

บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC)

ผลตอบรับดีจาก NDR; Consensus อาจปรับประมาณการกำไรสุทธิขึ้น

เราได้เชิญผู้บริหารของ PTTGC เข้าร่วม non-deal roadshow ที่จัดขึ้นที่ประเทศสิงคโปร์โดยลูกค้าต่างประเทศที่สนใจกับกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งของบริษัทฯ แม้ในสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันไม่ค่อยดีนัก นอกจากนี้ PTTGC ยังมีปัจจัยหนุนกำไรสุทธิจากการนำโปรแกรม Productivity Improvement Programme มาใช้ รวมทั้งการชำระหนี้และแผนเข้าซื้อโรงผลิตปิโตรเคมีของ PTT ซึ่งคาดว่าจะส่งผลบวกกับ PTTGC ตั้งแต่วันที่ 2H59 เป็นต้นไป คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 70.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- เราได้เชิญผู้บริหารของ PTTGC เข้าร่วม non-deal roadshow ที่ประเทศสิงคโปร์เพื่อพบกับลูกค้าระดับ top-tier ที่สิงคโปร์ของเราซึ่งผู้บริหารของ PTTGC ที่เดินทางเข้าร่วม NDR ในครั้งนี้นรวมทั้งคุณดวงกมล เศรษฐนันท์ CFO คนใหม่, คุณฐิติพงศ์ จารุพรศิริ VP-Corporate Finance & IR และทีม IR ของบริษัทฯ
- **ผลตอบรับดี** บรรดาลูกค้าต่างประเทศที่สนใจแนวโน้มในอนาคตที่สดใสของบริษัทฯ ด้วยปัจจัยหนุนจากแผนที่จะพัฒนาการเติบโตของธุรกิจหลักและรองซึ่งประกอบไปด้วย 1) การนำโปรแกรมเพื่อเพิ่มการผลิตมาใช้ 2) การชำระหนี้และ 3) ประโยชน์ที่ได้รับจากการซื้อกิจการผู้ผลิตเม็ดพลาสติก PP จาก PTT

ผลกระทบในอนาคต

- **เปิดตัวโปรแกรมเพิ่มการผลิต** ผู้บริหารเปิดเผยว่าโปรแกรมเพิ่มการผลิตมีวัตถุประสงค์เพื่อลดต้นทุน พัฒนาระดับสั่งซื้อและติดตั้งอุปกรณ์ที่จะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิตซึ่งบริษัทฯ คาดว่า จะช่วยเพิ่มกำไรสุทธิให้กับ PTTGC ที่ปีละ 300 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และทางบริษัทฯ จะเปิดเผยรายละเอียดเพิ่มเติมหลังการศึกษาความเป็นไปได้เสร็จสมบูรณ์ บริษัทฯ ตั้งเป้าที่จะนำโปรแกรมดังกล่าวมาใช้ตั้งแต่ช่วง 2H59 เป็นต้นไป ทั้งนี้ เรายังไม่ได้รับผลบวกจากโปรแกรมดังกล่าวในประมาณการของเราเนื่องจากเป็นที่ยังเป็นแค่การคาดการณ์เบื้องต้นเท่านั้น
- **การชำระหนี้** PTTGC อยู่ระหว่างพูดคุยกับเจ้าหนี้เพื่อขอชำระ interest bearing debt ที่ค้างอยู่ในขณะนี้ที่ 106,000 ล้านบาทและมีต้นทุนหนี้สินเฉลี่ยที่ 4.2% ในช่วงกลางปี 59 ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดต้นทุนของหนี้สินลงได้ประมาณ 0.3% ดังนั้น ค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยจะลดลงที่ประมาณ 300-400 ล้านบาท/ปี ทั้งนี้ เรายังไม่รวมตัวเลขดังกล่าวในประมาณการของเรา
- **ผลประกอบการดีกว่าคาดในไตรมาส 1/59** แม้มีการปิดปรับปรุงโรง cracker ของโอเลฟินส์ 1 แห่งเป็นเวลา 1 เดือน แต่ยอดขายโอเลฟินส์ในไตรมาส 1/59 ยังอยู่ในระดับดีเนื่องจาก PTTGC เพิ่มกำลังการผลิตก่อนปิดปรับปรุงรวมทั้งนำสต็อกเดิมออกมาขายแทนในช่วงที่ปิดปรับปรุงโรงผลิต เราคาดว่า PTTGC จะรายงานกำไรสุทธิที่ 5,000-6,000 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 เทียบกับที่ตลาดคาดว่าจะประมาณ 5,000 ล้านบาท

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	574,010	403,440	362,442	413,129	439,711
EBITDA	34,220	44,740	55,236	58,005	61,776
Operating profit	15,798	42,234	37,371	38,843	41,260
Net profit (rep./act.)	15,372	20,502	29,486	33,821	36,637
Net profit (adj.)	31,800	28,540	31,686	33,821	36,637
EPS (Bt)	7.1	6.3	7.0	7.5	8.1
PE (x)	8.3	9.2	8.3	7.8	7.2
P/B (x)	1.2	1.1	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	9.6	7.3	5.9	5.7	5.3
Dividend yield (%)	2.6	4.8	3.9	5.0	5.8
Net margin (%)	2.7	5.1	8.1	8.2	8.3
Net debt/(cash) to equity (%)	30.6	24.8	25.7	24.3	20.6
Interest cover (x)	6.2	8.6	12.2	15.4	18.9
ROE (%)	6.6	8.7	11.9	13.1	13.7
Consensus net profit	-	-	27,472	28,843	29,935
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.15	1.17	1.22

Source: PTTGC, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบ เคีย ฮัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ชื่อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	57.50 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	70.00 บาท
Upside	+21.7%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	63.00 บาท)

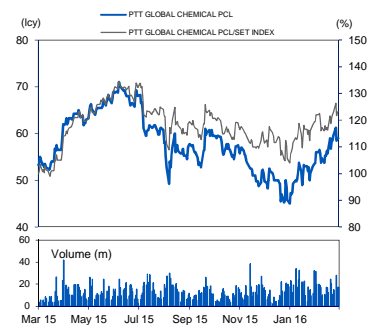
รายละเอียดบริษัท

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):	260,927.3			
Market cap (US\$m):	7,430.0			
3-mth avg daily t'over (US\$m):	22.8			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt71.00/Bt45.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
10.4	12.5	7.3	9.9	17.0
Major Shareholders				
PTT	%			
NDVR	48.9			
FY16 NAV/Share (Bt)	6.1			
FY16 Net Debt/Share (Bt)	56.71			
	14.57			

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8032

ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- **เข้าซื้อกิจการ HMC Polymer และ PTT Ashi Chemical** เพื่อให้บรรลุเป้าหมายที่ต้องการเป็นผู้ผลิต propylene derivatives ครบวงจร PTTGC จึงมีแผนซื้อหุ้น 40% ใน HMC Polymer และ 48.5% ใน PTT Ashi Chemical จาก PTT ในช่วง 2H59

เราให้ความสำคัญกับ HMC Polymer มากกว่าเนื่องจากเป็นผู้นำในการผลิตและการตลาดของเม็ดพลาสติก PP ในทวีปเอเชียด้วยกำลังการผลิตที่ 800,000 tpa ทั้งนี้ PP เป็นวัตถุดิบในการผลิตบรรจุภัณฑ์ เครื่องใช้ในบ้าน พลาสติกสำหรับ ดอกร grade เป็นต้น เมื่อปีที่แล้ว HMC Polymer รายงานกำไรสุทธิที่ 4,000 ล้านบาทขณะที่ asset size ของ HMC Polymer อยู่ที่ 30,000 ล้านบาท

จาก channel check ของเราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการซื้อหุ้น 40% ของ HMC Polymer น่าจะอยู่ที่ประมาณ 10,000 ล้านบาทซึ่งเป็นมูลค่าที่ยอมรับได้เนื่องจากกำไรสุทธิของ HMC Polymer จะช่วยเพิ่ม bottom-line ของ PTTGC เมื่อตีลเสร็จสมบูรณ์ เราคาดว่าค่าใช้จ่ายในการซื้อหุ้นเป็นมูลค่าที่สมเหตุสมผลแล้วเมื่อเทียบกับการลงทุนในโรงผลิต PP แห่งใหม่ของ IRPC ในประเทศไทยด้วยกำลังการผลิตที่ 300,000 tpa และคาดว่าจะเริ่มเปิดให้บริการได้ในช่วงกลางปี 60

- **โครงการ retrofit ที่มาตาพุด** PTTGC อยู่ระหว่างศึกษาความเป็นไปได้สำหรับโครงการก่อสร้าง naphtha cracker ใหม่ที่ 500,000 ตัน/ปี เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นของ feedstock โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับซัพพลายก๊าซในอ่าวไทย PTTGC มี naphtha ส่วนเกินอยู่ที่ 1.5 tpa ในขณะที่ซึ่งประมาณ 80 ล้านตันถูกขายให้กับ SCC เครื่อง naphtha cracker ใหม่นี้จะสามารถผลิตเอทิลีนได้ทีละ 500,000 ตันและโพรพิลีนทีละ 261,000 ตัน การเปลี่ยน feedstock ไปเป็น naphtha จะช่วยให้โรงงานผลิตเอทิลีนของ PTTGC ผลิตเคมีภัณฑ์ได้มากขึ้นซึ่งช่วยให้บริษัทฯ สามารถพัฒนาโรงผลิตเคมีภัณฑ์เฉพาะทางได้มากขึ้นในอนาคต บริษัทฯ คาดว่าเงินลงทุนจะต่ำกว่างบประมาณที่ตั้งไว้ในตอนแรกที่ 1,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ต่ำกว่าประมาณ 30-40%) แต่ทาง PTTGC จะสรุป FID ให้เสร็จสิ้นภายในช่วง 2H59 และคาดว่าจะเริ่มดำเนินการก่อสร้างในไตรมาส 1/59 และเริ่มดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์ได้ไตรมาส 1/63

- **ไม่มีแผนปรับลดราคาค่าของ gas feedstock กับ PTT** สูตรราคาค่าของ gas feedstock ในขณะนี้อิงจากประมาณการราคาน้ำมันดิบดูไบที่ 70-130 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล แม้ประมาณการราคาน้ำมันในระยะยาวไม่น่าจะอยู่ที่ 100 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรลแต่ PTTGC ไม่มีแผนที่จะเจรจาเพื่อปรับลดราคาค่าของ PTT เนื่องจากราคา HDPE ไม่ได้ขึ้นอยู่กับราคาน้ำมันมากนักในขณะนี้ แม้ราคาน้ำมันดิบดูไบลดลงอยู่ที่ +/-30 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล แต่ราคา HDPE อยู่ที่ +/-1,100 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน และ EBITDA margin ของธุรกิจโพลีเอทิลีนของ PTTGC ยังอยู่ในระดับสูงที่ 24-25% นอกจากนี้ หากมีการปรับลดราคาค่าของก๊าซใหม่ อาจมีการพิจารณาถึงต้นทุนก๊าซที่อยู่ในระดับสูงของ PTT (จากการนำเข้า wet LNG gas และการกำหนดราคาก๊าซสำหรับสัญญาใหม่) หากเป็นเช่นนั้น PTTGC อาจจะไม่เสียประโยชน์จากการปรับลดราคาค่าของใหม่

- **กังวลเกี่ยวกับความเป็นไปได้ในการลงทุนในการสร้าง Petrochemical Complex ที่สหรัฐฯ** PTTGC อยู่ระหว่างศึกษาความเป็นไปได้ที่จะก่อสร้าง ethane cracker ขนาดใหญ่ที่รัฐ Ohio ประเทศสหรัฐอเมริกาด้วยกำลังการผลิตเอทิลีนที่ 1 ล้านตัน/ปี และ ethylene derivatives ที่ 1.3 ล้านตัน/ปี บริษัทฯ คาดว่าเงินลงทุนจะสูงถึง 5,700 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และจะสรุป FID เสร็จสิ้นในช่วง 2H59 สำหรับวัตถุประสงค์ของโครงการนี้ก็ได้ประโยชน์จากต้นทุนก๊าซซีเทนที่ถูกลงจาก shale gas ในสหรัฐฯ ที่มากเกินความต้องการ

ระหว่างการประชุม นักลงทุนต่างกังวลเกี่ยวกับความสามารถของ PTTGC ในการควบคุมการดำเนินงานนอกทวีปเอเชียซึ่ง PTTGC ไม่มีประสบการณ์มาก่อน ทาง PTTGC จะพยายามที่จะลดความเสี่ยงของโครงการโดย 1) หาพันธมิตรที่สามารถแจกจ่ายสินค้าในทวีปอเมริกาเหนือและ 2) ผลิตเอทิลีนที่มากพอ (feedstock) และตรึงราคาไว้เพื่อจำกัด downside risk ของกำไรสุทธิ หาก PTTGC ยืนยันที่จะดำเนินการโครงการนี้ต่อ บริษัทฯ ต้องพยายามอย่างมากที่จะโน้มน้าวให้นักลงทุนยอมจ่ายเงินลงทุนในโครงการนี้จากความล้มเหลวในการลงทุนในอดีตของกลุ่ม PTT

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

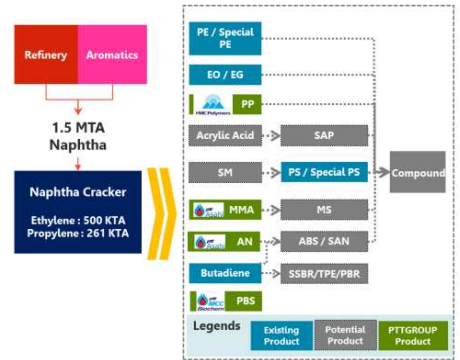
- **ไม่มี** ประมาณการราคา HDPE ของเราในปี 59 สูงกว่าที่บริษัทฯ คาดการณ์ไว้ 115 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน จากการทำ sensitivity analysis ของเราแสดงให้เห็นว่าประมาณการราคา HDPE ของเราที่เพิ่มขึ้นทุก 100 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน จะเพิ่มกำไรสุทธิของ PTTGC ในปี 59 ที่ 3.0%

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ** ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 70.00 บาทอิงด้วย +1SD มากกว่า forward core PE ในรอบ 5 ปีที่ 10 เท่า ปัจจัยหนุนกำไรสุทธิจากการใช้โปรแกรมเพิ่มการผลิต (ไม่รวมประมาณการของเราในขณะนี้) จะช่วยหนุนให้ราคาหุ้น PTTGC ซื้อขายในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย ราคาหุ้น PTTGC ในขณะนี้ยังถูกโดยซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 8.3 เท่า

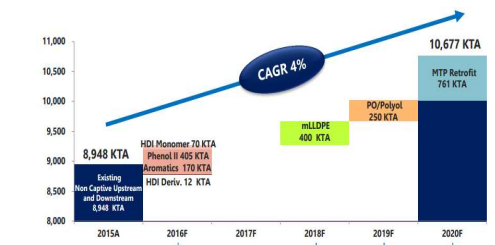
รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

MAP TA PHUT RETROFIT PROJECT



Source: PTTGC

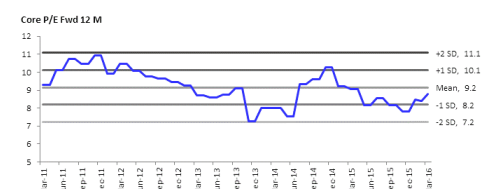
STRATEGIC INVESTMENT: VOLUME GROWTH



	Aromatics	Phenol II	HDI Thailand	HDI France	mLLDPE	PO/Polylol	MTP Retrofit
CAPEX	128.8 MUSD	345 MUSD	43 MUSD	18 MUSD	288.2 MUSD	TBC	TBC
Additional PetChem* (per year)	PX 115 KTA BZ 35 KTA OX 20 KTA	Ph 250 KTA AC 155 KTA	HDI Derivative 12 KTA	HDI Monomer 70 KTA	mLLDPE 400 KTA HDene-1 34 KTA	PO 200 KTA Polyol 130 KTA	Ethylene 500 KTA Propylene 261 KTA
Period	Q1'16	Q2'16	Q2'16	Q2'16	2018	2019	2020
EBITDA Util/Year**	24 MUSD	63 MUSD	9 MUSD	24 MUSD	59 MUSD		

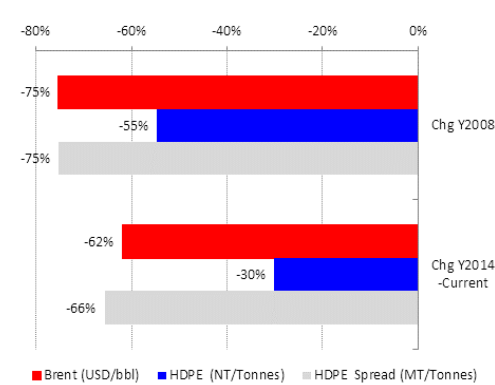
Source: PTTGC

FORWARD CORE PE BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

% CHANGE HDPE PRICE/SPREAD VS BRENT PRICE IN 2008 AND 2014



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian