

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

Low season กระบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรมาส 4/57

- อุปสงค์ที่ชะลอตัวในไตรมาส 4/57 จะส่งผลทำให้อัตรากำไรหดตัวลง
 - ผู้ผลิต PET/PTA จะลดการผลิตลงอย่างต่อเนื่อง
 - ความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนของ PTTGC ลดน้อยลง คงคำแนะนำ “ซื้อ” เพราะ valuation ถูก
- สรุปผลการดำเนินงานไตรมาส 2/57: กำไรที่แข็งแกร่งของ IVL ช่วยสนับสนุนให้กำไรของกลุ่มปิโตรเคมีปรับเพิ่มขึ้น กำไรปกติไตรมาส 2/57 ของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวเพิ่มขึ้นถึง 55.4% QoQ และ 36.7% YoY หลักๆ ได้รับปัจจัยกระตุ้นจากขาดทุนสินค้าคงคลังที่ลดลงมากของ IVL เมื่อเทียบกับไตรมาส 1/57 และไตรมาส 2/56 นอกจากนี้ IVL ก็บันทึกกำไรจำนวน 1.7 พันล้านบาทจากการต่อราคาซื้อกิจการ แม้ส่วนใหญ่ถูกหักล้างไปโดยขาดทุนจากการด้อยค่าของธุรกิจจำนวน 1.3 พันล้านบาท ผลการดำเนินงานของ PTTCH อ่อนตัวลง เนื่องจากบริษัทต้องบันทึกขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ที่เกิดจากการปรับโครงสร้างธุรกิจของบริษัทรวมทุนในฝรั่งเศส

แนวโน้มไตรมาส 3/57: ขาดทุนจากสินค้าคงคลังจะส่งผลกระทบต่อกำไร เราคาดว่ากำไรของบริษัทในกลุ่มปิโตรเคมีจะลดลง QoQ และ YoY โดยมีสาเหตุมาจากขาดทุนสินค้าคงคลังของ PTTGC และ IVL แม้จะถูกชดเชยด้วยอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นสำหรับ PTTGC และส่วนแบ่งกำไรจากสินทรัพย์ที่เข้าซื้อใหม่สำหรับ IVL บวกกับกำไรเพิ่มเติมจากการซื้อกิจการในราคาที่ต่ำกว่ามูลค่าทางบัญชี

ราคาเอทิลีนสูงสุดเป็นประวัติการณ์ แต่อุปสงค์อาจจะชะลอตัวลงอีก ราคาผลิตภัณฑ์สายโพลิเอทิลีน QTD ยังอยู่ในระดับที่ดีในไตรมาส 3/57 โดยเพิ่มขึ้น 0.2-2.6% QoQ โดยเฉพาะอย่างยิ่งเอทิลีน ซึ่งราคาปรับขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 1,495 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน ราคาเนฟทาที่ลดลงส่งผลทำให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้น 4.3-10.2% QoQ อย่างไรก็ตาม ผู้ผลิตที่ไม่ได้มีสายการผลิตครบวงจร เช่น TPIPL ยังคงได้รับผลกระทบอย่างต่อเนื่องจากราคาเอทิลีนที่สูงขึ้น ซึ่งกดดันให้ส่วนต่างราคา LDPE-เอทิลีนลดลง 17.5% QoQ ทั้งนี้บรรยากาศที่ซบเซาในตลาดภูมิภาคโดยรวมจะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลกระทบทำให้อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีในตลาดภูมิภาคปรับตัวลดลง อันจะส่งผลทำให้อัตรากำไรแคบลงในไตรมาส 4/57

กำลังการผลิต PX เพิ่มเติมจะเริ่มเดินเครื่องในปี 2558 ราคาพาราไซลีน (PX) เฉลี่ย YTD ในปี 2557 ตีกว่าคาดหลังจากฟื้นตัว 8.4% QoQ ในไตรมาส 3/57 (QTD) จากระดับต่ำในไตรมาส 2/57 กำลังการผลิตใหม่ในตลาดภูมิภาคที่คาดว่าจะเริ่มเดินเครื่องในช่วงครึ่งหลังปี 57 เข้าสู่ตลาดเรียบร้อยแล้ว แต่จะมีกำลังการผลิตเพิ่มเติมอีก ~6.1 ล้านตันต่อปีเข้าสู่ตลาดในปี 2558 กำลังการผลิตส่วนเกินและอุปสงค์ที่ลดลงจากผู้ผลิต PTA มีแนวโน้มที่จะส่งผลทำให้ PX อยู่ในวัฏจักรขาลงต่อเนื่องเป็นเวลานานอย่างน้อยไปจนถึงปี 2558-59 นอกจากนี้ราคาน้ำมันที่ลดลงก็จะส่งผลทำให้ผู้ซื้อไม่ต้องการจัดเก็บสต็อกเพิ่ม เพราะเกรงว่าจะมีขาดทุนจากสินค้าคงคลังตอนสิ้นไตรมาส

อุปสงค์ PET/โพลิเอสเตอร์ที่ลดลงจะกดดันให้ลดการผลิตลงอีก อุปสงค์ผลิตภัณฑ์สาย PET/โพลิเอสเตอร์จะลดลงอย่างต่อเนื่องเพราะอุปสงค์ในยุโรปและจีนชะลอตัวลง อีกทั้งยังได้รับผลกระทบเพิ่มเติมจากราคาฝ้ายต่ำสุดในรอบ 5 ปี ส่วนต่างราคา PET/PTA เฉลี่ย QTD ในไตรมาส 3/57 ลดลง 2.2% QoQ สู่ 264 ดอลลาร์สหรัฐ/ตัน เพราะต้นทุน PX และ MEG สูงขึ้น ส่งผลทำให้ผู้ผลิต PTA ที่ส่วนใหญ่อยู่ในจีน ลดอัตราการใช้กำลังการผลิตลงเพื่อเพิ่มอัตรากำไร ทั้งนี้ ICIS รายงานว่าอัตราการใช้กำลังการผลิต PTA ในตลาดสำคัญอย่างจีน ปรับลดลงสู่ระดับเพียง 53% เมื่อไม่นานนี้ จากระดับ 80% ในเดือน ม.ค. ขณะเดียวกัน PCI ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ก็คาดว่ากำลังการผลิต PTA ส่วนเกินจะครอบงำตลาดในระยะ 3 ปีข้างหน้า

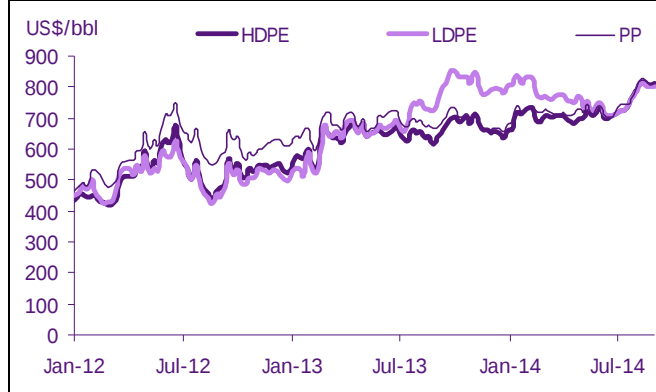
ความกังวลเกี่ยวกับต้นทุนวัตถุดิบของ PTTGC สะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ยังคงเป็น top pick กลุ่มปิโตรเคมีปรับตัว underperform ตลาดโดยรวมในไตรมาส 3/57 (QTD) หลักๆ เกิดจากความกังวลที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับผลกระทบของการปฏิรูปราคาพลังงานต่อราคา LPG ซึ่งเป็นวัตถุดิบตั้งต้นของ PTTGC เราเชื่อว่าตลาดมองลบเกินไปเกี่ยวกับผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของ PTTGC ดังนั้นเราจึงมองว่าผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นจากราคา LPG ที่สูงขึ้นสะท้อนในราคาหุ้นไปค่อนข้างมากแล้ว ขณะที่ valuation ของ IVL ดูดีตัว แม้วัฏจักรการเข้าซื้อกิจการใหม่จะยังคงเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น

Valuation summary

	Rating	Price	Target	ETR	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F	13A	14F	15F
IVL	Neutral	25.50	27.00	7.0	n.m.	31.7	25.8	(1,897)	n.m.	23.1	2.0	1.9	1.8	(1.1)	6.2	7.3	0.4	1.1	1.4	16.8	11.1	9.7
PTTGC	Buy	61.50	85.00	43.7	8.2	9.0	7.3	7.0	(8.8)	23.7	1.2	1.1	1.0	13.9	12.1	13.8	5.5	5.5	5.5	6.0	6.5	5.2
Average					8.2	20.4	16.5	(945)	(8.8)	23.4	1.6	1.5	1.4	6.4	9.2	10.6	3.0	3.3	3.5	11.4	8.8	7.4

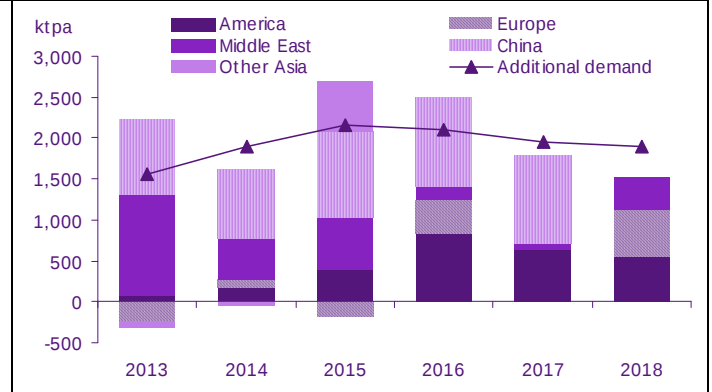
Source: SCBS Investment Research

Figure 1: PE/PP vs. naphtha



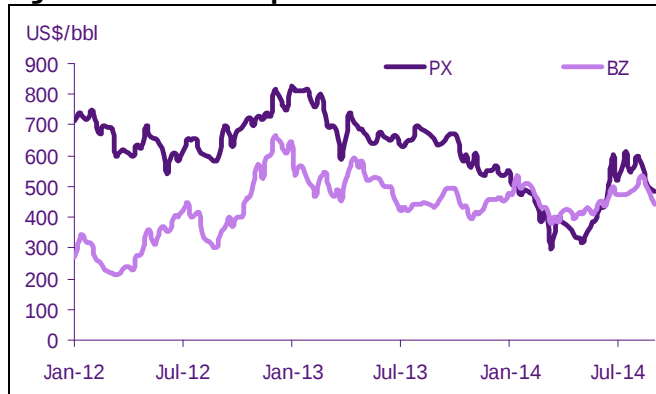
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 2: HDPE demand/supply balance



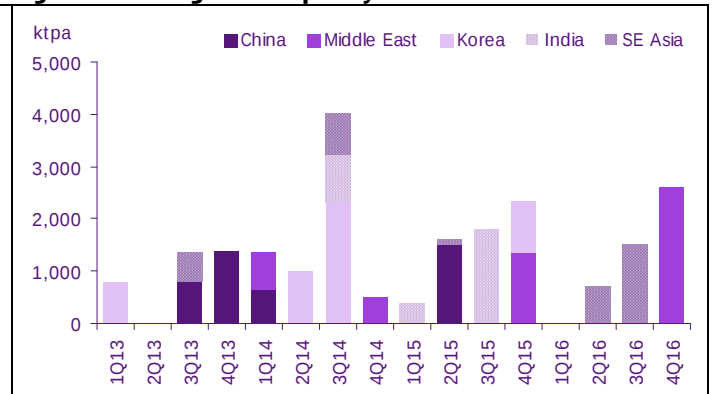
Source: CMAI (October 2013), PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: PX/BZ vs. naphtha



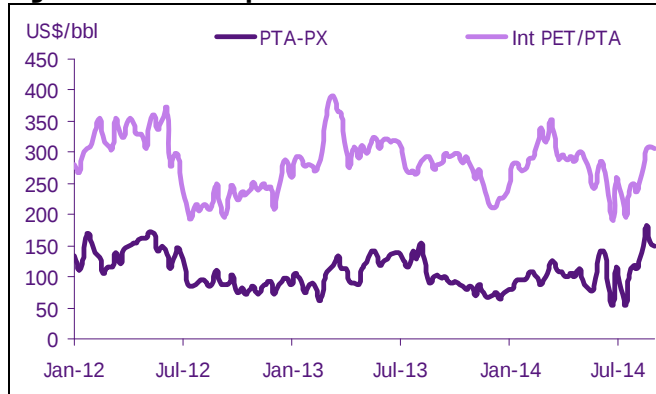
Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 4: PX regional capacity addition



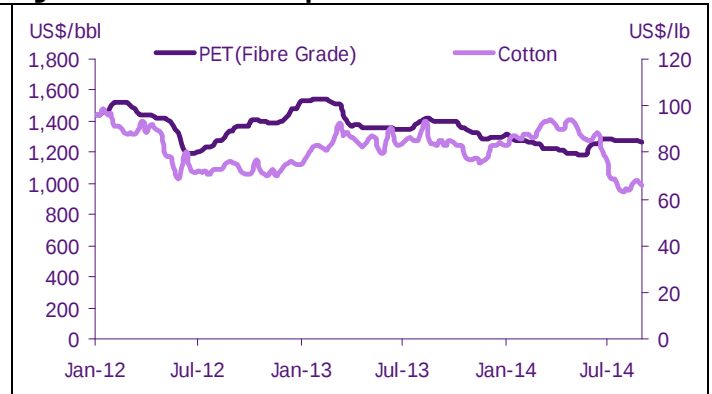
Source: ICIS, SCBS Investment Research

Figure 5: PET/PTA spread



Source: Datastream, SCBS Investment Research

Figure 6: PET vs. cotton prices



Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

Figure 7: Regional peer comparison

Company	P/E (x)			EPS Growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F	14F	15F	16F
Sinopec Shanghai Petrochem	29.5	21.7	21.3	(31.6)	36.2	1.7	2.3	2.1	2.0	5.7	8.6	9.6	0.1	0.9	1.4	21.2	10.1	9.9
China Petroleum & Chemical	8.6	7.9	7.9	8.6	8.4	(0.1)	1.0	0.9	0.9	11.8	11.5	11.6	4.6	4.9	4.8	5.0	4.5	4.2
PetroChina Co Ltd	10.3	9.8	9.4	9.0	5.8	3.7	1.2	1.1	1.0	11.5	11.6	10.9	4.2	4.5	4.6	5.2	4.8	4.6
Reliance Industries Ltd	11.8	10.5	8.8	10.7	12.6	19.5	1.4	1.2	1.1	12.1	12.2	13.3	1.1	1.2	1.4	9.5	8.2	6.6
Far Eastern New Century Corp	16.1	14.9	16.1	28.0	8.0	(7.5)	1.0	1.0	0.8	5.5	5.9	5.0	4.4	4.8	5.8	10.1	9.9	9.5
Formosa Chemicals & Fibre Corp	19.1	18.3	16.1	(13.8)	4.4	13.7	1.5	1.5	1.4	7.2	7.6	7.9	3.3	3.4	3.8	15.7	15.9	13.7
Formosa Plastics Corp	18.5	16.9	15.4	19.9	9.0	10.0	1.7	1.6	1.5	9.7	10.1	10.6	3.4	3.8	4.1	29.3	25.5	24.1
Nan Ya Plastics Corp	16.4	16.6	14.7	29.1	(1.0)	12.9	1.8	1.8	1.7	11.3	10.7	11.1	3.9	4.0	4.3	18.4	17.5	15.9
Formosa Petrochemical Corp	23.6	22.6	21.1	9.6	4.5	6.9	2.8	2.8	2.7	12.2	12.6	12.3	3.6	3.8	3.8	16.0	15.0	16.0
Petronas Chemicals Group Bhd	14.7	13.4	12.3	9.0	9.2	9.7	2.1	1.9	1.8	14.8	15.1	14.8	3.4	3.8	4.0	7.5	7.0	6.6
Indorama Ventures PCL	28.3	19.6	16.5	221.8	44.4	19.0	1.9	1.8	1.7	6.9	8.9	10.7	1.2	1.7	2.1	12.0	10.4	9.5
IRPC PCL	48.7	21.6	14.2	77.5	125.4	52.5	0.9	0.9	0.9	2.1	4.5	6.3	2.3	2.5	3.0	14.7	11.3	8.8
PTT Global Chemical PCL	9.0	8.1	7.7	(7.1)	10.4	5.6	1.1	1.0	0.9	12.7	13.1	12.7	5.0	5.4	5.7	6.6	6.1	5.9
Vinythai PCL	32.3	24.0	27.6	105.9	34.3	(12.8)	0.9	n.a	n.a	2.5	3.3	3.3	2.7	1.1	1.8	12.0	14.8	12.1
Thai Plastic & Chemical PCL	9.1	9.3	n.m.	9.1	(2.5)	n.m.	1.4	n.a	n.a	15.7	13.9	n.m.	n.a	7.0	n.a	6.1	6.5	n.a.
Average	19.7	15.7	14.9	32.4	20.6	9.6	1.5	1.5	1.4	9.4	10.0	10.0	3.1	3.5	3.6	12.6	11.2	10.5

Note: The numbers are based on consensus forecast

Source: Bloomberg Finance LP, SCBS Investment Research

ข้อจำกัดความรับผิดชอบ (Disclaimer)

บริษัทหลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (“SCBS”) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) ในหุ้นสามัญของ ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BGH, BIA, BLAND, BMCL, CK, DELTA, DTAC, HMPRO, INTUCH, ITD, IVL, JAS, KBANK, KKP, KTB, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, QH, SAMART, SCC, SRICHA, STEC, STPI, TCAP, THAI, TICON, TISCO, TMB, TOP, TPIPL, TRUE, TTA, UV

นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวอย่างรอบคอบก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ ความเห็น ข่าว บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจนำไปตีความว่า เป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายซึ่งหลักทรัพย์ โดย SCBS และ/หรือกรรมการ พนักงาน ลูกจ้าง และตัวแทนของ SCBS จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใด ๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการตัดสินใจ ความเสียหายพิเศษ หรือความเสียหายที่เป็นผลสืบเนื่อง อันมีเหตุจากการใช้หรือการเชื่อถือในข้อมูลดังกล่าว ซึ่งรวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบร่วมกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมทั้งวิจารณญาณของตนเองในการตัดสินใจลงทุน โดยข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ได้รับมาจากแหล่งข้อมูล SCBS เห็นว่าน่าเชื่อถือ ซึ่ง SCBS ไม่สามารถรับรองถึงความถูกต้อง ความสมบูรณ์ และ/หรือ ความครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าวได้

SCBS สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว ทั้งนี้ เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเฉพาะบุคคลตามที่กำหนดไว้เท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก SCBS ก่อน