

**BUY**

**12M TP: Bt80.00**

Closing price: Bt70.25  
Upside/downside +13.9%

Sector	Petrochemicals & Chemicals
Paid-up shares (shares mn)	4,509
Market capitalization (Bt mn)	316,746
Free float (%)	51.18
YTD daily avg. turnover (%)	1,556.84
12-mth trading range (Bt)	105.00 / 65.50

<b>Major shareholders (%)</b>	
PTT PCL	48.18
Thai NVDR	12.94
STATE STREET EUROPE LIMITED	3.06

**Financial highlights**

End of Dec 31	2017	2018	2019E	2020E
Revenue (Bt mn)	439,921	518,655	489,680	519,281
Normalized profit (Bt mn)	40,768	44,583	37,753	40,724
Net profit (Bt mn)	39,298	40,069	37,753	40,724
Normalized EPS (Bt)	9.04	9.89	8.37	9.03
EPS (Bt)	8.72	8.89	8.37	9.03
Normalized profit growth (%)	53.7	9.4	(15.3)	7.9
Net profit growth (%)	53.5	2.0	(5.8)	7.9
Normalized EPS growth (%)	53.7	9.4	(15.3)	7.9
EPS growth (%)	53.5	2.0	(5.8)	7.9
Normalized P/E (x)	7.8	7.1	8.4	7.8
P/E (x)	8.1	7.9	8.4	7.8
P/BV (x)	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (x)	5.5	6.2	5.9	5.6
DPS (Bt)	4.25	4.25	4.25	4.25
Dividend yield (%)	6.0	6.0	6.0	6.0
ROE (%)	14.4	13.7	12.1	12.2

Source: Company data, AWS Research

Rating	CGR 2018	Thai CAC
<b>PTGC</b>		Certified

**Thailand Research Department**  
Vajiralux Sanglerdsillapachai  
License No. 17385  
Tel: 02 680 5077

**คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/62 พุ่งตัว YoY แต่ยังอ่อนแออยู่**

เราปรับลดกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายของ PTTGC ลง แต่ยังคงแนะนำซื้อ เนื่องจาก 1)แม้กำไรสุทธิไตรมาส 1/62 จะเป็นไตรมาสที่มีระดับกำไรที่ต่ำสุดในรอบปี แต่คาดว่าอีก 3 ไตรมาสที่เหลือของปีจะมีกำไรที่ดีขึ้นจากค่าการกลั่นที่ฟื้นตัวขึ้น 2)เราคาดว่าผลการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน เมื่อบรรลุล่วงได้ภายในเดือน เม.ย.นี้ คาดว่าจะส่งผลให้ธุรกิจพลังงานและปิโตรเคมีฟื้นตัวดีขึ้น 3)PTTGC เป็นหุ้นที่ PER ต่ำเพียง 8.4 เท่า อัตราปันผลตอบแทนประมาณ 6.0% ต่อปี และเป็นหุ้นที่มีพัฒนาการของกำไรสุทธิที่มีการขยายธุรกิจ Downstream มากขึ้น และกำไรเพียงยกฐานขึ้นมาเป็นราว 40,000 ล้านบาท ตั้งแต่ปี 2560 เป็นต้นมา เราจึงเห็นว่าเหมาะสมเป็นหุ้นลงทุนระยะยาวได้ แม้เราจะปรับราคาเหมาะสมลงจาก 84 บาท เป็น 80 บาท อิงค่า EV/EBITDA ที่ 6.75 เท่า

คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/62 เท่ากับ 7,829 ล้านบาท (-41%YoY แต่ +93%QoQ): กำไรลดลง YoY จากสเปรดปิโตรเคมีสายโพลีฟินิล และค่าการกลั่นที่อ่อนแอลง YoY แต่ฟื้นตัว QoQ เนื่องจากธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันที่อยู่ในเกณฑ์ดี หลังค่าการกลั่น (GRM) ดีขึ้นจากราคาน้ำมันที่อยู่ระดับสูง และมีกำไรจากสต็อกน้ำมัน ขณะที่ส่วนต่าง (สเปรด) ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีโดยรวมยังมีทิศทางทรงตัว สเปรดของผลิตภัณฑ์พาราไซลีน (PX) ยังดีต่อเนื่อง แต่สเปรดของ HDPE-Naphtha อ่อนแอลงหนักมากในไตรมาส 1/62 ซึ่งกระทบกับผลการดำเนินงานในธุรกิจสายปิโตรเคมีของ PTTGC แม้จะไม่มากเท่ากับของ SCC ก็ตาม

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 ลดลง 10%YoY จากเดิม 42 พันล้านบาท เป็น 38 พันล้านบาท สะท้อนภาพรวมที่คาดว่าอ่อนตัวลง YoY จากธุรกิจปิโตรเคมีสายโพลีฟินิล ซึ่งสเปรดลดลง และการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น (53 วัน) และโรงงานปิโตรเคมีซึ่งอยู่ในแผนแล้ว PTTGC มีกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นหลังจากการเข้าซื้อธุรกิจกลุ่มผลิตภัณฑ์ PTA และธุรกิจกลุ่มผลิตภัณฑ์เม็ดพลาสติก PET ของ SCC เข้ามาเมื่อปีที่แล้ว แต่ทิศทางของราคาปิโตรเคมีมีแนวโน้มอ่อนตัวลงจากความต้องการที่อาจถูกกระทบจากเศรษฐกิจโลกและอุปทานใหม่ที่เพิ่มขึ้น ค่าเฉลี่ยมาร์จิ้นของผลิตภัณฑ์หลักอย่างค่าการกลั่น (GRM) คาดว่าจะอ่อนตัวลงเหลือราว 4-5 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล จาก 5-6 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรลในปีที่แล้ว สเปรดพาราไซลีนอาจจะไม่สดใสตลอดทั้งปี 2562 เนื่องจากอุปทานใหม่จากจีน 2 โรง มีกำลังการผลิตรวม 4 ล้านตัน/ปี คาดว่าจะเข้าสู่ตลาดในช่วง 2H62 ส่วนทิศทางสเปรดของ HDPE-Naphtha อ่อนตัวลงมา ไตรมาส 1/62 อยู่ที่ 580 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน จากค่าเฉลี่ยในปี 2561 ที่ 716 เหรียญสหรัฐฯ/ตัน จากราคาน้ำมันลดลงและอุปสงค์ถูกกระทบจากเศรษฐกิจโลก

เราปรับลดราคาเป้าหมายลงจาก 84 บาท เป็น 80 บาท แนะนำซื้อ: PTTGC เป็นบริษัทที่ปรับเปลี่ยนฐานกำไรขึ้นมาเป็น 4 หมื่นล้านบาท ได้ตั้งแต่ปี 2560 แม้ว่าปี 2562 กำไรสุทธิอาจจะอ่อนตัวลง YoY แต่ Cash Flow ยังคงแข็งแกร่ง และการจ่ายเงินปันผลอยู่ในระดับที่ถือว่า 6.0% ต่อปี PTTGC ถือเป็นธุรกิจหลักสำคัญที่ Contribute กำไรที่ดีให้กับกลุ่ม PTT ซึ่งในระยะ 2 ปีที่ผ่านมา โดยทำกำไรให้กับ PTT ในระดับใกล้เคียงกับที่ PTTEP ทำได้ ธุรกิจพลังงานและปิโตรเคมีอ่อนแอลงจากผลกระทบของสงครามการค้าสหรัฐฯ-จีน แต่หากการเจรจาการค้าของสองประเทศนี้เสร็จสิ้นคาดว่าดีมานด์ของพลังงานและปิโตรเคมีจะฟื้นตัวกลับมาดีขึ้น เราคาดว่ากำไรสุทธิไตรมาส 1/62 น่าจะเป็นไตรมาสที่กำไรยังไม่โดดเด่น คาดว่าอีก 3 ไตรมาสที่เหลือของปีกำไรจะอยู่ในระดับ 9,000-10,000 ล้านบาทต่อไตรมาส PTTGC จะมีการตั้งสำรองผลตอบแทนพนักงานตามกฎหมายใหม่เข้ามาในไตรมาส 2/62 ประมาณ 800 ล้านบาท เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 และ 2563 ลง 10% และ 6% ตามลำดับ และปรับลดราคาเป้าหมายลงจาก 84 บาท เป็น 80 บาท อิงค่า EV/EBITDA ที่ 6.75 เท่า ยังคงแนะนำซื้อ

**Quarterly Earnings**

<b>FY December 31 (Bt mn)</b>	<b>1Q17</b>	<b>4Q18</b>	<b>1Q19E</b>	<b>%YoY</b>	<b>%QoQ</b>
<b>Total revenue</b>	<b>108,042</b>	<b>129,718</b>	<b>112,725</b>	<b>4.3%</b>	<b>-13.1%</b>
Cost of goods sold	(91,745)	(120,680)	(123,997)		
<b>Gross profit</b>	<b>16,297</b>	<b>9,038</b>	<b>11,272</b>	<b>-30.8%</b>	<b>24.7%</b>
SG&A expenses	(2,955)	(4,503)	(3,945)		
<b>Operating profit</b>	<b>13,342</b>	<b>4,535</b>	<b>7,327</b>	<b>-45.1%</b>	<b>61.6%</b>
Share of gain (loss) of associates	538	1,424	2,000		
Other income	429	700	700		
<b>EBIT</b>	<b>14,309</b>	<b>6,659</b>	<b>10,027</b>	<b>-29.9%</b>	<b>50.6%</b>
Financial costs	(1,001)	(792)	(816)		
<b>Pretax profit</b>	<b>13,307</b>	<b>5,867</b>	<b>9,211</b>	<b>-30.8%</b>	<b>57.0%</b>
Income tax expenses	(1,597)	1,062	(1,382)		
<b>Profit before MI</b>	<b>11,710</b>	<b>6,929</b>	<b>7,829</b>	<b>-33.1%</b>	<b>13.0%</b>
Minority interests	(68)	(249)	-		
<b>Normalized profit</b>	<b>11,642</b>	<b>6,680</b>	<b>7,829</b>	<b>-32.7%</b>	<b>17.2%</b>
Extra-ordinary items	1,540	(2,618)	-		
<b>Net Profit</b>	<b>13,182</b>	<b>4,061</b>	<b>7,829</b>	<b>-40.6%</b>	<b>92.8%</b>
	19,314				
<b>Normalized EPS (Bt)</b>	<b>2.58</b>	<b>1.48</b>	<b>1.74</b>	<b>-32.7%</b>	<b>17.2%</b>
<b>Net EPS (Bt)</b>	<b>2.92</b>	<b>0.90</b>	<b>1.74</b>	<b>-40.6%</b>	<b>92.7%</b>

**Financial ratio (%)**

Gross profit margin	15.1%	7.0%	10.0%
SG&A expenses/sales	2.7%	3.5%	3.5%
Normalized profit margin	10.8%	5.1%	6.9%
Net profit margin	12.2%	3.1%	6.9%

**Income Statement (Btmn)**

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019E	2020E
Total revenue	355,524	439,921	518,655	489,680	519,281
Cost of goods sold	(311,973)	(382,271)	(462,026)	(440,712)	(467,353)
<b>Gross profit</b>	<b>43,551</b>	<b>57,650</b>	<b>56,629</b>	<b>48,968</b>	<b>51,928</b>
SG&A	(12,678)	(14,197)	(14,854)	(15,000)	(15,350)
<b>Operating Profit</b>	<b>30,873</b>	<b>43,453</b>	<b>41,775</b>	<b>33,968</b>	<b>36,578</b>
Equity sharing	2,576	5,572	6,895	7,560	8,060
Other income	3,018	2,364	2,694	3,265	3,785
<b>EBIT</b>	<b>36,467</b>	<b>51,388</b>	<b>51,364</b>	<b>44,793</b>	<b>48,423</b>
Financial cost	(4,277)	(3,935)	(3,593)	(4,125)	(4,375)
<b>Pretax profit</b>	<b>32,190</b>	<b>47,453</b>	<b>47,771</b>	<b>40,668</b>	<b>44,048</b>
Income tax expenses	(3,090)	(3,863)	(2,986)	(2,542)	(2,753)
Minority interests	(2,572)	(2,822)	(201)	(372)	(570)
<b>Normalized profit</b>	<b>26,527</b>	<b>40,768</b>	<b>44,583</b>	<b>37,753</b>	<b>40,724</b>
Extraordinaries items	(925)	(1,470)	(4,514)	0	0
<b>Net profit</b>	<b>25,602</b>	<b>39,298</b>	<b>40,069</b>	<b>37,753</b>	<b>40,724</b>
EBITDA	53,946	68,908	62,683	64,511	69,021
<b>Normalized EPS (Bt)</b>	<b>5.88</b>	<b>9.04</b>	<b>9.89</b>	<b>8.37</b>	<b>9.03</b>
<b>Net EPS (Bt)</b>	<b>5.68</b>	<b>8.72</b>	<b>8.89</b>	<b>8.37</b>	<b>9.03</b>
<b>DPS (Bt)</b>	<b>2.85</b>	<b>4.25</b>	<b>4.25</b>	<b>4.25</b>	<b>4.25</b>

**Statement of Financial Position (Btmn)**

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019E	2020E
Current Assets	129,169	140,738	144,310	153,510	166,529
Non-current Assets	284,344	294,226	324,945	331,979	344,143
<b>Total assets</b>	<b>413,513</b>	<b>434,964</b>	<b>469,255</b>	<b>485,489</b>	<b>510,672</b>
Current Liabilities	54,470	60,313	73,858	68,723	72,154
Non-current Liabilities	92,030	94,387	91,915	94,507	94,507
<b>Total liabilities</b>	<b>146,500</b>	<b>154,700</b>	<b>165,773</b>	<b>163,230</b>	<b>166,661</b>
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Retained Earnings	147,220	172,016	192,959	211,550	233,111
<b>Total equity</b>	<b>267,014</b>	<b>280,264</b>	<b>303,482</b>	<b>322,259</b>	<b>344,011</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>413,513</b>	<b>434,964</b>	<b>469,255</b>	<b>485,489</b>	<b>510,672</b>
BVPS (Bt)	54.56	60.96	65.66	69.78	74.56

**Cash Flow Statement (Btmn)**

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019E	2020E
Pretax Profit	28,174	42,120	40,271	44,793	48,423
Depreciation & Amortization	17,479	19,451	19,055	22,718	23,598
<b>Operating Cash Flow</b>	<b>46,566</b>	<b>61,955</b>	<b>53,629</b>	<b>44,492</b>	<b>43,678</b>
CAPEX	(18,276)	(15,605)	(26,062)	(34,000)	(34,000)
Dec/(Inc) in other investments	17,994	(7,000)	(6,780)	(7,000)	(7,000)
<b>Investing Cash Flow</b>	<b>(1,957)</b>	<b>(41,545)</b>	<b>(32,842)</b>	<b>(41,000)</b>	<b>(41,000)</b>
Dividend Payment	(11,123)	(16,501)	(19,739)	(19,163)	(19,163)
<b>Financing Cash Flow</b>	<b>(25,094)</b>	<b>(9,511)</b>	<b>(27,397)</b>	<b>9,687</b>	<b>4,235</b>
<b>Inc. (Dec.) in cash equivalent</b>	<b>19,515</b>	<b>10,899</b>	<b>(6,610)</b>	<b>13,180</b>	<b>6,913</b>
<b>Beginning cash equivalents</b>	<b>13,336</b>	<b>32,720</b>	<b>43,429</b>	<b>36,744</b>	<b>49,924</b>
<b>Ending cash equivalents</b>	<b>32,851</b>	<b>43,620</b>	<b>36,819</b>	<b>49,924</b>	<b>56,837</b>

### Quarterly Income Statement (Btmn)

Year to 31 Dec	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Total revenue	123,160	121,706	129,698	137,533	129,718
Cost of goods sold	(105,483)	(107,039)	(112,997)	(121,311)	(120,680)
<b>Gross profit</b>	<b>17,677</b>	<b>14,667</b>	<b>16,702</b>	<b>16,222</b>	<b>9,038</b>
SG&A expenses	(4,537)	(3,229)	(3,353)	(3,768)	(4,503)
<b>Operating profit</b>	<b>13,139</b>	<b>11,437</b>	<b>13,348</b>	<b>12,454</b>	<b>4,535</b>
Equity sharing	2,588	1,996	1,514	1,960	1,424
Other income	587	544	541	909	700
<b>EBIT</b>	<b>16,313</b>	<b>13,977</b>	<b>15,403</b>	<b>15,324</b>	<b>6,659</b>
Financial costs	(963)	(791)	(1,182)	(828)	(792)
<b>Pretax profit</b>	<b>15,351</b>	<b>13,186</b>	<b>14,221</b>	<b>14,496</b>	<b>5,867</b>
Income tax expenses	(1,046)	(1,237)	(1,340)	(1,471)	1,062
Minority interests	(2,553)	(174)	395	(173)	(249)
<b>Normalized profit</b>	<b>11,752</b>	<b>11,775</b>	<b>13,277</b>	<b>12,852</b>	<b>6,680</b>
Extra-ordinary items	(3,539)	613	(2,449)	(59)	(2,618)
<b>Net Profit</b>	<b>8,213</b>	<b>12,388</b>	<b>10,828</b>	<b>12,793</b>	<b>4,061</b>
EBITDA	21,062	18,641	20,115	19,987	11,319
<b>Normalized EPS (Bt)</b>	<b>2.61</b>	<b>2.61</b>	<b>2.94</b>	<b>2.85</b>	<b>1.48</b>
<b>Net EPS (Bt)</b>	<b>1.82</b>	<b>2.75</b>	<b>2.40</b>	<b>2.84</b>	<b>0.90</b>






### Key Financial Ratios

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019E	2020E
Sales growth (%)	(11.9)	23.7	17.9	(5.6)	6.0
Normalized profit growth (%)	16.7	53.7	9.4	(15.3)	7.9
Net profit growth (%)	24.9	53.5	2.0	(5.8)	7.9
Normalized EPS growth (%)	16.7	53.7	9.4	(15.3)	7.9
EPS growth (%)	24.9	53.5	2.0	(5.8)	7.9
Gross margin (%)	12.2	13.1	10.9	10.0	10.0
Operating margin (%)	8.7	9.9	8.1	6.9	7.0
EBITDA margin (%)	15.2	15.7	12.1	13.2	13.3
Normalized profit margin (%)	7.5	9.3	8.6	7.7	7.8
Net profit margin (%)	7.2	8.9	7.7	7.7	7.8
Effective tax rate (%)	9.6	8.1	6.3	6.3	6.3
Dividend yield(%)	4.1	6.0	6.0	6.0	6.0
ROA (%)	6.5	9.3	8.9	7.9	8.2
ROE (%)	10.2	14.4	13.7	12.1	12.2

### Key Assumption

Year to 31 Dec	2016	2017	2018	2019E	2019E
Exchange rate	35.3	33.4	32.3	32.5	32.5
Dubai crude oil price	41.3	53.2	69.7	65.0	65.0
Gross refinery margin	5.3	6.7	5.7	5.8	6.0
HDPE-Naphtha	734	673	716	676	676
PP-Naphtha	648	659	640	650	650
PX-Condensate	395	380	360	350	350
BZ-Condensate	262	357	250	250	250

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 – 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
Below 50	No logo given	N/A

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์เอเอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เอเชีย เวลท์ จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์ และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบาย และตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี แบบ (56-1) รายงานประจำปี แบบ(56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด