

บมจ. ปตท. (PTT)

ราคาหุ้นรับรู้ impairment loss แล้ว; คาดผลประกอบการพลิกฟื้นขึ้นอย่างมากในปีนี้

ราคาหุ้น PTT ในขณะนี้รับรู้ความกังวลของตลาดเกี่ยวกับกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบจาก impairment loss จากธุรกิจถ่านหินแล้ว อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทฯ จะจ่าย DPS ในระดับสูงที่ 7.00-8.00 บาท/หุ้น สำหรับผลการดำเนินงานในรอบ 2H58 หรือมี annual yield ที่ 5.9-6.7% เราคงคำแนะนำ ซื้อ หุ้น PTT จาก valuation ที่ถูกด้วยราคาเป้าหมายที่ 320.00 บาทแต่เราชอบหุ้น downstream อาทิ PTTGC, IRPC และ SCC มากกว่า

เหตุการณ์ใหม่

- **คาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 อยู่ในระดับต่ำ** อ้างอิงจาก channel check ของเรากับทาง PTT เราคาดว่าบริษัทฯ จะรายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ระดับต่ำที่ 499 ล้านบาท (ไตรมาส 3/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 26,600 ล้านบาทและไตรมาส 4/57 รับรู้ผลขาดทุนที่ 24,600 ล้านบาท) ด้วยสาเหตุหลักจาก 1) impairment loss ที่ 15,000 ล้านบาทจากธุรกิจถ่านหิน 2) impairment loss ที่ 300 ล้านบาทจากธุรกิจน้ำมันปาล์มและ 3) inventory loss ที่ 1,700 ล้านบาทจากราคาน้ำมันดิบที่ลดลง

ผลกระทบในอนาคต

- **ประเด็นสำคัญสำหรับผลประกอบการในไตรมาส 4/58 ได้แก่**
 - 1) **คาดผลประกอบการของธุรกิจก๊าซดีขึ้น qoq** แม้ราคาสินค้าของโรงแยกก๊าซของ PTT จะลดลง 6-12% qoq แต่มีปัจจัยหนุนชัดเจนจากต้นทุนในการซื้อก๊าซจาก PTTEP ที่อ่อนตัวลง 12% ด้าน utilization rates รวมของโรงแยกก๊าซของ PTT เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 98% ในไตรมาส 4/58 จาก 93% ในไตรมาส 3/58 ซึ่งคาดว่าจะช่วยหนุนให้ยอดขายโตขึ้น 7.1% qoq ขณะที่ผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV ลดลง qoq อยู่ที่ 2,300 ล้านบาท (ไตรมาส 3/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 3,200 ล้านบาท)
 - 2) **คาดธุรกิจน้ำมันโตขึ้น qoq** เราคาดว่าธุรกิจน้ำมันของ PTT ทั้งในส่วนของยอดขายและ margin จะเพิ่มขึ้น qoq หนุนจากช่วงไฮซีซั่นของฤดูขับขี่ในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 จะได้รับผลกระทบจาก inventory loss ที่ 1,700 ล้านบาท (ไตรมาส 3/58 รับรู้ inventory loss ที่ 1,800 ล้านบาท)
 - 3) **คาดรายได้จากบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือจะเพิ่มขึ้น qoq** เราคาดว่ากำไรสุทธิจากบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือจะอยู่ที่ประมาณ 4,300 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 (เทียบกับที่รับรู้ผลขาดทุนที่ 195 ล้านบาทในไตรมาส 3/58) นอกจากนี้ เราคาดว่ากระแสเงินสดที่ดีจากบริษัทในเครือประกอบกับค่าการกลั่นที่สูงขึ้นและกำไรบางส่วนจาก hedging derivatives จะช่วยชดเชยปัจจัยลบที่เกิดขึ้นจาก inventory loss ได้
 - 4) **PTT บันทึก impairment ในไตรมาส 4/58** ผู้บริหารเปิดเผยว่าบริษัทฯ ตัดสินใจที่จะบันทึก impairment loss ที่ประมาณ 15,000 ล้านบาทจากธุรกิจถ่านหินในไตรมาส 4/58 เมื่อ PTT เข้าซื้อธุรกิจถ่านหิน ราคาถ่านหินเฉลี่ยอยู่ที่ 100 เหรียญสหรัฐ/ตัน ขณะที่ spot price ในขณะนี้อยู่ที่ประมาณ 49 เหรียญสหรัฐ/ตัน ด้าน book value หลัง impairment อยู่ที่ 650 ล้านบาท นอกจากนี้ PTT บันทึก impairment loss อีกที่ 286 ล้านบาทจากธุรกิจน้ำมันปาล์มและ book value ของธุรกิจน้ำมันปาล์มหลัง impairment อยู่ที่ 24 ล้านเหรียญสหรัฐ

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2013	2014	2015F	2016F	2017F
Net turnover	2,842,688	2,834,732	2,067,941	2,103,371	2,193,701
EBITDA	232,143	263,939	285,887	297,868	307,493
Operating profit	155,829	155,598	142,279	143,968	141,344
Net profit (rep./act.)	94,652	55,795	20,247	70,185	67,990
Net profit (adj.)	94,348	88,591	48,063	73,677	67,990
EPS (Bt)	33.0	31.0	16.8	25.8	23.8
PE (x)	7.3	7.8	14.4	9.4	10.2
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	4.6	4.0	3.7	3.6	3.5
Dividend yield (%)	5.5	3.2	1.2	4.1	3.9
Net margin (%)	3.3	2.0	1.0	3.3	3.1
Net debt/(cash) to equity (%)	57.7	51.7	40.7	38.3	36.3
Interest cover (x)	11.4	11.9	9.3	9.9	10.1
ROE (%)	12.9	7.4	2.6	8.7	8.1
Consensus net profit	-	-	77,366	78,792	83,845
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.62	0.94	0.81

ราคาหุ้นบมจ. ปตท. (PTT) ในขณะนี้รับรู้ความกังวลของตลาดเกี่ยวกับกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ที่คาดว่าจะได้รับผลกระทบจาก impairment loss จากธุรกิจถ่านหินแล้ว อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทฯ จะจ่าย DPS ในระดับสูงที่ 7.00-8.00 บาท/หุ้น สำหรับผลการดำเนินงานในรอบ 2H58 หรือมี annual yield ที่ 5.9-6.7% เราคงคำแนะนำ ซื้อ หุ้น PTT จาก valuation ที่ถูกด้วยราคาเป้าหมายที่ 320.00 บาทแต่เราชอบหุ้น downstream อาทิ PTTGC, IRPC และ SCC มากกว่า

ชื่อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	242.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	320.00 บาท
Upside	+32.2%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	340.00 บาท)

รายละเอียดบริษัทฯ

ผลิตน้ำมันและก๊าซที่เกี่ยวข้องกับปิโตรเลียมต้นน้ำ และปลายน้ำ ธุรกิจถ่านหิน และ ธุรกิจอื่นๆที่เกี่ยวข้อง

Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	PTT TB
Shares issued (m):	2,856.3
Market cap (Btm):	679,799.3
Market cap (US\$m):	19,118.0
3-mth avg daily t'over (US\$m):	54.2

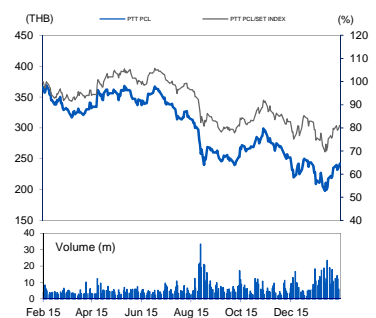
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt377.00/Bt198.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
0.0	20.4	25.2	37.0	2.5

Major Shareholders

MOF	51.2
Vayupak Fund 1	15.3
NDVR	3.0
FY16 NAV/Share (Bt)	342.65
FY16 Net Debt/Share (Bt)	135.82

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanapom@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

- 5) คาดบันทึก unrealized forex gain ที่ 200 ล้านบาท (ไตรมาส 3/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 6,900 ล้านบาท)
- 6) คาดบันทึกผลขาดทุนเล็กน้อยที่ 500 ล้านบาทจากการขายหุ้น SPRC ออกไปในไตรมาส 4/58 ทั้งนี้ PTT ไม่ได้บันทึก impairment loss ก้อนใหญ่ในไตรมาส 4/58 เหมือนอย่างในไตรมาส 4/57 ซึ่งทำให้ผลประกอบการดีขึ้น yoy
- **คาด DPS อยู่ที่ 7.00-8.00 บาท/หุ้น สำหรับผลการดำเนินงานรอบ 2H58** หรือมี annual yield ในระดับสูงที่ 5.9-6.7%
- **จะบันทึก impairment loss จากธุรกิจถ่านหินเพิ่มขึ้นในปี 59 หรือไม่?** เราไม่แน่ใจว่า PTT จะบันทึก impairment loss เพิ่มขึ้นในปี 59 หรือไม่เนื่องจากขึ้นอยู่กับแนวโน้มของราคาถ่านหิน อย่างไรก็ดี หากมีการบันทึก impairment loss ในปี 59 จำนวนของ impairment loss น่าจะน้อยกว่าในไตรมาส 4/58 อหนึ่ง จะมีการประกาศราคาถ่านหิน contracted benchmark ในเดือน เม.ย.59 และเราคาดว่าน่าจะอยู่ที่ประมาณ 55-59 เหรียญสหรัฐ/ตัน ซึ่งเป็นไปตามประมาณการราคาถ่านหินของ PTT ที่คาดอยู่ที่ 57 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปีนี้ตั้งแต่คาด spot price น่าจะอยู่ต่ำกว่าที่ 49 เหรียญสหรัฐ/ตัน เราให้ความสำคัญกับราคาถ่านหิน contracted มากกว่า spot price
- **คาดแนวโน้มธุรกิจก๊าซดีขึ้นในปี 59** ในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา ธุรกิจก๊าซของ PTT ได้รับผลกระทบจาก

- 1) การขายก๊าซธรรมชาติให้กับกลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรมผลจากสูตรคำนวณราคาที่เกี่ยวข้องโดยตรงกับราคาน้ำมันเชื้อเพลิงที่ลดลงอย่างมากและ feed costs จริงของก๊าซที่ลดลงเล็กน้อยเนื่องจากต้นทุนก๊าซตามหลังราคาน้ำมันดิบที่มีการเคลื่อนไหวอยู่ที่ 6-12 เดือน ผู้บริหารคาดว่ากลุ่มก๊าซน่าจะรายงานผลขาดทุนสุทธิที่ประมาณ 6,000 ล้านบาทในปี 58 อย่างไรก็ดี PTT ได้พูดคุยกับลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรมแล้วเกี่ยวกับการปรับสูตรคำนวณราคาเพื่อให้สมเหตุสมผลกับโครงสร้างราคาที่เราจริงแต่คาดจะเริ่มใช้สูตรคำนวณใหม่ตั้งแต่ช่วง 2H59 เราได้รวมสูตรคำนวณใหม่ในประมาณการของเราแล้ว
 - 2) ค่าปรับที่ต้องจ่ายให้กับ EGAT ที่เกิดขึ้นเพียงแค่ครั้งเดียวที่ 3,000 ล้านบาทจากก่อสร้างท่อส่งก๊าซหมายเลข 4 ที่ล่าช้าจากกำหนดการเดิมและไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษเกิดขึ้นในปี 59
 - 3) ต้นทุนก๊าซที่ลดลงจะช่วยทำให้ผลขาดทุนของธุรกิจ NGV ต่ำลงในปีนี้ ทั้งนี้ บริษัทฯ บันทึกผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV ในปี 58 ที่เกือบ 12,000 ล้านบาทและเราคาดว่าผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV จะอยู่ที่ 8,300 ล้านบาทในปี 59
- นอกจากนี้ เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทในเครือจะปรับตัวดีขึ้นหลังรับรู้ผลขาดทุนก้อนใหญ่ในปี 58 ซึ่งคาดจะทำช่วยหนุนให้กำไรสุทธิในปี 59 ขยายตัวขึ้น

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 58-59** เราปรับลดประมาณการกำไรสุทธิในปี 58-59 ลง 35.6% และ 15.2% ตามลำดับ สำหรับในปี 58 เราได้รวม impairment loss ที่สูงกว่าที่คาดการณ์ไว้และ inventory loss ก้อนใหญ่ สำหรับในปี 59 เราได้รวมผลประกอบการที่อ่อนด้อยของบริษัทในเครือจากราคาน้ำมันและก๊าซที่คาดลดลงในปี 59 เราปรับลดประมาณการ Brent crude ลงจาก 60 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล มาอยู่ที่ 47 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล และจาก 65 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล มาอยู่ที่ 52 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปี 60 ตามสมมติฐานของเราสำหรับอุตสาหกรรมน้ำมันในประเทศไทย
- **Sensitivity** จากการทำ sensitivity analysis ของเราแสดงให้เห็นว่าราคาน้ำมันที่ลดลงทุก 1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล จะลดให้ประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 ลดลง 0.6%

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ** ขึ้น ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 320.00 บาทอิงด้วยวิธี SOTP ราคาหุ้น PTT ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 9.4 เท่าซึ่งต่ำกว่า forward PE ในรอบ 5 ปีที่ 10.3 เท่า ราคาหุ้น PTT ยังซื้อขายต่ำกว่า 2016F PE ที่ 12.1 เท่า (เราคำนวณ PE อิงด้วย PE ของกลุ่มธุรกิจคุณด้วยสัดส่วนของแต่ละธุรกิจของ EBIT ของ PTT) อย่างไรก็ดี เราชอบหุ้น downstream อย่าง PTTGC, IRPC และ SCC มากกว่าภาพรวมธุรกิจโอเลฟินส์ที่แข็งแกร่ง

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลต่อราคาหุ้น

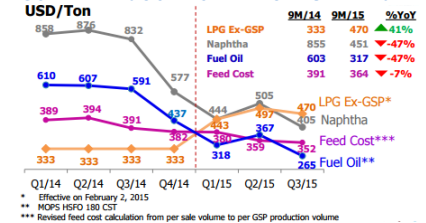
- ราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้น

4Q15 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec	4Q14	3Q15	4Q15F	yoy	qoq
	(Btm)	(Btm)	(Btm)	% change	% change
Revenue	643,851	505,066	510,614	-20.7%	1.1%
COGS	596,470	457,665	466,379	-21.8%	1.9%
SG&A	55,781	20,912	19,546	-65.0%	-6.5%
EBITDA	51,854	59,729	34,903	-32.7%	-41.6%
Share profit of sub.	- 10,100	263	609	-106.0%	131.4%
Income tax	7,997	7,699	4,871	-39.1%	-36.7%
Recurring-Profit	4,801	31,404	15,586	224.6%	-50.4%
FX gain/(loss)	5,257	- 6,906	200	-96.2%	n.a.
Other non-recurring items	- 36,707	- 51,080	- 15,286	-58.4%	-70.1%
Net income	- 26,649	- 26,581	499	n.a.	n.a.
EPS (Bt)	- 9.33	- 9.31	0.17	-101.9%	n.a.
Gross margin (%)	7.4%	9.4%	8.7%		
EBITDA margin (%)	8.1%	11.8%	6.8%		
Net profit margin (%)	-4.1%	-5.3%	0.1%		

Source: PTT PCL, UOB Kay Hian

GSP FEED COST VS PETROLEUM PRICE



Source: PTT

PTT'S FORWARD PE BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

SOTP VALUATION

		Value (Btm)	Value (Bt/sh)	Methodology
1. PTT's Operations				
PTT core gas and Oil business	100%	628,155	220	DCF @ WACC
(-) Net debt		(155,890)	(55)	
PTT Only - Equity Value		472,265	165	
2. Subsidiaries				
	Share holding	Fair Value (Btm)	Value (Bt/sh)	Methodology
PTTEP	65.4%	56.0	145,397	50.3
PTTGC	48.9%	63.0	138,820	48.6
TOP	49.1%	76.0	76,126	26.7
SPRC	5.4%	2,228	0.8	8.0x PE
IRPC	36.4%	5.7	42,396	14.8
GPSC	30.1%	28.0	12,628	4.4
				11.0x PE
				DCF @ WACC
				8%, G=1%
3. Affiliates				
Others Affiliates		24,156	8.5	
Total		914,016	320.00	

Source: UOB Kay Hian

IMPLIED PE (X)

	Regional Peer	Contribution to
	2016E (x)	PTT's EBIT
E&P	17.4	21%
Refinery	12.4	15%
Petrochemical	13.0	14%
Gas business	9.6	50%
Implied PE (x)	12.1	

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน