

บมจ. ปตท. (PTT)

ไตรมาส 4/58: ผลประกอบการและ DPS ต่ำกว่าที่เราและตลาดคาด

ราคาหุ้น PTT พุ่งขึ้น 12% เมื่อสัปดาห์ก่อนหลังข่าวดีอาระเบียและรัสเซียบรรลุข้อตกลงร่วมกันเกี่ยวกับการคงเพดานการผลิตน้ำมัน ตลาดรับรู้ความกังวลเกี่ยวกับกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ที่ได้รับผลกระทบจากการตั้งสำรองการต่อจ่ายของสินทรัพย์จากธุรกิจถ่านหิน ขณะที่ DPS ของ PTT ในช่วง 2H58 ต่ำกว่าคาดเล็กน้อย เรายังคงคำแนะนำ ซื้อ หุ้น PTT จาก valuation ที่ถูกด้วยราคาเป้าหมายที่ 320.00 บาทแต่เราชอบหุ้น downstream อาทิ PTTGC, IRPC และ SCC มากกว่า

4Q15 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	4Q14	3Q15	4Q15	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	643,851	505,066	469,585	-27.1	-7.0
COGS	596,470	457,665	420,224	-29.5	-8.2
SG&A	55,781	20,912	19,589	-64.9	-6.3
EBITDA	35,172	59,729	65,749	86.9	10.1
Share profit of sub.	-10,100	263	1,444	-114.3	449.2
Income tax	7,997	7,699	4,716	-41.0	-38.7
Recurring-Profit	4,801	31,404	21,003	337.5	-33.1
FX gain/(loss)	5,257	-6,906	2,261	-57.0	n.a.
Impairment loss	-36,707	-51,080	-23,076	-37.1	-54.8
Net income	-26,649	-26,581	188	n.a.	n.a.
EPS (Bt)	-9.33	-9.31	0.07	-100.7	n.a.
Gross margin (%)	7.4	9.4	10.5		
EBITDA margin (%)	5.5	11.8	14.0		
Net profit margin (%)	-4.1	-5.3	0.0		

Source: PTT PCL, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- กำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 อยู่ในระดับต่ำ PTT รายงานกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ในระดับต่ำที่ 188 ล้านบาท (ไตรมาส 3/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 26,600 ล้านบาทและไตรมาส 4/57 รับรู้ผลขาดทุนที่ 24,600 ล้านบาท) รายการหลักที่ผลประกอบการออกมาแตกต่างกับที่เราคาดการณ์ไว้คือสำรองต่อจ่ายของสินทรัพย์ที่สูงกว่าคาด ขณะที่สาเหตุหลักที่ทำให้กำไรสุทธิอยู่ในระดับต่ำในไตรมาส 4/58 มาจาก impairment loss รวมที่ 23,000 ล้านบาทจากธุรกิจถ่านหินและบริษัทในเครือของ PTTGC ได้แก่ Myriant

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	2,605,062	2,026,912	2,103,371	2,193,701	2,066,287
EBITDA	284,433	297,551	320,658	330,632	321,450
Operating profit	176,092	153,790	150,190	147,915	136,765
Net profit (rep./act.)	58,678	19,936	70,185	67,990	57,588
Net profit (adj.)	96,763	53,480	73,677	67,990	57,588
EPS (Bt)	33.9	18.7	25.8	23.8	20.2
PE (x)	7.6	13.8	10.0	10.8	12.8
P/B (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA (x)	4.0	3.8	3.5	3.4	3.5
Dividend yield (%)	3.0	1.1	4.5	4.4	4.3
Net margin (%)	2.3	1.0	3.3	3.1	2.8
Net debt/(cash) to equity (%)	65.1	56.3	34.0	22.3	12.7
Interest cover (x)	8.6	9.9	11.1	11.4	11.1
ROE (%)	6.9	2.3	7.7	7.2	5.9
Consensus net profit	-	-	82,046	73,499	81,567
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.90	0.93	0.71

Source: PTT PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณวันที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ชื่อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน 258.00 บาท

ราคาเป้าหมายปี'59 320.00 บาท

Upside +23.0%

รายละเอียดบริษัท

ผลิตน้ำมันและก๊าซที่เกี่ยวข้องกับปิโตรเลียมต้นน้ำ และปลายน้ำ ธุรกิจถ่านหิน และ ธุรกิจอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	PTT TB
Shares issued (m):	2,856.3
Market cap (Btm):	736,925.3
Market cap (US\$m):	20,596.0
3-mth avg daily t'over (US\$m):	58.4

Price Performance (%)

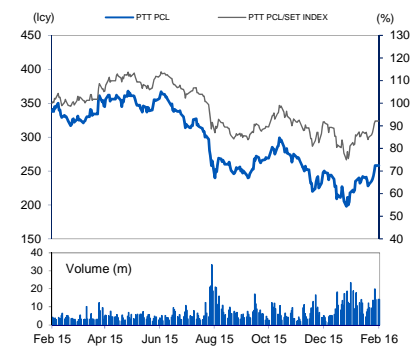
52-week high/low Bt368.00/Bt198.00

1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
22.3	4.1	5.5	25.2	5.7

Major Shareholders

MOF	51.2
Vayupak Fund 1	15.3
NDVR	3.0
FY16 NAV/Share (Bt)	409.67
FY16 Net Debt/Share (Bt)	139.21

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชย์

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **ประเด็นสำคัญสำหรับผลประกอบการในไตรมาส 4/58 ได้แก่**
 - 1) **ผลประกอบการของธุรกิจก๊าซดีขึ้น qoq** แม้ราคาสินค้าของโรงแยกก๊าซของ PTT ลดลง 6-12% qoq (ราคา HDPE ลดลง 6% qoq) แต่มีปัจจัยหนุนขาดเซชจากต้นทุนในการซื้อก๊าซจาก PTTEP ที่อ่อนตัวลง 12% ด้านยอดขายของโรงแยกก๊าซของ PTT เพิ่มขึ้น 7.5% qoq อยู่ที่ 1.71 ล้านตันในไตรมาส 4/58 ขณะที่ผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV ลดลง qoq อยู่ที่ 2,300 ล้านบาท (ไตรมาส 3/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 3,200 ล้านบาท)
 - 2) **ธุรกิจน้ำมันโตขึ้น qoq** ธุรกิจน้ำมันของ PTT ทั้งในส่วนของยอดขายและ margin เพิ่มขึ้น qoq หนุนจากช่วงไฮซีซั่นของฤดูซบซันในประเทศไทยและราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำซึ่งช่วยกระตุ้นความต้องการน้ำมันกลั่นในภูมิภาค ด้าน EBIT gain ในไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 5,400 ล้านบาท (ไตรมาส 4/57 รับรู้ผลขาดทุนที่ 3,700 ล้านบาทและไตรมาส 3/58 รับรู้กำไรที่ 1,900 ล้านบาท)
 - 3) **รายได้จากบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือเพิ่มขึ้น qoq** EBIT จากบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครืออยู่ที่ประมาณ 9,500 ล้านบาทในไตรมาส 4/58 (เทียบกับที่รับรู้ EBIT loss ที่ 5,500 ล้านบาทในไตรมาส 3/58) นอกจากนี้ กระแสเงินสดที่ดีจากบริษัทในเครือประกอบกับการกลั่นที่สูงขึ้นและกำไรบางส่วนจาก hedging derivatives ช่วยชดเชยปัจจัยลบที่เกิดขึ้นจาก inventory loss ก้อนใหญ่ได้
 - 4) **PTT บันทึกสำรองด้วยค่าสินทรัพย์ในไตรมาส 4/58** PTT บันทึกสำรองด้วยค่าสินทรัพย์ ที่ประมาณ 20,300 ล้านบาทจากธุรกิจถ่านหินในไตรมาส 4/58 เมื่อ PTT เข้าซื้อธุรกิจถ่านหินราคาถ่านหินเฉลี่ยอยู่ที่ 100 เหรียญสหรัฐ/ตัน ขณะที่ spot price ในขณะนี้อยู่ที่ประมาณ 49 เหรียญสหรัฐ/ตัน ด้าน book value หลังการตั้งสำรองอยู่ที่ 650 ล้านบาท นอกจากนี้ PTT บันทึกสำรองด้วยค่าสินทรัพย์จากบริษัท Myriant อีกที่ 2,500 ล้านบาท
 - 5) **บันทึก unrealized forex gain** ที่ 2,300 ล้านบาท (ไตรมาส 3/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 6,900 ล้านบาท)
 - 6) **DPS นำผิดหวัง** PTT ประกาศ DPS ในช่วง 2H58 ที่ 4.00 บาท/หุ้น ซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ที่ 6.00-8.00 บาท/หุ้นหรือมี yield ประจำปีที่เพียงแค่ 3% หากรวมความสำเร็จในการขายหุ้น BCP ออกไปและการนำ Star Petroleum Refining เข้าซื้อขายในตลาดหลักทรัพย์มูลค่า 13,500 ล้านบาทและ 10,900 ล้านบาทตามลำดับ เงินสดในมือและการลงทุนในระยะสั้นอยู่ที่ 102,400 ล้านบาทในปี 58 เพิ่มขึ้นจาก 77,900 ล้านบาทในปี 57
- **คาดการณ์กำไรในปี 59 เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ 38% yoy ในปี 59** ด้วยปัจจัยหนุนจาก 1) ธุรกิจก๊าซที่ขยายตัวขึ้นจากต้นทุนก๊าซที่ลดลงจากราคาน้ำมันดิบที่เหลื่อมกัน 6-12 เดือน 2) ผลขาดทุนที่ลดลงจากธุรกิจ NGV และ 3) ผลประกอบการที่ดีขึ้นจากธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมี ทั้งนี้ บริษัทฯ บันทึกผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV ที่ระดับใกล้เคียงกับที่ระดับ 12,000 ล้านบาทในปี 58 และเราคาดว่าผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV ที่ 8,300 ล้านบาทในปี 59

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 58-59 เดิมไว้**
- **Sensitivity** จากการทำ sensitivity analysis แสดงให้เห็นว่าราคาน้ำมันที่ลดลงทุก 1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล จะลดให้ประมาณการกำไรสุทธิของเราในปี 59 ลดลง 0.6% ประมาณการ Brent crude เหลือของเรานี้นี้อยู่ที่ 47 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล

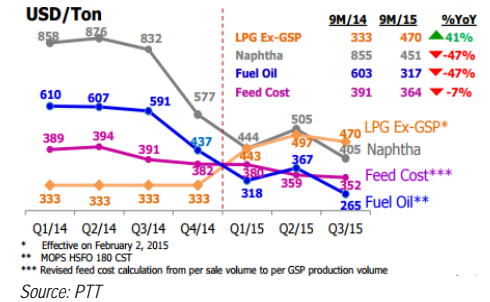
คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ** **ซื้อ** ด้วยราคาเป้าหมายที่ 320.00 บาทอิงด้วยวิธี SOTP ราคาหุ้น PTT ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 10.0 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 เราขอปรับหุ้น downstream อย่าง PTTGC, IRPC และ SCC มากกว่าจากภาพรวมธุรกิจโอเลฟินส์ที่แข็งแกร่ง

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

- **ราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้น**

GSP FEED COST VS PETROLEUM PRICE



FORWARD PE BAND



SOTP VALUATION

	Value (Btm)	Value (BU/sh)	Methodology		
1. PTT's Operations					
PTT core gas and Oil business	100%	624,544	219 DCF @ WACC 11.6% G-1.0%		
(-) Net debt		(152,279)	(53)		
PTT Only - Equity Value		472,265	165		
2. Subsidiaries					
	Share holding	Fair Value (BU/sh)	Value (Btm)	Value (BU/sh)	Methodology
PTTEP	65.4%	56.0	145,397	50.9	0.55x PBV
PTTGC	48.9%	63.0	138,820	48.6	10.0x PE
TOP	49.1%	76.0	76,126	26.7	8.0x PE
SPRC	5.4%		2,228	0.8	Equity value
IRPC	36.4%	5.7	42,396	14.8	11.0x PE
GPSC	30.1%	28.0	12,628	4.4	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 2016E (x)	Contribution to 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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ไฮเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน