

13 มิถุนายน 2567

หมวด

พลังงานและสาธารณูปโภค



**SCC, PTTGC และ IVL ราคาสะท้อนการตั้งด้อยค่าไปแล้ว**

บทสรุป

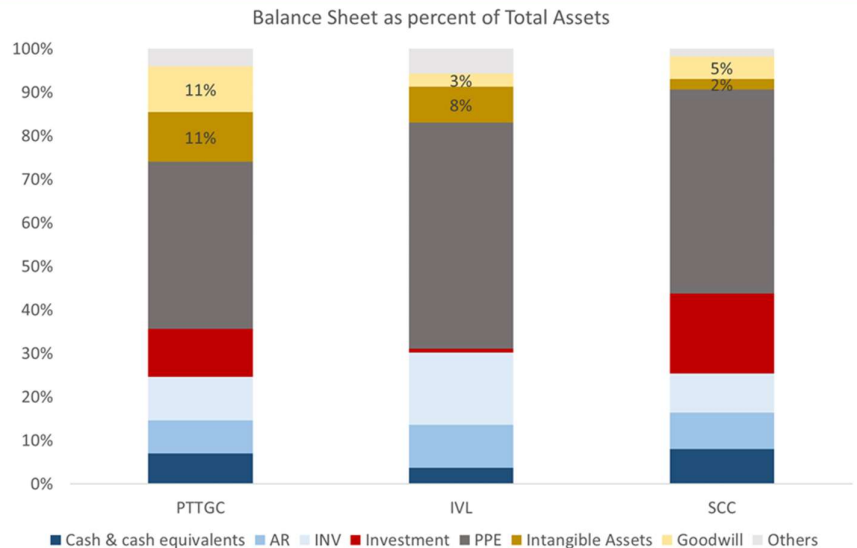
- ราคาหุ้น PTTGC, IVL และ SCC ในระดับปัจจุบันนั้น สะท้อนการตั้งบันทึกด้อยค่าในสินทรัพย์ไปเกือบหมดแล้ว
- ราคา SCC มี Deep Discount ค่อนข้างมาก นอกจากสะท้อนการตั้งบันทึกด้อยค่าแล้ว สะท้อน Discount PPE กว่า 25% หรือ 50% ของมูลค่าโครงการ Long Son Petrochemicals เวียดนาม
- ระดับ PBV ของ SCC อยู่ที่ 0.72 เท่า ต่ำสุดในรอบ 15 ปี นับตั้งแต่ Subprime Crisis ปี 2008 ที่ 0.69 เท่า มีความน่าสนใจในการเข้าซื้อลงทุนระยะยาว รอ Cycle ปีโตรเคมีกลับมาเป็นขาขึ้น

ราคาหุ้นถูกกดดันจากปัจจัยตั้งด้อยค่าสินทรัพย์ แต่...ราคาหุ้นสะท้อนไปแล้ว

ราคาหุ้น SCC, PTTGC และ IVL ในระยะ 3 เดือนที่ผ่านมาปรับลดลงไปกว่า -14% ถึง -16% โดยมาจากทั้งความกังวลในเรื่องเศรษฐกิจที่ไม่ดี ส่งผลกระทบต่อ Demand สินค้าที่มาจากปิโตรเคมีที่มีการเติบโตตาม GDP ซึ่งจะเห็นได้จาก Spread ของปิโตรเคมีในสายต่างๆ ปรับลดลงมาจนจะเป็นจุดต่ำสุดในรอบหลายปี นอกจากนี้แล้วตลาดยังกังวลในเรื่องผลขาดทุนจากการตั้งด้อยค่าสินทรัพย์ที่อาจจะเกิดขึ้น โดย SCC ได้มีการ Impairment Assets ในปี 2023 ไปประมาณ 2.3 พันล้านบาท , IVL ประมาณ 1 หมื่นล้านบาท ในขณะที่ PTTGC เองอาจจะต้องมีการตั้งด้อยค่า หลังจากพันธบัตรญี่ปุ่นบันทึกด้อยค่าในบริษัท PTT Asahi ที่ถือ 50% ยอดรวม เป็นขาดทุน 4 หมื่นล้านเยน หรือประมาณ 9,326 ล้านบาท ซึ่ง PTTGC มีสัดส่วนการถือหุ้น 50% ในบริษัท PTT Asahi เช่นกัน จึงมีโอกาสที่อาจจะต้องมีการบันทึกด้อยค่าดังกล่าวด้วย

ดังนั้นแล้วด้วยปัจจัยกดดันจากการตั้งด้อยค่าสินทรัพย์ต่างๆที่บริษัทมีการไปลงทุน จึงเป็นสาเหตุหนึ่งส่งผลให้ราคาหุ้นปรับลดลงเป็นอย่างมากในช่วงที่ผ่านมา และคำถามที่สำคัญคือ ราคาหุ้นนั้นสะท้อนผลของการตั้งด้อยค่าต่างๆ ไปหมดแล้วหรือยัง

Figure 1: Common Size Balance Sheet



Source: Company

เมื่อพิจารณาจากงบดุล ณ สิ้น ไตรมาส 1/2024 ที่ผ่านมา จะเห็นว่าสัดส่วนของ Goodwill และ Intangible Asset ของทั้ง 3 บริษัทคือ PTTGC, IVL และ SCC จะเห็นว่า PTTGC มีสัดส่วน Goodwill และ Intangible Asset ที่ค่อนข้างสูงถึง 22% บ่งบอกว่าในช่วงที่ผ่านมาบริษัทมีการเข้าซื้อกิจการที่ราคาค่อนข้างแพง ในขณะที่ SCC มีสัดส่วน Goodwill และ Intangible Asset อยู่ไม่สูงเพียง 7% ต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับ PTTGC และ IVL

บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด เลขที่ 1 อาคารพาร์ค สยาม ชั้น 22 และห้อง 2301 ชั้น 23 ถนนคอนแวนต์ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการแนะนำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ทั้งนี้เราได้จัดทำ Stress Test Value โดยตัดมูลค่าของ Goodwill และ Intangible Asset ออกจาก Balance Sheet เพื่อสะท้อนว่าถ้าทั้ง 3 บริษัทต้องบันทึกด้วยค่าสินทรัพย์ที่เป็น Goodwill และ Intangible Asset ทั้งหมด มูลค่าของ Net Equity หรือ Adjusted Book Value ของบริษัทจะเหลือมูลค่าเท่าไร ซึ่งเราพบว่า PTTGC อยู่ที่ 30.49 , IVL อยู่ที่ 18.46 และ SCC อยู่ที่ 319.70 บาท ในขณะที่ราคาหุ้น ณ วันที่ 11 มิ.ย. ที่ผ่านมาอยู่ที่ 32.50 , 21.00 และ 232 บาท ตามลำดับ โดย Adjusted Book Value ของ PTTGC และ IVL มี Discount จากราคาหุ้น 6-12% แสดงว่าตลาดให้ Discount การด้อยค่าของสินทรัพย์ไปจนเกือบหมดแล้ว

Figure 2: Stress Testing Equity Value

	Discount Factor	PTTGC		IVL		SCC	
		Balance Sheet	Adjusted Balance Sheet	Balance Sheet	Adjusted Balance Sheet	Balance Sheet	Adjusted Balance Sheet
Cash & cash equivalent	1.00	52,282	52,282	22,963	22,963	75,096	75,096
AR	1.00	56,495	56,495	62,485	62,485	79,281	79,281
INV	1.00	74,562	74,562	103,868	103,868	84,111	84,111
Other CAs	1.00	24,592	24,592	20,523	20,523	1,332	1,332
Investment	1.00	81,943	81,943	5,841	5,841	172,513	172,513
PPE	1.00	285,939	285,939	325,805	325,805	440,512	440,512
Intangible Assets	-	85,247	-	51,905	-	22,515	-
Goodwill	-	78,550	-	18,450	-	49,039	-
Others	1.00	5,437	5,437	15,549	15,549	14,998	14,998
<b>Total Assets</b>		<b>745,048</b>	<b>581,251</b>	<b>627,389</b>	<b>557,034</b>	<b>939,396</b>	<b>867,843</b>
AP	1.00	109,151	109,151	106,192	106,192	59,316	59,316
Debt	1.00	298,234	298,234	284,842	284,842	362,266	362,266
Employee Benefit	1.00	9,075	9,075	6,889	6,889	12,961	12,961
Others	1.00	27,336	27,336	55,475	55,475	49,659	49,659
<b>Total Liabilities</b>		<b>443,796</b>	<b>443,796</b>	<b>453,398</b>	<b>453,398</b>	<b>484,202</b>	<b>484,202</b>
<b>Net Equity Value</b>		<b>301,252</b>	<b>137,456</b>	<b>173,991</b>	<b>103,636</b>	<b>455,195</b>	<b>383,641</b>
# Share		4,509	4,509	5,615	5,615	1,200	1,200
<b>Net Equity Value per Share</b>		<b>66.81</b>	<b>30.49</b>	<b>30.99</b>	<b>18.46</b>	<b>379.33</b>	<b>319.70</b>
<b>Current Price @ 11 June 24</b>			<b>32.50</b>		<b>21.00</b>		<b>232.00</b>

Source: Company, Trinity Research

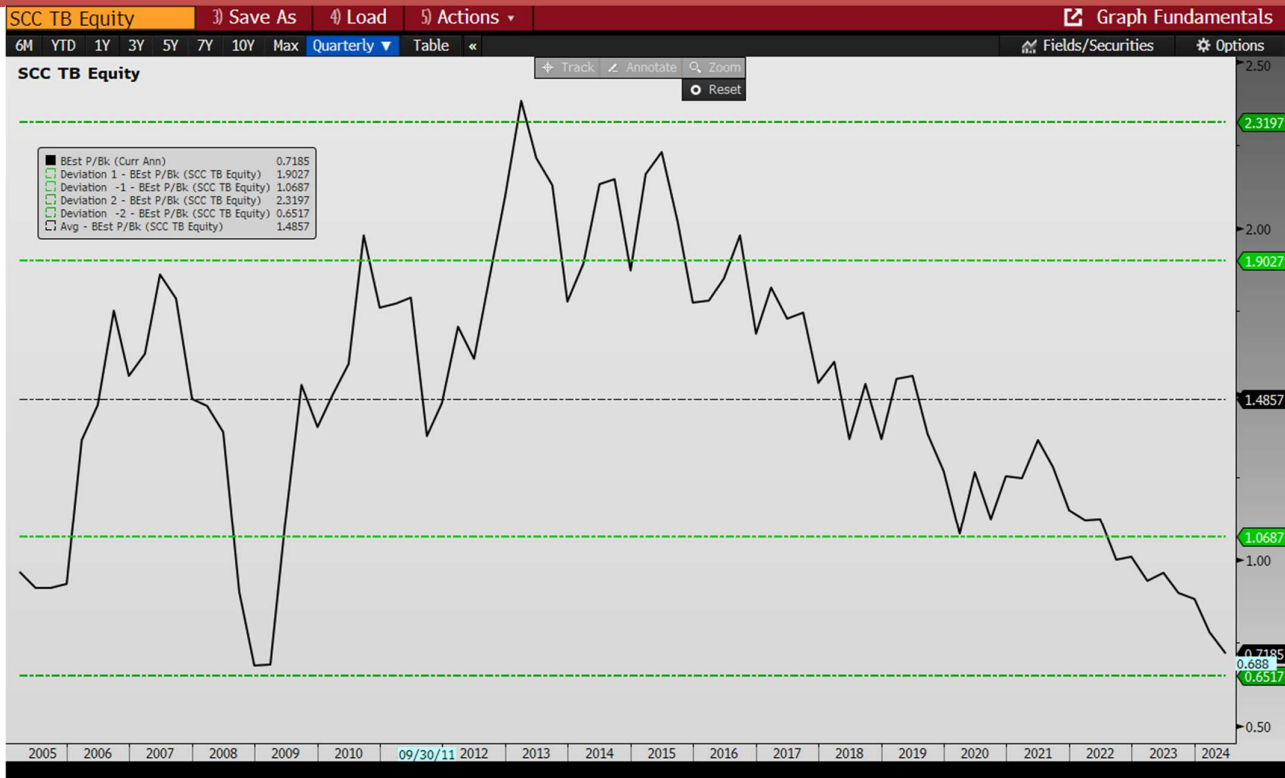
ในขณะที่ ราคาหุ้น SCC ปัจจุบันอยู่ที่ 232 บาท มี Discount จาก Adjusted Book Value เกือบ 27% ซึ่งราคาหุ้น SCC ถือว่าเป็น Deep Discount ค่อนข้างมาก ซึ่งราคาหุ้นที่ระดับ 227 บาทนั้น สะท้อน Discount PPE กว่า 25% หรือกว่า 1 แสนล้านบาท หรือหักลบมูลค่าของโครงการ Long Son Petrochemicals เวียดนามไปกว่า 50% จากมูลค่าโครงการ 5,000 ล้านดอลลาร์ หรือ 1.8 แสนล้านบาท นอกจากนี้ระดับ PBV ของ SCC อยู่ที่ระดับ 0.72 เท่า ต่ำใกล้เคียงระดับ Subprime Crisis ปี 2008 ที่ 0.69 เท่า หรือ Avg PBV-2SD

Figure 3: SCC has deep discount value

	Discount Factor	SCC	
		Balance Sheet	Adjusted Balance Sheet
Cash & cash equivalents	1.00	75,096	75,096
AR	1.00	79,281	79,281
INV	1.00	84,111	84,111
Other CAs	1.00	1,332	1,332
Investment	1.00	172,513	172,513
<b>PPE</b>	<b>0.75</b>	<b>440,512</b>	<b>330,384</b>
Intangible Assets	-	22,515	-
Goodwill	-	49,039	-
Others	1.00	14,998	14,998
<b>Total Assets</b>		<b>939,396</b>	<b>757,715</b>
AP	1.00	59,316	59,316
Debt	1.00	362,266	362,266
Employee Benefit	1.00	12,961	12,961
Others	1.00	49,659	49,659
<b>Total Liabilities</b>		<b>484,202</b>	<b>484,202</b>
<b>Net Equity Value</b>		<b>455,195</b>	<b>273,513</b>
# Share		1,200	1,200
<b>Net Equity Value per Share</b>		<b>379.33</b>	<b>227.93</b>
<b>Current Price @ 11 June 24</b>			<b>232.00</b>

Source: Company, Trinity Research

Figure 4: SCC PBV Band

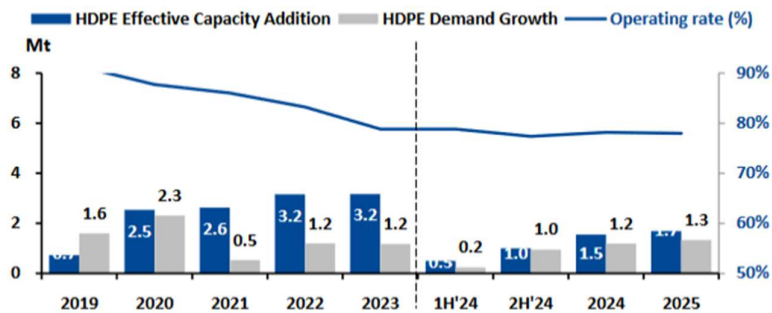


Source: Bloomberg

ระดับ PBV ของ SCC อยู่ที 0.72 เท่า ต่ำสุดในรอบ 15 ปี นับตั้งแต่ Subprime Crisis ปี 2008 ที่ 0.69 เท่า ระดับ Reward/Risk ratio ในระดับนี้ น่าสนใจสำหรับหุ้นที่เป็น Cyclical ที่รอการกลับมาของวัฏจักร โดยปี 2025 Supply ใหม่ของ HDPE เข้ามาน้อยลงเหลือ 1.5 ล้านตัน เทียบกับ ปี 2024 ที่ 2.7 ล้านตัน ดังนั้น Demand / Supply Balance จะเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ปี 2025

Figure 5: HDPE Supply Demand Balance

**A AP/ME HDPE Capacity Addition vs. Demand Growth**



Source: Thaioil

**โดยสรุป**

1. ราคาหุ้น PTTGC, IVL และ SCC ในระดับปัจจุบันนั้น สะท้อนการตั้งบันทึกด้อยค่าในสินทรัพย์ไปเกือบหมดแล้ว
2. ราคา SCC มี Deep Discount ค่อนข้างมาก นอกจากสะท้อนการตั้งบันทึกด้อยแล้ว สะท้อน Discount PPE กว่า 25% หรือ 50% ของมูลค่าโครงการ Long Son Petrochemicals เวียดนาม
3. ระดับ PBV ของ SCC อยู่ที่ 0.72 เท่า ต่ำสุดในรอบ 15 ปี นับตั้งแต่ Subprime Crisis ปี 2008 ที่ 0.69 เท่า

PTTGC: **คงคำแนะนำ Trading Buy คงราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 39 บาท**

IVL **คงคำแนะนำ Trading Buy คงราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 27 บาท**

SCC **คงคำแนะนำ Trading Buy คงราคาเป้าหมายปี 2024 ที่ 312 บาท**

