

Global Green Chemicals

GGC TB / GGC.BK

20 กุมภาพันธ์ 2562

กำไรไตรมาส 4/61 สูงกว่าคาดจากรายได้พิเศษ; เล่นรับอุปสงค์ B100 ที่กำลังโต

Sector: Chemical
OVERWEIGHT

 ค่าแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อ**

เป้าหมายพื้นฐาน: 14.00 บาท

ราคา (18/02/62): 10.30 บาท

ผลประกอบการสูงกว่าคาด

GGC รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 4/61 ที่ 443 ล้านบาท เพิ่มขึ้น 77% YoY และ 139% QoQ หากไม่รวมขาดทุนจากสินค้าคงคลัง 24 ล้านบาท, ขาดทุนการอัตราแลกเปลี่ยน 1 ล้านบาท และรายได้พิเศษจากสินทรัพย์ภาษีเงินได้รอการตัดบัญชีที่ 272 ล้านบาท กำไรหลักจะอยู่ที่ 196 ล้านบาท ลดลง 37% YoY และ 22% QoQ ในขณะที่กำไรสุทธิสูงกว่าที่เรา (และตลาด) คาดการณ์จากรายได้พิเศษ กำไรหลักต่ำกว่าประมาณการของเรา 23% เนื่องจากอัตรากำไรของธุรกิจ ME ต่ำกว่าคาด และค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารสูงกว่าคาด (แต่สูงกว่าตลาดคาดการณ์ 15%)

ประเด็นหลักผลประกอบการ

รายได้พิเศษจำนวนมากหนุนการเติบโตของกำไรสุทธิ ในด้านการดำเนินงานนั้นปัจจัยหลักที่ส่งผลให้กำไรหลักหดตัวลง ได้แก่ 1) กำไรของธุรกิจ ME (B100) ลดลง, 2) ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหารเพิ่มขึ้น และ 3) กำไรจากบริษัทย่อยและบริษัทร่วมทุนลดลง โดยกำไรที่สูงขึ้นจากธุรกิจ FA ช่วยบรรเทาการปรับตัวลดลงของกำไรหลักได้บางส่วน

สำหรับธุรกิจ ME adjusted EBITDA margin ปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ 1.3% จาก 4.7% ในไตรมาส 4/60 และ 7.9% ในไตรมาส 3/61 เนื่องจากส่วนต่างระหว่างราคาผลิตภัณฑ์กับวัตถุดิบของธุรกิจ ME หดตัวลง, ราคาเกลือโซเดียม (ผลิตภัณฑ์พลอยได้) ปรับตัวลดลง และมีค่าใช้จ่ายเพิ่มเติมสำหรับการจัดการสินค้าคงคลัง อย่างไรก็ตามปริมาณขาย B100 เพิ่มขึ้น 6% YoY และ 15% QoQ มาอยู่ที่ 97,431 ตัน หนุนโดยช่วงไฮซีซั่นและมาตรการกระตุ้นจากรัฐบาล สำหรับธุรกิจ FA ปริมาณขายเพิ่มขึ้น 4% YoY และ 24% QoQ มาอยู่ที่ 33,442 ตัน หนุนโดยอุปสงค์ตามฤดูกาลจำนวนมาก ดังนั้น adjusted EBITDA margin สำหรับธุรกิจ FA จะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 18.0% จาก 13.3% ในไตรมาส 4/60 และ 11.9% ในไตรมาส 3/61 หนุนโดยส่วนต่างระหว่างราคาผลิตภัณฑ์กับวัตถุดิบที่ขยายตัว (เพิ่มขึ้น 10% YoY และ 16% QoQ มาอยู่ที่ 535 เหรียญสหรัฐต่อตัน)

แนวโน้ม

กำไรหลักของ GGC ในไตรมาส 1/62 มีแนวโน้มอ่อนตัวลงทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากกำไรจากธุรกิจ ME และ FA ที่ลดลง สำหรับธุรกิจ ME ปริมาณขาย B100 คาดว่าจะปรับตัวลดลง YoY (ทรงตัว QoQ) เนื่องจากปริมาณขายในไตรมาส 1/61 สูงกว่าปกติ อย่างไรก็ตามช่วงไฮซีซั่นน่าจะหนุนอัตรากำไรของธุรกิจ ME ให้ทรงตัวทั้ง YoY และ QoQ สำหรับธุรกิจ FA ปริมาณขายคาดว่าจะลดลง QoQ (เนื่องจากการหยุดซ่อมบำรุงตามแผนเป็นระยะเวลา 2 สัปดาห์) และส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์มีแนวโน้มปรับตัวลดลง QoQ (ช่วงโลว์ซีซั่น) ซึ่งจะกดดันกำไรของธุรกิจ นอกจากนี้การไม่มีรายได้พิเศษจะกดดันกำไรสุทธิไตรมาส 1/62 ให้ปรับลดลง QoQ

สิ่งที่เปลี่ยนแปลง

เรายังคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2562 ไม่เปลี่ยนแปลงที่ 1,111 ล้านบาท

คำแนะนำ

ผลประกอบการในไตรมาส 4/61 ที่สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์น่าจะดึงดูดความสนใจจากตลาดในระยะสั้น หากมองไปในอนาคต มาตรการกระตุ้นจากรัฐบาลที่จะหนุนการบริโภคน้ำมันปาล์มดิบในประเทศ เช่น การเพิ่มข้อบังคับขั้นต่ำสำหรับส่วนผสมไบโอดีเซลและการส่งเสริมการใช้ B20 คาดว่าจะกระตุ้นอุปสงค์ B100 ทั้งนี้มูลค่าหุ้นปัจจุบันอยู่ในระดับน่าสนใจ ปัจจุบัน GGC ซื้อขาย PER ปี 2562 ที่ 9.5 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยโออีไอเคเอ็มในภูมิภาคที่ 20.6 เท่า และค่าเฉลี่ยกลุ่มปีโตรเคมีที่ 11.4 เท่า เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" หุ้น GGC

Financial summary

FY Ended 31 Dec	2018	2019E	2020E	2021E
Revenues (Btm)	16,225	20,388	20,975	21,562
Net profit (Btm)	(1,161)	1,111	1,154	1,076
EPS (Bt)	(1.13)	1.09	1.13	1.05
EPS growth (%)	n.m.	n.m.	+3.9%	-6.8%
Core profit (Btm)	1,028	1,111	1,154	1,076
Core EPS (Bt)	1.00	1.09	1.13	1.05
Core EPS growth (%)	-19.3%	+8.1%	+3.9%	-6.8%
PER (x)	n.m.	9.5	9.1	9.8
PBV (x)	1.3	1.0	0.9	0.9
Dividend (Bt)	0.0	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	0.0	3.2	3.3	3.1
ROE (%)	(11.2)	11.0	10.6	9.2

CG/Anti-corruption

Certified

สัพพตา ศรีสุข

นักวิเคราะห์การลงทุนวิจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

suppata@bualuang.co.th

+66 2 618 1343

GGC: Financial Tables – Year

PROFIT & LOSS (Btm)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Revenue	19,472	16,225	20,388	20,975	21,562
Cost of sales and services	(17,555)	(14,676)	(18,503)	(19,028)	(19,553)
Gross profit	1,918	1,549	1,885	1,947	2,009
SG&A	(724)	(779)	(754)	(776)	(798)
EBIT	1,193	770	1,130	1,171	1,211
Interest expense	(87)	(72)	(68)	(53)	(38)
Other income/exp.	82	143	63	66	70
EBT	1,188	841	1,126	1,184	1,243
Corporate tax	(2)	84	(126)	(131)	(276)
After-tax net profit (loss)	1,186	926	999	1,053	968
Minority interest	0	0	(27)	(28)	(26)
Equity earnings from affiliates	87	102	139	130	134
Extra items	(752)	(2,189)	0	0	0
Net profit (loss)	521	(1,161)	1,111	1,154	1,076
Reported EPS	0.51	(1.13)	1.09	1.13	1.05
Fully diluted EPS	0.51	(1.13)	1.09	1.13	1.05
Core net profit	1,273	1,028	1,111	1,154	1,076
Core EPS	1.24	1.00	1.09	1.13	1.05
EBITDA	1,758	1,291	1,651	1,706	1,763

KEY RATIOS

Revenue growth (%)	13.2	(16.7)	25.7	2.9	2.8
Gross margin (%)	9.8	9.5	9.2	9.3	9.3
EBITDA margin (%)	9.0	8.0	8.1	8.1	8.2
Operating margin (%)	6.1	4.7	5.5	5.6	5.6
Net margin (%)	2.7	(7.2)	5.4	5.5	5.0
Core profit margin (%)	6.5	6.3	5.4	5.5	5.0
ROA (%)	4.0	(8.4)	8.3	8.4	7.6
ROCE (%)	4.3	(9.2)	9.3	9.4	8.5
Asset turnover (x)	1.5	1.2	1.5	1.5	1.5
Current ratio (x)	6.9	4.4	4.0	4.2	4.3
Gearing ratio (x)	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Interest coverage (x)	13.7	10.7	16.6	22.2	32.1

BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,122	3,787	3,636	4,074	4,458
Accounts receivable	1,842	1,247	1,567	1,612	1,657
Inventory	2,778	1,490	1,879	1,932	1,985
PP&E-net	4,705	5,103	4,962	4,823	4,682
Other assets	868	1,267	1,321	1,379	1,439
Total assets	14,535	13,084	13,565	14,030	14,442
Accounts payable	410	741	934	960	987
ST debts & current portion	284	342	402	402	402
Long-term debt	2,116	1,779	1,203	806	410
Other liabilities	56	63	66	69	72
Total liabilities	3,462	3,377	3,080	2,737	2,395
Paid-up capital	10,237	10,237	10,237	10,237	10,237
Share premium	219	219	219	219	219
Retained earnings	622	(744)	34	842	1,595
Shareholders equity	11,073	9,708	10,485	11,294	12,047
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	14,535	13,084	13,565	14,030	14,442

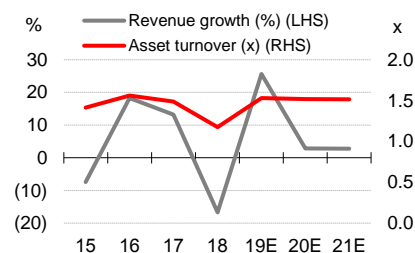
CASH FLOW (Btm)

Net income	521	(1,161)	1,111	1,154	1,076
Depreciation and amortization	565	521	521	536	551
Change in working capital	1,048	96	(502)	(58)	(58)
FX, non-cash adjustment & others	(38)	1,583	1,182	(53)	(54)
Cash flows from operating activities	2,096	1,039	2,311	1,579	1,515
Capex (Invest)/Divest	(834)	(912)	(380)	(397)	(410)
Others	(1,631)	402	(52)	(55)	(58)
Cash flows from investing activities	(2,464)	(510)	(431)	(452)	(467)
Debt financing (repayment)	(501)	(354)	(297)	(343)	(342)
Equity financing	3,177	0	0	0	0
Dividend payment	(413)	(205)	(333)	(346)	(323)
Others	(1,631)	402	(52)	(55)	(58)
Cash flows from financing activities	2,264	(559)	(630)	(689)	(664)
Net change in cash	1,895	(29)	1,249	438	384
Free cash flow (Btm)	1,262	127	1,932	1,182	1,106
FCF per share (Bt)	1.23	0.12	1.89	1.15	1.08

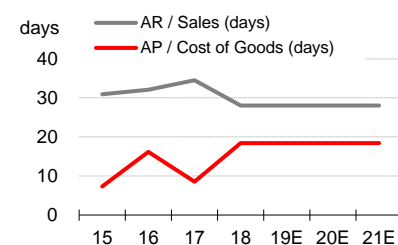
Key assumptions

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Sales volume	495	532	515	531	548
Methyl Ester (kta)	344	375	360	375	390
Fatty Alcohol (kta)	111	115	108	108	108
Glycerine (kta)	40	42	47	48	50

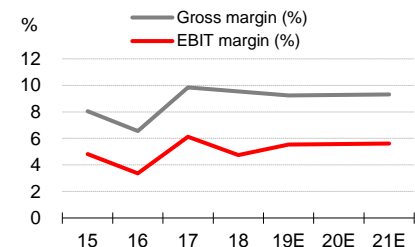
Revenue growth and asset turnover



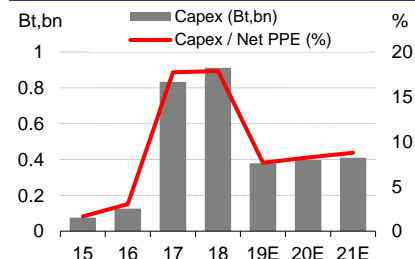
A/C receivable & A/C payable days



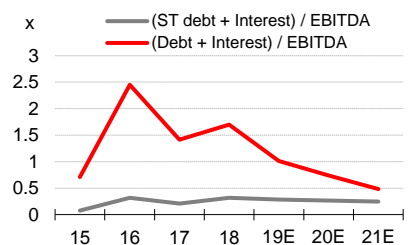
Profit margins



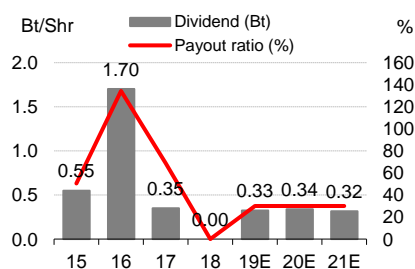
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



GGC: Financial Tables – Quarter

QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Revenue	5,219	4,631	4,236	3,704	3,654
Cost of sales and services	(4,718)	(4,176)	(3,938)	(3,316)	(3,245)
Gross profit	501	455	297	388	408
SG&A	(223)	(177)	(177)	(184)	(241)
EBIT	279	278	121	204	167
Interest expense	(20)	(19)	(18)	(17)	(17)
Other income/exp.	33	41	43	30	29
EBT	291	300	145	217	180
Corporate tax	(4)	4	84	(11)	7
After-tax net profit (loss)	287	304	230	206	187
Minority interest	0	0	0	0	0
Equity earnings from affiliates	27	20	27	46	9
Extra items	(63)	(260)	(2,109)	(67)	247
Net profit (loss)	251	64	(1,853)	185	443
Reported EPS	0.24	0.06	(1.81)	0.18	0.43
Fully diluted EPS	0.24	0.06	(1.81)	0.18	0.43
Core net profit	313	324	257	252	196
Core EPS	0.31	0.32	0.25	0.25	0.19
EBITDA	422	417	254	328	292

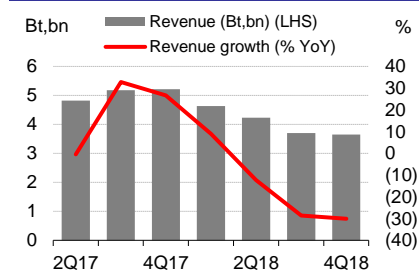
KEY RATIOS

Gross margin (%)	9.6	9.8	7.0	10.5	11.2
EBITDA margin (%)	8.1	9.0	6.0	8.9	8.0
Operating margin (%)	5.3	6.0	2.9	5.5	4.6
Net margin (%)	4.8	1.4	(43.7)	5.0	12.1
Core profit margin (%)	6.0	7.0	6.1	6.8	5.4
BV (Bt)	10.8	10.9	8.9	9.0	9.5
ROE (%)	9.2	2.3	(73.3)	8.1	18.7
ROA (%)	6.9	1.8	(54.2)	5.8	13.7
Current ratio (x)	6.9	7.5	4.0	4.4	4.4
Gearing ratio (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage (x)	13.7	14.6	6.5	11.9	9.8

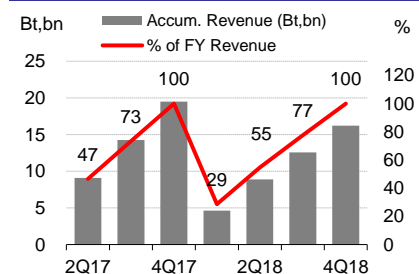
QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)

Cash & Equivalent	4,122	4,743	4,038	3,890	3,787
Accounts receivable	1,842	1,444	1,263	1,195	1,247
Inventory	2,778	2,443	1,526	1,442	1,490
PP&E-net	4,705	4,799	4,932	5,110	5,103
Other assets	868	798	928	989	1,267
Total assets	14,535	14,489	12,842	12,793	13,084
Accounts payable	410	445	1,047	717	741
ST debts & current portion	284	284	312	313	342
Long-term debt	2,116	2,115	1,946	1,946	1,779
Other liabilities	56	57	60	62	63
Total liabilities	3,462	3,352	3,762	3,528	3,377
Paid-up capital	10,237	10,237	10,237	10,237	10,237
Share premium	219	219	219	219	219
Retained earnings	622	686	(1,372)	(1,187)	(744)
Shareholders equity	11,073	11,137	9,080	9,265	9,708
Minority interests	0	0	0	0	0
Total Liab.&Shareholders' equity	14,535	14,489	12,842	12,793	13,084
Key operating data	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
Methyl Ester-sales volume (kta)	91,716	102,754	90,100	84,637	97,431
Methyl Ester-market P2F (Bt/kg)	4.93	5.14	5.13	5.29	5.22
Fatty Alcohols-sales volume (kta)	32,045	24,235	30,209	26,899	33,442
Fatty Alcohols-market P2F (US\$/t)	488	419	465	463	535

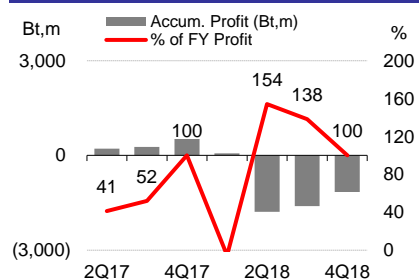
Revenue trend



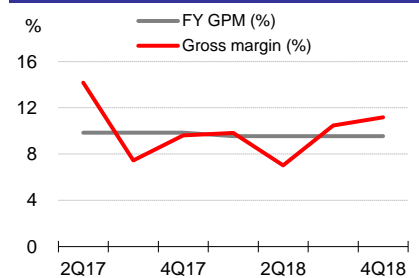
Revenue trend (accumulated)



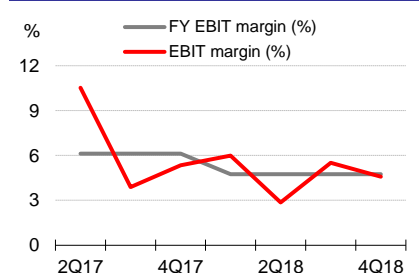
Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



EBIT margin



Company profile

Global Green Chemicals Plc (GGC), former Thai Oleochemicals Company Limited, is the pioneer oleochemicals producers in Thailand under PTTGC group. It has a combined annual production capacity of 300KTA of Methyl Ester and 100KTA of Fatty Alcohols.

Figure 1 : 4Q18 results

FY Ended 31 Dec (Btm)	4Q18	4Q17	YoY %	3Q18	QoQ %	2018	2017	YoY %
Income Statement								
Revenue	3,654	5,219	(30)	3,704	(1)	16,225	19,472	(17)
Cost of sales and services	(3,245)	(4,718)	(31)	(3,316)	(2)	(14,676)	(17,555)	(16)
EBITDA	292	422	(31)	328	(11)	1,291	1,758	(27)
SG&A	(241)	(223)	8	(184)	31	(779)	(724)	8
EBIT	167	279	(40)	204	(18)	770	1,193	(35)
Interest expense	(17)	(20)	(17)	(17)	(1)	(72)	(87)	(18)
Other income/exp.	29	33	(9)	30	(2)	143	82	74
Equity earnings from affiliates	9	27	(64)	46	(79)	102	87	18
Extra items	247	(63)	nm	(67)	nm	(2,189)	(752)	nm
EBT	180	291	(38)	217	(17)	841	1,188	(29)
Corporate tax	7	(4)	nm	(11)	nm	84	(2)	nm
Minority interest	0	0	nm	0	nm	0	0	nm
Net profit (loss)	443	251	77	185	139	(1,161)	521	nm
Reported EPS	0.43	0.24	77	0.18	139	(1.13)	0.56	nm
Core net profit	196	313	(37)	252	(22)	1,028	1,273	(19)
Key ratios								
Gross margin (%)	11.2	9.6		10.5		9.5	9.8	
EBITDA margin (%)	8.0	8.1		8.9		8.0	9.0	
EBIT margin (%)	4.6	5.3		5.5		4.7	6.1	
SG&A / Revenue (%)	6.6	4.3		5.0		4.8	3.7	
Tax rate (%)	(3.9)	1.4		4.9		(10.0)	0.1	
Net margin (%)	12.1	4.8		5.0		(7.2)	2.7	
Interest coverage (x)	9.8	13.7		11.9		10.7	13.7	
Balance Sheet								
Cash & Equivalent	3,787	4,122	(8)	3,890	(3)			
Total assets	13,084	14,535	(10)	12,793	2			
ST debts & current portion	342	284	20	313	9			
Long-term debt	1,779	2,116	(16)	1,946	(9)			
Total liabilities	3,377	3,462	(2)	3,528	(4)			
Retained earnings	(744)	622	(220)	(1,187)	nm			
Shareholders equity	9,708	11,073	(12)	9,265	5			
Minority interests	0	0	nm	0	nm			
BV (Bt)	9.5	10.8	(12)	9.0	5			

Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Bualuang Securities Public Company Limited

DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIPS WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein, This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY ACT AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DWs, AND ISSUER OF STRUCTURED NOTES ON THESE SECURITIES. The company may prepare the research reports on those underlying securities. Investors should carefully read the details of the derivative warrants and structured notes in the prospectus before making investment decisions.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED IS OR MAY BE AN UNDERWRITER/CO-UNDERWRITER/JOINT LEAD IN RESPECT OF THE INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO) OF SECURITIES.

Financial Advisor	Lead underwriter/ Underwriter/ Co-underwriter

CG Rating

Score Range	Score Range	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 00359		Pass
Below 50	No logo given	N/A

Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors

- companies that have **declared** their intention to join CAC, and
- companies **certified** by CAC.

CORPORATE GOVERNANCE REPORT DISCLAIMER

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

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 IOD survey 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. Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms nor certifies the accuracy of such survey results.

“Disclaimer: The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by the relevant institution as disclosed by the Office of the Securities and Exchange Commission, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies. The relevant institution made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, Bualuang Securities Public Company Limited neither confirms, verifies, nor certifies the accuracy and completeness of the assessment result.”

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.