

เงินสดปัน เปิดกว้างโอกาสเติบโต

• เวิลด์แก๊ส เบอร์ 3 ของตลาด LPG ไทย

บริษัท ดับบลิวพี เอ็นเนอร์ยี่ จำกัด (มหาชน) หรือ "WP" ดำเนินธุรกิจค้าก๊าซปิโตรเลียมเหลว (LPG) ภายใต้เครื่องหมายการค้า "เวิลด์แก๊ส" ซึ่งได้รับอนุญาตตามมาตรา 7 บริษัทเป็นผู้ครองส่วนแบ่งการตลาดในประเทศเป็นอันดับ 3 รองจาก PTT และ SGP ในปี 17 บริษัทมีส่วนแบ่งการตลาดตามปริมาณการจำหน่ายก๊าซ LPG อยู่ที่ร้อยละ 20.20 ของประเทศไทย (ไม่รวมที่จำหน่ายให้ปิโตรเคมี) ทั้งนี้ส่วนแบ่งตลาดราว 80% เป็นของ PTT SGP WP และ SCC บริษัทมีช่องทางการจัดจำหน่าย 2 ลักษณะ คือ การขายส่ง และการขายปลีก ด้านกลุ่มลูกค้าตามสัดส่วนปริมาณการขายหลักคือ กลุ่มลูกค้าโรงบรรจุก๊าซ (40.06%) และสถานีบริการก๊าซ (36.32%)

• คาดผลประกอบการ ปี 18 เติบโตโดดเด่น

เราคาดว่ากำไรสุทธิในปี 18 จะรายงานที่ระดับ 311 ล้านบาทเติบโต 136% YoY โดยได้อานิสงส์จาก 2 สาเหตุหลัก 1) การบริหารต้นทุนวัตถุดิบได้ดีกว่าปีก่อน 2) ฐานปีก่อนต่ำจากรายการพิเศษค่าใช้จ่ายค่าที่ปรึกษาการเงิน 60 ล้านบาท สำหรับผลประกอบการในช่วง 3Q18 เราคาดว่าจะทำจุดสูงสุดของปีที่ระดับ 104 ล้านบาท +25%QoQ และ +94% YoY โดยเราคาดว่ารายได้จะเติบโต 5% QoQ ขณะที่ SG&A จะลดลง 15% QoQ จากที่ไตรมาสก่อนมีรายการพิเศษค่าใช้จ่ายคืดความ 12 ล้านบาท ส่งผลให้อัตรากำไรทำกำไรของบริษัทปรับสูงขึ้น คาดว่า Net Profit Margin ที่ระดับ 2.7% เทียบกับ ไตรมาสก่อนที่ระดับ 2.3%

• เงินสดปัน เปิดโอกาสให้บริษัทเติบโตด้วยการลงทุน

เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทจะเริ่มสม่ำเสมอมากขึ้น และจากการคาดการณ์กำไรในช่วง 2H18 ของเรา WP จะมีเงินสดปันปี 18 ที่ราว 1,400 ล้านบาท หรือ 2.7 บาทต่อหุ้น นอกจากนี้ บริษัทมีหนี้สินที่ต้องชำระดอกเบี้ยราว 210 ล้านบาท เราจึงประเมินว่าบริษัทมีสภาพคล่องอยู่ในระดับสูง และมองว่าจะเป็นโอกาสให้บริษัทเติบโตด้วยการลงทุนเพิ่มเติมจากที่มีเงินสดที่พร้อม

• เริ่มต้นแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 9.00 บาท

เราเริ่มต้นออกบทวิเคราะห์ WP ด้วยคำแนะนำ "ซื้อ" ราคาเหมาะสมปี 18 อยู่ที่ 9.00 บาท อิง PER 15 เท่า เราคาดว่าบริษัทจะรายงานผลประกอบการที่โดดเด่นในช่วง 2H18 ต่อเนื่องไปในปี 19 และกลับมาจ่ายปันผลได้ในปี 19 หลังจากล้างขาดทุนสะสมหมด

ความเสี่ยง: ภาวะเศรษฐกิจ, นโยบายด้านพลังงานของภาครัฐ, ราคา LPG

Chavin Saengsiravin

Fundamental Analyst

Sec No. 048514

(+66) 2 088 8156

Chavin.s@zcomsec.com

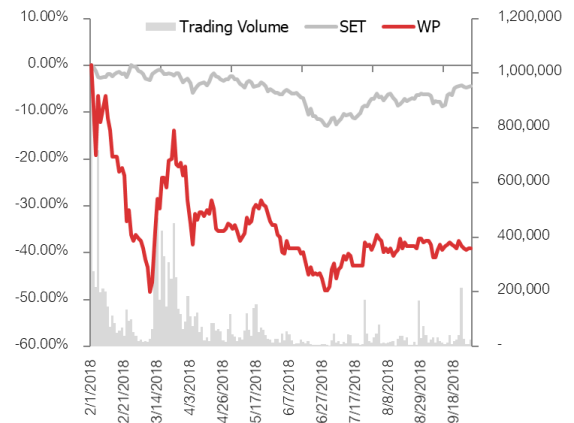


Date

28 September 2018

Last Price (Bt)	7.50
Target Price (Bt)	9.00
Upside (%)	20.00
Shares in issue (Mn)	518.50
Market Cap (MBt)	3,888.75
Free Float (%)	40.89
Foreign Limit/Actual (%)	49.00 / 3.38
NVDR (%)	0.41
Par Value (Bt)	1.00

Price Relative



Source: Aspen

Price Performance	Absolute (%)	SET (%)
YTD	N/A	N/A

Source: www.set.or.th

Year End Dec 31		2015A	2016A	2017A	2018F	2019F
Net Profit	(MBt)	101	57	132	311	310
EPS	(Bt)	0.04	0.02	0.25	0.60	0.60
BPS	(Bt)	0.17	0.19	1.29	1.90	2.49
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.14
PER	(X)	205.73	363.25	29.47	12.48	12.54
PBV	(X)	43.14	38.63	5.79	3.96	3.01
Dividend yield	(%)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.87

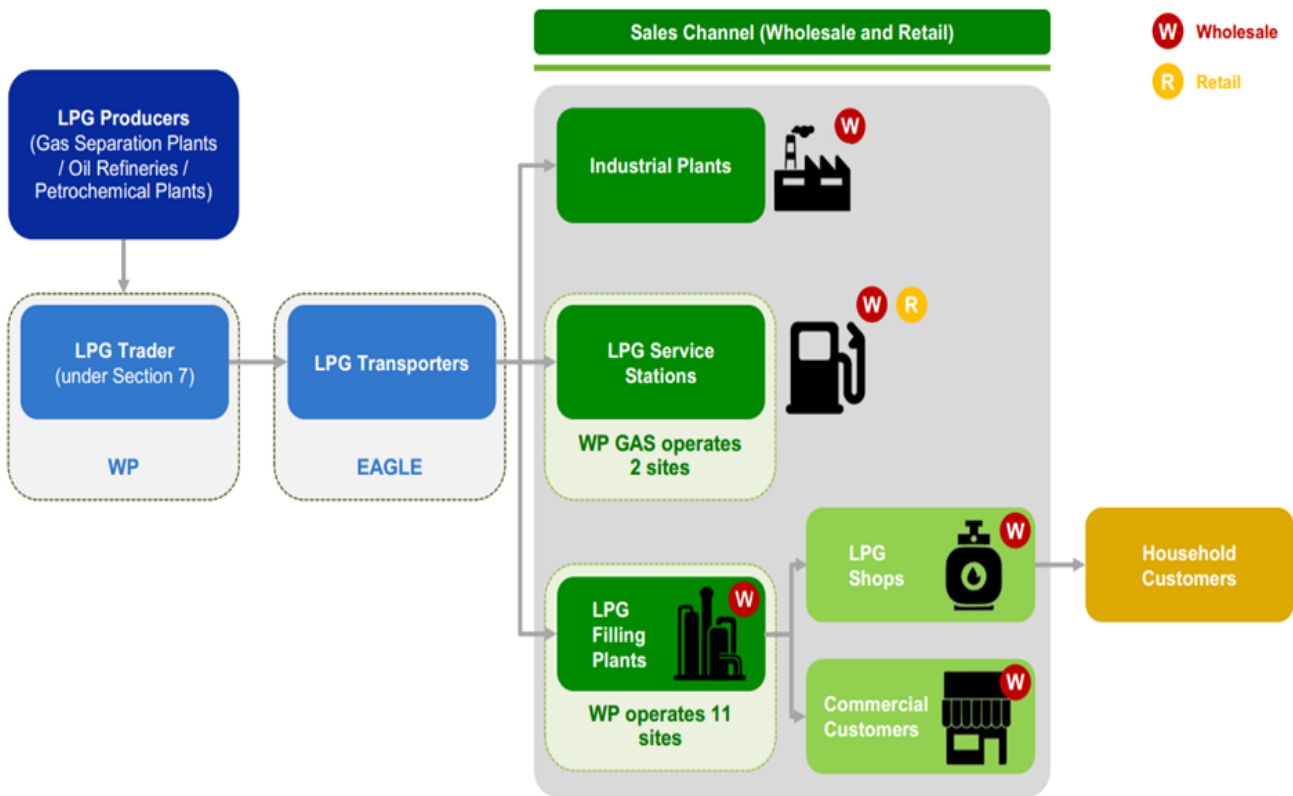
Source: Company data, ZCOM estimates



• **ดับเพลิง เอ็นเนอร์ยี**

บริษัทประกอบธุรกิจค้าก๊าซ LPG ภายใต้เครื่องหมายการค้า “เวลด์แก๊ส” ซึ่งได้รับใบอนุญาตให้เป็นผู้ค้าน้ำมันมาตรา 7 โดยในปี 17 บริษัทครองส่วนแบ่งตลาดการจำหน่ายก๊าซ LPG (ไม่รวมปิโตรเคมี) ที่ร้อยละ 20.20 คิดเป็นปริมาณขายรวม 886,246 ตัน โดยบริษัทแบ่งช่องทางการจัดจำหน่าย 2 ลักษณะ คือ การขายส่ง และการขายปลีก ส่วนของการขายส่งจะเป็นการจำหน่ายให้กับลูกค้าประเภท โรงบรรจุก๊าซ LPG สถานีบริการก๊าซ โรงงาน ลูกค้าพาณิชย์ และร้านค้าก๊าซ โดยจะขายในแบบถังก๊าซขนาดใหญ่ (Bulk) และถังบรรจุก๊าซขนาดย่อม (Cylinder) ในปี 17 ขนาดถังที่เป็นยอดขายหลักของบริษัทคือถัง 25 ก.ก. รองมาคือถัง 4 ก.ก. ส่วนของการขายปลีก บริษัทมีการจำหน่ายก๊าซ LPG ตรงถึงผู้บริโภคผ่านทางสถานีบริการ LPG 2 แห่ง นอกจากนี้ การขนส่งก๊าซ LPG ทางบกของบริษัทส่วนใหญ่ดำเนินการโดย EAGLE บริษัททยอยของบริษัทที่มีรถบรรทุก 160 คัน ปัจจุบันบริษัทมีการดำเนินงานโรงบรรจุก๊าซ LPG เอง 11 แห่ง และมีคลังเก็บก๊าซ LPG 5 แห่ง ขนาดความจุรวม 8,989 ตัน

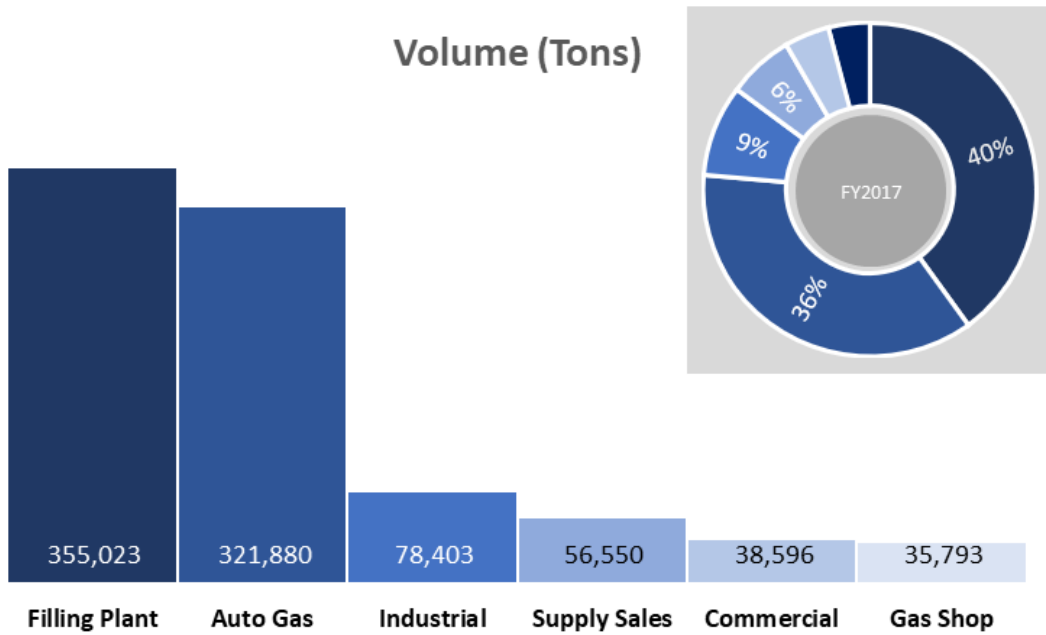
การดำเนินธุรกิจค้าก๊าซ LPG ของ WP



Source: Company Data

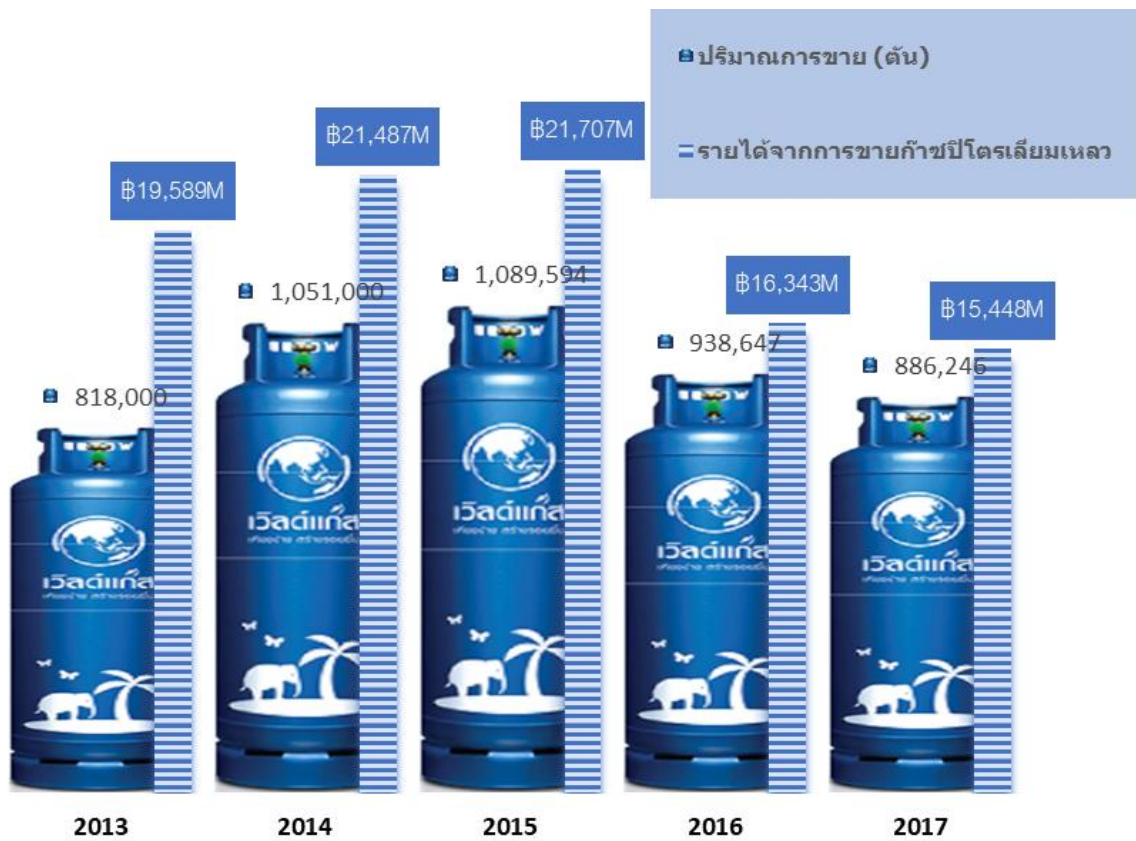


ปริมาณขายแยกตามกลุ่มลูกค้าปี 17



Source: Company Data, ZCOM

ปริมาณการขายและรายได้จากการขาย LPG



Source: Company Data, ZCOM



- **ปรับโครงสร้างบริษัทและต้นทุนเพื่อเตรียมตัวให้พร้อมที่จะเติบโต**

ก่อนกลับเข้ามาซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์ อีกครั้งในเดือน มกราคม 18 บริษัทได้มีการขยายงานที่สำคัญในช่วง 5 ปี ดังนี้

I.บริษัทเข้าการลงทุนใน PICNI ในปี 13 ก่อนที่จะควบรวมกิจการแล้วเสร็จในปี 14 ทำให้ ส่วนแบ่งตลาดของ WP เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ 14.70% ในปี 13 มาที่ 18.63% ในปี 14 และทำให้ได้คลังเก็บก๊าซเพิ่ม 2 แห่งความจุรวมราว 2,010 ตัน

II.ดำเนินการก่อสร้างคลังเก็บก๊าซ LPG เพิ่ม 2 แห่งขนาดความจุ 2,000 ตัน และ 60 ตัน แล้วเสร็จพร้อมใช้ และเข้าซื้อสถานีบริการ 2 แห่ง ในปี 15

III.ดำเนินการปรับปรุงเพิ่มปริมาณหัวจ่ายก๊าซ LPG เพิ่มขึ้น 13 หัวจ่าย ทำให้มีหัวจ่ายเพิ่มขึ้นเป็น 41 หัวจ่าย ในปี 17

จากการขยายงานในส่วนของคลังเก็บก๊าซในปี 15 และปริมาณยอดขายที่ลดลงของบริษัททำให้การสำรองก๊าซมีต้นทุนที่ลดลง โดยค่าเช่าบริการถังเก็บสำรอง LPG ลดลงราว 140 ล้านบาท เมื่อเทียบกับปี 17 กับปี 15 นอกจากนี้ บริษัทมีการจัดการในส่วนของทรัพยากรบุคคลได้ดีขึ้น ทำให้ต้นทุนค่าตอบแทนพนักงานลดลงราว 17 ล้านบาท

- **การตรึงราคา LPG ของรัฐและการเปิดเสรีพลังงานช่วยหนุน WP**

เรามองเป็นบวกต่อนโยบายการตรึงราคาก๊าซ LPG ของคณะกรรมการบริหารนโยบายพลังงาน (กบง.) ในช่วงกลางปี ที่ใช้กองทุนน้ำมันและการขอเงินหมุนเวียนมาช่วยดูแลเสถียรภาพราคา LPG ให้ไม่สูงตามราคาตลาดโลกจนถึงสิ้นปี เราเชื่อว่าผู้ค้ามาตรา 7 จะได้ประโยชน์จากเสถียรภาพของราคา ไม่มีการขาดทุนสต็อกสินค้า และลดการใช้เงินหมุนเวียนในกิจการ เราคาดว่านโยบายตรึงราคาพลังงานจะต่อเนื่องไปในช่วงก่อนการเลือกตั้งปีหน้า จากที่เราเชื่อว่านโยบายประชานิยมด้านพลังงานจะไม่ถูกยกเลิกในช่วงก่อนการเลือกตั้ง นอกจากนี้ การที่ภาครัฐมีแผนที่จะเปิดเสรีอุตสาหกรรมพลังงานมากขึ้น จะเอื้อต่อการดำเนินกิจการของ WP เราเชื่อว่าภาวะการแข่งขันที่สูงขึ้นสำหรับผู้นำเข้าก๊าซ LPG จะช่วยให้บริษัทมีทางเลือกในการจัดซื้อวัตถุดิบที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นเมื่อเทียบกับช่วงที่ไม่มีการเปิดเสรี

- **เตรียมพร้อม สู่อำนาจสำรอง 2%**

บริษัทอยู่ระหว่างการลงทุนก่อสร้างคลังเก็บและจ่ายก๊าซปิโตรเลียมเหลวบางปะกง เฟส 3 ขนาดความจุประมาณ 6 ล้านลิตร จำนวน 3 ถัง และขนาด 1 ล้านลิตรจำนวน 1 ถัง มูลค่าการลงทุน 485 ล้านบาท (ขนาดความจุรวม 9,000 ตัน) ซึ่งจะแล้วเสร็จในปี 20 ภายหลังแล้วเสร็จจะทำให้มีความจุคลังเก็บเพิ่มขึ้นเป็น 18,000 ตันเพื่อให้พร้อมสำหรับการบังคับกฎหมายการเรียกสำรองที่สูงขึ้นที่จะเริ่มบังคับใช้ในปี 21 โดยเพิ่มสำรองที่ระดับ 1% เป็น 2% ของปริมาณจำหน่าย เราขึ้นชอบการสำรองคลังเก็บสำรองมากกว่าการเช่าใช้ จากที่บริษัทมีเงินสดเหลือในระดับสูง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทจะยังคงต้องการเช่าคลังเก็บ LPG จากภายนอกภายหลังการบังคับกฎหมาย

- อยู่ระหว่างการศึกษาคำโครงการต่อยอดการเติบโต

เราคาดว่าบริษัทอยู่ในช่วงที่จะมุ่งเน้นการเติบโตด้วยเงินทุนที่มีพร้อมในมือ หลังจากที่ช่วงก่อนเรามองว่าเป็นช่วงที่บริษัทอยู่ระหว่างการจัดโครงสร้างภายในหลังการควบรวมกิจการ และปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงานให้มีต้นทุนต่ำ บริษัทอยู่ระหว่างการศึกษายางานในโครงการต่างๆ ดังนี้ i) การขยายงานไปสู่ตลาดต่างประเทศ ทั้งรูปแบบของการหาพันธมิตรในต่างประเทศและการส่งออกจากประเทศไทย บริษัทมีแผนเริ่มส่งออกในช่วงปลายปี 18 ii) การขยายเข้าสู่ธุรกิจผลิตถัง LPG เราค่อนข้างชื่นชอบการผลิตถัง จากที่บริษัทต้องซื้อถังจากผู้ผลิตด้วยมูลค่าหลักร้อยล้านบาทต่อปี การมียอดขายภายในเป็นฐานจะลดความเสี่ยงในการเริ่มธุรกิจใหม่ iii) ศึกษาการซื้อเรือขนส่ง เราคาดว่าเรือขนส่งจะช่วยลดต้นทุนค่าขนส่งและเพิ่มศักยภาพในการจัดซื้อวัตถุดิบจากต่างประเทศให้กับบริษัท

- เตรียมนำที่ดินบางคอแหลม 1 ไร่ 80.7 ตร.วา ขาย

WP เตรียมนำที่ดิน 1 แปลง ขายออก โดยใช้วิธีประมูล ที่ดินที่บริษัทเตรียมนำมาประมูลคือ ที่ดิน โฉนดเลขที่ 2170 เลขที่ 603 ตำบลบางโคล่ อำเภอบางคอแหลม จังหวัดกรุงเทพมหานคร เนื้อที่รวม 1 ไร่ 80.7 ตารางวาขาย มีทางเข้าออกถนนสายหลัก คือ ถนนพระราม 3 บริษัทได้ใช้ราคาประเมินมูลค่าสินทรัพย์ โดยผู้ประเมินอิสระ 2 บริษัทในการกำหนดราคาเริ่มต้นประมูล ในราคา 130 ล้านบาท ทั้งนี้ เรายังไม่ทราบกำหนดวันเวลาประมูลที่ชัดเจน อย่างไรก็ตาม จากการสอบถามทางบริษัท มีผู้สนใจเข้ามาติดต่อแล้ว เรามองว่าราคาเริ่มต้นที่สูงกว่าราคาประเมินต่อตารางวาของกรมธนารักษ์ อยู่ราว 28% ยังอยู่ในช่วงปกติที่มีการซื้อขายกันในตลาดอสังหาริมทรัพย์ สำหรับที่ดินบางคอแหลมบริษัทบันทึกต้นทุนในงบการเงินที่ราว 63 ล้านบาท ซึ่งหากขายได้ เราคาดว่าบริษัทจะมีการรับรู้กำไรพิเศษมากกว่า 56 ล้านบาท ในงวดบัญชีที่มีการขาย เรายังไม่รวมกำไรพิเศษจากการขายที่ดินไว้ในประมาณการของเรา

- เริ่มต้นแนะนำ “ซื้อ” ราคาเหมาะสมอยู่ที่ 9.00 บาท

เราเริ่มต้นให้คำแนะนำ “ซื้อ” โดยให้ราคาเหมาะสมปี 18 ที่ 9.00 บาท อิง PER 15 เท่า เราคาดว่าบริษัทจะรายงานผลประกอบการที่โดดเด่นเป็นปีแรกในปี 18 และจะเป็นจุดเริ่มต้นของการขยายงานอย่างต่อเนื่องหลังจากที่ผลประกอบการกลับมาแข็งแรง ซึ่งจะเป็นฐานให้สามารถเจรจากรับโอนทรัพย์สินในการให้เงินกู้ เพื่อต่อยอดเงินสดที่มีอยู่ในระดับสูง เพื่อการลงทุนขยายงานเพิ่มเติม เราเชื่อว่าจากความพร้อมในด้านการเงินและมาตรการการสำรองที่สูงขึ้นจากภาครัฐ จะทำให้บริษัทได้เปรียบผู้ค้ารายเล็กในตลาด LPG ในระยะยาว ปัจจุบัน WP ซื้อขายอยู่ที่ระดับ 7.50 บาท/หุ้น มี Upside ถึง 20% เมื่อเทียบกับราคาเหมาะสมของเรา



Balance Sheet					Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
Cash & bank deposits	494	552	833	1,402	1,805
Accounts receivable - net	993	906	1,022	989	996
Inventories	148	196	203	197	198
Other current assets	6	5	6	127	127
Total current assets	1,640	1,659	2,065	2,715	3,126
Investments	887	789	771	681	681
PP&E	2,567	2,629	2,578	2,397	2,317
Other assets	219	198	199	117	111
Total assets	5,313	5,274	5,612	5,909	6,235
Short-term loans	0	0	0	0	0
Accounts payable	1,179	943	1,120	1,069	1,078
Current maturities	35	38	38	44	43
Other current liabilities	265	145	108	137	143
Total current liabilities	1,479	1,126	1,266	1,250	1,265
Long-term debt	63	246	210	167	127
Other LT liabilities	3,292	3,366	3,465	3,510	3,551
Total LT liabilities	3,354	3,612	3,675	3,677	3,678
Total liabilities	4,834	4,738	4,941	4,926	4,942
Registered capital	2,761	2,761	519	519	519
Paid-up capital	2,761	2,761	519	519	519
Share premium	2,658	2,658	0	0	0
Legal reserve	34	34	0	0	12
Retained earnings	-5,504	-5,448	-379	-68	230
Others	532	532	532	532	532
Minority interests	0	0	0	0	0
Shareholders' equity	480	536	671	983	1,293
Cash Flow Statement					Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
EBT	116	61	137	384	388
Depreciation	289	278	271	287	285
Working capital expense	-517	-202	318	64	42
Other adjustments	-18	-42	-76	18	-71
CF from operations	-130	170	559	753	644
Capital expenditure	-316	-318	-267	-147	-200
Others	28	26	28	0	0
CF from investing	-289	-292	-239	-147	-200
Net borrowings	74	180	-38	-38	-41
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	0
Others	0	0	0	0	0
CF from financing	74	180	-38	-38	-41
Others	0	0	0	0	0
Net change in cash	-344	58	282	568	403

Income Statement					Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
Sales	21,878	16,427	15,513	15,005	15,109
Cost of sales	-21,001	-15,746	-14,892	-14,205	-14,326
Gross profit	877	681	621	799	783
SG&A	-887	-740	-704	-642	-622
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	128	135	235	240	237
EBIT	119	76	151	398	397
Depre. & amortization	280	272	260	287	285
EBITDA	399	348	411	685	683
Financial costs	-3	-15	-14	-13	-10
Income taxes	-16	-4	-5	-73	-78
Net profit before minority	101	57	132	311	310
Minority interest	0	0	0	0	0
Normalized earnings	101	57	132	311	310
Extraordinary items	0	0	0	0	0
Net profit	101	57	132	311	310
Key Ratios					Bt.m
Year End Dec 31	2015	2016	2017	2018F	2019F
Growth (%)					
Revenue	#DIV/0!	-24.92	-5.56	-3.28	0.70
EBITDA	#DIV/0!	-12.88	18.27	66.52	-0.27
Net profit	#DIV/0!	-43.36	131.51	136.05	-0.42
Normalized earnings	#DIV/0!	-43.36	131.51	136.05	-0.42
Profitability (%)					
Gross profit margin	4.01	4.15	4.00	5.33	5.18
EBITDA margin	1.82	2.12	2.65	4.56	4.52
Net profit margin	0.46	0.35	0.85	2.08	2.05
Normalized profit margin	0.46	0.35	0.85	2.08	2.05
ROA	3.79	1.08	2.42	5.41	5.11
ROE	41.94	11.22	21.86	37.67	27.26
Stability (x)					
D/E	10.07	8.84	7.36	5.01	3.82
Net D/E	9.04	7.81	6.12	3.47	2.34
Gearing	0.20	0.53	0.37	0.21	0.13
Net Gearing	-0.83	-0.50	-0.87	-1.33	-1.35
Interest Coverage Ratio	46.96	5.11	11.00	29.60	40.80
Current ratio	1.11	1.47	1.63	2.17	2.47
Quick ratio	1.01	1.29	1.47	2.00	2.30
Per Share (Bt)					
EPS	0.04	0.02	0.25	0.60	0.60
Normalized EPS	0.04	0.02	0.25	0.60	0.60
Book value (BPS)	0.17	0.19	1.29	1.90	2.49
Dividend (DPS)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.14
Valuation (x)					
PER	205.73	363.25	29.47	12.48	12.54
Normalized PER	205.73	363.25	29.47	12.48	12.54
P/BV	43.14	38.63	5.79	3.96	3.01
EV/EBITDA	50.89	58.78	8.03	3.77	3.13

Source: Company data, ZCOM estimates



The opinions and information presented in this report are those of the **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Research Group. **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited** Accepts no liability whatsoever for any loss arising from the use of this report or its contents. This report (in whole or in part) may not be reproduced or published without the express permission of **GMO-Z com Securities (Thailand) Limited**

