

บมจ. ปตท. (PTT)

ดีขึ้นทุกปี

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ PTT จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปี 59 เนื่องจากไม่มีค่าใช้จ่ายพิเศษ ประกอบกับค่าการกลั่นและ margin อะโรแมติกส์ที่แข็งแกร่งรวมทั้งสเปรตปิโตรเคมีที่ทรงตัว นอกจากนี้ เราคาดว่าผลประกอบการของ PTT จะขยายตัวขึ้นจากรายได้ที่มากขึ้นของธุรกิจก๊าซ, oil trading และ NGV สำหรับกลุ่มน้ำมันและก๊าซ เราชอบหุ้น downstream เช่น SCC, IRPC และ PTTGC มากกว่าจากภาพรวมที่แข็งแกร่งของธุรกิจโอเลฟินส์ คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 320.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **PTT คาดว่าราคาน้ำมันดิบดูไบจะอยู่ที่ประมาณ 35-45 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปี 59** PTT คาดว่าราคาน้ำมันดิบดูไบจะอยู่ที่ระหว่าง 35-45 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปี 59 (เทียบกับที่ 51 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปี 58) จากปัญหาผลผลิตน้ำมันล้นตลาดที่ยังคงอยู่ในปี 59 โดยน้ำมันดิบส่วนเกินทั่วโลกในขณะนี้อยู่ที่ประมาณ 1.8 mbpd แม้คาดการณ์ผลิต shale oil ของสหรัฐฯ จะลดลงแต่ประเทศในกลุ่ม OPEC ยังคงการผลิตน้ำมันในระดับสูงประกอบกับซัพพลายใหม่จากอิหร่านที่เข้ามาในตลาดซึ่งคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันดิบอย่างต่อเนื่องในระยะสั้นถึงกลาง หากราคาน้ำมันดิบลดลงอยู่ที่ 20 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ชักระยะ PTT มั่นใจว่าบริษัท จะสามารถผ่านพ้นช่วงเวลายากลำบากนี้ไปได้ 2 ปีเป็นอย่างน้อย
- **คาดการณ์การกลั่นแข็งแกร่งต่อเนื่องในปี 59** กลุ่ม PTT เชื่อมั่นว่าความต้องการจะเติบโตมากกว่าซัพพลายการกลั่น ราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำจะช่วยหนุนความต้องการก๊าซโซลีนในสหรัฐฯ และประเทศในทวีปเอเชียให้เพิ่มขึ้นต่อเนื่องซึ่งส่งผลให้สเปรตปิโตรเคมีสูงขึ้น นอกจากนี้ ฤดูหนาวที่เริ่มต้นช้าและการปิดปรับปรุงโรงกลั่นจะช่วยหนุนให้สเปรตน้ำมันเครื่องบินและ gasoil สูงขึ้น สำหรับในปีนี้ PTT คาดว่า market GRM จะในระดับเดียวกับปีที่แล้วที่ 7.8 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ขณะที่เราคาดว่าอยู่ที่เพียงแค่ 7.5 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล
- **คาด margin อะโรแมติกส์ทรงตัว** เราคาดว่าสเปรตพาราโซลีนและ ULG95 จะคงที่ yoy ในปี 59 ผู้ผลิตพาราโซลีนปรับลด utilization rate ลงเล็กน้อยเพื่อให้อุปสงค์-อุปทานสมดุลกัน นอกจากนี้ เราคาดว่า margin เบนซินและ ULG95 จะคงที่ yoy ในปี 59 จากการที่จีนและสหรัฐฯ นำเข้าเบนซินสำหรับโรงผลิตปิโตรเคมีปลายน้ำอย่างต่อเนื่องซึ่งน่าจะช่วยบรรเทาปัญหาซัพพลายเบนซินใหม่ที่เข้ามาในตลาดได้

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)	7.8	14.2	10.3	11.1	13.1
P/B (x)	0.9	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA (x)	5.4	5.2	4.8	4.7	4.8
Dividend yield (%)	2.9	1.1	4.4	4.3	4.1
Net margin (%)	2.3	1.0	3.3	3.1	2.8
Net debt/(cash) to equity (%)	77.5	87.8	51.0	32.4	18.0
Interest cover (x)	8.6	9.9	11.1	11.4	11.1
ROE (%)	7.7	3.0	9.9	9.0	7.3
Consensus net profit	-	-	76,467	83,400	83,507
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.96	0.82	0.69

Source: PTT PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	265.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	320.00 บาท
Upside	+20.8%

รายละเอียดบริษัท

ผลิตน้ำมันและก๊าซที่เกี่ยวข้องกับปิโตรเลียมต้นน้ำ และปลายน้ำ ธุรกิจถ่านหิน และ ธุรกิจอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง

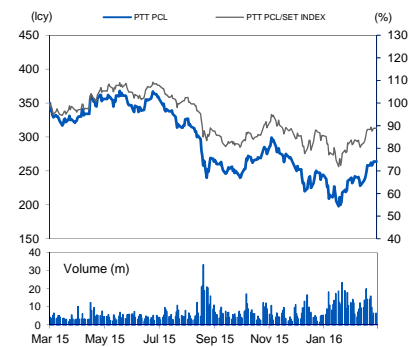
Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	PTT TB
Shares issued (m):	2,856.3
Market cap (Btm):	756,919.4
Market cap (US\$m):	21,223.0
3-mth avg daily t'over (US\$m):	62.2

Price Performance (%)

52-week high/low	Bt368.00/Bt198.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
21.0	1.1	6.4	23.2	8.6
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 อาศิระวิชัย

02-659-8301

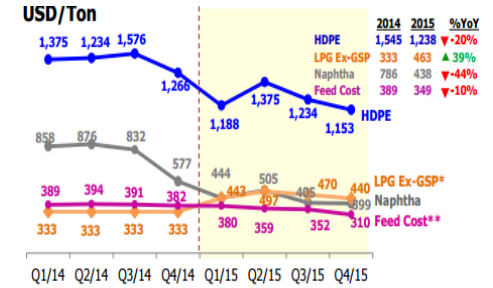
chaiwat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นสิ่งที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณั้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ผลกระทบในอนาคต

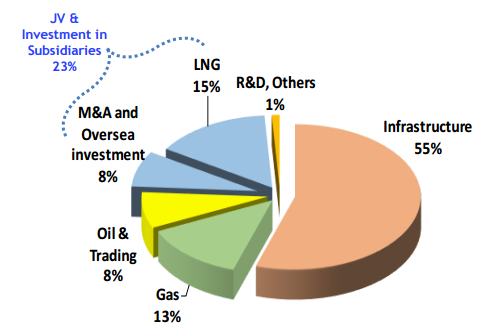
- ธุรกิจ NGV จะถึงจุดคุ้มทุนในช่วง 2H59** ราคาขายปลีก NGV ในขณะนี้อยู่ที่ 13.5 บาท/กก. (ราคาตลาดโลกอยู่ที่ 13.66 บาท/กก. ณ เดือน ก.พ.59) จากการปรับขึ้นราคาล่าสุดอีก 0.5 บาท/กก. เมื่อวันที่ 8 ก.ย.58 ขณะที่ราคา NGV สำหรับกลุ่มขนส่งถูกตรึงราคาไว้ที่ 10.00 บาท/กก. ซึ่งหมายความว่า PTT จะต้องแบกรับภาระส่วนลด NGV สำหรับกลุ่มขนส่งอย่างต่อเนื่อง อ้างอิงจากแผนดำเนินงานของธุรกิจ NGV ในขณะนี้ ทาง PTT ต้องการคงจำนวนปั๊มก๊าซ NGV ไว้ที่ระดับปัจจุบันที่เกือบ 500 สถานีเพื่อจำกัดผลกระทบของการลงทุนในอนาคตและต้นทุนขนส่ง PTT จะขาย NGV มากขึ้นผ่านปั๊มก๊าซ NGV เดิมเท่านั้นซึ่งได้รับก๊าซโดยตรงจากท่อส่ง ทั้งนี้ ผลขาดทุนของธุรกิจ NGV ลดลงอยู่ที่ 10,300 ล้านบาทในปี 58 เทียบกับที่ 19,900 ล้านบาทในปี 57 PTT เชื่อมมั่นว่าธุรกิจ NGV จะถึงจุดคุ้มทุนในช่วง 2H59 หรือ คาดจะรายงานผลขาดทุนรวมทั้งปีนี้ที่เพียงแค่ 5,000 ล้านบาทในปี 59 เทียบกับประมาณการของเราที่ คาดจะรายงานผลขาดทุนที่ประมาณ 8,300 ล้านบาท
- คาดการณ์รวมธุรกิจก๊าซดีขึ้นในปี 59** ในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา ธุรกิจก๊าซได้รับผลกระทบจาก 1) ยอดขายก๊าซธรรมชาติให้แก่กลุ่มลูกค้าอุตสาหกรรมจากสูตรคำนวณราคาที่ใช้สัมพันธ์กับราคาน้ำมันเชื้อเพลิง (ซึ่งลดลงอย่างมาก) และต้นทุน gas feed (ซึ่งลดลงเล็กน้อย) ทั้งนี้ ก๊าซสำหรับกลุ่มอุตสาหกรรมคิดเป็น 14% ของยอดขายก๊าซ อย่างไรก็ตาม PTT ได้พูดคุยกับลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรมถึงการปรับสูตรการคำนวณราคาใหม่เพื่อให้เหมาะสมกับโครงสร้างต้นทุนที่แท้จริงเป็นที่เรียบร้อยแล้วซึ่งจะเริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ช่วง 2H59 เป็นต้นไป เราได้รวมประมาณการรายการต่อไปนี้ในประมาณการของเราแล้ว 1) ค่าปรับที่เกิดขึ้นเพียงแค่ครั้งเดียวมูลค่า 3,000 ล้านบาทที่ต้องจ่ายให้กับ EGAT ในไตรมาส 3/58 จากการเลื่อนการก่อสร้างท่อส่งก๊าซ หมายเลข 4 ซึ่งก่อสร้างเสร็จเรียบร้อยแล้วในเดือนนี้และ 2) ต้นทุนก๊าซที่ลดลงซึ่งจะทำให้ผลขาดทุนจากธุรกิจก๊าซลดลงในปีนี้ สำหรับในปี 58 บริษัทฯ บันทึกผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV ที่เกือบ 10,300 ล้านบาทและเราคาดว่าจะบันทึกผลขาดทุนที่ 8,300 ล้านบาทในปี 59 อย่างไรก็ตามจากปัจจัยลบที่ผ่านพ้นไปแล้ว เราจึงคาดว่าธุรกิจก๊าซของ PTT จะฟื้นตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ช่วงต้นปี 59 เป็นต้นไป จากผลขาดทุนของธุรกิจ NGV ที่คาดว่าจะลดลง
- งบ capex ในช่วง 5 ปีสำหรับปี 59-63 อยู่ที่ 297,000 ล้านบาทหรือ 8,000 ล้านเหรียญสหรัฐ** ท่ามกลางราคาน้ำมันดิบทั่วโลกที่อยู่ในระดับต่ำ ทั้งนี้ PTT ปรับลดงบประมาณลงจาก 326,000 ล้านบาทมาอยู่ที่ 300,000 ล้านบาทเมื่อช่วงต้นปี 58 งบประมาณในปัจจุบันที่ 297,000 ล้านบาทถูกตั้งให้เหมาะสมกับราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำ โครงการพัฒนาของ PTT จะยังเกิดขึ้นตามเดิมรวมทั้งโครงการก่อสร้างท่อส่งก๊าซหมายเลข 5 และ receiving terminal สำหรับ LNG แห่งที่ 2 ดังนั้น บริษัทฯ จึงตั้งสำรองที่ 50,800 ล้านบาทสำหรับการดำเนินงานในปีนี้และจะเพิ่มขึ้นเป็น 67,500 ล้านบาทในปี 60 สำหรับโครงการในประเทศไทย บริษัทฯ จะลงทุนสำหรับอุปกรณ์ในการผลิต LNG โดยเฉพาะอย่างยิ่งการสร้าง terminal และ FSRU เพื่อพัฒนาศักยภาพการเติบโตของบริษัทฯ และเพื่อเพิ่มความหลากหลายให้กับผลผลิตก๊าซและการขนส่งก๊าซจากแหล่งอื่นๆ

GSP FEED COST VS PETROLEUM PRICE



Source: PTT

PTT'S CAPEX BREAKDOWN BY BUSINESS IN 2016-20



Source: PTT

SOTP VALUATION

		Value (Btm)	Value (Bt/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 (Bt/sh)	Value (Btm)	Value (Bt/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	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

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 58-59 เดิมไว้**

คำแนะนำ

- คงคำแนะนำซื้อ** ด้วยราคาเป้าหมายที่ 320.00 บาทอิงด้วยวิธี SOTP ราคาหุ้น PTT ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 10.3 เท่าซึ่งต่ำกว่า forward PE ในรอบ 5 ปีที่ 10.3 เท่า แต่ยังมี upside ต่อราคาเป้าหมายของเราที่ 20% อย่างไรก็ตาม เราขอปรับ down stream อย่าง PTTGC, IRPC และ SCC มากกว่าจากภาพรวมธุรกิจโอเลฟินส์ที่แข็งแกร่ง

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในภายหลังที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน