

พีทีที โกลบอล เคมิคอล

กำไรสุทธิไตรมาส 2/55 สูงกว่าคาด;
คาดฟื้นตัวแข็งแกร่งในไตรมาส 3/55

Chemical
Overweight

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**
เป้าหมายพื้นฐาน: 78.00 บาท
ราคา (07/08/12): 60.75 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap	Bt273.84bn
12-mth price range	Bt53.25/Bt176.00
12-mth avg daily volume	Bt1086.73m
# of shares (m)	4,507.6
Est. free float (%)	510
Foreign limit (%)	37.0

Share price perf. (%)	1M	3M
Relative to SET	6.2	(114)
Absolute	8.0	(113)

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	500,305	500,514	512,195	478,177
Net profit (Btm)	30,033	24,839	30,723	34,170
EPS (Bt)	6.66	5.50	6.81	7.57
BLS/Consensus (x)	n.m.	0.84	0.90	n.m.
EPS growth (%)	+83.6%	(17.42%)	+23.7%	+11.2%
Core profit (Btm)	31,599	27,233	30,723	34,170
Core EPS (Bt)	7.01	6.03	6.81	7.57
Core EPS growth (%)	+137.6%	(13.95%)	+12.8%	+11.2%
PER (x)	9.1	11.0	8.9	8.0
Core PER (x)	8.7	10.1	8.9	8.0
EV/EBITDA (x)	9.6	6.5	5.6	4.7
PBV (x)	1.3	1.2	1.1	1.0
Dividend (Bt)	2.98	2.49	3.08	3.42
Dividend yield (%)	4.9	4.1	5.1	5.6
ROE (%)	14.3	12.1	13.9	14.2
Net gearing (x)	0.5	0.3	0.2	0.1

CG Rating - 2011 NA

EARNINGS RESULTS

สูงกว่าคาด: PTTGC รายงานกำไรสุทธิไตรมาส 2/55 ที่ 851 ล้านบาท ลดลง 91% ทั้ง YoY และ QoQ หากไม่รวมกำไรจากการต่อรองราคาซื้อ 162 ล้านบาท (จากการเข้าซื้อ Perstorp), กำไรจากการป้องกันความเสี่ยงในน้ำมัน 302 ล้านบาท, การขาดทุนจากการสต็อกสินค้าและการตีราคาสินค้าคงเหลือตามราคาตลาดหรือราคาทุนที่ต่ำกว่า (LCM) 6,187 ล้านบาท และการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน 518 ล้านบาท กำไรหลักจะอยู่ที่ 7,092 ล้านบาท ลดลง 23% YoY แต่เพิ่มขึ้น 11% QoQ ผลประกอบการออกมาสูงกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ 15% และสูงกว่าที่ตลาดคาดไว้ 21% เนื่องจากการขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนที่ต่ำกว่าคาดและการกลับรายการค่าใช้จ่ายภาษีเงินได้ที่สูงกว่าที่ประมาณการไว้

ประเด็นหลักจากผลประกอบการ: กำไรสุทธิที่ปรับตัวลดลง YoY มีปัจจัยหลักมาจาก 1) ค่าการกลั่นเฉลี่ยของตลาดที่อ่อนตัวลง (ที่ 4.3 เหรียญต่อบาร์เรล เทียบกับ 6.4 เหรียญต่อบาร์เรลในไตรมาส 2/54), 2) ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ลดลง จากส่วนต่างราคา PX ที่อ่อนตัวลง 8% YoY มาอยู่ที่ 567 เหรียญต่อตัน ในขณะที่ส่วนต่างราคาโอเลฟินส์และเม็ดพลาสติกปรับตัวลดลง 1-28% YoY และ 3) การขาดทุนจากการสต็อกสินค้าและการตีราคาสินค้าคงเหลือที่ 8.8 เหรียญต่อบาร์เรล (เทียบกับกำไรจากการสต็อกสินค้าที่ 2.3 เหรียญต่อบาร์เรลในไตรมาส 2/54 และ 4.9 เหรียญต่อบาร์เรลในไตรมาส 1/55) ปัจจัยที่หนุนให้กำไรหลักเติบโต QoQ มาจากปริมาณขายทั้งกลุ่มอะโรเมติกส์ (เพิ่มขึ้น 21% QoQ มาอยู่ที่ 0.51mt สำหรับผลิตภัณฑ์หลัก) และโอเลฟินส์ (เพิ่มขึ้น 6% QoQ มาอยู่ที่ 0.62mt สำหรับผลิตภัณฑ์หลัก) เนื่องจากอุปทานก๊าซอีเทนจาก PTT ที่เพิ่มสูงขึ้นและการหยุดซ่อมบำรุงโรงงานที่น้อยลง

แนวโน้ม: คาดผลกำไรในไตรมาส 3/55 ของ PTTGC จะฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง QoQ หนุนโดยกำไรจากการสต็อกสินค้าและการกลับรายการปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือ นอกจากนี้ กำไรหลักไตรมาส 3/55 มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น QoQ หนุนโดยปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น เนื่องมาจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มสูงขึ้นของโรงงานโอเลฟินส์และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่เพิ่มสูงขึ้น

สิ่งที่เปลี่ยนแปลงไป? แม้ว่ากำไรสุทธิในช่วงครึ่งปีแรกของปี 2555 จะคิดเป็นเพียง 43% ของประมาณการกำไรสุทธิทั้งปี 2555 ที่ 24,839 ล้านบาท เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2555 ไว้เท่าเดิม

เนื่องจากคาดว่ากำไรสุทธิในช่วงครึ่งปีหลังของปี 2555 จะเพิ่มขึ้น HOH โดยมีปัจจัยหนุนมาจากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น, ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่สูงขึ้นและกำไรจากการสต็อกสินค้าและการกลับรายการปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือ

คำแนะนำ: เราคิดว่าผลสรุปเรื่องราคาก๊าซที่เร็วกว่าคาดจะส่งผลกระทบต่อ PTTGC นอกจากนี้เราเชื่อว่าราคาหุ้นในปัจจุบันได้สะท้อนถึงความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลกและราคาอีเทนที่คาดว่าจะสูงขึ้นไปแล้ว ส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่ฟื้นตัวจะช่วยหนุนอัตราดอกเบี้ยของกำไรสุทธิในครึ่งปีหลังของปี 2555 หนุนโดยการฟื้นตัวของส่วนต่างราคาปิโตรเคมีจากอุปสงค์ที่สูงขึ้นตามฤดูกาลและราคาน้ำมันที่ทรงตัว จะเป็นปัจจัยช่วยหนุนราคาหุ้น นอกจากนี้สัญญาณที่บ่งชี้ว่าเศรษฐกิจจีนฟื้นตัวจะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ช่วยหนุนราคาหุ้นอีกด้วย ในขณะที่หุ้น PTTGC มีการซื้อขายอยู่ที่ PER ของปี 2555 11 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในเอเชียที่ 13.7 เท่าอยู่ 19%

Figure 1: 2Q12 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	2Q12	2Q11	YoY %	1Q12	QoQ %	6M12	6M11	YoY %	6M12 vs. FY12E
Income Statement									
Revenue	139,843	133,202	5	134,117	4	273,960	236,900	16	55
Cost of sales and services	(129,117)	(120,633)	7	(123,487)	5	(252,605)	(211,370)	20	56
EBITDA	12,014	13,730	(12)	11,819	2	23,833	28,107	(15)	45
SG&A	(2,814)	(2,117)	33	(2,728)	3	(5,542)	(3,868)	43	64
EBIT	7,911	10,452	(24)	7,902	0	15,813	21,662	(27)	41
Interest expense	(1,499)	(1,428)	5	(1,486)	1	(2,986)	(2,779)	7	55
Other income/exp.	644	1,167	(45)	301	114	946	1,736	(46)	32
Equity earnings from affiliates	101	115	(12)	119	(15)	221	114	94	134
Extra items	(6,701)	152	nm	3,917	nm	(2,785)	3,030	nm	116
EBT	7,056	10,191	(31)	6,717	5	13,773	20,619	(33)	38
Corporate tax	532	(956)	nm	(683)	nm	(152)	(2,654)	(94)	2
Minority interest	(136)	(115)	nm	(217)	nm	(353)	(560)	nm	13
Net profit (loss)	851	9,387	(91)	9,852	(91)	10,704	20,549	(48)	43
Reported EPS	0.19	2.09	(91)	2.19	(91)	2.38	4.57	(48)	43
Core net profit	7,092	9,235	(23)	6,361	11	13,453	17,519	(23)	49
Key ratios									
Gross margin (%)	7.7	9.4		7.9		7.8	10.8		
EBITDA margin (%)	8.6	10.3		8.8		8.7	11.9		
EBIT margin (%)	5.7	7.8		5.9		5.8	9.1		
SG&A / Revenue (%)	2.0	1.6		2.0		2.0	1.6		
Tax rate (%)	(7.5)	9.4		10.2		1.1	12.9		
Net margin (%)	0.6	7.0		7.3		3.9	8.7		
Current ratio (x)	0.0	0.0		0.0		0.0	0.0		
Gearing ratio (x)	0.6	n.m.		0.5		0.6	n.m.		
Interest coverage (x)	5.3	7.3		5.3		5.3	7.8		
Balance Sheet									
Cash & Equivalent	16,498	na	nm	24,115	(32)				
Total assets	390,348	na	nm	383,822	2				
ST debts & current portion	22,802	na	nm	22,533	1				
Long-term debt	99,792	na	nm	95,295	5				
Total liabilities	172,426	na	nm	165,268	4				
Retained earnings	108,904	na	nm	113,910	(4)				
Shareholders equity	203,277	na	nm	208,386	(2)				
Minority interests	14,645	na	nm	10,169	44				
BV (Bt)	48.5	na	nm	48.6	(0)				

Source: Company data

Figure 2: Sector comparisons

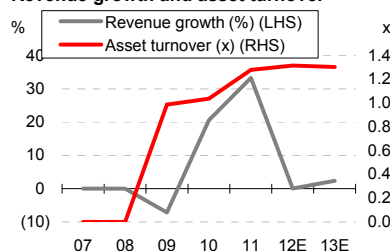
	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x)		EPS Growth (%)		PBV (x)		ROE (%)		Div Yield (%)	
				FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13	FY12	FY13
Honam Petrochemical	011170 KS	KRW248,500	6,931	10.2	7.9	-30.1	+29.0	1.3	1.1	13.5	15.5	0.7	0.7
LG Chem	051910 KS	KRW316,500	18,617	12.4	10.5	-26.2	+18.5	2.1	1.8	17.3	18.3	1.3	1.3
Petronas Chemicals Group	PCHEM MK	MYR6.51	16,965	13.0	11.8	+33.0	+10.0	2.4	2.2	18.6	18.8	3.7	4.2
Formosa Petrochemical	6505 TT	TWD87.70	27,816	28.7	19.6	-19.2	+45.9	3.6	3.4	12.2	16.7	2.5	3.4
Formosa Plastics	1301 TT	TWD84.90	17,383	15.7	12.8	-26.0	+22.7	2.0	1.9	13.4	15.4	4.4	5.4
Indorama Ventures	IVL TB	Bt30.50	4,434	12.7	11.0	-25.7	+15.5	2.2	1.9	18.5	18.7	2.4	2.7
PTT Global Chemical	PTTGC TB	Bt60.75	8,338	11.0	8.9	-17.3	+23.7	1.2	1.1	12.1	13.9	4.1	5.1
Vinythai	VNT TB	Bt18.00	681	10.3	10.2	+4.0	+1.2	1.2	1.1	12.1	11.3	2.9	2.9
Thai Plastic and Chemicals	TPC TB	Bt27.50	785	9.2	9.1	+38.9	+1.4	1.6	1.5	18.6	17.7	7.1	7.2
Simple average				13.7	11.3	(7.6)	18.7	2.0	1.8	15.1	16.2	3.2	3.7

Note: Prices as at 07/08/12

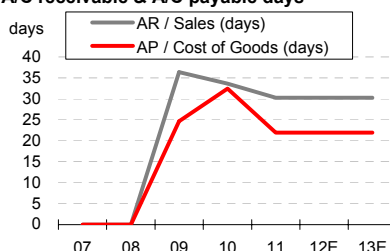
Sources: Company, Bloomberg, Bualuang Research estimates

Financial tables

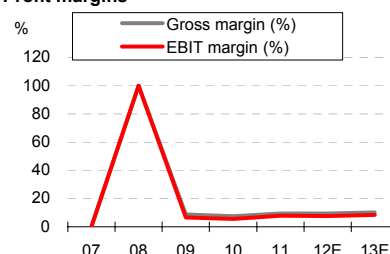
Revenue growth and asset turnover



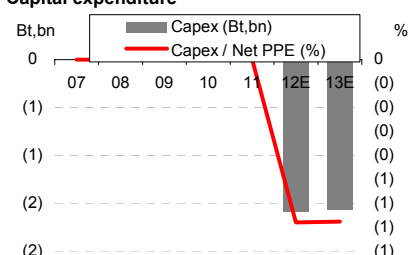
A/C receivable & A/C payable days



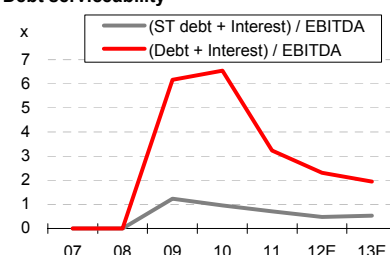
Profit margins



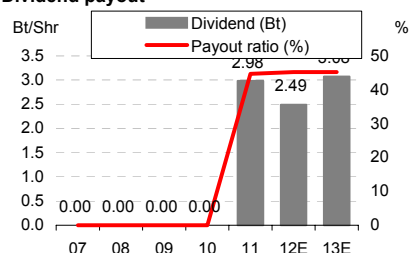
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	375,304	500,305	500,514	512,195	478,177
Cost of sales and services	(347,436)	(453,385)	(453,244)	(459,888)	(423,159)
Gross profit	27,868	46,920	47,270	52,306	55,018
SG&A	(7,143)	(8,041)	(8,651)	(9,193)	(8,582)
EBIT	20,725	38,879	38,619	43,113	46,436
Interest expense	(5,496)	(5,575)	(5,467)	(4,930)	(3,849)
Other income/exp.	2,240	2,777	2,999	3,239	3,498
EBT	17,469	36,081	36,151	41,423	46,085
Corporate tax	(2,980)	(3,102)	(6,445)	(7,902)	(8,789)
After-tax net profit (loss)	14,489	32,979	29,706	33,520	37,296
Minority interest	(1,651)	(1,541)	(2,638)	(2,965)	(3,297)
Equity earnings from affiliates	426	161	164	168	171
Extra items	3,056	(1,566)	(2,394)	0	0
Net profit (loss)	16,320	30,033	24,839	30,723	34,170
Reported EPS	3.63	6.66	5.50	6.81	7.57
Fully diluted EPS	3.62	6.65	5.50	6.81	7.57
Core net profit	13,264	31,599	27,233	30,723	34,170
Core EPS	2.95	7.01	6.03	6.81	7.57
EBITDA	20,725	38,879	52,484	57,413	61,178

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	20.5	33.3	0.0	2.3	(6.6)
Gross margin (%)	7.4	9.4	9.4	10.2	11.5
EBITDA margin (%)	5.5	7.8	10.5	11.2	12.8
Operating margin (%)	5.5	7.8	7.7	8.4	9.7
Net margin (%)	4.3	6.0	5.0	6.0	7.1
Core profit margin (%)	3.5	6.3	5.4	6.0	7.1
ROA (%)	4.5	7.7	0.0	0.0	0.0
ROCE (%)	5.1	8.7	7.4	8.9	9.6
Asset turnover (x)	1.0	1.3	1.3	1.3	1.2
Current ratio (x)	1.7	1.8	2.3	2.3	2.0
Gearing ratio (x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.3
Interest coverage (x)	3.8	7.0	7.1	8.7	12.1

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	21,035	18,973	49,834	62,016	75,905
Accounts receivable	34,547	41,482	41,500	42,468	39,648
Inventory	34,366	36,145	36,134	36,664	33,736
PP&E-net	245,477	235,343	233,753	232,182	230,403
Other assets	68,689	32,387	20,289	20,134	20,016
Total assets	408,515	372,967	386,763	398,981	405,499
Accounts payable	30,872	27,269	27,260	27,660	25,451
ST debts & current portion	14,264	22,064	19,843	25,240	39,069
Long-term debt	115,812	98,102	96,279	81,283	52,457
Other liabilities	8,354	6,343	6,660	6,994	7,343
Total liabilities	178,571	164,512	161,314	153,011	136,747
Paid-up capital	44,949	45,061	45,129	45,129	45,129
Share premium	88,931	48,925	49,530	50,164	50,830
Retained earnings	87,768	104,058	117,719	134,617	153,411
Shareholders equity	222,114	198,504	212,861	230,418	249,903
Minority interests	7,829	9,950	12,588	15,552	18,849
Total Liab.&Shareholders' equity	408,515	372,967	386,763	398,981	405,499

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, EGCO, ESSO, GLOW, HMPRO, HEMRAJ, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.