

พีทีที โกลบอล เคมิคอล

PTTGC

บริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน)

Bloomberg
ReutersPTTGC TB
PTTGC.BK

1Q62: กำไรต่ำกว่าคาดเพราะ spread ต่ำกว่าคาด

กำไรสุทธิ 1Q62 อยู่ที่ 6.4 พันลบ. (1.39 บาท/หุ้น) ต่ำกว่าคาด โดยเกิดจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ (หลักๆ เป็นโอเลฟินส์) และกำไรจากสต็อกน้ำมันที่ต่ำกว่าคาด กำไรปรับตัวขึ้น 59% QoQ เพราะไม่มีขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากเหมือนใน 4Q61 แต่ยังคงลดลง 48% YoY เพราะ EBITDA margin ของธุรกิจโอเลฟินส์ลดลง กำไร 1Q62 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 15% ของประมาณการกำไรปี 2562 ของเรา ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2562 ของ PTTGC ลดลง 12% ส่งผลทำให้เราปรับราคาเป้าหมายลดลง 9% สู่ 100 บาท/หุ้น เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" PTTGC เนื่องจาก valuation ยังคงน่าสนใจที่ PE 7 เท่า (ปี 2562) และผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ที่ 6-7%

กลุ่มโอเลฟินส์: ตัวขับเคลื่อนกำไรสุทธิเสียการควบคุม สัดส่วนกำไรจากกลุ่มโอเลฟินส์ลดลงจาก 61% ของ EBITDA ในปี 2561 สู่ 48% ใน 1Q62 เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ลดลงเนื่องจาก adjusted EBITDA margin หดตัวลงจาก 26% ในปี 2561 สู่ 18% ใน 1Q62 (หรือ 15% เมื่อรวมธุรกิจ PET/PTA ที่ซื้อเข้ามาเมื่อไม่นานนี้) EBITDA ของกลุ่มโอเลฟินส์ลดลง 48% YoY และทรงตัว QoQ โดยเกิดจากราคา HDPE ที่ลดลง 21% QoQ สู่ US\$1,093/ตัน

กลุ่มอะโรเมติกส์แข็งแกร่ง YoY โดย EBITDA เพิ่มขึ้น 52% ใน 1Q62 เนื่องจากส่วนต่างระหว่างราคาผลิตภัณฑ์กับต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้น 24% YoY สู่ US\$206/ตัน แต่ลดลง 14% QoQ สัดส่วน EBITDA จากกลุ่มนี้เพิ่มขึ้นจาก 10% ในปี 2561 สู่ 15% ใน 1Q62 โดยได้รับการสนับสนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PX ที่ดี ในขณะที่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เบนซินยังอ่อนแอ EBITDA จากธุรกิจกลั่นน้ำมันฟื้นตัว QoQ เพราะมีกำไรจากสต็อกน้ำมัน เทียบกับขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากใน 4Q61 แต่ลดลง YoY เพราะ crack spread ของผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate ลดลง

กำไร 2Q62 มีความเสี่ยง downside จากกลุ่มอะโรเมติกส์ เราคาดว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยใน 2Q62 โดยเกิดจากราคาผลิตภัณฑ์โอเลฟินส์และผลิตภัณฑ์ต่อเนื่องที่ดีขึ้น ยกเว้น MEG แม้มีแนวโน้มที่จะถูกหักล้างโดยส่วนต่างราคา PX-คอนเดนเสทที่ลดลง ผลกระทบเพิ่มเติมจะเกิดจากการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนของโรงงานอะโรเมติกส์แห่งที่ 2 เป็นเวลา 53 วัน ในเดือนพ.ค.-มี.ย.

ปรับประมาณการกำไรลดลง 1Q62 น่าจะเป็นไตรมาสที่ดีไตรมาสหนึ่งสำหรับปี 2562 และกลุ่มอะโรเมติกส์จะเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนกำไรทั้งปี 2562 อย่างไรก็ตาม กำไร 1Q62 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 15% ของประมาณการกำไรปี 2562 ของเรา ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 ของ PTTGC ลดลง 12% เพื่อสะท้อนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ต่ำกว่าคาด โดยเฉพาะ PE เรายังคงคาดว่า PTTGC จะได้รับประโยชน์จากการผลิตผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate ที่เพิ่มขึ้นใน 2H62 จากผู้ประกอบการเดินเรือเพื่อทดแทนน้ำมันเตาที่มีปริมาณกักเก็บสูงก่อนการประกาศใช้ข้อบังคับเกี่ยวกับการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงที่กักเก็บน้อยกว่า 0.5% ของ International Maritime Organization แม้จะได้รับผลกระทบจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นของบริษัทตามแผนใน 4Q62

ปรับราคาเป้าหมายลดลงสู่ 100 บาท (จาก 110 บาท) อ้างอิง EV/EBITDA 8 เท่าในปี 2562 เท่ากับค่าเฉลี่ยในอดีตของ PTTGC แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 10 เท่า ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ของ PTTGC ยังคงมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากอุปทานใหม่ในตลาดภูมิภาค แต่เราเชื่อว่าบริษัทจะสามารถรักษาความได้เปรียบในการแข่งขันที่เหนือกว่าผู้ประกอบการที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบเอาไว้ได้ในระยะกลาง ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ความผันผวนของราคาน้ำมัน และผลกระทบของกรณีพิพาททางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีนต่อผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Revenue	(Btmn)	439,921	518,655	468,075	510,589	524,431
EBITDA	(Btmn)	65,267	59,524	59,801	61,542	65,221
Core profit	(Btmn)	40,768	40,583	37,629	40,130	43,805
Reported profit	(Btmn)	39,298	40,069	37,629	40,130	43,805
Core EPS	(Bt)	9.04	9.00	8.35	8.90	9.72
DPS	(Bt)	4.25	4.25	4.20	4.50	4.80
P/E, core	(x)	7.4	7.4	8.0	7.5	6.9
EPS growth, core	(%)	53.7	(0.5)	(7.3)	6.6	9.2
P/BV, core	(x)	1.1	1.0	1.0	0.9	0.8
ROE	(%)	14.9	13.9	12.0	12.1	12.3
Dividend yield	(%)	6.4	6.4	6.3	6.7	7.2
FCF yield	(x)	6.7	6.9	8.6	13.0	15.3
EV/EBIT	(x)	7.5	8.5	8.8	7.8	6.6
EBIT growth, core	(%)	35.2	(11.7)	(5.5)	5.8	8.4
EV/CE	(x)	1.2	1.1	1.2	1.1	1.1
ROCE	(%)	14.4	11.5	11.0	12.0	13.6
EV/EBITDA	(x)	5.2	5.8	5.6	5.1	4.5
EBITDA growth	(%)	27.1	(8.8)	0.5	2.9	6.0

Source: SCBS Investment Research

ดูข้อมูลงานสิทธิ์ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้



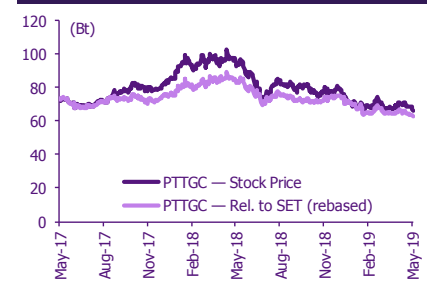
ชื่อ

Stock data

Last close (May 10) (Bt)	66.75
12-m target price (Bt)	100.00
Upside (Downside) to TP (%)	49.81
Mkt cap (Btbn)	300.97
Mkt cap (US\$mn)	9,535

Risk rating	H
Mkt cap (%) SET	1.79
Sector % SET	3.89
Shares issued (mn)	4,509
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	97.3 / 65.5
Avg. daily 6m (US\$mn)	44.69
Foreign limit / actual (%)	37 / 16
Free float (%)	51.8
Dividend policy (%)	≥ 30

Price performance



Source: SET, SCBS Investment Research

Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(5.0)	(1.5)	(29.4)
Relative to SET	(4.5)	(2.1)	(24.7)

Source: SET, SCBS Investment Research

Expected total return (ETR)

Target price	(Bt)	100.00
12-month dividend	(Bt)	4.20
Capital gain	(%)	49.81
Dividend yield	(%)	6.29
Total return	(%)	56.10

Source: SET, SCBS Investment Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.thanawattano@scb.co.th

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total revenue	(Btmn)	554,695	403,440	355,524	439,921	518,655	468,075	510,589	524,431
Cost of goods sold	(Btmn)	526,068	366,168	311,973	382,271	466,026	418,959	458,101	468,552
Gross profit	(Btmn)	28,627	37,272	43,551	57,650	52,629	49,116	52,488	55,879
SG&A	(Btmn)	11,802	11,424	12,678	14,197	14,854	13,395	14,618	15,015
Other income	(Btmn)	2,490	3,607	3,018	2,364	2,694	2,522	2,576	2,979
Interest expense	(Btmn)	5,448	5,178	4,277	3,935	3,593	3,469	3,228	2,867
Pre-tax profit	(Btmn)	13,867	24,278	29,614	41,882	36,876	34,774	37,217	40,975
Corporate tax	(Btmn)	581	1,984	3,090	3,863	2,986	4,173	4,466	4,917
Equity a/c profits	(Btmn)	177	711	2,576	5,572	6,895	7,233	7,588	7,961
Minority interests	(Btmn)	1,280	(278)	(2,572)	(2,822)	(201)	(206)	(210)	(214)
Core profit	(Btmn)	14,743	22,727	26,527	40,768	40,583	37,629	40,130	43,805
Extra-ordinary items	(Btmn)	628	(2,224)	(925)	(1,470)	(514)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	15,372	20,502	25,602	39,298	40,069	37,629	40,130	43,805
EBITDA	(Btmn)	35,257	45,841	51,371	65,267	59,524	59,801	61,542	65,221
Core EPS	(Btmn)	3.27	5.04	5.88	9.04	9.00	8.35	8.90	9.72
Net EPS	(Bt)	3.41	4.55	5.68	8.72	8.89	8.35	8.90	9.72
DPS	(Bt)	2.37	2.80	2.85	4.25	4.25	4.20	4.50	4.80

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Total current assets	(Btmn)	123,131	117,901	129,169	140,738	144,310	143,108	158,931	173,249
Total fixed assets	(Btmn)	258,313	259,644	284,344	294,226	324,945	322,461	320,724	319,002
Total assets	(Btmn)	381,443	377,545	413,513	434,964	469,255	465,569	479,655	492,251
Total loans	(Btmn)	113,142	105,847	95,200	96,022	95,655	89,362	82,833	70,083
Total current liabilities	(Btmn)	56,119	41,221	54,470	60,313	73,858	57,244	63,218	87,261
Total long-term liabilities	(Btmn)	96,875	102,059	92,030	94,387	91,915	86,081	73,331	38,696
Total liabilities	(Btmn)	152,993	143,280	146,500	154,700	165,773	143,325	136,549	125,957
Paid-up capital	(Btmn)	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Total equity	(Btmn)	228,450	234,265	267,014	280,264	303,482	322,244	343,106	366,294
BVPS	(Bt)	49.85	51.35	54.56	60.96	65.66	69.77	74.35	79.45

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Core Profit	(Btmn)	14,743	22,727	26,527	40,768	40,583	37,629	40,130	43,805
Depreciation and amortization	(Btmn)	15,942	16,385	17,479	19,451	19,055	21,559	21,096	21,379
Operating cash flow	(Btmn)	43,023	50,036	46,435	61,765	53,554	44,888	58,482	65,612
Investing cash flow	(Btmn)	(24,137)	(20,491)	(1,957)	(41,545)	(32,842)	(19,075)	(19,359)	(19,657)
Financing cash flow	(Btmn)	(23,648)	(30,028)	(25,094)	(9,511)	(27,397)	(25,160)	(25,798)	(33,367)
Net cash flow	(Btmn)	(4,763)	(483)	19,384	10,709	(6,685)	653	13,325	12,589

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Gross margin	(%)	5.2	9.2	12.2	13.1	10.1	10.5	10.3	10.7
Operating margin	(%)	3.0	6.4	8.7	9.9	7.3	7.6	7.4	7.8
EBITDA margin	(%)	6.4	11.4	14.4	14.8	11.5	12.8	12.1	12.4
EBIT margin	(%)	3.5	7.3	9.5	10.4	7.8	8.2	7.9	8.4
Net profit margin	(%)	2.8	5.1	7.2	8.9	7.7	8.0	7.9	8.4
ROE	(%)	6.2	9.8	10.6	14.9	13.9	12.0	12.1	12.3
ROA	(%)	3.6	6.0	6.7	9.6	9.0	8.1	8.5	9.0
Net D/E	(x)	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	(0.0)
Interest coverage	(x)	6.5	8.9	12.0	16.6	16.6	17.2	19.1	22.8
Debt service coverage	(x)	1.2	3.0	3.4	4.8	3.7	3.9	2.9	1.5
Payout Ratio	(%)	69.5	61.6	50.2	48.8	47.8	50.3	50.6	49.4

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2014	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F	2021F
Utilization rate - Olefins	(%)	91.0	94.0	90.0	96.0	101.0	100.0	100.0	100.0
Utilization rate - Aromatics	(%)	81.0	74.0	82.0	79.8	93.0	87.0	90.0	90.0
Utilization rate - Oil Refinery	(%)	102.0	100.0	76.0	102.6	101.7	85.2	100.0	100.0
HDPE-naphtha spread	(US\$/t)	683	746	734	672	716	526	550	550
PX-condensate spread	(US\$/t)	400	382	395	381	451	350	350	350
Market GRM	(US\$/bbl)	4.41	6.42	5.32	6.74	6.08	5.13	6.73	6.71

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total revenue	(Btmn)	103,374	105,344	119,572	121,706	129,698	137,533	129,718	113,577
Cost of goods sold	(Btmn)	93,749	91,294	102,302	107,039	112,997	121,311	124,680	103,838
Gross profit	(Btmn)	9,625	14,051	17,270	14,667	16,702	16,222	5,038	9,739
SG&A	(Btmn)	3,120	3,584	4,335	3,229	3,353	3,768	4,503	3,622
Other income	(Btmn)	637	712	594	544	541	909	700	620
Interest expense	(Btmn)	986	985	949	791	1,182	828	792	797
Pre-tax profit	(Btmn)	6,156	10,193	12,580	11,190	12,707	12,535	443	5,941
Corporate tax	(Btmn)	(13)	1,233	1,020	1,237	1,340	1,471	(1,062)	719
Equity a/c profits	(Btmn)	1,571	875	1,703	1,996	1,514	1,960	1,424	1,178
Minority interests	(Btmn)	(1,423)	(123)	(193)	(174)	395	(173)	(249)	(151)
Core profit	(Btmn)	6,317	9,711	13,069	11,775	13,277	12,852	2,679	6,249
Extra-ordinary items	(Btmn)	286	243	(3,510)	613	(2,449)	(59)	1,382	194
Net Profit	(Btmn)	6,603	9,955	9,559	12,388	10,828	12,793	4,061	6,443
EBITDA	(Btmn)	12,031	15,941	18,277	16,645	18,601	18,125	6,152	11,401
Core EPS	(Btmn)	1.40	2.15	2.90	2.61	2.94	2.85	0.59	1.39
Net EPS	(Bt)	1.46	2.21	2.12	2.75	2.40	2.84	0.90	1.43

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Total current assets	(Btmn)	128,579	122,366	140,738	143,873	137,764	142,941	144,310	143,639
Total fixed assets	(Btmn)	265,930	297,195	294,226	302,698	311,038	313,404	324,945	322,330
Total assets	(Btmn)	394,509	419,561	434,964	446,571	448,802	456,345	469,255	465,970
Total loans	(Btmn)	92,658	99,551	96,022	90,871	93,538	89,888	95,655	94,091
Total current liabilities	(Btmn)	45,455	55,112	60,313	63,213	64,482	69,925	73,858	68,941
Total long-term liabilities	(Btmn)	86,931	94,913	94,387	91,138	91,950	89,489	91,915	87,835
Total liabilities	(Btmn)	132,386	150,026	154,700	154,351	156,432	159,414	165,773	156,776
Paid-up capital	(Btmn)	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088	45,088
Total equity	(Btmn)	262,123	269,536	280,264	292,219	292,370	296,931	303,482	309,194
BVPS	(Bt)	56.97	58.57	60.96	63.59	63.77	64.79	65.66	66.94

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Core Profit	(Btmn)	6,317	9,711	13,069	11,775	13,277	12,852	2,679	6,249
Depreciation and amortization	(Btmn)	4,889	4,763	4,748	4,663	4,712	4,762	4,917	4,663
Operating cash flow	(Btmn)	13,119	14,375	17,060	12,026	12,012	20,589	8,927	11,468
Investing cash flow	(Btmn)	4,784	(23,333)	(4,702)	(14,422)	(8,770)	(2,533)	(7,117)	(4,498)
Financing cash flow	(Btmn)	(8,060)	866	(1,465)	(4,991)	(12,341)	(11,609)	1,544	(1,957)
Net cash flow	(Btmn)	9,843	(8,092)	10,893	(7,387)	(9,099)	6,446	3,354	5,014

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Gross margin	(%)	9.3	13.3	14.4	12.1	12.9	11.8	3.9	8.6
Operating margin	(%)	6.3	9.9	10.8	9.4	10.3	9.1	0.4	5.4
EBITDA margin	(%)	11.6	15.1	15.3	13.7	14.3	13.2	4.7	10.0
EBIT margin	(%)	6.9	10.6	11.3	9.8	10.7	9.7	1.0	5.9
Net profit margin	(%)	6.4	9.4	8.0	10.2	8.3	9.3	3.1	5.7
ROE	(%)	9.7	14.6	19.0	16.5	18.2	17.4	3.6	8.2
ROA	(%)	6.4	9.5	12.2	10.7	11.9	11.4	2.3	5.3
Net D/E	(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage	(x)	12.2	16.2	19.3	21.0	15.7	21.9	7.8	14.3
Debt service coverage	(x)	3.0	3.9	5.5	5.7	5.1	6.0	1.6	2.6

Main Assumptions

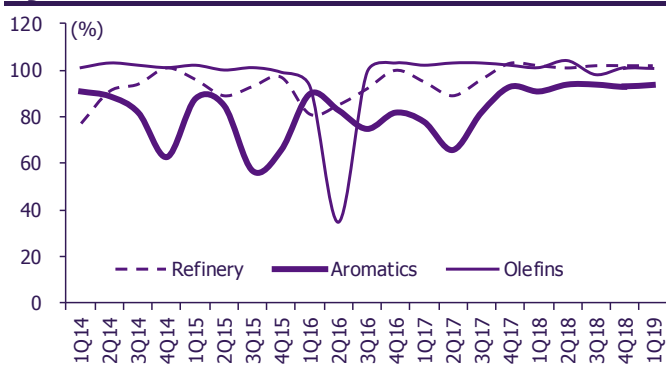
FY December 31	Unit	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
Utilization rate - Olefins	(%)	89.0	96.0	103.0	101.0	101.0	98.0	101.0	101.0
Utilization rate - Aromatics	(%)	66.0	82.0	93.0	91.0	94.0	94.0	93.0	96.0
Utilization rate - Oil Refinery	(%)	103.0	103.0	102.0	102.0	101.0	102.0	102.0	102.0
HDPE-naphtha spread	(US\$/t)	687	670	655	798	743	683	639	573
PX-condensate spread	(US\$/t)	383	360	358	381	354	501	569	520
Market GRM	(US\$/bbl)	6.11	8.08	6.76	6.15	6.20	6.44	5.52	3.40

Figure 1: Quarterly financial review

	1Q18	4Q18	1Q19	YoY%	QoQ%
P&L (Bt, mn)					
Total revenue	121,706	129,718	113,577	(6.7)	(12.4)
Gross profit	14,667	5,038	9,739	(33.6)	93.3
EBITDA	16,645	6,152	11,401	(31.5)	85.3
Core profit	11,775	2,679	6,249	(46.9)	133.2
Net Profit	12,388	4,061	6,443	(48.0)	58.6
EPS (Bt)	2.75	0.90	1.43	(48.0)	58.6
B/S (Bt, mn)					
Total assets	446,571	469,255	465,970	4.3	(0.7)
Total liabilities	154,351	165,773	156,776	1.6	(5.4)
Total equity	292,219	303,482	309,194	5.8	1.9
BVPS (Bt)	63.59	65.66	66.94	5.3	1.9
Financial ratio (%)					
Gross margin (%)	12.1	3.9	8.6	(3.5)	4.7
EBITDA margin (%)	13.7	4.7	10.0	(3.6)	5.3
Net profit margin (%)	10.2	3.1	5.7	(4.5)	2.5
ROA (%)	10.7	2.3	5.3	(5.3)	3.0
ROE (%)	16.5	3.6	8.2	(8.3)	4.6
D/E (X)	0.5	0.5	0.5	(2.1)	(3.9)

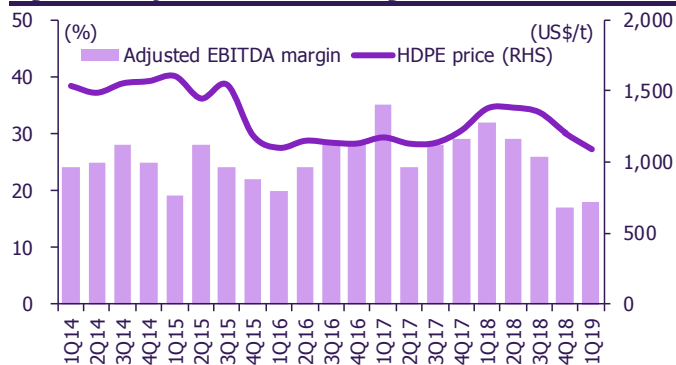
Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 2: Utilization rate



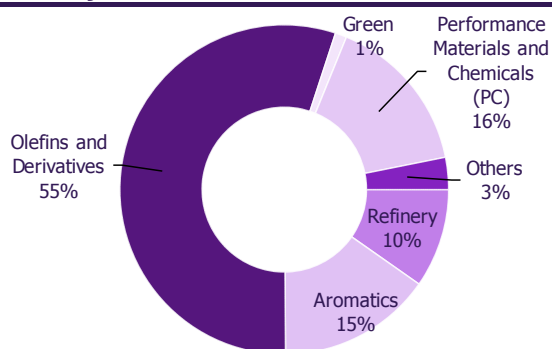
Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 3: Adjusted EBITDA margin (olefins)



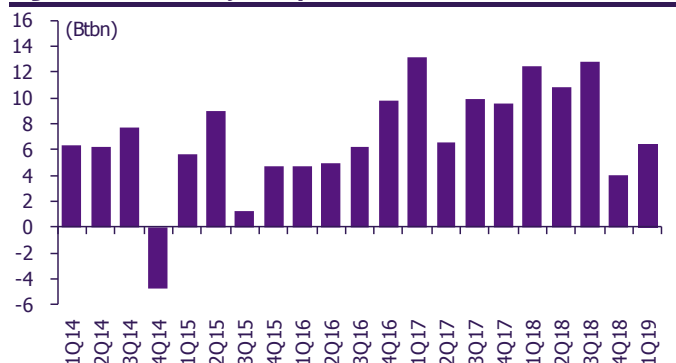
Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 4: Adjusted EBITDA breakdown (1Q19)



Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 5: Quarterly net profit



Source: PTTGC, SCBS Investment Research

Figure 6: Valuation summary (price as of May 10, 2019)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F	18A	19F	20F
GGC	Neutral	11.30	11.0	0.9	20.5	9.8	9.2	(6)	110	7	1.2	1.1	1.0	5	11	11	0.0	3.6	3.7	10.2	6.4	5.6
IVL	Buy	47.75	74.0	58.1	11.1	10.0	8.8	12	12	14	1.9	1.6	1.4	18	17	18	2.9	3.1	3.6	8.7	7.1	5.9
PTTGC	Buy	66.75	100.0	56.1	7.4	8.0	7.5	(0)	(7)	7	1.0	1.0	0.9	14	12	12	6.4	6.3	6.7	5.8	5.6	5.1
Average					13.0	9.2	8.5	2	38	9	1.4	1.2	1.1	13	14	14	3.1	4.3	4.7	8.2	6.4	5.5

Source: SCBS Investment Research

Disclaimer

The information in this report has been obtained from sources believed to be reliable. However, its accuracy or completeness is not guaranteed. Any opinions expressed herein reflect our judgment at this date and are subject to change without notice. This report is for information only. It is not to be construed as an offer, or solicitation of an offer to sell or buy any securities. We accept no liability for any loss arising from the use of this document. We or our associates may have an interest in the companies mentioned therein.

SCB Securities Company Limited ("SCBS") is a wholly-owned subsidiary of The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). Any information related to SCB is for sector comparison purposes.

SCB Securities Company Limited ("SCBS") acts as market maker and issuer of Derivative Warrants on the ordinary shares AAV, ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEAUTY, BEM, BGRIM, BH, BJC, BTS, CBG, CENTEL, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPN, DTAC, EA, ESSO, GFPT, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, INTUCH, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KTB, KTC, LH, MINT, MTC, ORI, PLANB, PRM, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, ROBINS, RS, SAWAD, SCC, SGP, SPRC, STA, STEC, SUPER, TASCO, THANI, TISCO, TMB, TOA, TOP, TVO, VGI, WHA, WORK

Before making an investment decision over a derivative warrant, an investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrants. Any opinion, news, research, analyse, price, statement, forecast, projection and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general purpose information only, and shall not be construed as a recommendation to any person of an offer to buy or sell, or the solicitation of an offer to buy or sell, any securities. SCBS and/or its directors, officers, employees, and agents shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of, or reliance on, the Information, including without limitation, damages for loss of profits. The investor should use the Information in association with other information and opinion, including his/her own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

SCBS reserves the right to modify the Information from time to time at its sole discretion without giving any notice. This document is delivered to intended recipient(s) only and is not permitted to reproduce, retransmit, disseminate, sell, distribute, republish, circulate or commercially exploit the Information in any manner without the prior written consent of SCBS.

This document is prepared by SCB Securities Company Limited ("SCBS") which is wholly-owned by The Siam Commercial Bank Public Company Limited ("SCB"). SCB has acted as financial advisor of Global Power Synergy Public Company Limited. Any opinions, news, research, analyses, prices, statements, forecasts, projections and/or other information contained in this document (the "Information") is provided as general information purposes only, and shall not be construed as individualized recommendation of an offer to buy or sell or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. SCBS and/or its directors, officers and employees shall not be liable for any direct, indirect, incidental, special or consequential loss or damage, resulting from the use of or reliance on the Information, including without limitation to, damages for loss of profits. The investors shall use the Information in association with other information and opinion, including their own judgment in making investment decision. The Information is obtained from sources believed to be reliable, and SCBS cannot guarantee the accuracy, completeness and/or correctness of the Information.

Futures and Options trading carry a high level of risk with the potential for substantial losses, and are not suitable for all persons. Before deciding to trade Futures and Options, you should carefully consider your financial position, investment objectives, level of experience, and risk appetite if Futures and Options trading are appropriate. The possibility exists that you could sustain a loss of some or all of your initial investment. You should be aware of all the risks associated with Futures and Options trading, and you are advised to rely on your own judgment while making investment decision and/or should seek advice from professional investment advisor if you have any doubts.

This document is delivered to intended recipient(s) only and is not permitted to reproduce, retransmit, disseminate, sell, distribute, republish, circulate or commercially exploit the Information in any manner without the prior written consent of SCBS.

Copyright©2012 SCB Securities Company Limited. All rights reserved.

CG Rating 2018 Companies with CG Rating

★★★★★

ADVANC, AKP, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, BAFS, BANPU, BAY, BCP, BCPG, BRR, BTS, BWG, CFRESH, CHO, CK, CKP, CM, CNT, COL, CPF, CPI, CPN, CSL, CSS, DELTA, DEMCO, DRT, DTAC, DTC, EA, EASTW, EGCO, GC, GEL, GFPT, GGC*, GOLD, GPSC, GRAMMY, GUNKUL, HANA, HMPRO, ICC, ICHI, INTUCH, IRPC, IVL, JSP, KBANK, KCE, KKP, KSL, KTB, KTC, LHFG, LIT, LPN, MAKRO, MBK, MCOT, MINT, MONO, MTC, NCL, NKI, NVD, NYT, OISHI, OTO, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PLANB, PLANET, PPS, PRG, PSH, PSL, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QTC, RATCH, ROBINS, S & J, SABINA, SAMART, SAMTEL, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SDC, SE-ED, SIS, SITHAI, SNC, SPALI, SPRC, SSSC, STEC, SVI, SYNTEC, TASCO, TCAP, THAI, THANA, THANI, THCOM, THIP, THREL, TIP, TISCO, TKT, TMB, TNDT, TOP, TRC, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, UAC, UV, VGI, VIH, WACOAL, WAVE, WHA, WINNER

★★★★

2S, AAV, ACAP, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMANAH, APCO, AQUA, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASK, ASN, ASP, ATP30, AU, AUCT, AYUD, BA, BBL, BDMS, BEC, BEM, BFIT, BGRIM, BIZ, BJC, BJCHI, BLA, BOL, BPP, BROOK, BTW, CBG, CEN, CENTEL, CGH, CHEWA, CHG, CHOW, CI, CIMBT, CNS, COM7, COMAN, CPALL, CSC, CSP, DCC, DCORP, DDD, EASON, ECF, ECL, EE, EPG, ERW, ETE, FN, FNS, FORTH, FPI, FSMART, FVC, GBX, GCAP, GLOBAL, GLOW, GULF, HARN, HPT, HTC, HYDRO, ICN, ILINK, INET, IRC, ITD*, JAS, JCKH, JKN, JWD, K, KBS, KCAR, KGI, KKC, KOOL, KTIS, L&E, LANNA, LDC, LH, LHK, LOXLEY, LRH, LST, M, MACO, MAJOR, MALEE, MBKET, MC, MEGA, METCO, MFC, MFEC, MK, MOONG, MSC, MTI, NCH, NEP, NINE, NOBLE, NOK, NSI, NTV, NWR, OCC, OGC, ORI, PAP, PATO, PB, PDI, PJW, PLAT, PM, PORT, PPP, PREB, PRECHA, PRINC, PRM, PT, QLT, RICHY, RML, RS, RWI, S, S11, SALEE, SANKO, SAWAD, SCG, SCI, SCN, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SFP, SIAM, SINGER, SIRI, SKE, SMK, SMPC, SMT, SNP, SORKON, SPC, SPI, SPPT, SPVI, SR, SSF, SST, STA, SUC, SUSCO, SUTHA, SWC, SYMC, SYNEX, TACC, TAE, TAKUNI, TBSP, TCC, TEAM, TFG, TFMAMA, THRE, TICON, TIPCO, TK, TKN, TKS, TM, TMC, TMI, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOA, TOG, TPA, TPAC, TPBI, TPCORP, TRITN, TRT, TSE, TSR, TSTE, TTA, TTW, TVI, TVO, TWP, TWPC, U, UMI, UOBKH, UP, UPF, UPOIC, UT, UWC, VNT, WHAUP, WICE, WIIK, XO, YUASA, ZMICO

★★★

7UP, ABICO, ABM, AEC, AEONTS, AF, AJ, ALUCON, AMARIN, AMC, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, BCH, BEAUTY, BGT, BH, BIG, BLAND, BM, BR, BROCK, BSBM, BTNC, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CITY, CMO, CMR, COLOR, CPL, CPT, CRD, CSR, CTW, CWT, D, DCON, DIGI, DIMET, EKH, EMC, EPCO, ESSO, ESTAR, FE, FLOYD, FOCUS, FSS, FTE, GENCO, GIFT, GJS, GLAND, GPI, GREEN, GTB, GYT, HTECH, IFS, IHL, III, INOX, INSURE, IRCP, IT, ITEL, J, JCK, JMART, JMT, JTS, JUBILE, KASET, KCM, KIAT, KWC, KWG, KYE, LALIN, LEE, LPH, MATCH, MATI, MBAX, M-CHAI, MDX, META, MILL, MJD, MM, MODERN, MPG, NC, NDR, NETBAY, NNCL, NPK, OCEAN, PAF, PDG, PF, PICO, PIMO, PK, PL, PLE, PMTA, PPPM, PRIN, PSTC, PTL, RCI, RCL, RJH, ROJNA, RPC, RPH, SAMCO, SAPPE, SCP, SF, SGF, SGP, SKN, SKR, SKY, SLP, SMIT, SOLAR, SPA, SPCG, SPG, SQ, SRICHA, SSC, SSP, STANLY, STPI, SUN, SUPER, SVOA, T, TCCC, TCMC, THE, THG, THMUI, TIC, TITLE, TIW, TMD, TOPP, TPCH, TPIPP, TPOLY, TTI, TVT, TYCN, UEC, UMS, UNIQ, VCOM, VIBHA, VPO, WIN, WORK, WP, WPH, ZIGA

Corporate Governance Report

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. 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 date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. SCB Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition

(Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2017 to 19 October 2018) is publicized.

CSL was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on July 26, 2018

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อขัดแย้งการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำความผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

ADVANC, AKP, AMANAH, AP, APCS, ASK, ASP, AYUD, BAFS, BANPU, BAY, BBL, BCH, BCP, BCPG, BGRIM, BJCHI, BKI, BLA, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CENTEL, CFRESH, CHEWA, CIG, CM, CNS, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPN, CSC, DCC, DEMCO, DIMET, DRT, DTAC, DTC, EASTW, ECL, EGCO, EPCO, FE, FNS, FPT, FSS, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOW, GOLD, GPSC, GSTEL, GUNKUL, HANA, HARN, HMPRO, HTC, ICC, IFEC, IFS, INET, INTUCH, IRPC, IVL, K, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCE, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, KWC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, M, MAKRO, MALEE, MBAX, MBK, MBKET, MC, MCOT, MFC, MINT, MONO, MOONG, MSC, MTI, NBC, NINE, NKI, NMG, NNCL, NSI, OCC, OCEAN, OGC, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDI, PDJ, PE, PG, PHOL, PL, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PREB, PRG, PRINC, PSH, PSTC, PT, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QLT, RATCH, RML, ROBINS, S & J, SABINA, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCN, SE-ED, SELIC, SENA, SGP, SINGER, SIRI, SIS, SITHAI, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPC, SPI, SPRT, SRICHA, SSF, SSI, SSSC, STA, SUSCO, SVI, SYNTEC, TAE, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, THANI, THCOM, THRE, THREL, TIP, TIPCO, TISCO, TKT, TMB, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TOG, TOP, TPA, TPCORP, TRU, TRUE, TSC, TSTH, TTCL, TU, TVD, TVI, TWPC, U, UBIS, UOBKH, VGI, VNT, WACOAL, WHA, WICE, WIIK

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

A, ABICO, AIE, AJ, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, APCO, ARROW, ASIAN, B, BJC, BLAND, BLISS, BM, BPP, BR, BUI, CEN, CGH, CHG, CHO, CHOTI, CI, CIMBT, CITY, COL, CPR, DDD, EFORL, EKH, ESTAR, ETE, FLOYD, FN, FPI, FTE, GPI, GYT, ICHI, ILINK, INSURE, IRC, ITEL, JAS, JTS, KWG, LDC, LEE, LIT, LRH, MATCH, MATI, META, MFEC, MILL, MTC, NCL, NEP, NWR, ORI, PAP, PK, PLANB, POST, PRM, PRO, PSL, PYLON, QTC, ROJNA, RWI, SAPPE, SCI, SHANG, SPALI, SST, STANLY, SUPER, SWC, SYMC, SYNEX, TAKUNI, THE, THIP, TKN, TMC, TNR, TOPP, TPP, TRITN, TTI, TVO, UEC, UKEM, UPA, UREKA, UV, UWC, VIH, XO, YUASA

N/A

2S, 7UP, AAV, ABM, ACAP, ACC, ADAM, ADB, AEC, AEONTS, AF, AFC, AGE, AH, AHC, AI, AIRA, AIT, AJA, AKR, ALL, ALLA, ALT, ALUCON, AMA, AMARIN, AMC, APEX, APURE, AQ, AQUA, ARIP, AS, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, BA, BAT-3K, BCT, BDMS, BEAUTY, BEC, BEM, BFIT, BGC, BGT, BH, BIG, BIZ, BKD, BOL, BROCK, BSM, BTNC, BTW, CAZ, CBG, CCET, CCP, CGD, CHARAN, CHAYO, CHOW, CHUO, CK, CKP, CMAN, CMC, CMO, CMR, CNT, COLOR, COMAN, COTTO, CPH, CPL, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DCORP, DELTA, DIGI, DOD, DTCL, EA, EARTH, EASON, ECF, EE, EIC, EMC, EPG, ERW, ESSO, EVER, F&D, FANCY, FC, FMT, FOCUS, FORTH, FSMART, FVC, GENCO, GIFT, GL, GLAND, GLOBAL, GRAMMY, GRAND, GREEN, GSC, GTB, GULF, HFT, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, ICN, IEC, IHL, III, INGRS, INOX, IRCP, IT, ITD, J, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMART, JMT, JSP, JUBILE, JUTHA, JWD, KAMART, KC, KCM, KDH, KIAT, KKC, KOOL, KTECH, KTIS, KWM, KYE, LALIN, LH, LOXLEY, LPH, LST, LTX, LVT, MACO, MAJOR, MANRIN, MAX, M-CHAI, MCS, MDX, MEGA, METCO, MGT, MIDA, MID, MK, ML, MM, MODERN, MORE, MPG, MPIC, MVP, NC, NCH, NDR, NER, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NOBLE, NOK, NPK, NPPG, NTV, NUSA, NVD, NYT, OHTL, OISHI, OSP, OTO, PACE, PAE, PERM, PF, PICO, PIMO, PJW, PLE, PMTA, POLAR, POMPU, PORT, PPM, PR9, PRAKIT, PRECHA, PRIN, PTL, RAM, RCI, RCL, RICH, RICHY, RJH, ROCK, ROH, RP, RPC, RPH, RS, RSP, S, S11, SAAM, SAFARI, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAWAD, SAWANG, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SF, SFP, SGF, SIAM, SIMAT, SISB, SKE, SKN, SKR, SKY, SLP, SMART, SMM, SMT, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPORT, SPPT, SPVI, SQ, SR, SSC, SSP, STAR, STEC, STHAI, STI, STPI, SUC, SUN, SUTHA, SVH, SVOA, T, TACC, TPAC, TBSP, TC, TCC, TCCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THL, THMUI, TIC, TIGER, TITTLE, TIW, TK, TKS, TM, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPAC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPLAS, TPOLY, TQM, TR, TRC, TRT, TRUBB, TSE, TSF, TSI, TSR, TSTE, TTA, TTL, TTTM, TTW, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UT, UTP, UVAN, VARO, VCOM, VI, VIBHA, VNG, VPO, VRANDA, WAVE, WG, WHAUP, WIN, WINNER, WORK, WORLD, WP, WPH, WR, YCI, YNP, ZEN, ZIGA, ZMICO

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 30, 2018) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.