

บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC)

ผลผลิต

แม้มีการปิดปรับปรุงโรงผลิตของธุรกิจโอเลฟินส์และ derivatives แต่ PTTGC คาดว่าจะยังรายงานกำไรสุทธิที่แข็งแกร่งที่ 4,700 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 คงที่ qoq แต่ลดลง 16% yoy บริษัทฯ คาดว่ากำไรสุทธิจะแข็งแกร่งต่อเนื่องในไตรมาส 2/59 แม้มีการปิดปรับปรุงโรงกลั่นเป็นเวลา 2 เดือน ปัจจัยที่ช่วยหนุนกำไรสุทธิมาจากการนำโปรแกรม Productivity Improvement มาใช้โดยจะส่งผลบวกตั้งแต่วาง 2H59 เป็นต้นไป คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 70.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **คาดการณ์กำไรสุทธิแข็งแกร่งแม้ปิดปรับปรุงโรงผลิต** เราคาดว่ากำไรสุทธิของ PTTGC จะคงที่ qoq แต่ลดลง 16% yoy อยู่ที่ 4,700 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 กำไรสุทธิประกอบไปด้วยกำไรจากรายงานเล็กน้อยที่ 211 ล้านบาทจากผลกระทบของ inventory loss รวมทั้ง NRV และกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ หากไม่รวมรายการพิเศษดังกล่าว เราคาดว่ากำไรหลักในไตรมาส 1/59 จะอยู่ที่ 4,500 ล้านบาท ลดลง 40% yoy และ 42% qoq สาเหตุหลักที่ทำให้กำไรสุทธิอ่อนตัวลงทั้ง qoq และ yoy มาจากราคาและ margin ของ HDPE ที่ลดลง

ผลกระทบต่อในอนาคต

- **คาดการณ์ผลประกอบการของธุรกิจโอเลฟินส์หดตัวลงเล็กน้อย qoq** ราคา HDPE เฉลี่ยอยู่ที่ 1,103 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในไตรมาส 1/59 ลดลง 7% yoy และ 4% qoq ขณะที่ความต้องการ HDPE จากประเทศจีนยังแข็งแกร่ง แม้มีการปิดปรับปรุงโรงผลิต olefins derivative เป็นเวลา 20 วัน (Utilisation rate ของโรงผลิตลดลงอยู่ที่ 89% ในไตรมาส 1/59 จาก 97% ในไตรมาส 4/58) แต่เราคาดว่ายอดขายจะทรงตัว qoq ทั้งนี้ PTTGC ปรับเพิ่ม utilization rates ของโรงผลิตก่อนที่จะปิดปรับปรุงรวมทั้งจัดการสต็อกสำหรับขายระหว่างช่วงปิดปรับปรุงโรงผลิต โดยรวมแล้ว เราคาดว่า EBITDA margin จะอ่อนตัวลงจาก 22% ในไตรมาส 4/58 มาอยู่ที่ 20% ในไตรมาส 1/59
- **คาดการณ์ผลประกอบการของธุรกิจอะโรแมติกส์ดีขึ้น qoq** สเปคตพาราไซลีนในภูมิภาคคงที่ qoq และเพิ่มขึ้น 25% yoy อยู่ที่ 415 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในไตรมาส 1/59 นอกจากนี้ ยังมีซีพีพลาซพาราไซลีนใหม่เข้ามาในตลาดขณะที่มีความต้องการพาราไซลีนใหม่จากการเริ่มดำเนินการผลิตของโรงผลิต PTA ที่ประเทศจีนด้วยกำลังการผลิตที่ 1.6 ล้าน tpa อีกทั้ง สเปคตเบนซีนในภูมิภาคเพิ่มขึ้น 18% qoq และ 25% yoy อยู่ที่ 272 เหรียญสหรัฐ/ตัน ในไตรมาส 1/59 จากความต้องการ Styrene Monomer (BZ derivatives) ที่มากขึ้นในสหรัฐฯ นอกจากนี้ เราคาดว่า utilization rate จะเพิ่มขึ้นอยู่ที่ 87% ในไตรมาส 1/59 จาก 66% ในไตรมาส 4/58 หลังการ debottlenecking ของ Aromatic Complex 2 ลีนส์ลดลง
- **คาดการณ์กำไรสุทธิของโรงกลั่นอ่อนตัวลง qoq** เราคาดว่า market GRM จะอ่อนตัวลงอยู่ที่ 4.8 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59 จาก 6.20 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในไตรมาส 4/58 ด้วยสาเหตุหลักจากสเปคตดีเซลที่ลดลง 29.7% qoq อยู่ที่ 9.60 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในไตรมาส 1/59 จากความต้องการที่ลดลงผลจากช่วงฤดูหนาวที่อากาศอุ่นขึ้น

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)	9.0	10.0	9.0	8.4	7.8
P/B (x)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA (x)	10.2	7.8	6.3	6.0	5.7
Dividend yield (%)	2.4	4.4	3.6	4.7	5.3
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	-	-	26,542	28,478	30,748
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.19	1.19	1.19

Source: PTT Global Chemical Public Company Limited, Bloomberg, UOB Kay Hian
n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	63.25 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	70.00 บาท
Upside	+10.7%

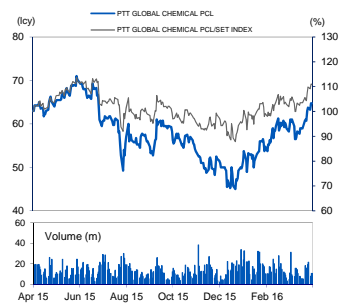
รายละเอียดบริษัท

ดำเนินธุรกิจด้านปิโตรเคมีและเคมีครบวงจร โดยสินค้าของบริษัทผลิตมาจากสินค้าหลักคือ โอลิฟินส์ ได้แก่ เออีเอส และ โพรพิลีน

Stock Data

GICS sector	Materials			
Bloomberg ticker:	PTTGC TB			
Shares issued (m):	4,460.3			
Market cap (Btm):	282,113.7			
Market cap (US\$m):	8,034.0			
3-mth avg daily 'over (US\$m):	24.6			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt71.00/Bt45.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
7.2	26.5	6.3	0.0	26.5
Major Shareholders	%			
PTT	48.9			
NDVR	6.1			
FY16 NAV/Share (Bt)	56.71			
FY16 Net Debt/Share (Bt)	14.57			

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8032

chaiwat@uobkayhian.co.th

1Q16 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec	1Q15 (Btm)	4Q15 (Btm)	1Q16 (Btm)	yoy % change	qoq % change
Revenue	100,087	96,088	82,907	-17.2%	-13.7%
Operating cost	(91,060)	(88,943)	(72,550)	-20.3%	-18.4%
SG&A expense	(2,606)	(3,311)	(2,156)	-17.3%	-34.9%
EBITDA	10,473	10,387	8,201	-21.7%	-21.0%
Depn & Amort	(3,990)	(4,257)	(4,342)	8.8%	2.0%
EBIT	6,421	3,833	3,860	-39.9%	0.7%
Tax expense	(499)	(769)	(373)	-25.3%	-51.5%
Net income	5,631	4,690	4,740	-15.8%	1.1%
EPS (Bt)	1.25	1.04	1.05	-15.8%	1.1%
Inventory gain/(loss) & NRV	(915)	(3,218)	(322)	-64.8%	-90.0%
FX gain/(loss)	243	65	533	119.6%	725.7%
Recurring income	7,539	7,843	4,529	-39.9%	-42.3%
Gross margin (%)	9.0%	7.4%	12.5%		
EBITDA margin (%)	10.5%	10.8%	9.9%		
Net profit margin (%)	5.6%	4.9%	5.7%		

Source: PTTGC, SET, UOB Kay Hian

KEY VALUE DRIVER

	1Q15	4Q15	1Q16F	yoy % change	qoq % change
Refinery Business					
CDU Utilisation rate (%)	102%	99%	93%		
Marketing GRM (excluding stock gain/loss) (US\$/bbl)	4.9	6.2	4.8	-2.2%	-22.6%
Refinery EBITDA Margin (%)	6%	5%	4%		
Aromatics Business					
BTX Utilisation rate (%)	89%	66%	87%		
Market Product to Feed (P2F)-US\$/ton	164	200	220	34.1%	10.0%
Aromatics EBITDA Margin (%)	13%	5%	6%		
Olefins Business					
Olefins Utilisation rate (%)	96%	97%	96%		
Olefins EBITDA Margin (%)	19%	22%	22%		

Source: PTTGC, SET, UOB Kay Hian

- **คาดการณ์หลักเชิงแกร่งต่อเนื่องในไตรมาส 2/59** ผู้บริหารคาดว่ากำไรหลักในไตรมาส 2/59 จะอยู่ในระดับเดียวกับในไตรมาส 1/59 เป็นอย่างน้อย สเปคตูลินค้าอะโรแมติกส์ที่ดีขึ้นต่อเนื่องจากการปิดปรับปรุงโรงผลิตในภูมิภาคประกอบกับการกลับมาดำเนินการผลิตของโรงผลิตโอเลฟินส์หลังปิดปรับปรุงไปแล้วราคา HDPE ที่สูงขึ้นจะช่วยหนุนให้ผลประกอบการของทั้ง 2 กลุ่มออกมาดีซึ่งจะช่วยชดเชยปัจจัยลบที่เกิดขึ้นจากค่าการกลั่นของธุรกิจโรงกลั่นที่ลดลง
- **ความคืบหน้าของการเปิดตัวโปรแกรม Productivity Improvement Programme (PIP)** เราจะทราบรายละเอียดเกี่ยวกับโปรแกรม (เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพในการผลิตและลดต้นทุน) มากขึ้นในเดือน มิ.ย. 59 PTTGC ตั้งเป้าใช้โปรแกรมดังกล่าวตั้งแต่ช่วง 2H59 เป็นต้นไปและคาดว่าจะสร้างรายได้ให้กับ bottom line ที่ 30-50 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปีนี้และ 250-300 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปีหน้า เรายังไม่รวมรายได้ดังกล่าวในประมาณการของเราเนื่องจากการคาดการณ์ตัวเลขเบื้องต้นเท่านั้น

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

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

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ** ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 70.00 บาทอิงด้วย +1SD มากกว่า forward core PE ในรอบ 5 ปี ที่ 10 เท่า ปัจจัยหนุนกำไรสุทธิจากการใช้โปรแกรม PIP (ไม่รวมประมาณการของเราในขณะนี้) จะช่วยหนุนให้ราคาหุ้น PTTGC ซื้อขายในระดับสูงกว่าค่าเฉลี่ย ราคาหุ้น PTTGC ในขณะนี้ยังถูกโดยซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 9 เท่า

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลต่อราคาหุ้น

- **เดือน มิ.ย.59:** การเปิดเผยรายละเอียดของโปรแกรม PIP

FORWARD CORE PE BAND



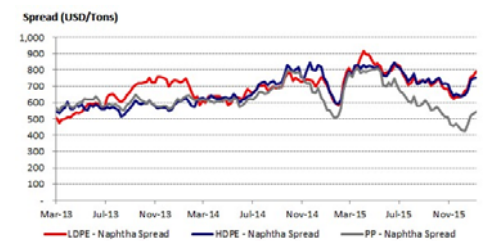
Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

PRICES AND SPREAD

	1Q15	4Q15	1Q16	qtd
Dubai price (US\$/bbl)	52.1	41.2	30.4	38.2
HDPE Price (US\$/tonne)	1,188	1,153	1,103	1,203
HDPE Spread (US\$/tonne)	694	708	759	813
PX Spread over condensate (US\$/tonne)	333	410	415	442
BZ Spread over condensate (US\$/tonne)	217	230	272	284

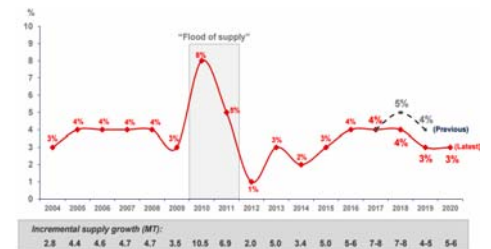
Source: PTTGC

PETROCHEMICAL SPREAD



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

GLOBAL ETHYLENE SUPPLY GROWTH



Source: SCC