

บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC)

มองเป็นกลางต่อการปรับแผนของ PTTGC, PTT เกี่ยวกับโครงสร้างการถือหุ้นใน GPSC

เรามีมุมมองเป็นกลางต่อการปรับแผนของ PTTGC, PTT เกี่ยวกับการปรับโครงสร้างการถือหุ้นใน GPSC โดย PTTGC จะมุ่งเน้นไปที่ธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่มีผลการดำเนินงานสูงมากขึ้น ซึ่งจะ ช่วยเพิ่มผลตอบแทนการลงทุนเมื่อเทียบกับธุรกิจพลังงาน เราคาดว่ากำไรหลักจะฟื้นตัวอย่าง แข็งแกร่งใน 1Q21 โดยมีสาเหตุหลักมาจากราคาโพลีเอทิลีนที่สูงในรอบ 2 ปี คงค่านำเข้า ซื้อ ราคาเป้าหมายที่ 75.00 บาท

WHAT'S NEW

- **ขายหุ้น 12.73% ใน GPSC ให้กับ PTT** คณะกรรมการของ PTTGC มีมติอนุมัติแผนการขายหุ้นใน GPSC ให้แก่ 1) PTT (BUY TB, ชื่อ/ราคาเป้าหมาย: 54.00 บาท) จำนวน 305 ล้านหุ้น (10.82%) และ 2) SMH จำนวน 53,936,756 หุ้น (1.91%) โดยราคาขายอยู่ที่ 70.0 บาท/หุ้น หลังหักการจ่ายเงินปันผลของ GPSC ใน 2H20 จำนวน 1.0 บาท/หุ้น (PTT ถือหุ้น 100% ใน SMH)
- PTTGC จะเรียกประชุมใหญ่สามัญ (EGM) ในวันที่ 7 มิ.ย. 21 การโอนหุ้นคาดว่าจะแล้วเสร็จในเดือน มิ.ย. 21 การลงมติในวาระนี้จะต้องผ่านคะแนนเสียงไม่น้อยกว่า 3 ใน 4 ของจำนวนเสียงทั้งหมดของผู้ถือหุ้นที่เข้าร่วม EGM โดยไม่รวมคะแนนเสียงของ PTT

STOCK IMPACT

- **มีมุมมองเป็นกลาง** เรามีมุมมองเป็นกลางต่อแผนของ PTTGC และ PTT ในการปรับโครงสร้างการถือหุ้นใน GPSC
- เราคาดว่า PTTGC จะได้รับเงินสดจำนวน 22 พันล.บ. (หลังหักภาษีกำไรจากการลงทุน 20%) จาก deal นี้ โดยคาดว่า PTTGC บันทึกกำไรจากการขายหุ้น GPSC ที่ 9 พันล.บ. (หลังหักภาษี) เราคำนวณต้นทุนเฉลี่ยของ PTTGC สำหรับ GPSC อยู่ที่ประมาณ 36.5 บาท/หุ้น ณ. สิ้นปี 20
- PTTGC จะเหลือการถือหุ้น 10% ใน GPSC หลังจากการทำธุรกรรมเสร็จสิ้นในเดือน มิ.ย. 21 และจะเปลี่ยนวิธีการบันทึกส่วนแบ่งกำไรของ GPSC เป็นวิธีราคาทุน (รับรายได้เงินปันผล) จากวิธีส่วนได้ส่วนเสีย
- หลังจากปรับโครงสร้างแล้ว ส่วนแบ่งกำไรจาก GPSC ให้กับ PTTGC จะลดลง 400-500 ล.บ./ปี โดยจะไม่ผลกระทบต่องบการเงินของ PTT เนื่องจากการถือหุ้น GPSC ของ PTT (ทั้งทางตรงและทางอ้อม) ยังคงไม่เปลี่ยนแปลงอยู่ที่ 75%
- PTTGC มีแผนจะนำเงินสดจากการขายหุ้น GPSC ในครั้งนี้ไปลงทุนในธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่มีประสิทธิภาพสูง (เช่น สีนํ้ากลุ่มเคลือบผิว, โพลีเมอร์ผสม) ซึ่งจะ ช่วยเพิ่มผลตอบแทนจากการลงทุนจากโครงการเคมีภัณฑ์ขั้นปลาย (ROIC ประมาณ 12-15%) เมื่อเทียบกับธุรกิจพลังงาน (ROIC เพียง 7-8%) ซึ่งสอดคล้องกับนโยบายของ PTTGC ที่จะเพิ่มส่วนแบ่งกำไรจากกลุ่มเคมีภัณฑ์และเคมีสีเขียวที่มีผลการดำเนินงานสูงเป็น 25% ของกำไรรวมของ PTTGC ในอีก 10 ช้างหน้าจาก 9% ในปัจจุบัน (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2019	2020	2021F	2022F	2023F
Net turnover	412,810	329,291	372,431	365,974	366,106
EBITDA	27,270	19,891	37,424	38,500	38,637
Operating profit	8,072	(401)	16,494	18,595	19,599
Net profit (rep./act.)	11,682	200	16,647	18,815	19,992
Net profit (adj.)	8,953	7,719	16,647	18,815	19,992
EPS (Bt)	2.0	1.7	3.7	4.2	4.4
PE (x)	31.5	36.5	16.9	15.0	14.1
P/B (x)	1.0	1.0	1.0	1.2	1.1
EV/EBITDA (x)	14.7	20.2	10.7	10.4	10.4
Dividend yield (%)	3.2	1.9	4.1	4.7	5.0
Net margin (%)	2.8	0.1	4.5	5.1	5.5
Net debt/(cash) to equity (%)	25.0	38.3	41.2	78.6	69.1
Interest cover (x)	8.7	5.7	10.1	10.4	10.4
ROE (%)	3.9	0.1	5.7	7.0	7.9
Consensus net profit	-	-	17,808	19,697	22,824
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.93	0.96	0.88

Source: PTTGC, Bloomberg, UOB Kay Hian

BUY

(Maintained)

Share Price	Bt62.50
Target Price	Bt75.00
Upside	+20.0%

COMPANY DESCRIPTION

PTT Global Chemical is a fully integrated petrochemical and chemical company. The company's products - ethylene and propylene - are derived from its main product, olefins.

STOCK DATA

GICS sector	Materials
Bloomberg ticker:	PTTGC TB
Shares issued (m):	4,486.5
Market cap (Btm):	280,409.3
Market cap (US\$m):	8,948.8
3-mth avg daily t'over (US\$m):	36.0

Price Performance (%)

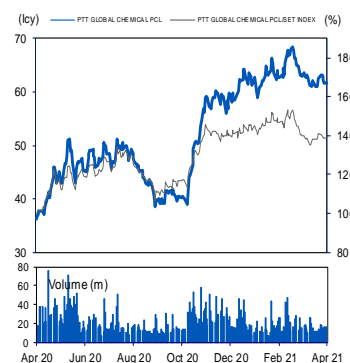
52-week high/low Bt68.50/Bt36.25

1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
(3.5)	2.0	54.3	78.6	6.8

Major Shareholders

Shareholder	%
PTT	48.9
NDVR	6.1
FY21 NAV/Share (Bt)	65.20
FY21 Net Debt/Share (Bt)	26.90

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

Tanaporn Visaruthaphong
+662 659 8305
tanaporn@uobkayhian.co.th

Chaiwat Arsirawichai
+662 659 8301
chaiwat@uobkayhian.co.th

Company Update

1Q21 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec	1Q20 (Btm)	4Q20 (Btm)	1Q21F (Btm)	yoy % change	qoq % change
Revenue	93,806	88,362	97,198	3.6	10.0
Operating cost	99,364	78,889	81,675	(17.8)	3.5
SG&A expense	3,570	4,512	4,374	22.5	(3.1)
EBITDA	(2,558)	10,539	16,286	736.7	54.5
EBIT	(9,128)	4,961	11,149	222.1	124.7
Tax expense	1,295	(546)	(1,325)	(202.3)	(142.7)
Recurring income	1,128	3,848	8,394	644.2	118.1
Inventory gain/(loss)	(8,906)	1,025	2,000	122.5	95.1
FX gain/(loss)	(1,668)	1,461	(1,000)	40.1	(168.4)
Net income	(8,784)	6,405	9,294	205.8	45.1

Source: PTTGC, UOB Kay Hian

• **คาดการณ์หลักใน 1Q21 ปรับตัวดีขึ้น qoq และ yoy จากราคาและส่วนต่างราคาปิโตรเคมีที่แข็งแกร่ง** เราคาดว่า PTTGC จะรายงานกำไรสุทธิอยู่ที่ 8.4 พันลบ. ใน 1Q21 เพิ่มขึ้น 118.1% qoq และ 644.2% yoy การปรับตัวดีขึ้นอย่างแข็งแกร่ง qoq และ yoy สาเหตุหลักมาจากกำไรที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากธุรกิจโพลีเอทิลีนและกลุ่มผลิตภัณฑ์ต่อเนื่อง ซึ่งได้รับประโยชน์จากราคาโพลีเอทิลีน (PE) ที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะราคา HDPE ซึ่งเพิ่มขึ้น 14.5% qoq และ 36.5% yoy เป็น 1,145 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ใน 1Q21 (4Q20: 1,000 ดอลลาร์สหรัฐ, 1Q20: 839 ดอลลาร์สหรัฐ) ในขณะที่ utilisation rate ของ หน่วยโพลีเอทิลีนยังคงสูงกว่า 100% (1Q21: 104%, 4Q20: 110%, 1Q20: 89%) กำไรจากธุรกิจโรงกลั่นและอะโรมาติกส์คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น qoq จากค่าการกลั่นที่ดีขึ้น (1Q21: 3.0 ดอลลาร์สหรัฐ/bbl, 4Q20: 1.8 ดอลลาร์สหรัฐ), ส่วนต่างราคาพาราไซลีน (1Q21: 236 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน, 4Q20: 191 ดอลลาร์สหรัฐ) และส่วนต่างราคาเบนซิน (1Q21: 241 ดอลลาร์สหรัฐ, 4Q20: 160 ดอลลาร์สหรัฐ)

• **รายการพิเศษใน 1Q21 ประกอบด้วย :** 1) กำไรจาก inventory จำนวน 2 พันลบ.(4Q20: กำไร 1.0 พันลบ., 1Q20: ขาดทุน 8.9 พันลบ. 2) ค่าผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวน 1.0 พันลบ.(4Q20: กำไร 1.5 พันลบ., 1Q20: ขาดทุน 1.7 พันลบ.) และ 3) กำไรจากสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมัน (hedging) จำนวน 100 ลบ.(4Q20: ขาดทุน 542 ลบ., 1Q20: กำไร 1.2 พันลบ.) เป็นผลทำให้เราคาดว่า PTTGC จะรายงานกำไรสุทธิ 9.3 พันลบ. ใน 1Q21 เพิ่มขึ้น 45.1% qoq และ 205.8% yoy

• **คาดการณ์ใน 2Q21 ยังคงแข็งแกร่ง** เราคาดว่ากำไรหลักของ PTTGC จะยังคงแข็งแกร่งใน 2Q21 โดยสาเหตุส่วนใหญ่มาจากการเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในราคา PE ซึ่งจะหนุนธุรกิจโพลีเอทิลีนและกลุ่มผลิตภัณฑ์ต่อเนื่อง ราคา HDPE ใน 2Q21 อยู่ที่ 1,307 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน qtd เพิ่มขึ้น 14% qoq จากอุปสงค์ที่แข็งแกร่ง และตำแหน่งอุปทานที่ตึงตัว

EARNINGS REVISION/RISK

• **ไม่มี** เรายังไม่รวมกำไรจากการขายหุ้น GPSC จำนวน 9.0 พันลบ. ในงบกำไรขาดทุน (P&L) โดยเรายังรอการตัดสินใจของผู้สอบบัญชีว่า PTTGC จำเป็นต้องบันทึกกำไรจากการ Mark-to-market ในส่วนที่ถือ GPSC ที่เหลือ 10% เพิ่มเติมในงบกำไรขาดทุน (P&L) อีกหรือไม่ (คาดว่าจะอยู่ที่ประมาณ 9.4 พันลบ.) โดยขึ้นอยู่กับมติของผู้สอบบัญชีว่าการถือหุ้น 10% ใน GPSC นี้จะเป็นการลงทุนในระยะยาวหรือการสินทรัพย์เพื่อขายในมุมมองของผู้สอบบัญชี

VALUATION/RECOMMENDATION

• **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 75.00 บาท** อิงจาก +1SD ของ ค่าเฉลี่ย forward P/B ย้อนหลัง 5 ปีที่ 1.2 เท่า หุ้นทำการซื้อขายอยู่ที่เพียง P/B 2021F ที่ 1.0 เท่า เราคาดว่าโมเมนตัมกำไรของ PTTGC จะยังคงแข็งแกร่ง โดยเฉพาะใน 1H21 โดยได้รับแรงหนุนจากราคาโพลีเอทิลีน (PE) ที่ฟื้นตัวขึ้นอย่างต่อเนื่องจนถึงระดับสูงสุดในรอบ 2 ปี ในกลุ่ม O&G หุ้น top pick ของเราคือ PTTGC และ Indorama Ventures (IVL TB/Target: Bt60.0) จากโมเมนตัมกำไรที่ดีสำหรับแนวโน้มธุรกิจปิโตรเคมี

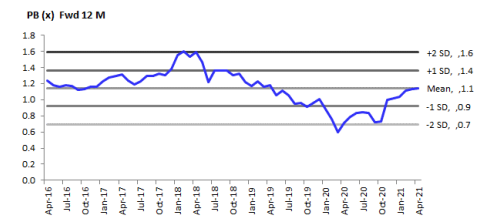
• **การวิเคราะห์ sensitivity ของราคา HDPE** การวิเคราะห์ sensitivity ของเราระบุว่า ทุกๆการเพิ่มขึ้นของสมมติฐานราคา HDPE ของเรา US\$100/ตัน จะส่งผลทำให้การคาดการณ์กำไรปกติสำหรับปี 2021 ของเราเพิ่มขึ้น 15% หรือ 2.5 พันลบ. เทียบกับราคาตลาดที่ 1,300 ดอลลาร์สหรัฐ

PRICE AND SPREAD ASSUMPTIONS

	1Q20	4Q20	1Q21	UOBKH 2021F
Dubai price (US\$/bbl)	50.7	44.6	60.0	53.0
Refinery (US\$/bbl)				
Jet spread	8.5	2.4	3.3	4.0
Diesel spread	11.0	3.7	4.7	10.0
LSFO spread	19.4	9.9	13.5	4.0
Aromatic (US\$/tonne)				
PX - Condensate Spread	262	191	236	200
BZ - Condensate Spread	165	160	241	100
Olefins (US\$/tonne)				
HDPE Price	839	1,000	1,145	950
HDPE Spread	398	592	588	486

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

PTTGC'S P/B BAND



Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้มา โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือปรับประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน