

## ปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"...ภาพรวมปิโตรระยะกลางยังถูกกดดัน

วันศุกร์ที่ 17 สิงหาคม พ.ศ. 2555

### ▶ ราคาปิโตรติดตัวเพียงช่วงสั้น แต่ภาพระยะกลางยังมีแรงกดดัน

จากกฎประชุมนักวิเคราะห์ก่อนหน้านี้ ยังไม่มีประเด็นใหม่ โดยภาพรวมของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีในระยะสั้นยังเห็นการฟื้นตัวของความต้องการใช้ตามผลของฤดูกาล (Seasonal) ซึ่งเข้าสู่ช่วงการผลิตสินค้าเพื่อรองรับเทศกาลปลายปี อีกทั้งในช่วง 2Q55 ผู้ประกอบการต่างๆ ประสบปัญหาทางเศรษฐกิจทำให้ไม่ได้สต็อกวัตถุดิบใหม่ แต่ทำการใช้สต็อกเก่าที่มีอยู่ให้หมดลง จึงทำให้ในงวด 3Q55 ต้องเริ่มกลับมาสต็อกวัตถุดิบใหม่อีก อย่างไรก็ตามหากพิจารณาแนวโน้มอุตสาหกรรมในระยะกลางและระยะยาวนั้น ยังคงมีความไม่แน่ชัดในประเด็นการปรับตัวเพิ่มขึ้นของความต้องการใช้ว่าจะยังเติบโตต่อเนื่องหรือไม่ เนื่องจากยังมีความกังวลในภาวะเศรษฐกิจโดยรวมของโลกว่าจะสามารถกลับเข้าสู่ภาวะการเติบโตได้อีกครั้งหรือไม่ โดยเฉพาะการฟื้นตัวของเศรษฐกิจของกลุ่มประเทศมหาอำนาจทั้ง สหรัฐอเมริกา จีน และกลุ่มสหภาพยุโรป อย่างไรก็ตามในส่วนของบริษัทฯนั้นยังคงเดินหน้าตามแผนการลงทุน โดยกำหนดงบประมาณการลงทุนในระยะ 5 ปี ข้างหน้า เท่ากับ 4.5 พันล้านบาทหรือ 1) การขยายการลงทุนในโครงการที่มีอยู่เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพ อาทิ การทำ Debottleneck จำนวน 1 พันล้านบาท 2) การขยายการลงทุนในผลิตภัณฑ์ขึ้นปลายเฉพาะเจาะจงมากขึ้น เพื่อเพิ่มมูลค่าผลิตภัณฑ์ อาทิ โพลีเอทิลีน โพลีคาร์บอนเนต จำนวน 3 พันล้านบาท และ 3) การขยายการลงทุนในผลิตภัณฑ์ชีวภาพ (Biochemical) จำนวน 500 ล้านบาท ทั้งนี้ PTTGC มีแผนที่จะจัดหาเงินสำหรับแผนการลงทุนดังกล่าวโดย 1) จากกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน 2.5 พันล้านบาท และ 2) การกู้ยืมเงิน (Debt Financing) จำนวน 2 พันล้านบาท ซึ่งหากพิจารณา Net Debt / Equity พบว่ายังอยู่ในระดับต่ำเพียง 0.42 เท่า (เทียบกับค่าเฉลี่ยกลุ่มพลังงานที่ 1 เท่า) ซึ่งเพียงพอที่จะสามารถก่อหนี้เพิ่มเติมได้

### ▶ ยังคงประมาณการปี 2555-56...แนวโน้ม 2H55 เห็นการฟื้นตัว

ฝ่ายวิจัยยังคงประมาณการปี 2555 โดยมีมุมมองเชิงบวกสำหรับแนวโน้มผลการดำเนินงานในช่วง 2H55 ที่จะสามารถกลับคืนสู่ภาวะปกติ ซึ่งจะเห็นได้จากราคาและ Spread ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่อยู่ในทิศทางฟื้นตัวหลังจากเผชิญกับจุดต่ำสุดของปีไปแล้วในงวด 2Q55 เช่นเดียวกับค่าการกลั่นที่คาดว่าจะยังทรงตัวได้ในระดับ 5 เหรียญต่อบาร์เรล จากความต้องการใช้ในภูมิภาคที่คาดว่าจะเริ่มกลับมาปรับตัวสูงขึ้นตามสถานการณ์เศรษฐกิจ อีกทั้งยังเข้าสู่ช่วงฤดูการรวมดือนในประเทศอินโดนีเซีย ซึ่งจะทำให้ Demand ในน้ำมันก๊าซโซลีนปรับตัวสูงขึ้น นอกจากนี้ในช่วงเดือน ส.ค.-ต.ค. ของทุกปี ยังเป็นช่วงที่โรงงานหลายแห่งในโลกทั้งในทวีปเอเชีย, อเมริกา และยุโรป จะทำการหยุดเดินเครื่องซ่อมบำรุงเพื่อเตรียมการพร้อมในการเดินเครื่องในช่วงฤดูหนาว (ปลายงวด 4Q55) ซึ่งจะทำให้ Supply บางส่วนหายไปจากตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป นอกจากนี้ยังมีโอกาสสูงที่ในช่วง 2H55 จะกลับมาบันทึกเป็นกำไรจากสต็อกน้ำมันตามทิศทางราคาน้ำมันในช่วง 2H55 ที่คาดว่าจะปรับตัวสูงขึ้นหลังจากที่ระดับต่ำสุดไปแล้วในงวด 2Q55 สะท้อนได้จากราคาน้ำมันดิบอ้างอิงดูไบในปัจจุบันได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 20% จากสิ้นงวด 2Q55 มาอยู่ที่ 111.29 เหรียญต่อบาร์เรล

### ▶ ระยะสั้นปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ"...แนะนำให้ Switch เข้าลงทุนใน PTT

ฝ่ายวิจัยประเมินมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 อ้างอิง DCF เท่ากับ 65.45 บาทต่อหุ้น ซึ่งหากพิจารณาราคาหุ้นในปัจจุบันพบว่าได้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยถึง 14% ภายในระยะเวลาเพียง 2 สัปดาห์ และได้เข้าใกล้ Fair Value ที่ฝ่ายวิจัยประเมินไว้แล้ว ระยะสั้นจึงปรับลดคำแนะนำเป็น "ถือ" จากเดิม "ซื้อ" หรือ Switch ให้เข้าลงทุนใน PTT เนื่องจากได้รับอานิสงส์จากการปรับขึ้นของราคาน้ำมัน และแนวโน้มผลการดำเนินงานงวด 2H55 ของทั้งกลุ่มที่จะปรับตัวสูงขึ้นจาก 1H55 อีกทั้งราคาหุ้นปัจจุบันยังมี Upside จาก FV ราว 14% สำหรับประเด็นข่าวลือเรื่องการจ่ายเงินปันผลพิเศษนั้น ทางผู้บริหารยืนยันว่าไม่มีการจ่ายปันผลพิเศษ แต่อาจมีการจ่ายเงินปันผลระหว่างกาล โดยทั้งปี 2555 ฝ่ายวิจัยประเมินเงินปันผลจ่ายขึ้นตามนโยบายการจ่ายปันผลที่ 30% ไว้เท่ากับ 1.64 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Dividend Yield ต่อปีที่ 2.7%

Key Data (ล้านบาท)	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F	FY57F
กำไรสุทธิ	16,320	30,033	24,288	24,686	28,764
EPS (บาท)	3.65	6.66	5.39	5.48	6.38
BVS (บาท)	51.02	46.25	44.86	48.69	53.16
PER (เท่า)	16.64	9.12	11.27	11.09	9.52
PBV (เท่า)	1.19	1.31	1.35	1.25	1.14
DPS (บาท)	4.03	1.30	1.62	1.64	1.91
Div yield	6.6%	2.1%	2.7%	2.7%	3.2%
ROAE	7.10	13.70	11.83	11.71	12.53

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักการทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับและผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่ว่ากรณีใด

คำแนะนำการลงทุน

ถือ

ราคาปัจจุบัน : 64.25 บาท

Fair Value : 65.45 บาท

มูลค่าตลาด : 289,615 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	5.39	6.17	-13%
2556F	5.48	6.83	-20%

ที่มา: ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

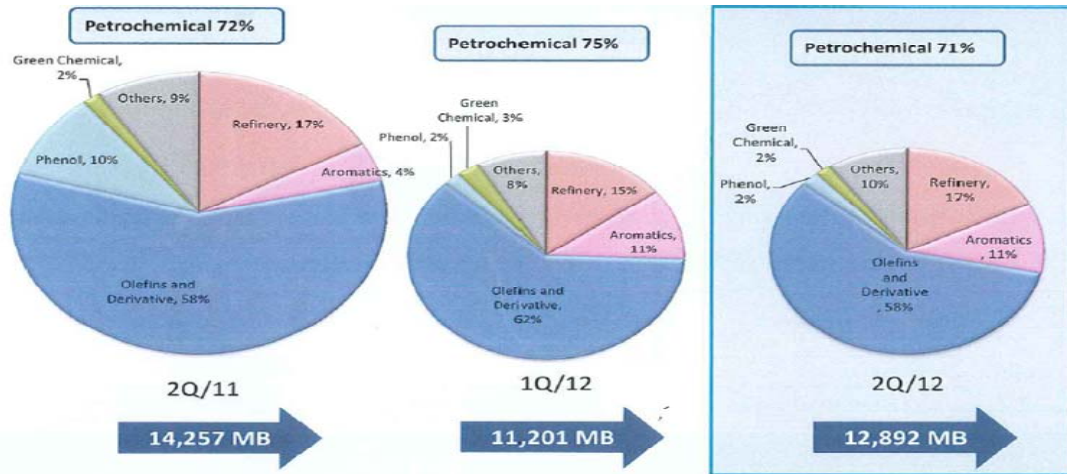
สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
★★★★★	90-100	ดีเลิศ
★★★★	80-89	ดีมาก
★★★	70-79	ดี
na.	<70	ไม่มีสัญลักษณ์

นลินรัตน์ กิตติกาพลรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

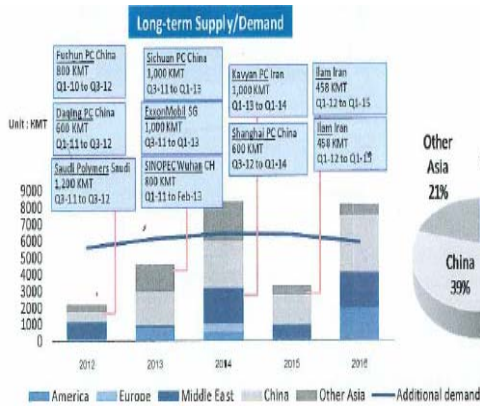
 nalinrat@asiaplus.co.th

Adjusted EBITDA Breakdown งวด 2Q55



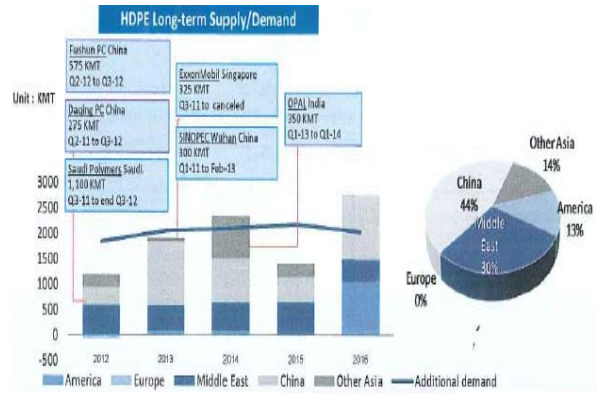
ที่มา : ข้อมูลจาก PTTGC

Demand และ Supply ของผลิตภัณฑ์ Olefins



ที่มา : ข้อมูลจาก PTTGC

Demand และ Supply ของผลิตภัณฑ์ Polyethylene



ที่มา : ข้อมูลจาก PTTGC

สรุปคำแนะนำหุ้นกลุ่มโรงกลั่นและปิโตรเคมี

Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER			
				2555F	2556F	2555F	2556F		
TOP	BUY	68.50	70.16	2	1.45	1.37	15.85	11.81	
PTTGC	BUY	64.25	65.45	2	1.31	1.21	10.90	10.73	
IRPC	BUY	3.80	4.40	16	0.90	0.83	57.68	9.75	
IVL	BUY	31.00	37.00	19	2.26	1.88	12.35	8.76	
BCP	HOLD	22.80	24.01	5	1.01	0.94	10.28	8.04	
HONAM PETROCHEM	4.32	253,500.00	297,928.56	18	1.21	1.06	10.49	7.19	
NEW ZEAL REFINING	3.83	2.41	3.43	42	1.20	1.18	27.08	13.46	
MITSUI CHEMICALS	3.63	180.00	242.86	34.92	0.49	0.47	20.99	8.23	
PCHEM	3.52	6.59	6.91	5	2.40	2.20	13.48	12.32	
RELIANCE INDUSTRIES	3.50	799.55	788.27	(1)	1.36	1.24	12.78	11.88	
HINDUSTAN PETROLEUM	3.49	318.15	347.76	9.31	0.78	0.73	8.75	7.37	
PETRONAS DAGANGA	3.17	22.70	20.11	(11)	4.04	3.80	22.61	20.98	
FORMOSA PLASTIC	3.14	84.20	78.55	-	7	2.11	1.96	20.46	14.82
FORMOSA CHEM & FIBRE	2.78	82.90	75.59	(9)	1.87	1.77	22.14	14.59	
NAN YA PLASTICS	2.38	60.20	53.35	(11)	1.76	1.63	28.86	16.98	
FORMOSA PETROCHEM	2.09	90.30	71.45	(21)	3.83	3.51	50.25	24.56	

ที่มา: Bloomberg

Technical Graph



ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ PTTGC

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553*	2554*	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553*	2554*	2555F	2556F
ยอดขาย	380,600	502,600	529,270	546,689	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
ต้นทุนขาย	(347,436)	(453,385)	(481,223)	(496,882)	กำไรสุทธิ	16,320	30,033	24,288	24,686
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>33,164</b>	<b>49,215</b>	<b>48,048</b>	<b>49,807</b>	รายการเปลี่ยนแปลงที่ไม่กระทบเงินสด				
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(7,143)	(9,125)	(12,370)	(12,431)	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	12,274	11,767	13,986	14,650
ดอกเบี้ยจ่าย	(5,496)	(5,575)	(6,770)	(7,685)	กำไร/ขาดทุนจาก Fx ที่ไม่ได้รับรู้				
ค่าใช้จ่ายอื่น	-	-	-	-	อื่นๆ	(12,274)	(11,767)	(13,986)	(14,650)
รายได้อื่น	426	161	100	100	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	30,422	38,445	24,030	30,044
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	20,951	34,676	29,008	29,791	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>46,742</b>	<b>68,478</b>	<b>48,318</b>	<b>54,730</b>
ภาษีเงินได้	2,980	3,102	3,220	3,605					
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	23,931	37,778	32,228	33,396	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	-	-	-	-	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	-	10,134	(44,377)	(13,278)
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>16,320</b>	<b>30,033</b>	<b>24,288</b>	<b>24,686</b>	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(14,870)</b>	<b>(4,840)</b>	<b>(64,377)</b>	<b>(33,278)</b>
<b>EPS</b>	<b>3.65</b>	<b>6.66</b>	<b>5.39</b>	<b>5.48</b>					
					<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
					เพิ่ม/ลด เงินกู้	-	(7,624)	(4,946)	(2,990)
					อื่นๆ	(5,496)	18,598	(4,175)	(4,821)
การเติบโตของยอดขาย	n.a.	32.1%	5.3%	3.3%	ลด จ่ายปันผล	(18,165)	(5,860)	(7,286)	(7,406)
การเติบโตของกำไรสุทธิ	n.a.	84.0%	-19.1%	1.6%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>(23,661)</b>	<b>5,115</b>	<b>(16,407)</b>	<b>(15,217)</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	n.a.	9.8%	9.1%	9.1%					
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	n.a.	6.0%	4.6%	4.5%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>8,211</b>	<b>68,752</b>	<b>(32,467)</b>	<b>6,236</b>
<b>งบกำไรขาดทุนรวมไตรมาส (ล้านบาท)</b>					<b>งบดุล (ล้านบาท)</b>				
	6M54	19Oct-31-Dec-55	1Q55	2Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553*	2554*	2555F	2556F
ยอดขาย	236,899	104,433	133,666	139,241	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	21,035	22,606	45,709	51,944
ต้นทุนขาย	(206,673)	(98,584)	(120,587)	(134,549)	ลูกหนี้การค้า	35,549	41,482	33,471	33,851
กำไรขั้นต้น	30,226	5,849	13,079	4,692	สินค้าคงเหลือ	34,366	36,145	27,064	27,566
ค่าใช้จ่ายในการขาย	(4,636)	(2,925)	(2,843)	(3,268)	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	72,088	37,390	2,845	3,237
ดอกเบี้ยจ่าย	(2,938)	(1,213)	(1,486)	(1,499)	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	245,477	235,343	279,720	292,998
รายได้อื่น	2,390	2,342	2,447	1,598	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>408,515</b>	<b>372,967</b>	<b>388,810</b>	<b>409,596</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	23,313	2,124	10,753	456					
ภาษีเงินได้	(2,580)	(241)	(683)	532	เจ้าหนี้การค้า	30,872	27,269	26,255	27,135
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	20,732	1,883	10,069	988	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	147,699	137,244	55,152	52,162
กำไร/ขาดทุนจาก Fx	(203)	(746)	-	(518)	<b>หนี้สินรวม</b>	<b>178,571</b>	<b>164,512</b>	<b>186,614</b>	<b>190,121</b>
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	114	(123)	(42)	101					
กำไรจากการขายสินทรัพย์	-	-	-	-	ทุนที่ชำระแล้ว	45,170	45,108	44,794	44,794
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>19,600</b>	<b>2,113</b>	<b>9,852</b>	<b>851</b>	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	89,176	49,338	36,341	36,341
					กำไรสะสม	87,769	104,058	121,060	138,340
					<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>229,944</b>	<b>208,454</b>	<b>202,195</b>	<b>219,476</b>
ยอดขาย (QoQ)	n.a.	n.a.	n.a.	4.2%					
กำไรสุทธิ (QoQ)	n.a.	n.a.	n.a.	-91.4%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>408,515</b>	<b>372,967</b>	<b>388,810</b>	<b>409,596</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	12.8%	5.6%	9.8%	3.4%					
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553*	2554*	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553*	2554*	2555F	2556F
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	0.85	1.05	1.34	1.47	อัตราแลกเปลี่ยนเฉลี่ย THB/USD	32.00	30.00	30.00	30.00
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	10.56	12.06	15.78	16.12	ราคาเอทิลีน (เหรียญฯ/ตัน)	851	1,023	1,100	1,100
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	10.11	12.54	17.78	18.03	ราคา HDPE (เหรียญฯ/ตัน)	910	1,300	1,300	1,300
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	11.25	16.63	18.33	18.31	ราคา MEG (เหรียญฯ/ตัน)	800	950	1,000	1,000
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	0.78	0.79	0.92	0.87	Spread PX (US\$/Ton)	396	450	450	450
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	3.99%	7.69%	6.38%	6.18%	Petrochemical Capacity (KTA)	2,200	2,200	2,200	2,200
ผลตอบแทนจากผู้ถือหุ้นเฉลี่ย	7.10%	13.70%	11.83%	11.71%	GRM (US\$/Barrel)	4.00	5.00	4.50	4.50

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP (สำหรับกำไรสุทธิปี 2553-54 เกิดจากการจัดทำรายงานข้อมูลงบการเงินเสมือนเปรียบเทียบ)