

# PTTGC (PTTGC TB)

บมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล

<b>Current</b>	<b>Previous</b>	<b>Close</b>	<b>2018 TP</b>	<b>Exp Return</b>	<b>THAI CAC</b>	<b>CG 2017</b>
<b>BUY</b>	BUY	80.25	110	+ 37%	Certified	5

### Consolidated earnings

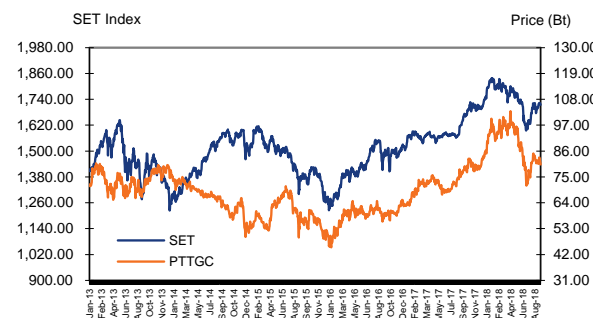
BT (mn)	2016	2017	2018E	2019E
Normalized earnings	26,585	40,768	44,432	46,033
Net profit	25,602	39,298	43,044	46,033
EPS (Bt)- Normalized	5.90	9.04	9.85	10.21
% growth Y-Y	17.0%	53.3%	9.0%	3.6%
EPS (Bt)	5.68	8.72	9.55	10.21
% growth Y-Y	24.9%	53.5%	9.5%	6.9%
Dividend/share (Bt)	2.82	4.25	4.30	4.59
BV/share (Bt)	54.56	60.96	66.21	71.83
EV/EBITDA (x)	8.7	6.6	6.1	5.4
PER (x) - Normalized	13.6	8.9	8.1	7.9
PER (x)	14.1	9.2	8.4	7.9
PBV (x)	1.5	1.3	1.2	1.1
Dividend yield (%)	3.5	5.3	5.4	5.7
ROE (%)	10.8	14.8	14.9	14.2
YE no. of shares (million)	4,509	4,509	4,509	4,509
Par (Bt)	10.00	10.00	10.00	10.00

Source: Company data, FSS estimates

### Share data

Sector	Petrochemicals & Chemicals
Close (04/09/2018)	80.25
SET Index	1,714.41
Foreign limit/actual (%)	37.00/18.03
Paid up shares (million)	4,508.85
Free float (%)	51.18
Market cap (Bt m)	361,835.14
Avg daily T/O (Bt m) (2018 YTD)	1,817.54
hi, lo, avg (Bt) (2018 YTD)	105.00, 69.50, 88.95

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Jitra Amornthum Register No.: 014530

Assistant Analyst : Thanaphat Sirikul

Tel.: +662 646 9966

email: Jitra.a@fnsyrus.com

www.fnsyrus.com

 Finasia Syrus Securities

 @fnsyrus

## ต่อยอดผลิตภัณฑ์ปลายน้ำเพื่อการเติบโตในอนาคต

เรากลับมา Reinitiate PTTGC ด้วยคำแนะนำ ซื้อ ที่ราคาเหมาะสม 110 บาท/หุ้น บน EV/EBITDA ที่ 8.3 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมปิโตรเคมี หรือคิดเป็น Implied PE 11.5 เท่า ในขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบัน ซื้อขายกันเพียง PE 8.4 เท่า และมีปันผลราว 5.4% ซึ่งถือว่าถูกเกินไปเมื่อเทียบกับประโยชน์จากการลงทุนที่จะได้รับในช่วง 2-3 ปีข้างหน้า จากโครงการ Olefins Reconfiguration และ PO/Polyols ที่ช่วยเพิ่มมูลค่าให้กับสินค้าที่มีอยู่เดิมและลดความผันผวนของผลกำไรได้ในระยะยาว ในขณะที่ฐานะการเงินแข็งแกร่งมากเพียงพอสำหรับการลงทุนในอนาคต แม้ในระยะสั้นจะมีความกังวลเรื่องผลกำไรใน 3Q18 ที่ชะลอตัวลงบ้างจากแผนการหยุดซ่อมบำรุงและต้นทุนก๊าซธรรมชาติ

### กลยุทธ์การเติบโตจากการต่อยอดผลิตภัณฑ์

ประเด็นการลงทุนที่น่าสนใจของ PTTGC มาจาก 1. โครงการ Olefins Reconfiguration และ PO/Polyols ซึ่งเป็นการขยายกำลังการผลิตปิโตรเคมีสายโเลฟินส์และโพลีเมอร์ เพื่อเพิ่มมูลค่าให้กับสินค้าที่มีอยู่แล้วในมือและความยืดหยุ่นในสายการผลิต เบื้องต้น คาดว่าจะเห็นผลลัพธ์ได้ในปี 2021 และจะทำให้กำไรของ PTTGC กลับมาเติบโตด้วยตัวเลขสองหลักอีกครั้ง 2. ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทในเครือที่ดีขึ้นหาก GPSC เข้าซื้อหุ้น GLOW เสร็จสิ้นในปีนี้ ซึ่งทั้งหมดนี้จะช่วยลดความผันผวนของกำไรที่อ้างอิงกับราคา Commodity ลงได้ในระยะยาว

### แนวโน้มกำไร 3Q18 น่าจะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้

เราคาดว่าผลกำไร 3Q18 จะเป็นจุดต่ำสุดของปีนี้ จากการหยุดซ่อมบำรุง Plant หลักๆ อย่าง OLE1, OLEFLEX, BPE2 และ LDPE ซึ่งจะกระทบต่อกำลังการผลิตราว 10-15% ทำให้กำไรสุทธิจะลดลงเหลือประมาณ 9,500 ลบ. (-14.0% Q-Q) ก่อนจะฟื้นตัวขึ้นใน 4Q18 ในขณะที่แนวโน้มของธุรกิจโเลฟินส์แม้จะไม่ได้แข็งแกร่งเท่าครึ่งปีแรกจากต้นทุนก๊าซที่เริ่มปรับขึ้นตามราคาน้ำมันดิบ แต่ PTTGC จะได้กำไรจากธุรกิจโรงกลั่นและโรรามาติกส์มาช่วย หลังจาก Spread ราคาน้ำมันดีเซลล่าสุดพุ่งขึ้นมาที่ US\$16.7/บาร์เรล (+14.1% Q-Q, +20.3% Y-Y) จาก Supply ที่ตึงตัวและข้อกำหนดเรื่อง IMO ในขณะเดียวกัน Margin ของธุรกิจโรรามาติกส์เองก็คาดว่าจะดีขึ้นจาก Supply ใหม่ที่มาช้ากว่าคาด รวมไปถึงประโยชน์ที่จะได้จากการซื้อ SMPC และ TPRC เพื่อต่อยอดธุรกิจ PET ซึ่งทำให้กำไรสุทธิปี 2018-19 ยังคงเติบโตเฉลี่ยปีละ 7%

### ราคาหุ้นถูก มีปันผลดี เมื่อเทียบกับอุตสาหกรรม

เราประเมินมูลค่าหุ้น PTTGC ด้วยวิธี EV/EBITDA ที่ 8.3 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้ราคาเหมาะสมที่ 110 บาท บนคาดการณ์เงินปันผลที่ 5.4% ราคาคิดเป็น Implied PE 11.5 เท่า ในขณะที่ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ PE เพียง 8.4 เท่า ซึ่งถือว่าถูกเกินไปเมื่อเทียบกับกลุ่ม และถือว่ายังไม่สะท้อนผลประโยชน์ที่จะได้จากการลงทุนใหม่ๆ ส่วนในแง่ฐานะการเงินของบริษัทแข็งแกร่งมาก มีเงินสดอยู่ในมือประมาณ 50,000 ลบ. เพียงพอต่อการลงทุนในอนาคตโดยไม่กระทบต่อการเพิ่มทุนหรือเงินปันผล ดังนั้น เราจึงแนะนำ ซื้อ

ความเสี่ยง – Supply เม็ดพลาสติกใหม่จากทวีปอเมริกา, สงครามทางการค้าที่อาจกระทบต่อปริมาณความต้องการใช้เม็ดพลาสติกในจีน

**ลักษณะการประกอบธุรกิจ**

**ธุรกิจการกลั่นน้ำมัน**

โรงกลั่นของ PTTGC มีกำลังการผลิตติดตั้ง (Nameplate) อยู่ที่ 280,000 บาร์เรล/วัน โดย 2 ใน 3 หรือประมาณ 180,000 บาร์เรล/วัน ใช้สำหรับผลิตน้ำมันสำเร็จรูป ในขณะที่ ส่วนที่เหลือประมาณ 100,000 บาร์เรล/วัน ใช้สำหรับกลั่นวัตถุดิบ (Feedstock) เพื่อป้อนให้กับโรงปิโตรเคมีคอลส์ต่อไป โรงกลั่นของ PTTGC คิดเป็น 16% ของกำลังการกลั่นทั้งประเทศ ซึ่งมีความสามารถในกลั่นน้ำมันสำเร็จรูปชนิด Light Distillate, Middle Distillate และ Heavy Oil ได้ในปริมาณ 20%, 65% และ 15% ตามลำดับ โดยสินค้ากว่า 80% เป็นการขายในประเทศ โดยข้อแตกต่างที่สำคัญของโรงกลั่น PTTGC กับโรงกลั่นอื่นๆในไทย คือ น้ำมันสำเร็จรูปที่ผลิตได้จะไม่มีแก๊สโซลีน ทำให้กำไรของธุรกิจโรงกลั่นจะอิงกับราคาน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยานมากกว่าโรงกลั่นอื่น นอกจากนี้ การจัดหาน้ำมันดิบ รวมถึงการขายน้ำมันสำเร็จรูปที่กลั่นเสร็จแล้ว บริษัททำผ่านบริษัท PTT ซึ่งเป็นบริษัทแม่ที่ถือหุ้นใน PTTGC จำนวน 48.79%

Figure 1: Thailand Crude Refinery Capacity

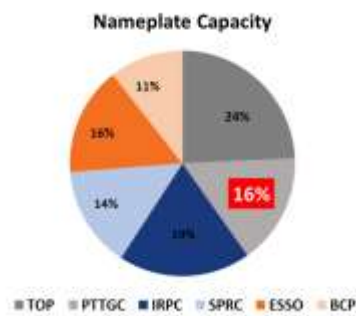


Figure 2: Refinery Product Output (1)

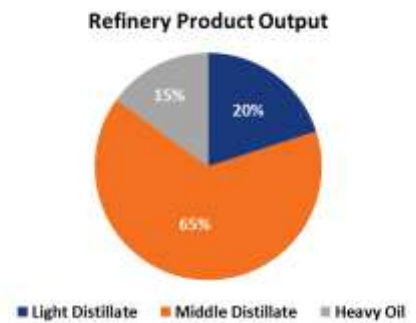


Figure 3: Refinery Product Output (2)

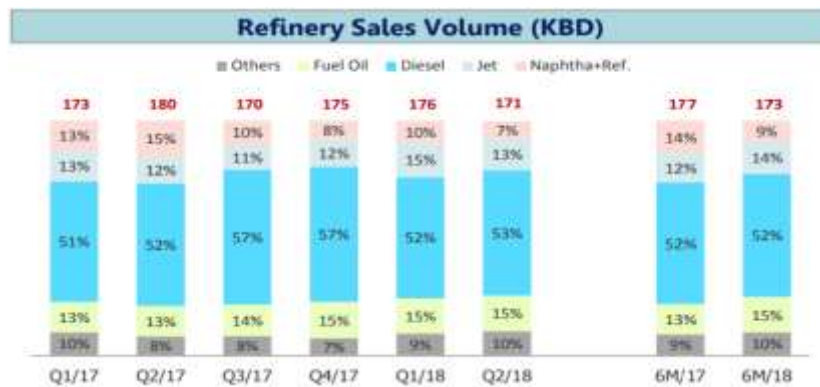


Figure 4: Refinery Utilization Rate



Source: PTTGC, Bloomberg

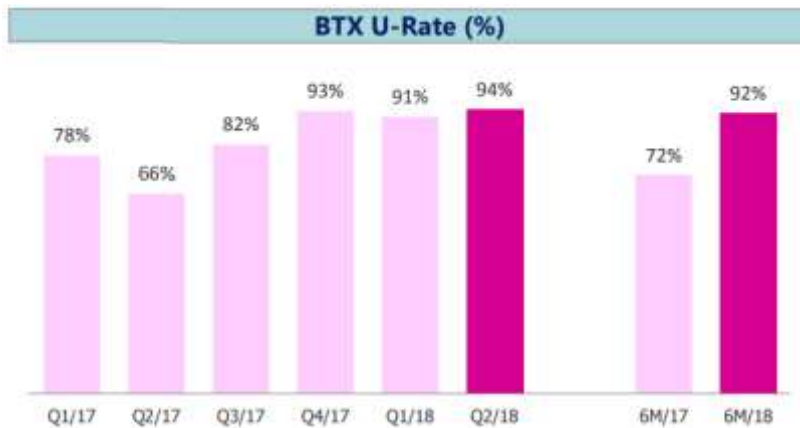
**ธุรกิจโรงแรมติกส์**

PTTGC มีกำลังการผลิตปิโตรเคมีขั้นต้นในสายโรงแรมติกส์ ที่ 3,500,000 ตัน/ปี หรือคิดเป็น 65% ของกำลังการผลิตในประเทศ โดยแบ่งเป็นสารประเภท 1) พาราไซลีน, เบนซีน, ไซโคลเฮกเซน ประมาณ 2,500,000 ตัน/ปี และ 2) แอลพีจี, แนฟทา, กากคอนเดนเสท จำนวน 1,000,000 ตัน/ปี โดยผลิตภัณฑ์ในกลุ่มแรกใช้เป็นวัตถุดิบให้กับโรงโรงแรมติกส์ขั้นกลางและขั้นปลาย โดยสารพาราไซลีน เป็นสารตั้งต้นในการผลิตเครื่องนุ่งห่ม (Polyester Fiber), ฟิมล์ถนอมอาหาร และขวดพลาสติกใส (PET) ส่วนสารเบนซีนใช้ผลิตสินค้าประเภท ชิ้นส่วนรถยนต์ อุปกรณ์อิเล็กทรอนิกส์ บรรจุก๊าซ แก้วน้ำ ช้อน ส้อมพลาสติก รวมไปถึงเสื้อผ้าและอุตสาหกรรมยาบางประเภท ในขณะที่ผลิตภัณฑ์ในกลุ่มที่สอง PTTGC นำกลับไปใช้ในธุรกิจโรงกลั่นและโรงโรงแลปิเนส เพื่อผลิตน้ำมันสำเร็จรูป, เอทิลีน และ โพรพิลีนต่อไป โดยสินค้าทั้งหมดในกลุ่มโรงแรมติกส์กว่า 85% ขายในประเทศ ในขณะที่วัตถุดิบหลักในการผลิตอย่างคอนเดนเสท บริษัทได้มีการซื้อขายผ่านสัญญาระยะยาวกับ PTT

**Figure 5: Aromatics Capacity**



**Figure 6: Aromatics Utilization Rate**



Source: PTTGC

**ธุรกิจโพลีเอทิลีนและโพลีเมอร์**

โรงโพลีเอทิลีนต้นน้ำของ PTTGC มีกำลังการผลิตติดตั้ง 3,000,000 ตัน/ปี แบ่งเป็น เอทิลีน 2,400,000 ตัน/ปี, โพลีเอทิลีน 500,000 ตัน/ปี และ บิวทาดีน 75,000 ตัน/ปี อย่างไรก็ตาม ทั้งสารเอทิลีนและโพลีเอทิลีนจำนวน 2,500,000 ตัน จะถูกส่งต่อไปเป็นวัตถุดิบให้กับโรงโพลีเมอร์ ซึ่งถือเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีกลางน้ำของบริษัท เพื่อผลิตสาร โพลีเอทิลีน, โพลีโพรพิลีน และโมโนเอทิลีนไกลคอล ตัวอย่างสินค้าในชีวิตประจำวันที่เราใช้อยู่ประจำที่ผลิตมาจากสารโพลีเมอร์ได้แก่ ถุงพลาสติกหูหิ้ว, ถุงร้อน, ถุงเย็น, ถุงซิปล, ขวดพลาสติกขุ่น รวมไปถึงพลาสติกส่วนใหญ่ที่เราเห็นกันอยู่ทุกวัน ในปัจจุบัน โรงโพลีเอทิลีนของ PTTGC ใช้วัตถุดิบกว่า 90% มาจากก๊าซธรรมชาติจากอ่าวไทย (PTTEP) ซึ่งซื้อผ่านสัญญาซื้อขายระยะยาวกับ PTT จึงทำให้บริษัทมีความได้เปรียบในเรื่องต้นทุนที่

ผันผวนน้อยกว่าโรงโพลีเอทิลีนอื่นที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบหลัก โดยสารโพลีเอทิลีนส์และโพลีเมอร์ราว 80% และ 40% ถูกใช้ภายในประเทศตามลำดับ

Figure 7: Olefins Feedstock



Figure 8: Olefins Capacity & Utilization Rate



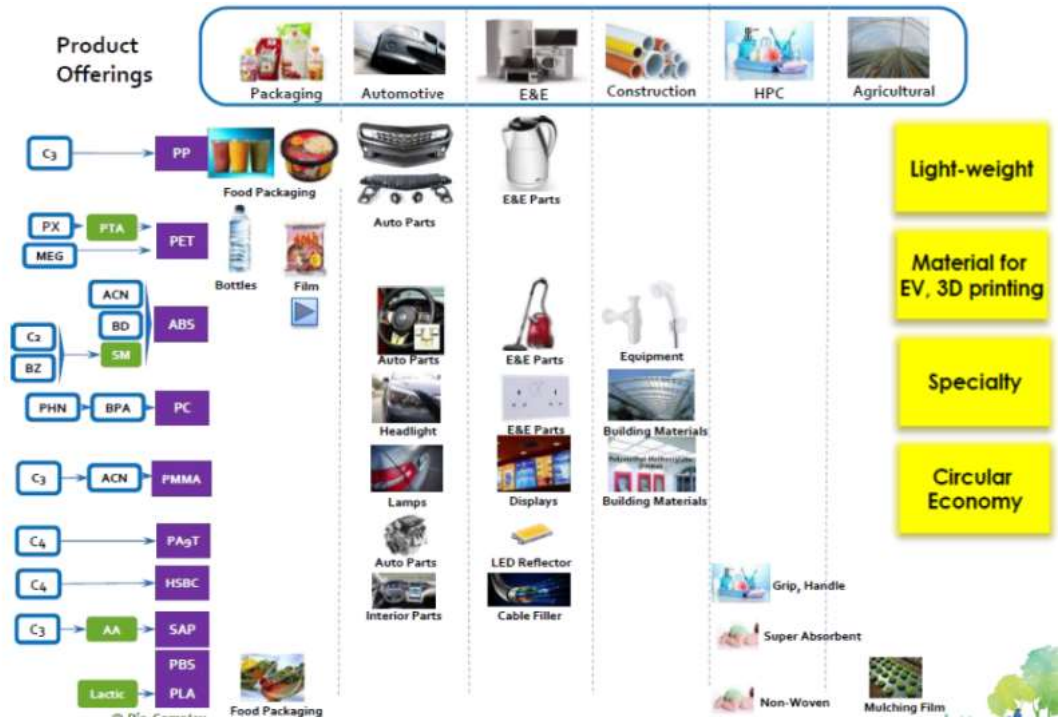
Figure 9: Polymers Capacity & Utilization Rate



Figure 10: MEG Capacity & Utilization Rate



Figure 11: Petrochemical Products



Source: PTTGC

**ธุรกิจฟินอล**

ฟินอลเป็นผลิตภัณฑ์กลางน้ำต่อจากสารเบนซีนในกลุ่มธุรกิจโรงแม่พิมพ์ บริษัทมีกำลังการผลิตที่ 500,000 ล้านตันปี โดยสารฟินอลนี้จะถูกนำไปใช้สำหรับผลิตสารโพลีคาร์บอเนตและอีพ็อกซีเรซิน ซึ่งจะใช้กันมากในการผลิตสินค้าอิเล็กทรอนิกส์ ผลิตภัณฑ์ก่อสร้างและชิ้นส่วนรถยนต์ที่ส่วนใหญ่ใช้กันภายในประเทศเป็นหลัก

**ธุรกิจอื่น ๆ**

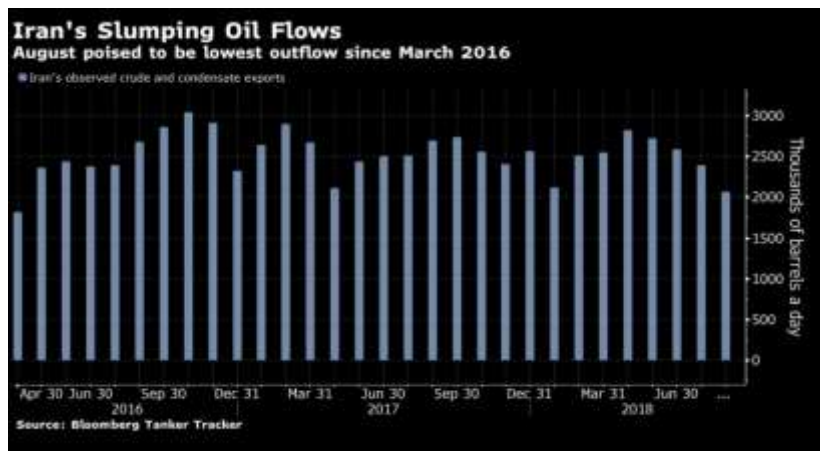
- 1) บริษัท โกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี จำกัด (มหาชน) (GPSC) : GPSC ซึ่งถือเป็นหัวทอกสำคัญในการจัดหาไฟฟ้าและไอน้ำให้กับบริษัทในกลุ่ม PTT ในเขตนิคมอุตสาหกรรมในจังหวัดระยองและชลบุรี ปัจจุบัน PTTGC ถือหุ้นใน GPSC ที่ 22.73% ลูกค้านำส่วนใหญ่ที่รับซื้อไฟฟ้าจาก GPSC มีสองกลุ่มหลักๆ ได้แก่กลุ่มบริษัท PTT และการไฟฟ้าฝ่ายผลิต โดยปัจจุบันมีกำลังการผลิตเฉพาะในส่วนที่ถือหุ้น ประมาณ 1,500 MW
- 2) บริษัท โกลบอลกรีนเคมิคอล จำกัด (มหาชน) (GGC) : GGC เป็นบริษัทที่ผลิตน้ำมันไบโอดีเซลและแพตตีแอลกอฮอล์ โดยมีกำลังการผลิตที่ 350,000 ตัน/ปี และ 100,000 ตัน/ปี ตามลำดับ โดยไบโอดีเซลจะถูกนำไปผสมกับน้ำมันดีเซลเพื่อขายในปั๊ม PTT ในขณะที่แพตตีแอลกอฮอล์จะถูกนำไปผลิตสินค้าจำพวกสบู่ ยา สระผสมและเครื่องสำอาง ปัจจุบัน PTTGC ถือหุ้นใน GGC อยู่ที่ 72.29%
- 3) บริษัท วินิไทย จำกัด (มหาชน) (VNT) : VNT เป็นบริษัทที่ผลิตผงพีวีซีเป็นหลัก โดยมีกำลังการผลิตที่ 980,000 ตัน/ปี นอกจากนี้ยังมีการผลิตโซดาไฟ ซึ่งถือเป็นผลิตภัณฑ์พลอยได้อีกจำนวน 1,400,000 ตัน/ปี VNT มีความเกี่ยวข้องกับ PTTGC ผ่านการซื้อผลิตภัณฑ์เอทีลินจาก PTTGC ปัจจุบัน PTTGC ถือหุ้นใน VNT อยู่ที่ 24.98%

**มุมมองต่อราคาน้ำมันดิบ, ส่วนต่างราคาน้ำมันสำเร็จรูปและปิโตรเคมี**

ราคาน้ำมันดิบปรับตัวขึ้นช่วงสั้นจากการคว่ำบาตรอิหร่าน ก่อนจะลดลงช่วงปลายปีจาก Supply ใหม่ แม้ว่าอุปทานใหม่ๆจะยังเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จากทั้งในฝั่งสหรัฐ รัสเซีย และกลุ่ม OPEC โดยล่าสุด ตัวเลขปริมาณการผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐแต่ละระดับ 11ล้านบาร์เรล/วัน (+12.2% YTD) ทำจุดสูงสุดใหม่เป็นประวัติการณ์ ในขณะที่กำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC เองก็กลับมาใกล้เคียงกับระดับการผลิตเดิมที่เคยตกลงกันได้ไว้ที่ 109% หรือคิดเป็นส่วนที่เพิ่มขึ้นหลังการประชุม OPEC ครั้งล่าสุดราว 7 แสนบาร์เรล/วัน (+2.4% QTD) และ

จากรัสเซียที่เพิ่มกำลังการผลิตขึ้นอีก 2 แสนบาร์เรล/วัน (+6.6% YTD) แต่ในระยะ 1-2 เดือนข้างหน้า ประเด็นการคว่ำบาตรอิหร่านยังเป็นปัจจัยช่วยหนุนราคาน้ำมัน จากผลกระทบที่ทำให้เศรษฐกิจภายในประเทศอิหร่านย่ำแย่ลงไปจนทำให้เกิดการประท้วงขึ้นในเมืองสำคัญๆ ในการผลิตและส่งออกน้ำมันดิบ จึงมีความเป็นไปได้สูงที่กำลังการผลิตของอิหร่านจะปรับตัวลงไปมากกว่าที่ตลาดคาดอีกราว 0.5 ล้านบาร์เรล/วัน (ตลาดคาดว่า จะลดลง 1 ล้านบาร์เรล/วัน) ดังนั้น เราจึงมองว่าราคาน้ำมันดิบยังคงมีแนวโน้มที่จะปรับตัวขึ้นและทรงตัวอยู่ในระดับสูงก่อนการคว่ำบาตรจะมีผลเต็มที่ในวันที่ 4 พ.ย. แต่หลังจากนั้นคาดว่าราคาจะลดลงจาก Supply ที่เข้ามาช่วงเดือน พ.ย.-ธ.ค. ทั้งหมดนี้ ส่งผลให้ราคาเฉลี่ยน้ำมันดิบ WTI ในปี 2018 ขยับขึ้นเล็กน้อยเป็น US\$68/บาร์เรล (+2.0%) และของ DUBAI ที่ US\$71/บาร์เรล (+3.5%)

Figure 12: Iran's Crude and Condensate Exports



Source: Bloomberg

**Spread น้ำมันสำเร็จรูปพื้นตัวจาก Supply ที่หายไป**

เราเริ่มเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของ GRM ตั้งแต่เริ่ม 3Q18 โดยดูได้จาก Singapore Refinery Margin ที่ปรับตัวขึ้นจาก US\$3.85/บาร์เรล เมื่อช่วงปลายเดือนมิถุนายน มาอยู่ที่ US\$6.30/บาร์เรล (+63.6% M-M) หลังจากโรงกลั่นในสหรัฐเริ่มทยอยปรับลด Utilization Rate ลงเมื่อจบฤดู Driving Season ในสหรัฐ นอกจากนี้ ในช่วง 3Q18 หลายโรงกลั่นในสหรัฐยังมีแผนซ่อมบำรุงประจำปีระหว่างฤดูมรสุม รวมถึงการหยุดซ่อมบำรุงฉุกเฉินของโรงกลั่นในอินเดีย ซึ่งทำให้อุปทานหายไปจากตลาด หากเราดูเฉพาะกลุ่มน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยาน จะเห็นได้ว่าส่วนต่างยังคงทรงตัวได้ดีอยู่ที่ราว US\$14.5/บาร์เรล และ US\$13.0/บาร์เรล (-8.1% Q-Q, +2.3% Y-Y) ซึ่งสะท้อนภาพเศรษฐกิจในสหรัฐที่ยังคงฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง ในขณะที่ภาพในระยะยาว จะเห็นได้ว่า ถึงแม้ว่าจะมีซัพพลายใหม่ๆ เกิดขึ้นมาในช่วง 5 ปีข้างหน้าแต่ก็ยังน้อยกว่าปริมาณความต้องการใช้ (รูปที่ 13) ส่งผลให้อัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่นยังคงสูงขึ้นไปเรื่อยๆ นอกจากนี้ ในจำนวนโรงกลั่นใหม่ที่จะเกิดขึ้น ส่วนหนึ่งจะถูกนำไปใช้ในธุรกิจปิโตรฯ ที่สำคัญไปกว่านั้น มาตราฐานการเดินเรือฉบับใหม่ ที่ถูกกำหนดโดย International Maritime Organization (IMO) ที่จะเริ่มใช้ในปี 2020 จะทำให้กองเรือต้องเปลี่ยนมาใช้เชื้อเพลิงที่มีค่ากำมะถันต่ำกว่า 0.5% ลดลงจากปัจจุบันที่ข้อกำหนดดังกล่าวอยู่ที่ 3.5% โดยจะกระทบต่อปริมาณการใช้ราว 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งในช่วงแรกของการบังคับใช้ เราคาดว่ามาตรการดังกล่าวจะไปเพิ่มทั้งปริมาณการใช้และ ราคาน้ำมันดีเซลในกลุ่ม Middle Distillate ให้สูงขึ้นมาก ในทางตรงกันข้าม ความต้องการใช้และราคาน้ำมันเตาจะลดลงอย่างมากเช่นกัน ก่อนที่โรงกลั่นและบริษัทขนส่งทางทะเลจะปรับตัวและจะทำให้ตลาดน้ำมันสำเร็จรูปกลับมาปกติตามเดิมหลังการประกาศใช้ประมาณ 3 ปี ทั้งหมดนี้ จะส่งผลโดยตรงต่อ PTTGC ที่มีสัดส่วน Middle Distillate กว่า 65% โดยเฉพาะน้ำมันดีเซล

Figure 13: Petroleum Spread

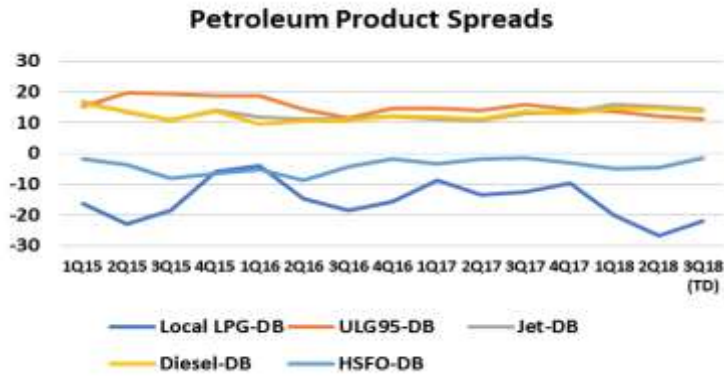


Figure 14: New Demand and Supply for Petroleum

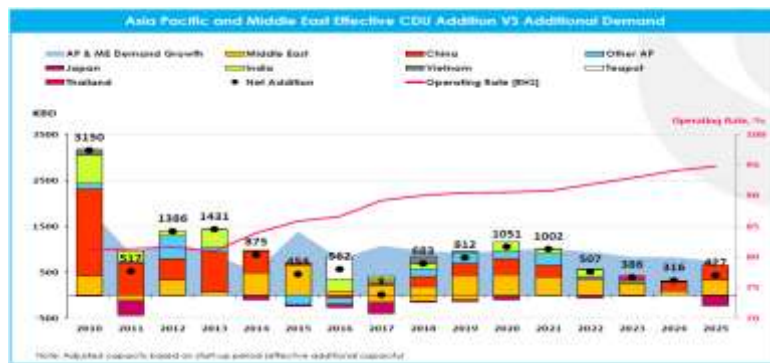


Figure 15: U.S. Diesel Stock

Figure 16: EU Diesel Stock

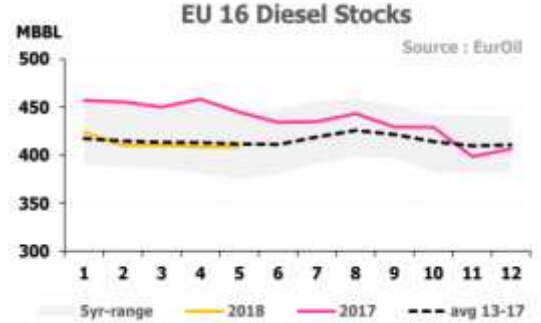
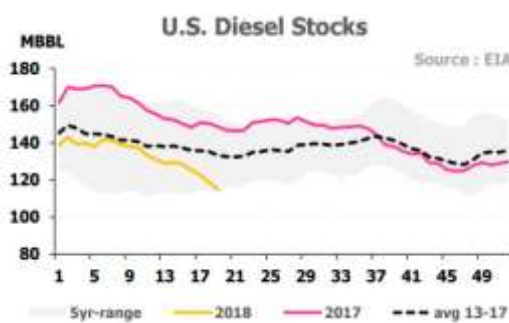
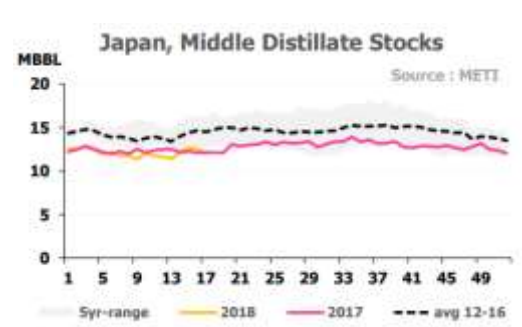
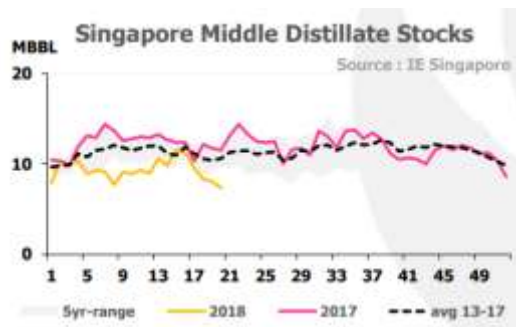


Figure 17: Singapore Middle Distillate Stock

Figure 18: Japan Middle Distillate Stock



Source: TOP, Bloomberg, EIA and IEA

**ตลาดอะโรเมติกส์ต้นน้ำยังคงโดนกดดันจากปัญหา Oversupply แต่ผลิตภัณฑ์กลางน้ำจะเข้ามาช่วย**  
ตลาดอะโรเมติกส์ต้นน้ำ ในระยะสั้นฟื้นตัวขึ้นหลังจากกำลังการผลิตใหม่ล่าช้าออกไป ส่งผลให้ส่วนต่างผลิตภัณฑ์ PX และ BZ ปรับตัวขึ้นมาอยู่ที่ US\$440/ตัน, US\$250/ตัน (+25.3% Q-Q) ตามลำดับ แต่ในระยะยาว กลุ่มอะโรมาติกส์ต้นน้ำยังคงถูกกดดันจากปัญหา Oversupply จากทั้งโรงปิโตรเคมี Nghi Son (เวียดนาม), PetroRabigh (ซาอุดี) และโรงปิโตรเคมี Dragon (จีน) ที่จะเข้ามา นอกจากนี้ การยกเลิกห้าม ใช้พลาสติกที่ใช้ครั้งเดียวแล้วทิ้ง (Single Used Plastic) เพื่อลดปัญหามลพิษและสิ่งแวดล้อม เช่น ขวดน้ำ หลอด ถุงพลาสติก และบรรจุภัณฑ์ จากทางภาครัฐทั้งในยุโรป ออสเตรเลีย สหรัฐ จีนและอีกหลายประเทศที่คาดว่าจะค่อยๆทยอยประกาศเป็นกฎหมายออกมาจะส่งผลให้เกิด Sentiment เชิงลบต่อกลุ่มนี้ ตัวอย่างที่เห็นได้ชัด ได้แก่ ร้านกาแฟสตาร์บัคและแมคโดนัลด์ที่ปรับรูปแบบฝาปิดแก้วให้สามารถยกดื่มได้โดยไม่ต้องใช้หลอด อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าราคาสารเบนซินที่ปรับตัวลงจะไม่ส่งผลกระทบต่อกำไรของ PTTGC มากนัก เนื่องจากสารเบนซินเป็นต้นทุนวัตถุดิบของหน่วยธุรกิจฟินอล ดังนั้น ราคาที่ลดลงจะไปช่วยเพิ่มกำไรให้กับอีกหน่วยธุรกิจแทน ซึ่งเรามองว่าเป็นอีกหนึ่งข้อดีของ PTTGC ที่มีธุรกิจปิโตรเคมีที่หลากหลายตั้งแต่ต้นน้ำไปจนถึงปลายน้ำ

Figure 19: New Demand and Supply for PX

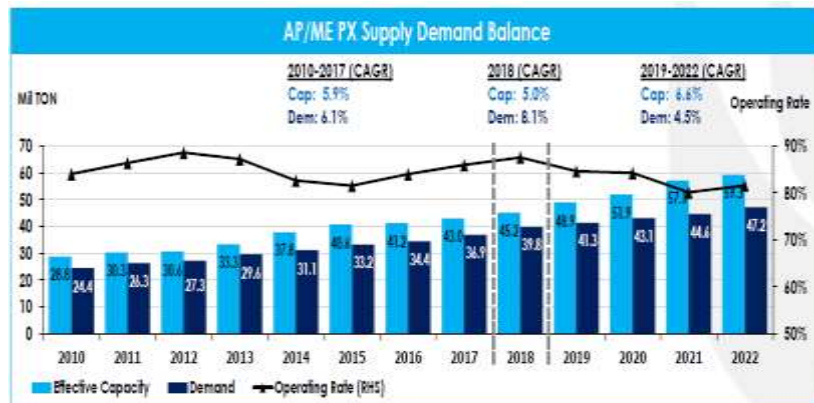
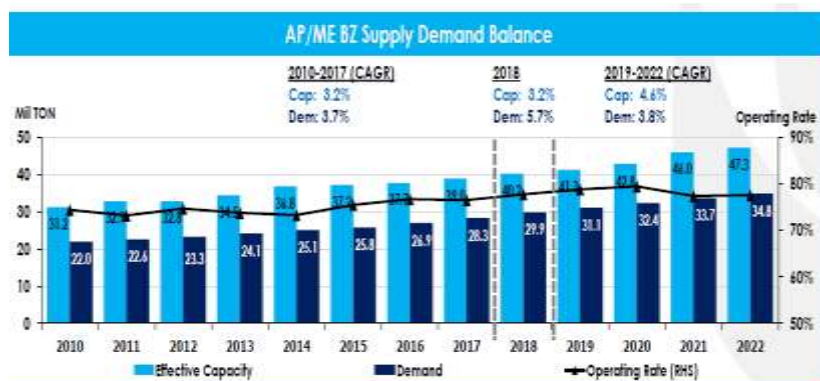


Figure 20: New Demand and Supply for BZ



Source: TOP, Bloomberg, EIA and IEA

**ตลาดโอเลฟินส์และโพลีเมอร์ยังคงแข็งแกร่งจากปริมาณความต้องการจากจีน**

ในแง่ของปริมาณความต้องการใช้ในฝั่งโอเลฟินส์ หลังจากรัฐบาลจีนออกมาตรการเพื่อควบคุมมลพิษ ส่งผลให้ประเทศจีนซึ่งแต่ก่อนเคยเป็นประเทศที่รับขยะจากทุกประเทศในโลกเพื่อนำมารีไซเคิลแล้วนำกลับมาใช้ กลายเป็นประเทศที่ต้องนำเข้าเม็ดพลาสติกสำเร็จชนิด Virgin เข้าไปแทน รวมไปถึงการสนับสนุนการลงทุนภาครัฐของจีนในช่วงกลางปีที่ผ่านมา ทำให้จีนมีปริมาณความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์เม็ดพลาสติกและโพลีเมอร์ฝั่ง PE เพิ่มขึ้นอีกราว 4 ล้านตัน/ปี (+4.2% Y-Y) ในขณะที่ในฝั่ง Supply จะเห็นได้ว่าจะมีโรงงานใหม่จากฝั่งสหรัฐทยอย COD ตั้งแต่ช่วง 4Q18 เป็นต้นไปราว 5-6 ล้านตัน/ปี (+5.0% Y-Y)% รวมไปถึงต้นทุนวัตถุดิบอย่างน้ำมันดิบ แหนพทา



และก๊าซที่ทยอยปรับตัวขึ้นในครึ่งปีหลัง ดังนั้นเรามองว่า Spread ปีโตรเคมีสายโพลีเอทิลีนจะไม่ได้แข็งแกร่งเท่าในช่วง 1H18 อย่างไรก็ตาม การอ่อนตัวลงไม่น่าจะรุนแรงมากนัก จากทั้งความต้องการใช้ทั้งจากจีนและประเทศในกลุ่ม ASEAN ซึ่งเป็นตลาดหลักจาก PTTGC ยังคงขยายตัวได้เป็นอย่างดี รวมถึงโอกาสที่ Supply ใหม่จะล่าช้าออกไป

Figure 21: New Demand and Supply for Ethylene



Figure 22: New Demand and Supply for PE

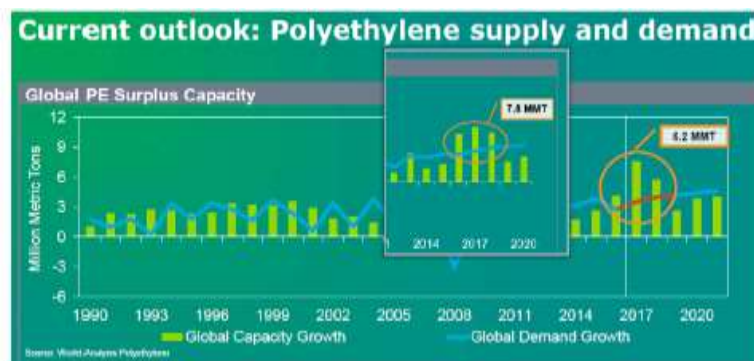


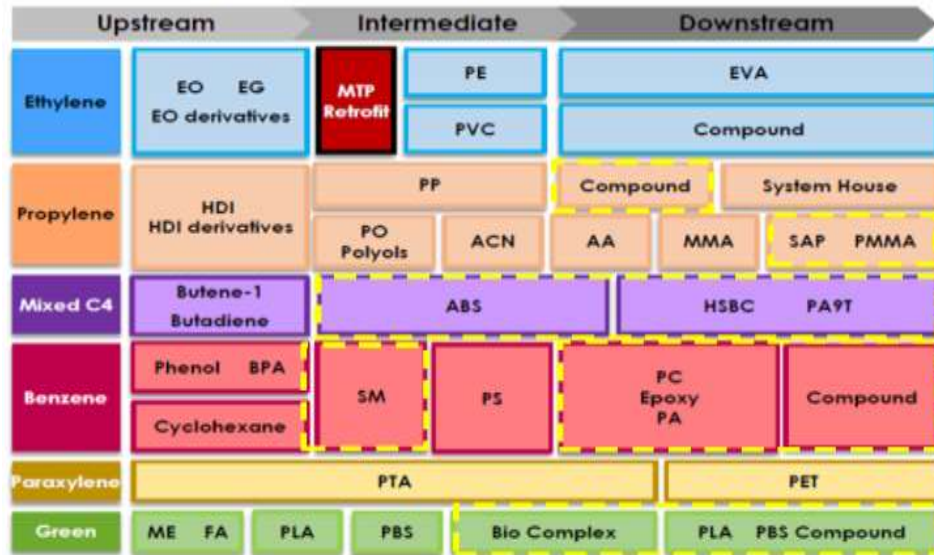
Figure 23: New Demand and Supply for Propylene



Source: PTTGC and IHS

ประเด็นการลงทุนและโอกาสการเติบโตในอนาคต

Figure 24: PTTGC Petrochemical Value Chain



Potential business

Source: PTTGC

**ต่อยอดธุรกิจด้วย MTP Retrofit, PO/Polyols และ PET**

จากรูปทางด้านบน จะเห็นว่า PTTGC มีแนวทางในการขยายธุรกิจโดยการต่อยอดผลิตภัณฑ์สายปิโตรเคมีให้ครบทั้ง Chain บริษัทพยายามขยายไปให้ยังสินค้ากลุ่ม Specialty ปลายน้ำที่ฉีกหนีความเป็น Commodity ออกมา การทำแบบนี้จะช่วยเพิ่มทั้งมาร์จิ้นจากสินค้าที่มีมูลค่าเพิ่มที่สูงขึ้น รวมถึงเป็นการกระจายความเสี่ยงให้กับผลประกอบการ เวลาที่ปิโตรเคมีสายใดสายหนึ่งเป็นขาลง

- 1) โครงการ Map Tra Put Retrofit: ปัจจุบัน PTTGC มีแผนพาเหลือนจากการผลิตประมาณ 900,000 ตัน/ปี ในขณะที่โรงโอเลฟินส์ในปัจจุบันรองรับวัตถุดิบที่เป็นก๊าซธรรมชาติเป็นส่วนใหญ่ (90%) ทำให้บริษัทจำเป็นต้องขายแอฟทาส่วนที่เหลือออกไป เพื่อต่อยอดผลิตภัณฑ์และเพิ่มมาร์จิ้นให้กับกิจการในระยะยาว PTTGC จึงได้ตัดสินใจลงทุนในโครงการ MTP Retrofit (Olefins Reconfiguration) เพื่อให้สามารถนำแอฟทาส่วนที่เหลือมาผลิตเป็นสารเอทิลีนและโพรพิลีน โดยมีกำลังการผลิตเอทิลีน 500,000 ตัน/ปี และโพลีลีน 250,000 ตัน/ปี ตามลำดับ โครงการนี้ใช้เงินลงทุนรวม US\$1,000 ล้าน ใช้เวลาก่อสร้าง 3 ปี เบื้องต้นคาดว่าจะเริ่ม COD ได้ใน 4Q20
- 2) โครงการ PO/Polyols: เป็นโครงการต่อยอดผลิตภัณฑ์จาก EO เดิมของ PTTGC ซึ่งเมื่อโครงการนี้เสร็จสิ้นจะทำให้บริษัทสามารถผลิตโพลีเอทิลีนคุณภาพสูงที่ใช้ในอุตสาหกรรมยานยนต์ อุปกรณ์ไฟฟ้า อิเล็กทรอนิกส์ อุตสาหกรรมเฟอร์นิเจอร์และอุตสาหกรรมก่อสร้าง โครงการนี้มีกำลังการผลิต PO 200,000 ตัน/ปี และ Polyols 130,000 ตัน/ปี ใช้เงินลงทุน US\$900 ล้าน และคาดว่าจะ COD ได้ใน 2Q20
- 3) โครงการ PTA/PET เป็นธุรกิจปิโตรเคมีปลายน้ำสายอโรมาติกส์ที่ต่อยอดมาจาก PX ปัจจุบัน PTTGC สามารถผลิต PX และ MEG ซึ่งเป็นส่วนประกอบหลักในการผลิต PET ได้ทั้งหมด การซื้อบริษัทเข้ามาเสริม Portfolio ครั้งนี้เรามองว่าสอดคล้องไปกับการพยายามต่อยอดธุรกิจไปปลายน้ำเพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในการผลิต ทั้งช่วยเพิ่มมาร์จิ้นและลดผลกระทบจากกำไรที่ผันผวนจากธุรกิจปิโตรเคมีทั้งสายการผลิตได้

**กำลังการผลิตไฟฟ้าของ GPSC**

- 1) เติบโตภายใน: จากส่วนแบ่งกำไรจาก GPSC จะเพิ่มขึ้นจากกำลังการผลิตที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นตั้งแต่ปี 2019 จากโครงการโรงไฟฟ้าใหม่ 3 แห่ง ได้แก่ 1) น้ำลัด1 2) มาบตราพุด คัพ4 และ ไชยะบุรี ซึ่งคาดว่าจะเพิ่มกำลังการผลิตให้กับ GPSC ได้อีก 400 MW เป็น 1,940 MW (+26%)

- 2) เติบโตจาก M&A: การจะเข้าซื้อหุ้น GLOW จะเป็นผลดีในระยะยาว ทั้งจากจำนวน MW ที่เพิ่มขึ้นเป็น 4,835 MW และจากผลของ Synergy เช่นในด้านต้นทุนการจัดหาวัตถุดิบ, การลงทุนวางแนวท่อก๊าซ, ขยายฐานไปในกลุ่ม SPP ที่มีมาร์จิ้นสูงกว่า และยังจะทำให้ GPSC มีลักษณะกึ่งผูกขาดในพื้นที่ EEC ในอนาคต บนสมมติฐานที่ GPSC ทำ Tender Offer หุ้น GLOW ได้ครบทั้ง 100% จะทำให้ GPSC จำเป็นต้องเพิ่มทุนประมาณ 74,000 ลบ. (เป็นส่วนของ PTTGC ที่จะต้องเพิ่มทุน 16,800 ลบ.) และกู้เงินจำนวน 68,000 ลบ. ในขณะเดียวกัน กำไรสุทธิหลังหักดอกเบี้ยจ่าย จะเพิ่มขึ้นเป็น 10,000 ลบ. (+150%) จากในส่วนของ GPSC เดิมที่ 4,000 ลบ. บวกส่วนเพิ่มจาก GLOW อีก 8,200 ลบ. แต่มีภาระดอกเบี้ยจ่ายที่เพิ่มขึ้นประมาณ 2,300 ลบ. บนอัตราดอกเบี้ย 3.5% ซึ่งโดยสรุปแล้วจะทำให้ส่วนแบ่งกำไรจาก GPSC ที่ PTTGC จะได้รับเพิ่มขึ้นจาก 900 ลบ./ปี เป็น 2,200 ลบ./ปี อย่างไรก็ตาม ยังมีประเด็นที่ต้องติดตาม ได้แก่การขออนุมัติจากหน่วยงานภาครัฐในช่วงต้น 4Q18 และ Bridging Loan ในระยะสั้นที่อาจส่งผลกระทบต่อการจัดอันดับ Credit Rating

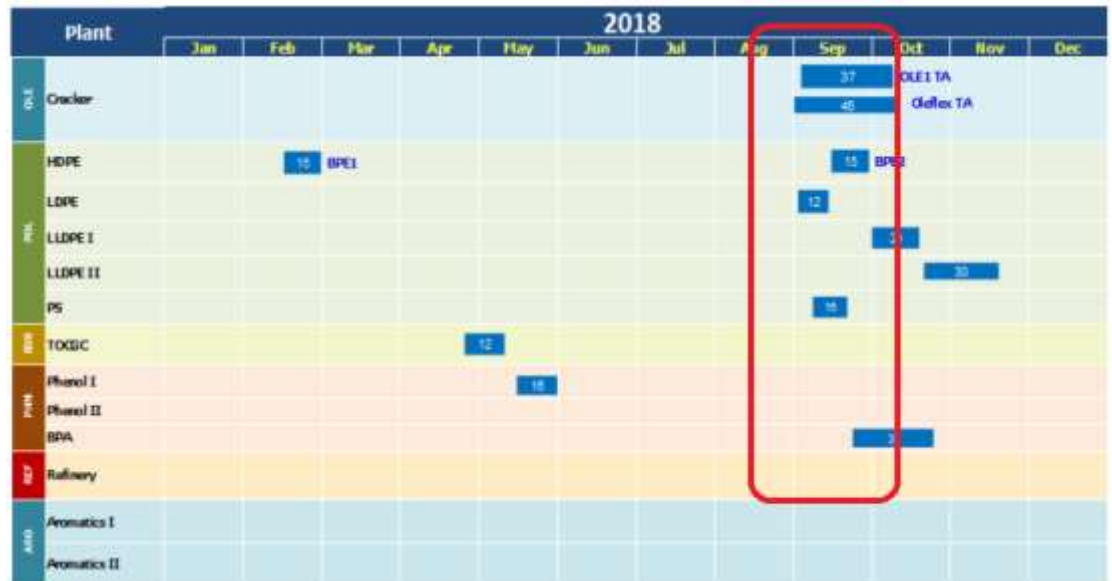
#### เงินสดเหลือเพื่อ แม่ลงทุนหนักเพื่อการเติบโตในอนาคต

จากโครงการทั้งหมดนี้ คาดว่า PTTGC จะต้องใช้เงินลงทุนราว 80,000 ลบ. ในช่วง 3 ปีข้างหน้า แม้จะดูสูงในแง่ของจำนวนเงิน แต่ปัจจุบันบริษัทมีเงินสดกว่า 50,000 ลบ. ยังไม่รวมกระแสเงินสดจากการดำเนินงานที่ราว 65,000 ลบ./ปี ทำให้เรามองว่าเรื่องของเงินทุนไม่ใช่ปัญหา หากดูในแง่ Net D/E ที่ประมาณ 0.10 เท่า จะเห็นว่า PTTGC แทบจะเป็นบริษัทที่ไม่มีหนี้เลย การตัดสินใจลงทุนตอนนี้จึงเป็นเวลาที่เหมาะสมในการเพิ่มอัตราการเติบโตและกระจายความเสี่ยง

#### คาดการณ์ผลการดำเนินงานในอนาคต

**แนวโน้มทั้งรายได้และกำไรปี 2018 ยังคงทำจุดสูงสุดใหม่อย่างต่อเนื่อง แม้ 3Q18 จะมีการหยุดซ่อมบำรุง**  
เรคาดกำไรสุทธิปี 2018 จะอยู่ที่ 43,044 ลบ. (+9.5% Y-Y) พระเอกยังคงเป็นธุรกิจโอเลฟินส์ที่กำไรปรับตัวขึ้นจากการขยายธุรกิจไปยังผลิตภัณฑ์ Specialty ปลายน้ำและจากราคาผลิตภัณฑ์ HDPE และ MEG ที่ปรับตัวขึ้นมาอยู่ที่ US\$1350/ตัน (+15.6% Y-Y) และ US\$1100/ตัน (+9.9%) ในขณะที่ต้นทุนก๊าซธรรมชาติยังคงปรับตัวขึ้นช้ากว่าราคาน้ำมันดิบและแนฟทา ส่งผลให้ Adjusted EBITDA Margin ของธุรกิจโอเลฟินส์ปรับตัวขึ้นราว 1% จากปีก่อนหน้ามาอยู่ที่ 29.5% อย่างไรก็ตาม แผนการหยุดซ่อมบำรุงที่จะกระทบกำลังการผลิตประมาณ 10-15% ในช่วง 3Q18 จะทำให้กำไรอ่อนตัวลงมาอยู่ที่ 9,500 ลบ. (-14.0% Q-Q) ก่อนที่ผลกำไรจะกลับมาปกติในไตรมาสถัดไป ส่วนกำไรสุทธิในปี 2019 คาดว่าจะอยู่ที่ 46,003 ลบ. (+6.5% Y-Y) เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องจาก 1. ผลกำไรของธุรกิจโโรมาติกส์ปรับตัวขึ้นหลังเข้าซื้อธุรกิจ PTA และ PET ส่งผลให้ Adjusted EBITDA Margin ในฝั่งโโรมาติกส์ปรับตัวขึ้นไปอยู่ที่ 11% (+3.5% Y-Y) 2. Margin ของธุรกิจโอเลฟินส์ขยับขึ้นแตะ 30.5% (+1% Y-Y) จากการรับรู้กำไรจากโครงการ mLLDPE เต็มปี และประสิทธิภาพของโรงงานที่ดีขึ้นหลังการหยุดซ่อมบำรุง 3. กำไรของ GGC ก็จะถูกกลับมาปกติหลังตั้งสำรองสินค้าคงคลังหายไปครบทั้งจำนวนแล้ว

Figure 25: Maintenance Shutdown Schedule 2018



Source: PTTGC

### ประเมินมูลค่าเหมาะสม

ประเมินมูลค่าหุ้นด้วยวิธี EV/EBITDA ที่ 8.3 เท่า และให้ราคาเหมาะสมที่ 110 บาท

เราประเมินมูลค่าหุ้น PTTGC ด้วยวิธี EV/EBITDA ที่ 8.3 เท่า เท่ากับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมปิโตรเคมี และได้ราคาเหมาะสมที่ 110 บาท EBITDA 1H18 จะคิดเป็น 53% ของทั้งปีที่ 65,326 ลบ. (+5.0% Y-Y) แต่ใน 2H18 จะชะลอตัวจากการหยุดซ่อมบำรุง ทำให้เรายังคงประมาณการกำไรในปีนี้อยู่ก่อน ส่วนกำไรในช่วง 1-2 ปีข้างหน้าของ PTTGC คาดว่าจะเติบโตเฉลี่ย 7%ต่อปี ก่อนที่ผลของการลงทุนเพื่อต่อยอดธุรกิจปิโตรเคมีจะเริ่มเห็นผลเต็มปีในปี 2021 และจะทำให้กำไรของ PTTGC กลับมาเติบโตเด่นราว 12-15% อีกครั้ง ด้วยราคาหุ้นที่ถูกเมื่อเทียบกับอุตสาหกรรม, ข้อได้เปรียบทางด้านต้นทุน, การต่อยอดผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ และการกระจายความเสี่ยงไปในธุรกิจที่มีความเป็น Commodity น้อยลง เราจึงเลือก PTTGC เป็น Top Pick ของกลุ่มและแนะนำ ซื้อ ที่ราคาเหมาะสม 110 บาท บนคาดการณ์เงินปันผลที่ 5.4%

Figure 26: Peer Valuations

	Market Cap (Mn.) in Local Currency	P/E	EV/EBITDA	EV/EBIT	P/B	Dividend Yield	ROE
<b>PTT GLOBAL CHEMICAL PCL</b>	<b>361,834</b>	<b>8.4</b>	<b>6.1</b>	<b>9.1</b>	<b>1.2</b>	<b>5.4</b>	<b>16.5</b>
THAI OIL PCL	173,402	9.9	5.8	7.7	1.4	6.2	21.5
STAR PETROLEUM	68,507	10.5	6.1	8.2	1.5	7.2	24.3
IRPC PCL	135,889	10.8	8.1	11.8	1.5	4.4	16.6
BANGCHAK PETROLEUM PCL/THE	49,225	8.6	7.1	12.6	1.1	6.0	14.9
ESSO THAILAND PCL	55,028	8.9	7.4	9.0	2.0	6.3	39.5
<b>Average</b>		<b>9.5</b>	<b>6.8</b>	<b>9.7</b>	<b>1.5</b>	<b>5.9</b>	<b>22.2</b>
Indorama Ventures PCL (TB)	323,870	12.6	8.7	12.3	2.3	2.2	20.3
Mitsubishi Chemical Holdings C (JP)	431,399	6.8	5.7	8.4	1.1	3.3	19.2
Sumitomo Chemical Co Ltd (JP)	303,166	7.7	5.8	8.9	1.1	3.5	15.0
Kuraray Co Ltd (JP)	166,171	10.9	5.5	8.5	1.0	2.6	10.6
Asahi Kasei Corp (JP)	655,150	13.6	7.4	10.9	1.7	2.1	13.9
Rongsheng Petro Chemical Co Lt (CH)	339,987	14.0	9.4	14.7	3.1	0.7	12.2
Sinopec Shanghai Petrochemical (CH)	248,377	9.6	4.9	6.1	2.0	5.7	27.8
Petronas Chemicals Group Bhd (MK)	597,783	17.1	9.6	12.5	2.6	2.9	15.4
Yanbu National Petrochemical C (AB)	355,798	13.9	9.4	12.9	2.5	4.8	18.2
LG Chem Ltd (KS)	757,164	13.0	6.3	9.7	1.5	1.6	11.2
Formosa Chemicals & Fibre Corp (TT)	758,110	13.6	12.3	18.9	1.9	5.1	17.6
Saudi Basic Industries Corp (AB)	3,223,806	15.3	8.0	11.3	2.3	3.4	14.7
Alfa SAB de CV (MM)	217,317	12.0	6.1	10.3	1.8	2.5	10.1
DowDuPont Inc (US)	5,149,041	14.8	9.2	12.8	1.6	2.3	7.4
Nan Ya Plastics Corp (TT)	712,576	12.9	14.7	24.4	1.8	6.0	18.7
Formosa Plastics Corp (TT)	762,381	13.4	19.0	26.0	1.9	5.1	17.6
Solvay SA (BB)	458,834	13.4	7.7	11.7	1.6	3.1	12.6
Lotte Chemical Corp (KS)	312,890	5.0	3.1	4.1	0.9	3.4	19.6
LyondellBasell Industries NV (US)	1,454,545	9.8	7.0	8.7	4.2	3.3	52.3
Mexichem SAB de CV (MM)	232,170	11.7	7.7	11.5	2.6	1.8	15.9
BASF SE (GR)	2,765,741	11.6	6.6	9.6	2.1	3.9	17.8
Celanese Corp (US)	510,244	10.6	8.8	10.4	4.6	1.7	42.7
Braskem SA (BZ)	365,803	15.2	6.8	9.8	8.0	5.4	47.5
LANXESS AG (GR)	237,562	14.9	9.4	15.5	2.7	1.2	11.9
<b>Average</b>		<b>12.2</b>	<b>8.3</b>	<b>12.1</b>	<b>2.4</b>	<b>3.2</b>	<b>19.6</b>

Source: Bloomberg

### ปัจจัยเสี่ยงในการดำเนินธุรกิจ

- Supply ใหม่จากฝั่งสหรัฐ ในปีหน้า จะมีโรงงานผลิตโอเลฟินส์ใหม่เพิ่มขึ้นอีกประมาณ 3-4 ล้านตันปี ทำให้ Supply ทั้งโลกจะเพิ่มขึ้นเป็น 48 ล้านตันปี (+8%) ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ PTTGC ที่ราว 60% มาจากผลิตภัณฑ์สายโอเลฟินส์และโพลิเมอร์
- Trade War ส่งผลกระทบต่อ Demand เศรษฐกิจของจีนยังคงเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนราคาปิโตรเคมี หากผลกระทบจากสงครามทางการค้าระหว่างสหรัฐและจีนลุกลามไปในวงกว้างและทำให้เศรษฐกิจจีนชะลอตัวลงมากกว่าคาด จะทำให้ปริมาณความต้องการปิโตรเคมีและเม็ดพลาสติกลดลงอย่างมีนัยสำคัญ
- Petrochemical Cycle สันลงกว่าในอดีต แนวโน้มการฟื้นตัวของธุรกิจปิโตรเคมีในปัจจุบันยังคงอยู่ในช่วงขาขึ้นไปจนถึงปี 2020-2021 หากเราเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีต อย่างไรก็ตาม ด้วยเทคโนโลยีในการสร้างโรงงานที่เร็วขึ้น อาจเป็นตัวเร่งให้รอบ Cycle น้อยลงกว่าคาด
- การขยายการลงทุนที่มากเกินไปจากเงินสดที่มีเหลืออยู่มาก ปฏิเสธไม่ได้ว่าปัจจุบัน PTTGC มีเงินสดเหลือมากเกินไป ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่ออัตราตัดสินใจลงทุนในโครงการใหม่ๆให้มีความรัดกุมรอบคอบน้อยลง หรืออาจทำให้ผู้บริหารยอมที่จะเสี่ยงในโครงการใหม่ๆมากขึ้น ซึ่งอาจส่งผลเสียต่อบริษัทในระยะยาว

**Income Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Revenue	349,101	439,921	475,559	492,671	500,126
Cost of sales	307,064	382,271	416,115	431,826	437,860
Gross profit	42,037	57,650	59,445	60,845	62,266
SG&A	11,589	14,197	13,982	14,186	14,322
Operating profit	30,448	43,453	45,462	46,659	47,944
Other income	3,660	7,935	6,612	8,250	8,500
EBIT	34,108	51,388	52,074	54,909	56,444
EBITDA	47,752	62,218	65,326	67,516	69,635
Interest charge	4,220	3,935	3,703	3,201	2,949
Tax on income	3,025	3,863	4,837	5,171	5,350
Earnings after tax	25,880	42,120	43,534	46,537	48,146
Minority interests	278	2,822	490	505	520
Net profit	25,602	39,298	43,044	46,033	47,626
Extraordinary items	-983	-1,470	-1,388	0	0
Normalized profit	26,585	40,768	44,432	46,033	47,626

**Cash Flow Statement (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Net profit	25,602	39,298	43,044	46,033	47,626
Depreciation & amortization	17,304	19,451	19,864	20,857	21,691
Change in working capital	-3,897	-5,021	-10,800	-2,148	-913
Other adjustments	5,481	8,227	4,193	3,705	3,468
Cash flow from operations	44,490	61,955	56,301	68,447	71,873
Capital expenditure	18,244	16,367	18,729	14,729	14,729
Others	-18,133	25,178	5,000	5,000	5,000
Cash flow from investing	111	41,545	23,729	19,729	19,729
Free cash flow	44,379	20,410	32,572	48,718	52,144
Net borrowings	-9,704	1,002	-17,939	-6,000	-6,000
Equity capital raised	-297	7,120	0	0	0
Dividends paid	-10,481	-16,501	-19,370	-20,715	-21,432
Others	-4,237	255	-4,600	-4,097	-3,845
Cash flow from financing	-24,719	-8,124	-41,909	-30,812	-31,277
Net change in cash	19,660	12,286	-9,336	17,907	20,867

**Balance Sheet (Consolidated)**

(Bt mn)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Cash and ST investment	31,143	43,429	34,094	52,001	72,868
Investments	14,168	11,620	16,620	21,620	26,620
Accounts receivable	40,983	41,697	47,556	49,267	50,013
Inventory	35,754	37,755	46,235	47,981	48,651
Other current assets	5,465	6,236	6,236	6,236	6,236
Total current assets	127,513	140,738	150,741	177,105	204,388
Plant, property & equipment	221,514	219,689	219,813	214,944	209,241
Other LT assets	44,139	74,538	74,175	73,812	73,449
Total assets	393,166	434,964	444,729	465,860	487,077
Short-term loans	563	263	263	263	263
Accounts payable	27,727	31,137	34,676	35,985	36,488
Current maturities	10,637	9,293	10,637	10,637	10,637
Other current liabilities	14,340	19,620	19,620	19,620	19,620
Total current liabilities	53,267	60,313	65,196	66,505	67,008
Long-term debt	84,942	87,588	68,305	62,305	56,305
Other LT liabilities	6,288	6,799	6,799	6,799	6,799
Total non-current liabilities	91,230	94,387	75,104	69,104	63,104
Total liabilities	144,497	154,700	140,300	135,609	130,112
Registered capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	32,878	39,998	39,998	39,998	39,998
Legal reserve	4,513	4,513	4,513	4,513	4,513
Retained earnings	147,220	172,016	195,690	221,008	247,202
Others	16,317	13,255	13,255	13,255	13,255
Minority Interests	2,653	5,394	5,884	6,389	6,909
Shareholders' equity	248,669	280,264	304,428	330,251	356,965

Source: Company data, FSS research

**Important Ratios (Consolidated)**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Growth (%)</b>					
Revenue	-13.5	26.0	8.1	3.6	1.5
EBITDA	13.1	30.3	5.0	3.4	3.1
Net profit	24.9	53.5	9.5	6.9	3.5
Normalized earnings	17.0	53.3	9.0	3.6	3.5
<b>Profitability Ratios (%)</b>					
Gross profit margin	12.0	13.1	12.5	12.4	12.5
EBITDA margin	13.7	14.1	13.7	13.7	13.9
EBIT margin	9.8	11.7	11.0	11.1	11.3
Normalized profit margin	7.6	9.3	9.3	9.3	9.5
Net profit margin	7.3	8.9	9.1	9.3	9.5
Normalized ROA	6.8	9.4	10.0	9.9	9.8
Normalize ROE	10.8	14.8	14.9	14.2	13.6
Normalized ROCE	9.0	11.6	12.0	11.7	11.4
<b>Risk (x)</b>					
D/E	0.39	0.35	0.27	0.23	0.19
Net D/E	0.21	0.15	0.10	0.00	-0.09
Net debt/EBITDA	1.06	0.68	0.44	-0.01	-0.46
<b>Per share data (Bt)</b>					
Reported EPS	5.68	8.72	9.55	10.21	10.56
EPS - Full Dilution	5.68	8.72	9.55	10.21	10.56
Normalized EPS	5.90	9.04	9.85	10.21	10.56
EBITDA	10.59	13.80	14.49	14.97	15.44
Book value	54.56	60.96	66.21	71.83	77.64
Dividend	2.82	4.25	4.30	4.59	4.75
Par	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
<b>Valuations (x)</b>					
P/E	14.1	9.2	8.4	7.9	7.6
Normalized P/E	13.6	8.9	8.1	7.9	7.6
P/BV	1.5	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBTDA	8.7	6.6	6.1	5.4	4.8
Dividend yield	3.5	5.3	5.4	5.7	5.9

**บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)**

<p><b>สำนักงานใหญ่</b> 999/9 อาคารดี ออฟฟิศ เอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์</b> (สำนักงานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัลมาลิงค์</b> 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์</b> 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1</b> 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล พลาซ่า ทาวเวอร์ ชั้นที่ 16 ห้อง 2160/1 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา บางกระบือ</b> 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา บางนา</b> 589 หมู่ 12 อาคารชุดทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 589/105 (เดิม 1093/105) ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธ 1</b> 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา เคียนหვნง (ลินธ 2)</b> 140/1 อาคารเคียนหვნง 2 ชั้น 18 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ลินธ 3</b> 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทย์ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร</p>
<p><b>สาขา ลาดพร้าว</b> 555 อาคารรา ทาวเวอร์ 2 ยูนิท 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา ประชาชื่น</b> 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รังสิต</b> 1/832 ชั้น 2, 2.5, 3 หมู่ 17 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี</p>	<p><b>สาขา อัมคูลราฮิม</b> 990 อาคารอัมคูลราฮิมเพลส ชั้น 12 ห้อง 1210 ถ.พระราม 4 แขวงสีลม เขตบางรัก จ.กรุงเทพมหานคร</p>	<p><b>สาขา รัตนาธิเบศร์</b> 576 ถ.รัตนาธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี</p>
<p><b>สาขา ศรีราชา</b> 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 1</b> 311/16 ชั้น 2 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 2</b> เลขที่ 26/9 หมู่ที่ 7 ชั้น 2 ถ.ศรีจันทร์ใหม่ ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา ขอนแก่น 3</b> 311/1 ถ.กลางเมือง (ฝั่งริมฝั่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p><b>สาขา อุดรธานี</b> 197/29, 213/3 ถ.อุดรชัย ๓. หนองแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>
<p><b>สาขา เชียงใหม่ 1</b> 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 2</b> 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงใหม่ 3</b> อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p><b>สาขา เชียงราย</b> 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p><b>สาขา แม่สาย</b> 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>
<p><b>สาขา นครราชสีมา</b> 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>	<p><b>สาขา สมุทรสาคร</b> 813/30 ถ.นเรศวร ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p><b>สาขา ภูเก็ต</b> 22/18 ถ.หลวงพ่อดิลก ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 1</b> 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา หาดใหญ่ 2</b> 106 ชั้นลอย ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p><b>สาขา หาดใหญ่ 3</b> 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p><b>สาขา ตรัง</b> 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p><b>สาขา สุราษฎร์ธานี</b> 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p><b>สาขา ปัตตานี</b> 300/69-70 หมู่ 4 ต.สุระมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>	

**คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน**

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>ต่ำกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน <b>สูงกว่า</b> มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>สูงกว่า ตลาด</b>
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>เท่ากับ ตลาด</b>
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ <b>ต่ำกว่า ตลาด</b>

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

**DISCLAIMER:** รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ตัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2017

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

**IOD (IOD Disclaimer)**

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของ บริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

**โครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (THAI CAC)**

- ข้อมูล CG Score ประจำปี 2560 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย
- ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (ข้อมูล ณ วันที่ 31 กรกฎาคม 2560) มี 2 กลุ่ม คือ
  - ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC (Declared)
  - ได้รับการรับรอง CAC (Certified)