

11 มิถุนายน 2562

IRPC ดูน่าสนกว่า PTTGC และ TOP หากลงทุนในระยะเวลา 2 เดือน

- เราเลือก IRPC ด้วยราคาที่ถูกลงกว่า Peer เมื่อเทียบกับ ROE ในตอนนี้ สำหรับการลงทุนในระยะเวลา 2 เดือนต่อจากนี้ นอกจากนี้ ยังได้เปรียบในมิติของแนวโน้มราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและอัตราการเติบโตของกำไรในไตรมาสที่จะถึงนี้ น่าจะดีกว่า Peer

หมวด

พลังงานและสาธารณูปโภค



แนวทางการวิเคราะห์

เราใช้สมมติฐานที่ว่า PBV ถูกกำหนดให้มีอัตราส่วนในระดับที่เหมาะสมจากค่า ROE ของหุ้นตัวนั้น ทั้งนี้ เราทำการหาสมการถดถอยระหว่าง PBV และ ROE ของ IRPC, PTTGC และ TOP โดยใช้ข้อมูลรายไตรมาสย้อนหลังเป็นเวลา 10 ปี ดังนี้

IRPC ได้สมการ $PBV = 0.0193 ROE + 0.9298$

PTTGC ได้สมการ $PBV = 0.0236 ROE + 0.7594$

TOP ได้สมการ $PBV = 0.0165 ROE + 0.9313$

ดังรูปที่ 1 ถึง 3 จากสมการทั้งสาม เราใช้ค่า ROE ใน 2019F ของหุ้นทั้งสามตัว เพื่อทำการหา PBV ที่เหมาะสม ณ ตอนนี้ ปรากฏว่า PBV ที่ระดับเหมาะสมกับ ROE ในปี 2019 ของ IRPC, PTTGC และ TOP เท่ากับ 1.15, 1.03 และ 0.95 ตามลำดับ ในขณะที่ค่า PBV จริง ณ วันที่ 10 มิถุนายน 2019 ของ IRPC, PTTGC และ TOP เท่ากับ 0.998, 0.89 และ 0.91 ตามลำดับ นั่นหมายความว่า PBV ณ ตอนนี้ ของ IRPC, PTTGC และ TOP ต่ำกว่าค่าที่เหมาะสมอยู่ -0.152, -0.148 และ -0.034 เท่าตามลำดับ

ทำให้เราประเมินว่า IRPC ณ ราคาในปัจจุบัน ถือว่าถูกที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับข้อมูลในอดีตที่ใช้ ROE เป็นตัวแปรต้นกำหนดความถูกแพงของหุ้น ตามด้วย PTTGC และ TOP ตามลำดับ โดยที่ Dividend Yield ณ ขณะนี้ ของ IRPC, PTTGC และ TOP เท่ากับ ร้อยละ 3.57, 4.63 และ 3.28 ตามลำดับ ดังตารางที่ 1

ทั้งนี้ รูปแสดงค่า PBV ของ PTTGC, TOP และ IRPC ระยะเวลา 5 ปีย้อนหลัง และ รูปแสดง PBV, Dividend Yield และ ROE ของ PTTGC, TOP และ IRPC ระยะเวลา 5 ปีย้อนหลัง ดังรูปที่ 4 และ 5

นอกจากนี้ หากพิจารณาแนวโน้มราคาของผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีของ IRPC, PTTGC และ TOP จากตารางที่ 2 จะพบว่าราคา PP และส่วนต่างระหว่างราคา PP กับ Naphtha ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีหลักของ IRPC มีอัตราการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาในไตรมาสนี้เป็นบวก ในขณะที่ ราคา HDPE และส่วนต่างระหว่างราคา HDPE กับ Naphtha ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีหลักของ PTTGC มีอัตราการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาในไตรมาสนี้เป็นลบร้อยละ 5 และ 1 ตามลำดับ ท้ายสุด ราคา PX และส่วนต่างระหว่างราคา PX กับ Naphtha ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีหลักของ TOP มีอัตราการเปลี่ยนแปลงของระดับราคาในไตรมาสนี้เป็นลบร้อยละ 18 และ 25 ตามลำดับ ทำให้เราประเมินว่า IRPC ในมิติของราคาปิโตรเคมี ณ ปัจจุบันที่ตนเองจำหน่าย ถือว่าได้เปรียบที่สุดเมื่อเปรียบเทียบกับไตรมาสก่อน ตามด้วย PTTGC และ TOP ตามลำดับ

ท้ายสุด หากพิจารณามาตรวัดอื่นๆประกอบ ดังตารางที่ 3 จะพบว่า

1. ในมิติของ Market GRM ของโรงกลั่น จะพบว่า ใน 1Q19 นั้น IRPC มี GRM ที่สูงสุดเท่ากับ ร้อยละ 5.7 ตามด้วย TOP ที่ร้อยละ 5.2 และ PTTGC ที่ร้อยละ 3.2
2. ในมิติของ Margin สำหรับคาดการณ์ของปี 2019 จะพบว่า PTTGC มี EBITDA Margin สูงที่สุด เท่ากับร้อยละ 10.15 ตามด้วย IRPC เท่ากับร้อยละ 7.61 และ TOP ที่ร้อยละ 6.84

อย่างไรก็ดี แนวโน้มของ EBITDA Margin ของ IRPC มีแนวโน้มเป็นบวก เนื่องจากราคา PP ในไตรมาสนี้ ที่ขยับเป็นบวกเมื่อเทียบกับไตรมาสก่อน โดยที่แนวโน้มของ EBITDA Margin สำหรับ PTTGC และ TOP ค่อนข้างที่จะทรงตัว

ท้ายสุด ในมิติของอัตราการเติบโตของกำไร จะพบว่า สำหรับคาดการณ์ของปี 2019 IRPC มีการเติบโตที่สูงสุด ที่ร้อยละ 33.3 ตามด้วย TOP ที่ร้อยละ 33.1 และ PTTGC ที่ติดลบร้อยละ 19.2

โดยในส่วนของ Driver ของหุ้นทั้งสามตัว มีดังนี้
Driver ของ IRPC, PTTGC และ TOP

- **IRPC Driver ในระยะยาว:**

ได้แก่ โครงการ Mars ที่จะสร้าง Aromatics Complex โดยจะผลิต PX ถึง 1.3 ล้านตันต่อปี ไว่ส่งออก และ Benzene 5 แสนตันต่อปี โดยใช้ Naphtha Toluene Xylene ของตนเองเป็นวัตถุดิบ ตอนนี้ กำลังรอ FID จากผู้บริหาร น่าจะทราบใน Q3-4 ปีนี้ ถ้า go on ก็จะมี COD ปี 2023

โดยมีโครงการผลิต LS-FO และ LCO ด้วยการปรับปรุง pipeline ที่จะสร้างรายได้ 40 ล้าน usd ต่อปี จะทยอยเปิดเป็น เฟส จนครบในปี 2021

- **PTTGC Driver ในระยะยาว:**

ได้แก่ โครงการปิโตรเคมี คอมเพล็กซ์ ที่สหรัฐฯ ร่วมทุน 50/50 กับ Daelim ผลิต HDPE & MEG จากอีเทนของ Shale Gas กำลังการผลิต 2.5 ล้านตันต่อปี ตอนนี้ กำลังรอ FID จากผู้บริหาร น่าจะทราบใน Q3-4 ปีนี้ ถ้า go on ก็จะมี COD ปี 2023 เช่นกัน

- การซื้อกิจการอุตสาหกรรมปลายน้ำ ที่น่าจะเพิ่มเติมนอีก น่าจะทำให้ diversify รายได้ไม่พึ่งพา Olefins มากเกินไป
- โดยมีโครงการใน EEC ที่ร่วมทุนกับ Sanyong electronics ผลิต Polyols ที่ใช้ในวงการก่อสร้าง และเฟอร์นิเจอร์ ประมาณ 1 แสนตันต่อปี COD ในปี 2020

และโครงการ ORP เพิ่มกำลังการผลิต Ethylene/Propylene 5 แสนตันต่อปี COD ในปี 2020

- **TOP Driver ในระยะยาว:**

ได้แก่ โครงการ CFP ที่เพิ่มกำลังการผลิตของโรงกลั่นเป็น 2 เท่าจากปัจจุบัน และสามารถทำให้มีความยืดหยุ่นของการนำน้ำมันดิบเข้ามากขึ้น ในปี 2023

- **IRPC Driver ในระยะสั้น**

ได้แก่ IMO 2020 จะทำให้ Diesel และ LSFO ในปี 2020 มี crack spread สูง ซึ่งช่วยให้ GRM ของโรงกลั่น IRPC ได้ประโยชน์ เนื่องจาก Yield โรงกลั่นมี Diesel เยอะ และมี HSFO น้อย และมี LSFO มากขึ้นจากโครงการที่กล่าวข้างต้น

- ราคา PP ดูจะมีโอกาส pickup มากกว่า PE เพราะได้รับผลกระทบจากสงครามการค้าน้อยกว่า
- Catalyst cooler จะเพิ่มให้มี flexibility ในการรับ crude ที่หลากหลายขึ้น ช่วยประหยัดต้นทุนของ Refinery และมี flexibility ในการเลือก yield ที่ผลิต

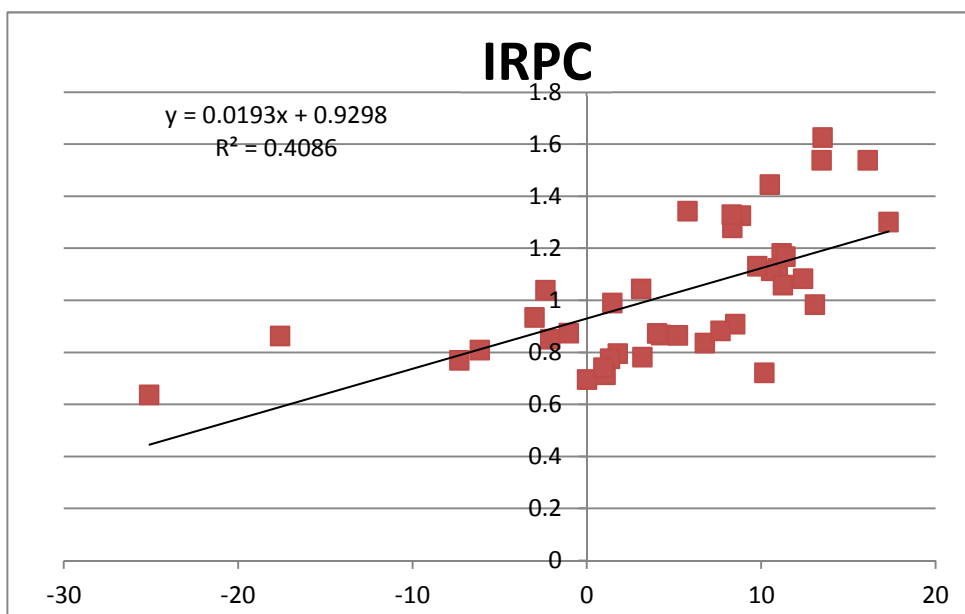
- **PTTGC Driver ในระยะสั้น**

ได้แก่ IMO 2020 จะทำให้ Diesel ในปี 2020 มี crack spread สูง ซึ่งช่วยให้ GRM ของ โรงกลั่น GC ได้ประโยชน์ เนื่องจาก Yield โรงกลั่นมี Diesel เยอะ

- PX ไตรมาส 3 น่าจะราคาขึ้นตาม Seasonal ซึ่ง GC มีกำลังการผลิตอยู่ระดับหนึ่งในส่วนนี้
- หากเศรษฐกิจโลกดีขึ้นจากสงครามการค้าที่ซาลง มีแนวโน้มว่ารายได้จากกิจการปลายน้ำที่ไป takeover จะส่งกำไรและรายได้มามากขึ้น

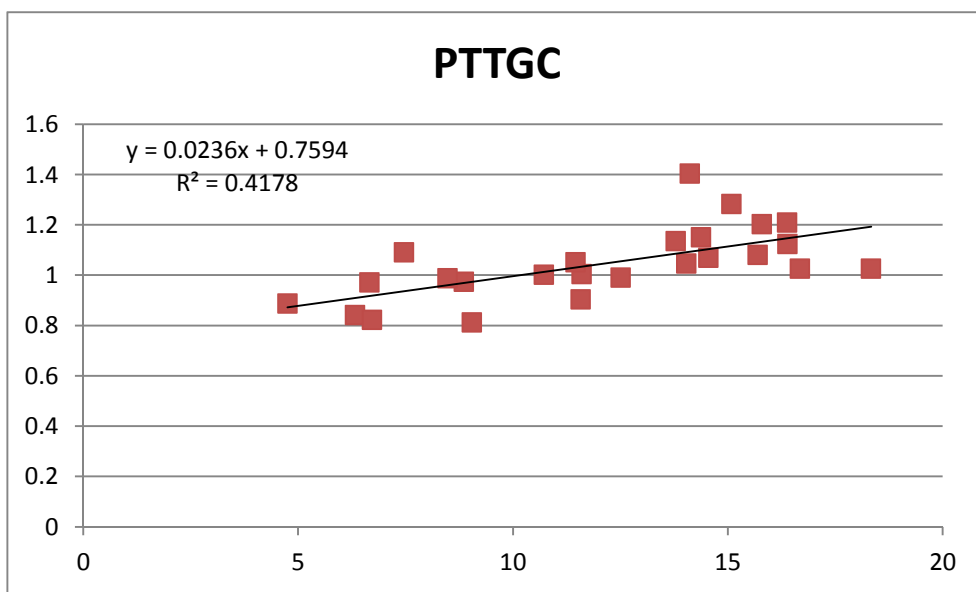
- TOP Driver ในระยะสั้น มีดังนี้
 - 2Q19: ราคาตลาด Market GRM ใน 2Q19 จะสูงกว่า 1Q19 เล็กน้อย เนื่องจาก spread ของ ULG ในไตรมาสที่สูงกว่าไตรมาสก่อน โดย TOP มีสัดส่วนยิลด์ของ ULG สูงสุดในบรรดาโรงกลั่น
 - ราคาส่วนต่าง PX น่าจะลงมาจุดต่ำสุดในไตรมาสนี้ ที่ประมาณ 300 ดอลลาร์ต่อตัน จากนั้นจะขยับขึ้นมาในไตรมาสที่ 3 ตามฤดูกาล โดยรายได้จากธุรกิจจะโรแมนติกส์จะมาถึงจุดต่ำสุดในไตรมาส 3 และ EBITDA น่าจะมาถึงจุดต่ำสุดในไตรมาส 2 โดยที่ EBITDA ของธุรกิจจะโรแมนติกส์จะค่อยๆเป็นขาขึ้นตั้งแต่ไตรมาสที่ 3 เป็นต้นไป

รูปที่ 1 ผลลัพธ์ของสมการถดถอยระหว่าง ROE และ PBV ของ IRPC



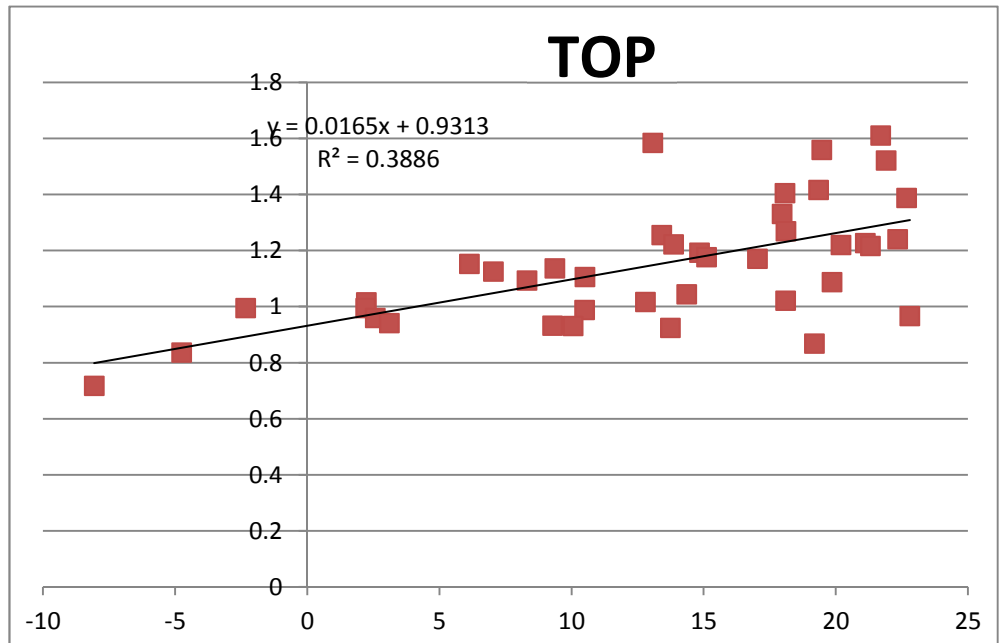
ที่มา: Trinity Research, Company Data

รูปที่ 2 ผลลัพธ์ของสมการถดถอยระหว่าง ROE และ PBV ของ PTTGC



ที่มา: Trinity Research, Company Data

รูปที่ 3 ผลลัพธ์ของสมการถดถอยระหว่าง ROE และ PBV ของ TOP



ที่มา: Trinity Research, Company Data

โดยสรุป

- เรามอง IRPC เป็น top pick สำหรับการลงทุนในระยะเวลา 2 เดือนต่อจากนี้ จาก Product Yield ที่มีดีเซลในสัดส่วนสูง มีน้ำมันเตาไม่มากนัก และมี Gasoline น้อย โดยเลือก IRPC ด้วยราคาที่ถูกลงเมื่อเทียบกับ ROE ในตอนนี้ สำหรับการลงทุนในระยะเวลา 2 เดือนต่อจากนี้ นอกจากนี้ ยังได้เปรียบในมิติของแนวโน้มราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและอัตราการเติบโตของกำไรในไตรมาสที่จะถึงนี้ น่าจะดีกว่า Peer

ตารางที่ 1 มาตรการวัดมูลค่าหุ้นของ IRPC, PTTGC และ TOP

Yields, ROE vs P/BV	IRPC	PTTGC	TOP
- Dividend Yield			
2018	2.84%	6.25%	3.30%
2019F	3.78%	4.23%	4.39%
Current	3.57%	4.63%	3.28%
- ROE			
2018	8.84%	13.73%	8.00%
2019F	11.15%	10.33%	9.99%
- PBV			
2018	1.34	1.04	0.95
2019F	1.26	0.97	0.90
Current	0.998	0.89	0.91
Optimal PBV (Based on Historical)	1.150	1.03	0.95
Actual PBV- Optimal PBV	-0.152	-0.148	-0.034

ที่มา: Trinity Research, Company Data

ตารางที่ 2 แนวโน้มราคาสปิโตรเคมีของ IRPC, PTTGC และ TOP

Petrochem Product	2018	1Q19	QTD	%Change (QTD vs. 1Q19)
HDPE	1330	1093	1042	-5%
HDPE - Naptha	716	573	570	-1%
PP	1269	1127	1170	4%
PP - Naptha	655	608	613	1%
PX	1067	1080	885	-18%
Px - Naptha	461	546	410	-25%

ที่มา: Trinity Research, Company Data

ตารางที่ 3 มาตรการวัดมูลค่าหุ้นของ IRPC, PTTGC และ TOP

มาตรวัด	IRPC	PTTGC	TOP
1) Market GRM (1Q19)	5.7	3.22	5.2
2) Margins - EBITDA Margin			
2018	6.12%	10.96%	5.32%
2019F	7.61%	10.15%	6.84%
2Q19F Trend (from 1Q19)	Better	Flat	Flat
3) Earnings growth - Earnings growth			
2018	-31.9%	1.96%	-59.34%
2019F	33.3%	-19.17%	33.15%
2Q19F Trend	Positive	Decelerating	Positive

ที่มา: Trinity Research, Company Data

รูปที่ 4 ค่า PBV ของ PTTGC, TOP และ IRPC ระยะเวลา 5 ปีย้อนหลัง



ที่มา: Company Data และ Trinity Securities

รูปที่ 5 PBV, Dividend Yield และ ROE ของ PTTC, TOP และ IRPC ระยะเวลาก่อนหน้า 5 ปีย้อนหลัง



ที่มา: Company Data และ Trinity Securities

บริษัทหลักทรัพย์ ตรีเนิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ตรีเนิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน