

บมจ. ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP)

ราคาหุ้นรับรู้ sentiment บวกแล้ว; ปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย และเราชอบหุ้น downstream มากกว่า

ราคาหุ้น PTTEP ปรับตัวเพิ่มขึ้น 30% ภายใน 1 สัปดาห์หลังมีกระแสข่าวดีออกมาเกี่ยวกับการบรรลุข้อตกลงในการคงระดับการผลิตน้ำมันของผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ อย่างไรก็ตาม ความสำเร็จของดีลขึ้นอยู่กับความร่วมมือของอิหร่าน อิรักและผู้ส่งออกน้ำมันรายใหญ่อื่นๆ ราคาหุ้น PTTEP ในขณะนี้รับรู้ปัจจัยบวกของราคาน้ำมันไปแล้ว (Brent crude อยู่ที่ 33-35 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรลเทียบกับประมาณการของเราที่ 47 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล) ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย ด้วยราคาเป้าหมายที่ 56.00 บาท และเราชอบหุ้น downstream players เช่น PTTGC, IRPC และ SCC มากกว่า

เหตุการณ์ใหม่

- ประเทศผลิตน้ำมันรายใหญ่จะหาข้อตกลงได้ในเดือน มี.ค.59** ประเทศซาอุดีอาระเบีย (ผลิตน้ำมันที่ 10.1 ล้านบาร์เรล/วัน), รัสเซีย (10.7 ล้านบาร์เรล/วัน), เวเนซุเอล่า (2.4 ล้านบาร์เรล/วัน) และกาตาร์ (0.7 ล้านบาร์เรล/วัน) ได้บรรลุข้อตกลงร่วมกันที่กรุงโตเกียวเมื่อวันอังคารที่ 16 ก.พ. ที่ผ่านมาเพื่อคงระดับการผลิตน้ำมันไว้ที่ระดับของเดือน มี.ค. โดยมีเงื่อนไขว่าประเทศอื่นๆ เข้าร่วมในข้อตกลงดังกล่าวด้วย ประเทศผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ต้องการหาข้อสรุปเพื่อคงการผลิตน้ำมันภายในเดือน มี.ค.59 ราคาน้ำมันที่ 50 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล เป็นราคาที่ผู้ส่งออกและลูกค้ายอมรับได้ในระยะยาว อย่างไรก็ตาม ความสำเร็จของดีลจะขึ้นอยู่กับว่าอิหร่าน อิรักและประเทศส่งออกน้ำมันอื่นๆ จะเข้าร่วมด้วยหรือไม่ ทั้งนี้ บริษัทฯ คาดว่าอิหร่านจะเพิ่มการผลิตน้ำมันขึ้น 1 ล้านบาร์เรล/วัน หลังหยุดคว่ำบาตรประเทศส่งออกน้ำมันเมื่อเดือนที่แล้ว
- ประเทศที่ไม่อยู่ในกลุ่ม OPEC : ไม่มีสัญญาณว่าจะหยุดการผลิต** ประเด็นหนึ่งที่ตลาดกังวลได้แก่เรื่องการผลิต shale oil ที่อยู่ในระดับสูง ในสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำ ผู้ผลิต shale oils อยู่ระหว่างการปรับตัวและ cash cost ในบางแหล่งปรับลดลงอย่างมากโดยเฉพาะอย่างยิ่งทางแถบ Eagle Ford Formation และ Permian basin ในตลาดพูดกันว่า cash cost สามารถลดลงจาก 60-80 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล มาอยู่ที่ 10-30 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ดังนั้น เราจะเห็นผู้ผลิต shale oil ยังคงผลิตน้ำมันดิบออกสู่ตลาด

ผลกระทบ

- ยังคงมุ่งเน้นการลดต้นทุนต่อเนื่อง** จากราคาน้ำมันดิบที่ผันผวนสูง PTTEP จึงตั้งเป้าลด unit cost ในปี 59 ลงอีก 10% จาก 39 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในปี 58 (ใกล้เคียงกับประมาณการของเราที่ 36 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล) ยกตัวอย่างเช่น บริษัทฯ ประสบความสำเร็จในการเจรจากับผู้รับเหมาในการเซ็นสัญญา wellhead platform ใหม่ซึ่งคาดว่าจะลดลง 15-30% นอกจากนี้ บริษัทฯ มีแผนที่จะลดค่าใช้จ่ายลงทุนลงมากกว่า 10% จาก 3,400 ล้านบาทในปี 58 หากราคาน้ำมันมีการเคลื่อนไหวอย่างมีนัยสำคัญ บริษัทฯ พร้อมที่จะปรับลดงบประมาณในการลงทุนรอบ 5 ปี (ในส่วนของ capex และ opex)

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	247,817	185,771	173,197	182,616	193,569
EBITDA	175,815	132,644	119,288	126,073	134,004
Operating profit	92,600	39,823	20,967	17,850	20,767
Net profit (rep./act.)	21,490	(31,590)	3,475	9,686	11,917
Net profit (adj.)	49,525	30,742	5,088	9,686	11,917
EPS (Bt)	12.5	7.7	1.3	2.4	3.0
PE (x)	5.8	9.3	56.2	29.5	24.0
P/B (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	1.6	2.1	2.3	2.2	2.0
Dividend yield (%)	6.3	4.2	2.8	2.8	2.8
Net margin (%)	8.7	(17.0)	2.0	5.3	6.2
Net debt/(cash) to equity (%)	2.3	(2.2)	(3.0)	(1.3)	(0.7)
Interest cover (x)	22.8	17.7	23.7	23.4	25.1
ROE (%)	7.0	(10.4)	1.1	3.1	3.8

Consensus EPS Profit ที่ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องโดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำรายงานนี้หรือประมาณการต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งข้อหา รายงานฉบับนี้ประกอบไปด้วยข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือการรับประกันใดๆเกี่ยวกับความถูกต้องหรือความน่าเชื่อถือของข้อมูลหรือการวิเคราะห์ใดๆที่ปรากฏในรายงานนี้
Source: PTTEP, Bloomberg, UOB Kay Hian

ขาย

(Downgraded)

ราคาปัจจุบัน	72.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	56.00 บาท
Upside	-22.2%

รายละเอียดบริษัทฯ

PTTEP สำรวจน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติและพัฒนา

แหล่งผลิต

Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	PTTEP TB
Shares issued (m):	3,970.0
Market cap (Btm):	285,838.9
Market cap (US\$m):	7,988.8
3-mth avg daily t'over (US\$m):	23.4

Price Performance (%)

52-week high/low	Bt122.00/Bt42.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
59.1	1.8	11.4	36.6	25.8

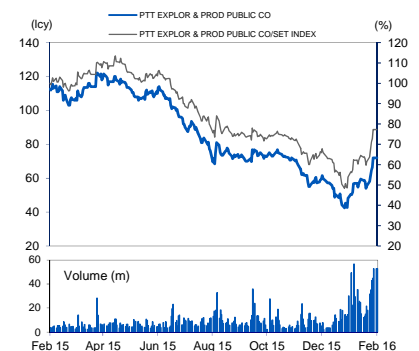
Major Shareholders

PTT	65.3
State Street Bank and Trust Co.	2.2
BNP Paribas Securities	2.1

FY16 NAV/Share (Bt) 103.15

FY16 Net Debt/Share (Bt) 3.10

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

ผลกระทบ

- **เปลี่ยนแหล่งทรัพยากรเป็นปริมาณสำรอง** Proved reserves ณ สิ้นปี 58 ลดลง 5% yoy อยู่ที่ 738 mboe และ PTTEP คาดว่าปริมาณสำรองจะใช้ได้เพียงอีก 5 ปีหากคิดจากอัตราการผลิต ณ ปัจจุบัน เพื่อเป็นการแก้ปัญหาดังกล่าว บริษัทฯ พยายามที่จะเร่งสรุปแผนการลงทุนโครงการ Mozambique Rovuma Offshore Area 1 ให้ได้ภายในสิ้นปีนี้ ซึ่งถือว่าล่าช้ากว่ากำหนดการเดิมประมาณ 1 ปี หาก PTTEP สามารถหาข้อสรุปได้ทันตามกำหนด คาดว่าบริษัทฯ จะสามารถบันทึกเป็นปริมาณสำรองที่พิสูจน์แล้วได้เลย ซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ ประมาณ 170 ล้านบาร์เรล ผู้บริหารเชื่อมั่นว่าปริมาณสำรองของโครงการ Mozambique LNG จะสามารถคลายความกังวลเกี่ยวกับอายุปริมาณสำรองที่ต่ำได้
- **คาดสถานะทางการเงินแข็งแกร่งในปี 59** ผู้บริหารคาดว่ากระแสเงินสดจากการดำเนินงานในปี 59 จะอยู่ที่ 2,500-3,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐสำหรับสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำในขณะนี้ซึ่งเป็นจำนวนเงินที่มากพอสำหรับ capex ที่ 2,100 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 59, การจ่ายเงินปันผลและการจ่ายเงินกู้และดอกเบี้ย
- **เลื่อนดีล M&A ของแหล่งบงกออกไปเป็นช่วง 2H59** บริษัทฯ สนใจที่จะเข้าร่วมประมูลในการเข้าซื้อหุ้น 22.22% ของแหล่งบงกจาก British Gas แหล่งบงกที่ตั้งอยู่ในบริเวณอ่าวไทยซึ่ง PTTEP ถือหุ้นอยู่แล้ว 44.44% และผลิตก๊าซธรรมชาติและ condensate ที่ 860 ล้าน cf/วัน และที่ 28,000 bpd/วัน ตามลำดับ หาก PTTEP ประสบความสำเร็จในการซื้อหุ้น เราคาดว่าจะช่วยเพิ่มกำไรสุทธิของ PTTEP ขึ้นอีก 10-15% การประมูลล่าช้าออกไปเนื่องจาก British Gas ยุ่งกับการรวมกิจการกับ Shell ในขณะนี้ เราคาดว่าดีล M&A ของแหล่งบงกจะเกิดขึ้นในช่วง 2H59 แทน

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ไว้ตามเดิม

คำแนะนำ

- ปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย ราคาหุ้น PTTEP พุ่งขึ้น 30% ในระยะเวลาแค่ 1 สัปดาห์หลังมีกระแสข่าวดีออกมาเกี่ยวกับการบรรลุข้อตกลงในการยกระดับการผลิตน้ำมันของบรรดาผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าราคาหุ้นปรับตัวขึ้นสูงในระยะสั้นเท่านั้น เรายังคงราคาเป้าหมายที่ 56.00 บาท (คำนวณด้วย -2SD ต่อ P/B เท่ากับ 2016 F/P/B ที่ 0.55 เท่า) ความไม่ชัดเจนเกี่ยวกับแนวโน้มราคาน้ำมันอาจจะทำให้ประมาณการกำไรสุทธิของตลาดมี downside risk ดังนั้น เราจึงปรับลดคำแนะนำเป็น ขาย
- **ยังชอบหุ้น downstream มากกว่า** สำหรับหุ้นในกลุ่มน้ำมันและก๊าซ เรายังชอบหุ้น downstream เช่น PTTGC, SCC และ IRPC มากกว่าจากแนวโน้มโอเลฟินส์ที่สดใส ชัฟพลอยโอเลฟินส์ใหม่ที่เข้ามาในตลาดล่าช้าจะทำให้แนวโน้มของหุ้น downstream ที่มุ่งเน้นไปยังธุรกิจโอเลฟินส์สดใสขึ้นจนถึงปี 61

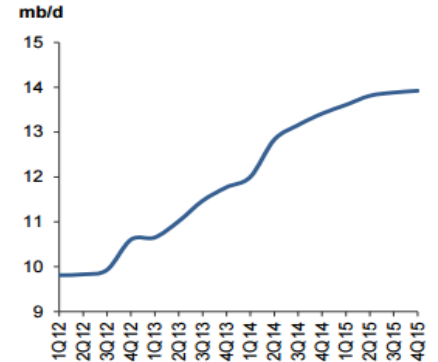
ปัจจัยเสี่ยง

- **ความผันผวนของราคาน้ำมัน** ประมาณการ Brent crude ของเราอยู่ที่ 47 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปี 59 และจะเพิ่มขึ้นปีละ 5 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลจนถึงปี 62
- **Sensitivity** จาก sensitivity analysis ของเราแสดงให้เห็นว่าประมาณการราคาน้ำมันที่ลดลงทุก 1% จะทำให้ประมาณกำไรสุทธิของเราในปี 59 ลดลง 0.9%

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

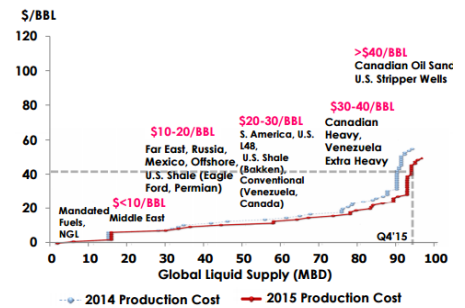
- ราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้น
- ดีล M&A

US QUARTERLY OIL PRODUCTION



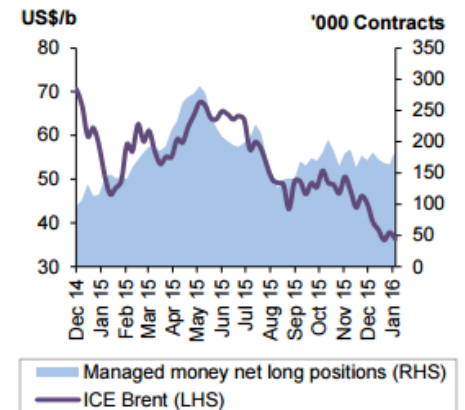
Source: Oil Market Report January 2016

OPERATING CASH COST CURVE



Source: PIRA, Reuters, IEA

BRENT PRICE VS CFTC NET LONG POSITION



Source: Intercontinental Exchange, Inc.

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน