



PTT Global Chemical PCL.

PTTGC TB Outperform

Target Price Bt 79.00

Price (22/04/2021) Bt 62.25

Upside % 26.91

Valuation PBV

Sector Petrochemicals & Chemicals

Market Cap Btm 280,676

30-day avg turnover Btm 1,259.11

No. of shares on issue m 4,509

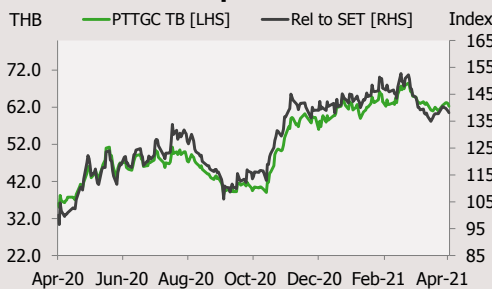
CG Sharing Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year-end Dec 31	2019A	2020A	2021E	2022E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	412,810	329,291	391,938	381,098
Core profit (Btmn)	10,643	(1,232)	22,310	17,149
Net profit (Btmn)	11,682	200	22,310	17,149
Net EPS (Bt)	2.59	0.04	4.95	3.80
DPS (Bt)	2.00	1.00	2.25	2.00
BVPS (Bt)	63.39	62.33	65.51	67.66
Net EPS growth (%)	(70.85)	(98.29)	11,076.74	(23.13)
ROA (%)	2.68	0.14	5.00	3.94
ROE (%)	4.02	0.07	7.74	5.71
Net D/E (x)	0.28	0.30	0.20	0.11
Valuation				
P/E (x)	22.00	1,321.43	12.58	16.37
P/BV (x)	0.90	0.94	0.95	0.92
EV/EBITDA (x)	11.06	17.49	7.02	7.60
Dividend yield (%)	3.51	1.71	3.61	3.21

PTTGC TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Jakapong Chawengsri

jakapong.c@kasikornsecurities.com

23 April 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

พรีวิวไตรมาส 1/2564: กำไรครึ่งปีแรกแข็งแกร่ง

- ▶ **ลงคำแนะนำ "ซื้อ"** เป้าหมาย **79.0** บาทจากกำไรครึ่งปีแรกที่แข็งแกร่ง มูลค่าหุ้นยังอยู่ที่เพียง **PBV 0.95** เท่าในปี **2564** คาดถึงการปรับเพิ่มประมาณการกำไรที่จะตามมา
- ▶ **คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/2564** ที่ **9.1 พันลบ.** โตขึ้น **204% YoY** และ **43% QoQ** จากสภาวะแวดล้อมอุตสาหกรรมที่เป็นใจในทุกหน่วยธุรกิจ
- ▶ **PTTGC** คือหนึ่งในหุ้นกลุ่มโรงกลั่นปิโตรเคมีไม่กี่รายที่คาดว่าจะมีกำไรโตขึ้น **QoQ** ในไตรมาส **2/2564** จากราคา **PE** ที่สูงขึ้นและส่วนต่างราคาอะโรเมติกส์ที่สูงขึ้น

Investment Highlights

- ▶ **คาดการณ์กำไรที่โดดเด่นในไตรมาส 1/2564...** เราประเมินว่ากำไรสุทธิของ PTTGC ในไตรมาส 1/2564 จะอยู่ที่ 9.1 พันลบ. (EPS ที่ 2.03 บาท) โตขึ้น 204% YoY และ 43% QoQ จากราคา PE ที่สูงขึ้น ส่วนต่างราคาอะโรเมติกส์ที่สูงขึ้น ค่าการกลั่น (market GRM) ที่ปรับดีขึ้น รวมถึงกำไรไดโอกซีนาฟตามีนที่มากขึ้น โดยกำไรที่โดดเด่นนี้คิดเป็น 41% ต่อประมาณการทั้งปีของเรา ดังนั้นเราจึงคาดว่าความเสี่ยงของประมาณการทั้งปีของเรานั้นจะเป็นขาขึ้น
- ▶ **...มีแรงหนุนมาจากพัฒนาการที่ดีขึ้นของทุกหน่วยธุรกิจ** คาดกำไรปกติของ PTTGC ในไตรมาส 1/2564 จะใกล้เคียง 9.0 พันลบ. โตขึ้น 1,475% YoY และ 104% QoQ ด้วยแรงหนุนจากพัฒนาการที่ดีขึ้นของทุกหน่วยธุรกิจ โดยธุรกิจโพลีเอทิลีนส์ปรับตัวดีขึ้นตามราคา PE ที่สูงขึ้น 37% YoY และ 15% QoQ เป็น 1,145 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ขณะที่อัตราการดำเนินงานของโรงแคร็กเกอร์ก็มีการเดินเครื่องเต็มอัตราจากที่ไม่ได้มีการปิดซ่อมบำรุงในช่วงไตรมาส ส่วนในด้านธุรกิจอะโรเมติกส์ก็ปรับตัวดีขึ้นตามส่วนต่างราคาที่ดีขึ้น โดยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์และวัตถุดิบ (P2F) ประเภทอะโรเมติกส์นั้นปรับเพิ่มขึ้นมากกว่า 40% QoQ เป็น 140 ดอลลาร์/ตัน สำหรับธุรกิจโรงกลั่นแม้ market GRM ของบริษัทฯ จะยังต่ำกว่าจุดคุ้มทุน แต่ก็ปรับตัวขึ้น 70% QoQ จากส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินและดีเซลที่ปรับสูงขึ้นในช่วงไตรมาส
- ▶ **รายการพิเศษส่วนใหญ่จะหักลบซึ่งกันและกัน** เราคาดว่า PTTGC จะมีรายการพิเศษขนาดใหญ่ 3 รายการในไตรมาส 1/2564 ได้แก่ 1) กำไรไดโอกซีนาฟตามีนที่ 2.3 พันลบ. เพิ่มขึ้น 124% QoQ พลิกฟื้นจากขาดทุนที่ 8.9 พันลบ. ในไตรมาส 1/2563 2) ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX) ที่ยังไม่รับรู้จำนวน 1.2 พันลบ. ซึ่งเป็นผลจากการที่เงินบาท/ดอลลาร์ฯ อ่อนค่าลง 1.4 บาท/ดอลลาร์ฯ ขณะที่มีหนี้สินในสกุลเงินดอลลาร์ฯ อยู่ 850 ล้านดอลลาร์ฯ และ 3) ขาดทุนจากสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมัน (oil hedging) จำนวน 500 ลบ.
- ▶ **คาดการณ์กำไรไตรมาส 2/2564 จะแข็งแกร่งขึ้น** เราคาดว่ากำไรปกติของ PTTGC ในไตรมาส 2/2564 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากอัตรากำไรโพลีเอทิลีนส์ที่ปรับสูงขึ้น สืบเนื่องมาจากความเหลื่อมด้านเวลาของราคาขาย 1 เดือน (ราคา PE เริ่มปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากในเดือน มี.ค. 2564) รวมถึงอัตรากำไรอะโรเมติกส์ที่แข็งแกร่งขึ้น โดยในเชิง QTD ส่วนต่างราคา PX และ BZ ปรับสูงขึ้น 13% และ 43% QoQ ตามลำดับ สะท้อนถึงอัตรากำไร P2F ที่ปรับสูงขึ้นอีก ทั้งนี้ด้วยการที่กำไรในครึ่งแรกของปี 2564 จะคิดเป็นสัดส่วนที่มากกว่า 80% ต่อประมาณการทั้งปีของเรา เราจึงเชื่อว่าจะเห็นการปรับคาดการณ์กำไรขึ้นจากตลาดในระยะเวลานี้
- ▶ **มุมมองเป็นกลางต่อการขายหุ้น GPSC 12.7%** PTTGC ประกาศว่าบริษัทจะทำการขายหุ้น GPSC ให้กับบริษัทแม่อย่าง PTT จำนวน 12.7% หรือ 359 ล้านหุ้น ที่ราคาซื้อขาย 71 บาท/หุ้น จากรายการนี้ เราเชื่อว่า PTTGC จะมีการบันทึกรายการกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 8.7 พันลบ. ในปี 2564 ซึ่งคิดเป็น upside ต่อประมาณการทั้งปีของเรา 39% โดยจะมีเงินสดรับจากการขายหุ้นกว่า 22.9 พันลบ. PTTGC คาดว่าบริษัทจะนำเงินที่ได้จากการขายหุ้นดังกล่าวมาซื้อกิจการปิโตรเคมีเกรดพิเศษ (specialty) เพื่อจะลดความผันผวนของผลประกอบการและเพิ่มอัตรา ROCE เป็น 12-13% ในมุมมองของเรา เราเชื่อว่ากำไรที่ได้จากการเข้าซื้อกิจการจะช่วยชดเชยกำไรที่ลดลงจากการขายหุ้น GPSC ได้ส่วนใหญ่ ทั้งนี้ PTTGC จะถือหุ้นใน GPSC 10% ภายหลังจากขายแล้วเสร็จ

Valuation and Recommendation

- ▶ **ลงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายที่ **79.00** บาท คำแนะนำของเราอิงจากการคำนวณกำไรครึ่งแรกของปี 2564 จะออกมาแข็งแกร่ง ซึ่งคาดว่าจะลดระดับการประมาณการกำไรขึ้นในอนาคตอันใกล้ ทั้งนี้ PTTGC คือหนึ่งในหุ้นกลุ่มโรงกลั่นปิโตรเคมีเพียงไม่กี่ตัวที่คาดว่าจะมีกำไรโตขึ้น QoQ ในไตรมาส 2/2564 ในขณะที่ปัจจุบันหุ้นซื้อขายกันในช่วง PBV ปี 2564 ที่เพียง 0.95 เท่า ทั้งนี้ ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2564 ที่ 79.0 บาท อิง PBV ปี 2565 ที่ 1.17 เท่าตามค่าเฉลี่ย 10 ปี

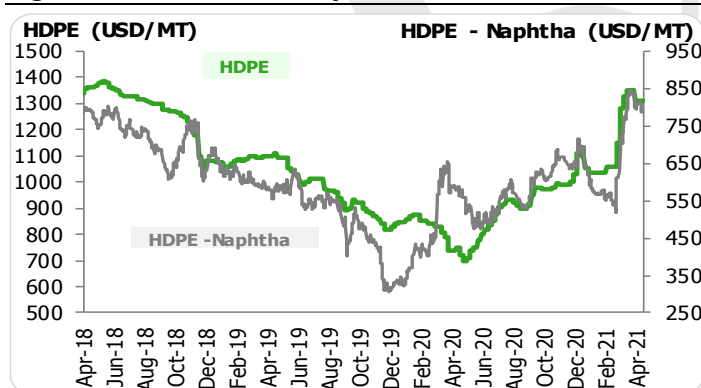


Fig 1 PTTGC 1Q21 earnings preview

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	%YoY	%QoQ	%YTD2021E	2021E
Financials									
Sales (Btmn)	93,806	69,976	77,148	88,362	111,838	19.2	26.6	28.5	391,938
EBITDA (Btmn)	-3,854	5,639	6,575	11,231	16,706	533.5	48.8	33.6	49,681
Operating profit (Btmn)	-8,769	622	1,496	5,950	11,406	230.1	91.7	40.6	28,117
Core profit (Btmn)	-653	879	769	4,403	8,981	1,474.8	104.0	40.3	22,310
Net profit (Btmn)	-8,784	1,671	908	6,405	9,131	204.0	42.6	40.9	22,310
Net EPS (Bt)	-1.95	0.37	0.20	1.42	2.03	204.0	42.6	40.9	4.95
Performance Drivers									
Market GRM (USD/bbl)	3.5	2.3	1.2	1.8	3.0	-13.4	70.2	57.6	5.3
Inventory gain/loss (Btmn)	-8,906	-899	492	1,025	2,300	125.8	124.4	91.3	2,520
HDPE price (USD/bbl)	839	760	919	1,000	1,145	36.5	14.5	101.8	1,125
Ratios									
						Change	Avg YTD	2021E	
Gross margin (%)	-5.9	5.0	6.2	10.7	13.2	19.1	2.4	13.2	10.6
EBITDA margin (%)	-4.1	8.1	8.5	12.7	14.9	19.0	2.2	14.9	12.7
Optg. margin (%)	-9.3	0.9	1.9	6.7	10.2	19.5	3.5	10.2	7.2
ROE (%)	-11.8	2.2	1.2	8.3	11.5	23.3	3.2	11.5	7.7

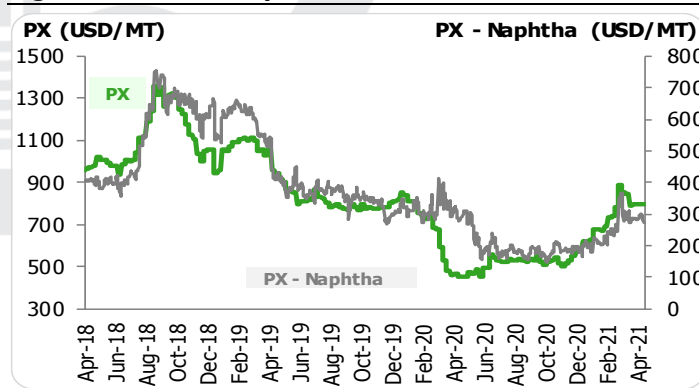
Source: KS Research

Fig 2 HDPE and HDPE - Naphtha



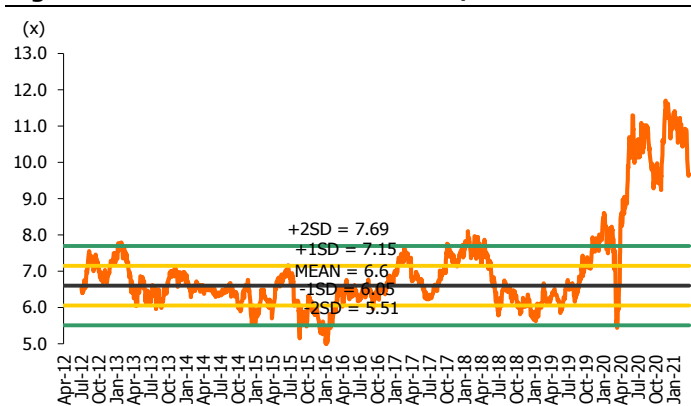
Source: Bloomberg

Fig 3 PX and PX - Naphtha



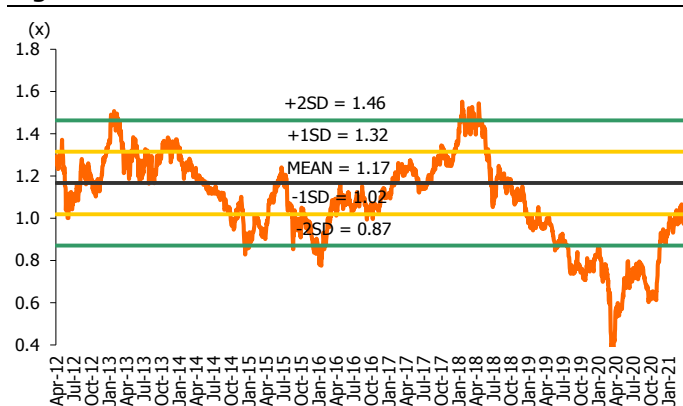
Source: Bloomberg

Fig 4 PTTGC's 12-months forward EV/EBITDA



Source: Bloomberg

Fig 5 PTTGC's 12-months forward PBV



Source: Bloomberg



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E
Revenue	518,655	412,810	329,291	391,938	381,098
Cost of sales and services	-465,904	-388,630	-317,093	-350,307	-346,273
Gross Profit	52,751	24,180	12,198	41,630	34,825
SG&A	-14,854	-15,979	-14,881	-15,678	-16,578
Other income	2,304	2,319	1,983	2,164	2,287
EBIT	46,850	16,118	4,054	32,104	24,521
EBITDA	57,836	31,293	20,535	49,681	42,431
Interest expense	-3,593	-3,119	-3,511	-4,919	-3,869
Equity earnings	6,895	4,559	3,323	3,987	3,987
EBT	43,257	12,999	543	27,185	20,652
Income tax	-2,986	-649	109	-2,784	-2,000
NPAT	40,271	12,349	652	24,401	18,652
Minority Interest	-201	-667	-452	-2,092	-1,502
Core Profit	40,314	10,643	-1,232	22,310	17,149
Extraordinary items	-258	-716	1,782	0	0
FX gain (loss)	13	1,756	-350	0	0
Reported net profit	40,069	11,682	200	22,310	17,149

Balance Sheet (Btmn)

Cash & equivalents	36,744	18,840	44,313	48,259	40,667
ST investments	16,818	6,720	16,345	17,801	15,000
Accounts receivable	41,991	34,157	29,277	36,149	35,149
Inventories	39,366	36,252	33,445	34,081	33,688
Other current assets	9,392	8,525	6,531	8,094	7,870
Total current assets	144,310	104,494	129,911	144,383	132,374
Investment in subs & others	62,428	72,399	71,734	71,734	71,734
Fixed assets-net	245,021	264,564	269,177	252,697	237,389
Other assets	17,496	11,058	18,561	18,746	18,934
Total assets	469,255	452,514	489,383	487,560	460,431
Short-term debt	12,332	10,170	21,991	36,519	4,219
Accounts payable	34,516	25,479	20,114	27,039	26,728
Other current liabilities	27,010	17,384	16,936	15,670	15,490
Total current liabilities	73,858	53,033	59,041	79,228	46,437
Long-term debt	83,324	96,649	126,012	89,512	85,312
Other liabilities	8,591	9,237	15,336	15,489	15,644
Total liabilities	165,773	158,919	200,389	184,229	147,392
Paid-up capital	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Share premium	40,014	35,419	34,133	34,133	34,133
Reserves & others, net	17,984	17,468	18,141	18,223	18,296
Retained earnings	192,959	187,855	183,652	197,908	207,542
Minority interests	7,436	7,765	7,979	7,979	7,979
Total shareholders' equity	303,482	293,595	288,994	303,331	313,039
Total equity & liabilities	469,255	452,514	489,383	487,560	460,431

Key Assumptions

Oil price	70	61	43	63	60
Refining margin	6.2	3.9	2.2	5.3	5.4
PX spread	453	378	197	225	200
BZ spread	207	118	105	180	150
HDPE spread	663	468	500	525	470
HDPE price	1,330	987	919	1,125	1,070
Dividend payout (%)	48	77	2,259	45	53

Source: Company, KS estimates

Cashflow (Btmn)	2018A	2019E	2020A	2021E	2022E
Net profit	40,271	12,349	652	24,401	18,652
Depreciation & amortization	17,636	20,773	21,236	21,564	21,898
Change in working capital	6,379	-6,849	3,869	-3,412	1,124
Others	-35,281	16,772	6,004	1,636	228
CF from operation activities	29,004	43,046	31,761	44,190	41,902
Capital expenditure	-4,908	-65,065	-25,213	-6,486	-6,590
Investment in subs and affiliates	-3,239	-9,971	665	0	0
Others	-2,147	6,438	-7,503	-186	-187
CF from investing activities	-10,294	-68,598	-32,051	-6,671	-6,777
Cash dividend	-19,163	-9,018	-4,509	-10,145	-9,018
Net proceeds from debt	-1,036	11,163	41,184	-21,972	-36,500
Capital raising	0	-4,595	-1,286	0	0
Others	0	0	0	0	0
CF from financing activities	-20,198	-2,450	35,389	-32,117	-45,518
Net change in cash	-1,488	-28,002	35,098	5,402	-10,393

Key Statistics & Ratios

Per share (Bt)

Reported EPS	8.89	2.59	0.04	4.95	3.80
Core EPS	8.94	2.36	-0.27	4.95	3.80
DPS	4.25	2.00	1.00	2.25	2.00
BV	65.66	63.39	62.33	65.51	67.66
EV	82.24	76.74	79.64	77.32	71.53
Free Cash Flow	5.34	-4.88	1.45	8.36	7.83

Valuation analysis

Reported P/E (x)	8.02	22.00	1,321.43	12.58	16.37
Core P/E (x)	7.97	24.15	-214.02	12.58	16.37
P/BV (x)	1.09	0.90	0.94	0.95	0.92
EV/EBITDA (x)	6.41	11.06	17.49	7.02	7.60
Price/Cash flow (x)	11.08	5.97	8.30	6.35	6.70
Dividend yield (%)	5.96	3.51	1.71	3.61	3.21

Profitability ratios

Gross margin (%)	10.17	5.86	3.70	10.62	9.14
EBITDA margin (%)	11.15	7.58	6.24	12.68	11.13
EBIT margin (%)	9.03	3.90	1.23	8.19	6.43
Net profit margin (%)	7.76	2.99	0.20	6.23	4.89
ROA (%)	8.91	2.68	0.14	5.00	3.94
ROE (%)	14.04	4.02	0.07	7.74	5.71

Liquidity ratios

Current ratio (x)	1.95	1.97	2.20	1.82	2.85
Quick ratio (x)	1.29	1.13	1.52	1.29	1.96

Leverage Ratios

Liabilities/Equity ratio (x)	0.55	0.54	0.69	0.61	0.47
Net debt/EBITDA (x)	0.73	2.60	4.25	1.21	0.80
Net debt/equity (x)	0.14	0.28	0.30	0.20	0.11
Int. coverage ratio (x)	13.04	5.17	1.15	6.53	6.34

Growth

Revenue (%)	17.90	-20.41	-20.23	19.02	-2.77
EBITDA (%)	-11.12	-45.89	-34.38	141.93	-14.59
Reported net profit (%)	1.96	-70.85	-98.29	11,076.74	-23.13
Reported EPS (%)	1.96	-70.85	-98.29	11,076.74	-23.13
Core profit (%)	-0.63	-73.60	-111.58	1,910.23	-23.13
Core EPS (%)	-0.63	-73.60	-111.58	1,910.23	-23.13



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

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 companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. 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 data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCP, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, BTS, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, EA, GPSC, GULF, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMT, KCE, KKP, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RATCH, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STEC, TASCO, TISCO, TMB, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.