็นวัตถุดิบต้นน้ำสำหรับผลิต PU โดย PTTGC และพันธมิตรทางธุรกิจกำลังอยู่ระหว่างการศึกษเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิต polyols เพื่อก่อสร้างโรงผลิตด้วยกำลังการผลิตที่ 200,000 ตัน/ปี เพื่อดำเนินการผลิต propylene oxide (PO) และจะมีกำลังการผลิต polyols และ PU รวมทั้งปีที่ 130,000 ตันและ 40,000 ตัน และคาดต้นทุนของโครงการจะอยู่ที่ประมาณ 1,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และคาดว่าจะเริ่มดำเนินการก่อสร้างได้ในไตรมาส 2/60 และเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ในไตรมาส 2/62

การปรับกำไรสุทธิ/บั๊จยยเสี่ยง

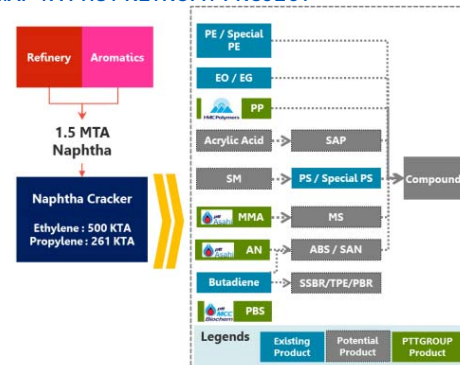
- ไม่มี ประมาณการราคา HDPE ของเราในปี 59 สูงกว่าที่บริษัทฯ คาดการณ์ไว้ 115 เหรียญสหรัฐ/ตันจากการทำ sensitivity analysis ของเราแสดงให้เห็นว่าประมาณการราคา HDPE ของเราที่เพิ่มขึ้นทุก 100 เหรียญสหรัฐ/ตัน จะเพิ่มกำไรสุทธิของ PTTGC ในปี 59 ที่ 4.4%

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำซื้อ** ด้วยราคาเป้าหมายที่ 63.00 บาทอิงด้วย PE เฉลี่ยในรอบ 5 ปีของ PTTGC ที่ 10 เท่า ราคาคู่หุ้น PTTGC ในขณะนี้ค่อนข้างถูกโดยซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 7.6 เท่า

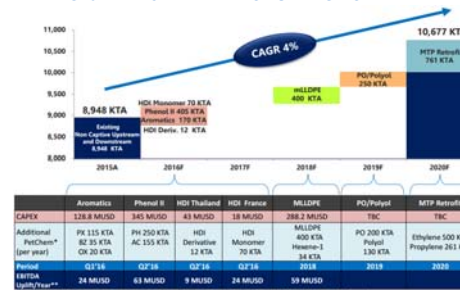
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณวันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

MAP TA PHUT RETROFIT PROJECT



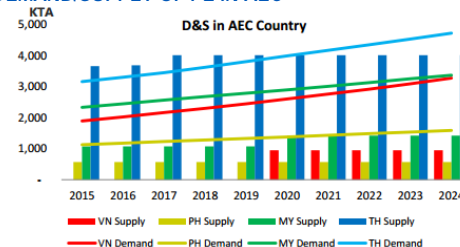
Source: PTTEP

STRATEGIC INVESTMENT: VOLUME GROWTH



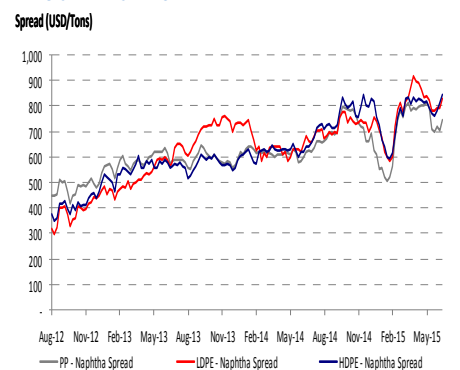
Source: PTTEP

DEMAND/SUPPLY OF PE IN AEC



Source: PTTEP

PETROCHEMICAL SPREAD



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian