



“ซื้อ” SGP... Turnaround Play ที่ Valuation ถูกมาก

เราได้เข้าพบผู้บริหารบริษัท SGP พบว่าเป็น turnaround play ที่น่าสนใจ และแนะนำ “ซื้อ” ด้วยเป้าหมายพื้นฐาน 18.60 บาท อิง PBV เฉลี่ยที่ 1.88x ด้วยปัจจัยสนับสนุนจาก 1) กำไร 4Q15 turnaround ที่ 722 ล้านบาท จากขาดทุนใน 4Q14 2) ธุรกิจต่างประเทศขยายตัวต่อเนื่อง โดยเฉพาะในประเทศจีน 3) ความเสี่ยงจาก Inventory loss จำนวนมากลดลง และ 4) Valuation ถูกมากที่ PBV 1.1x ใกล้จุดต่ำสุดในอดีต และ PE ปี 2016-17 ต่ำ 5.2-4.8x



อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA
วิษณุ วงศ์ภาณุวิชญ์, CFA, FRM

ประวัติบริษัท

SGP เป็นผู้ประกอบธุรกิจค้าก๊าซ LPG อันดับต้นๆ ของเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ โดยมีสัดส่วนรายได้จากต่างประเทศคิดเป็น 55-60% ของรายได้ทั้งหมด ธุรกิจของ SGP แบ่งเป็น:-

- 1) ธุรกิจในประเทศ รายได้ส่วนใหญ่มาจากธุรกิจค้าและบรรจุก๊าซ LPG มีส่วนแบ่งการตลาด 23.5% เป็นอันดับ 2 รองจาก PTT โดยมีโรงบรรจุก๊าซ LPG ภายใต้ชื่อ “สยามแก๊ส” และ “ยูนิคแก๊ส” และสถานีก๊าซ LPG รถยนต์ 468 สถานี (เป็นเจ้าของเอง 38 สถานี)
- 2) ธุรกิจค้าก๊าซปิโตรเลียมเหลวในต่างประเทศ โดยเฉพาะจีน สิงคโปร์ เวียดนาม และมาเลเซีย โดยบริษัทได้ซื้อคลังเก็บก๊าซ LPG ขนาดใหญ่ในจีน 2 แห่ง ขนาด 2 แสนตัน และ 1 แสนตัน เมื่อปี 2009-2011 และโรงบรรจุก๊าซ LPG ในประเทศต่างๆ ใน ASEAN ทั้งนี้ขนาดรวมของคลังเก็บก๊าซที่ SGP ซื้อมา นับเป็นอันดับต้นๆ ในประเทศจีน

ราคาหุ้นถูกเกินไปเพราะผลของ Inventory loss...พร้อม turnaround ตั้งแต่ปีนี้

ธุรกิจในประเทศ แม้จะไม่เติบโตแต่สามารถสร้างกำไรอย่างสม่ำเสมอประมาณ 1 พันล้านบาท/ปี แต่ด้วยราคา LPG ในตลาดโลกที่ปรับลดลงต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2014 ตามราคาน้ำมัน (Ex 3) กดดันธุรกิจค้าก๊าซในต่างประเทศ ส่งผลให้กำไรรวมทั้งธุรกิจในประเทศและต่างประเทศย่ำแย่ และส่งผลให้ราคาหุ้นอยู่ในระดับที่ถูก แต่ปริมาณขายในต่างประเทศกลับเติบโตแข็งแกร่งสวนทางกัน (Ex 1) เราประเมินว่าราคาหุ้นปัจจุบันถูกมากแล้ว และธุรกิจพร้อม turnaround โดยคาดการณ์กำไรปี 2015 ที่ 1.18 พันล้านบาท พลิกจากปี 2014 ที่ขาดทุน -514 ล้านบาท และคาดว่ากำไรจะเติบโตเฉลี่ย 34% ในปี 2016-17 ส่งผลให้ PE ลดลงอย่างรวดเร็วเป็น 5.2-4.8x และด้วย Payout Ratio ที่ 40% เราคาดการณ์ผลตอบแทนจากเงินปันผล 7.6-8.3% ในปี 2016-17 ขณะที่ PBV ปัจจุบันที่ 1.1x ถือว่าต่ำเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในอดีตที่ 1.88x (Ex 2)

Demand จากจีน หนุนปริมาณขายเติบโตแข็งแกร่ง และคาดจะต่อเนื่อง

ปริมาณการขายก๊าซของ SGP ในจีนปี 2015 เติบโตขึ้นแข็งแกร่งถึง +160% จากปี 2014 (Ex 4) ซึ่งเป็นกรณีเติบโตที่สอดคล้องยอดการนำเข้า LPG ของจีนปี 2015 ที่ขยายตัว +185% จากปี 2013 จากการทยอยขึ้นโรงงาน PDH (Ex 5) ซึ่งต้องใช้ก๊าซ Propane เป็นวัตถุดิบ เราคาดว่าความต้องการก๊าซ Propane ในจีนจะยังเพิ่มขึ้นต่อเนื่องจากแผนการขยายโรง PDH ในจีนอีกปีละ 1-2 ล้านตัน จนถึงปี 2018 (Ex 6) ซึ่งจะช่วยหนุนการเติบโตยอดขายของ SGP ที่มีความได้เปรียบในการแข่งขันสูงจากการมีคลังขนาดใหญ่ในจีน และเป็นผู้นำเข้า LPG อันดับ 1-2 รวมถึงช่วยหนุนอัตรากำไรธุรกิจต่างประเทศให้สูงขึ้น (ไม่รวมผลจากความผันผวนราคาต้นทุน)

แนะนำ “ซื้อ” เป้าหมาย 18.6 บาท... Valuation ถูกเกินไป ด้วยกำไรที่กลับมาได้ดี

แนะนำ “ซื้อ” ด้วยเป้าหมาย 18.60 บาทอิง PBV เฉลี่ยตั้งแต่หุ้นทำการซื้อขายมาที่ 1.88 เท่า ด้วยปัจจัยสนับสนุนจาก 1) ธุรกิจ turnaround คาดกำไร 4Q15 อย่าง conservative พื้นตัวมาที่ระดับ 722 ล้านบาท (+59% q-q) สูงที่สุดนับตั้งแต่ปี 2013 ส่งผลให้กำไรทั้งปี 2015 พลิกกลับมาเป็นบวกที่ 1.18 พันล้านบาท 2) การเติบโตของยอดขายในจีน และ downside จากการปรับตัวลงของก๊าซ LPG จำกัด ช่วยหนุนกำไรปี 2016-17F มาที่ระดับ 1.9-2.0 พันล้านบาท 3) valuation ถูกมากด้วย PBV 1.1x, PE 5.2x และคาดปันผล 7.6%

Siamgas and Petrochemicals Pci (SGP)

Y/E Dec (Bt m)	2014	2015F	2016F	2017F
Revenue	61,759	55,845	49,172	47,994
Net profit	(514)	1,134	1,856	2,032
EPS (Bt)	(0.6)	1.2	2.0	2.2
EPS gr (%)	na	na	63.7	9.5
PE (x)	na	8.6	5.2	4.8
EV/EBITDA (x)	27.5	7.1	6.4	5.9
P/BV (x)	1.2	1.2	1.0	1.0
Div. yield (%)	3.3	4.7	7.6	8.3
ROE (%)	(6.2)	12.6	19.2	20.2
Net D/E (%)	139.0	110.0	107.0	102.0

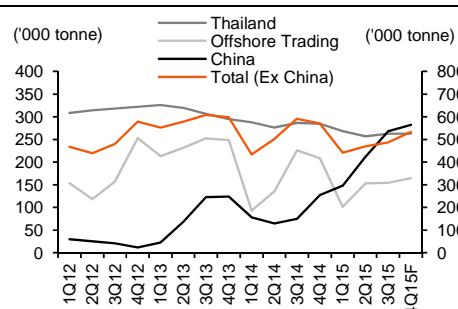
Source: Bloomberg Consensus data

Stock data

Recommendation	BUY
Target price (Bt)	18.60
Target Price Upside (%)	75.5
Price as of 10-Feb-16 (Bt)	10.60
Market cap (Bt m)	9,741

Source: Thanachart

Ex 1: ยอดขาย ดปท. โตดี โดยเฉพาะในจีน



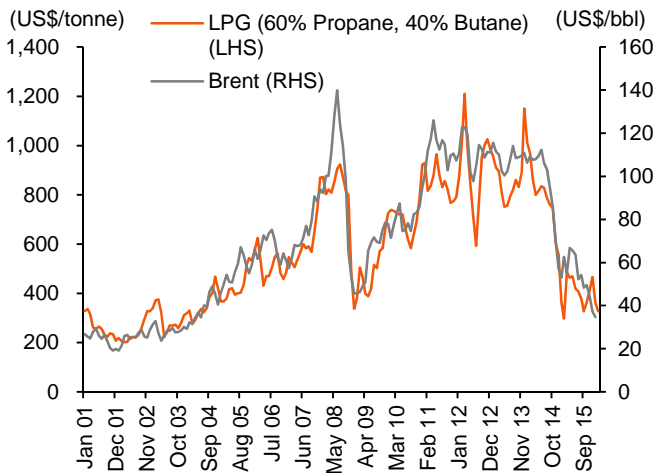
Source: Company data

Ex2: P/BV อยู่ในระดับเกือบต่ำสุด



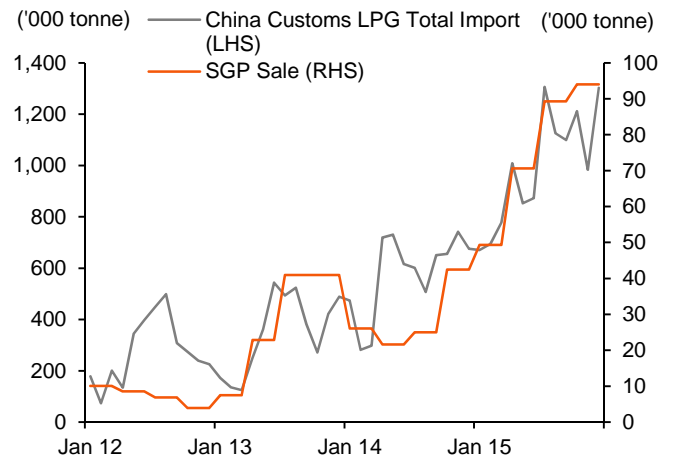
Sources: Thanachart, Aspen

Ex 3: ราคา LPG ปรับลงแรง ตั้งแต่ปี 2014 คาดเริ่มทรงตัวแล้ว



Sources: Bloomberg

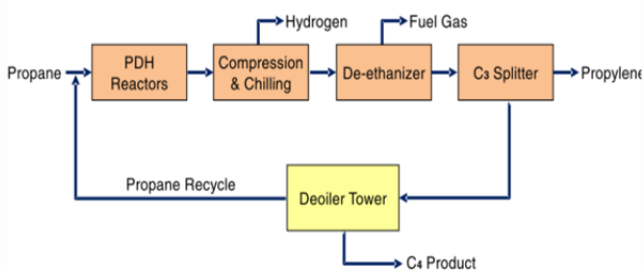
Ex 4: ยอดขายในจีนของ SGP เติบโต ตามการนำเข้าของจีน



Sources: Bloomberg, Company data

Ex 5: PDH (on-purpose Propylene production unit)

Propylene via Propane Dehydrogenation

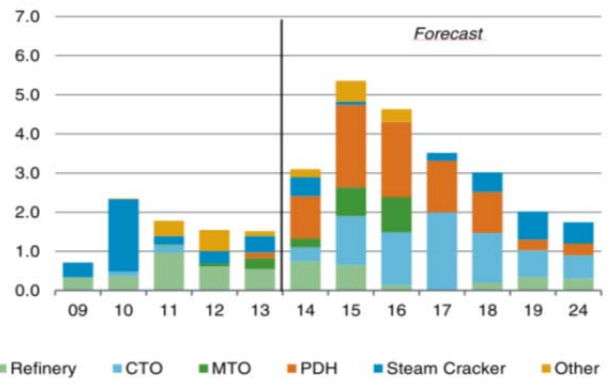


การขยายตัวของ PDH ในจีน (โรงงาน ที่นำก๊าซ propane เข้าสู่กระบวนการเพื่อให้ได้ propylene) ส่วนใหญ่จะเป็นการขยายของบริษัทเอกชนในการทำ backward integration กลับขึ้นมา และส่วนใหญ่จะตั้งอยู่ในเมืองชายฝั่งตะวันออกของจีน

Source: IRPC

Ex 6: กำลังผลิตโรง PDH ของจีนยังคงเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง

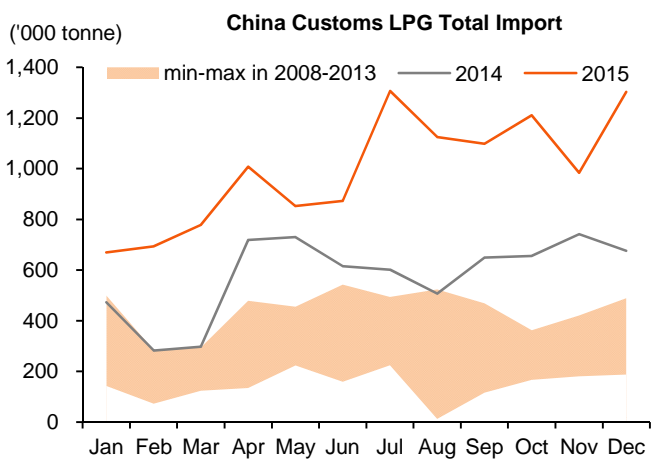
China Propylene Supply Outlook



Source: IHS

Sources: IRPC, IHS

Ex 7: การนำเข้า LPG ของจีน เติบโตกว่าระดับปกติอย่างชัดเจน



Source: Bloomberg

Ex 8: แนวต้านแรกที่ 12.0 บาท, Trade Code 5: สถานะซื้อเพิ่ม



Sources: Thanachart, Aspen

EQUITY RESEARCH

หัวหน้าฝ่าย - Head of Research

พิมพ์ผกา นิจารกุล, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน, ปีโตรเคมี, อิเล็กทรอนิกส์

จักร เรืองสินัญญา
chak.reu@thanachartsec.co.th

พลังงาน และ สาธารณูปโภค

สุพัตนา สุวรรณเกิด
supanna.suw@thanachartsec.co.th

Small Cap และ การแพทย์

ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

หัวหน้าฝ่าย – Product Management

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนศิริกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์ : กลยุทธ์การลงทุน

วิชญา วงศ์ภาณุวิชญ์, CFA, FRM
wichaya.won@thanachartsec.co.th

Deputy Head of Research, Economics

ดร.กำพล อดิเรกสมบัติ
kampon.adi@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์ และพาณิชย์

พรรณารายณ์ ตริยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

สถาบันการเงิน และสื่อสาร

สรัชดา สรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ชัชชวิน เลิศอภิรักษ์
chatchawin.ler@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
sittichet.run@thanachart.co.th

นักวิเคราะห์ และแปล

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

บันเทิง อาหาร และโรงแรม

เกวลี ทองสมอาจค์
kalvalee.tho@thanachartsec.co.th

นิคมฯ, Property Fund, REITs

รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ขนส่ง รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

ชลิดา ตันตริยานนท์
chalida.tan@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์อาวุโส ทางเทคนิค

ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์ ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

DATA SUPPORT TEAM

ทีมสนับสนุนข้อมูล

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลศล
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

เลขานุการ

สุจินตนา สภาพร
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl. - Research Team

Tel: 662 - 617 4900

Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th

DISCLAIMERS

Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน