

บมจ. ปตท. (PTT)

พรีวิวดผลประกอบการไตรมาส 1/59: การดำเนินงานกลับสู่สภาวะปกติ

เราคาดว่ากำไรสุทธิของ PTT จะปรับตัวดีขึ้นในไตรมาส 1/59 เนื่องจากไม่รับรู้ impairment loss จำนวนมากประกอบกับผลขาดทุนจาก inventory และธุรกิจ NGV ลดลง เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ขึ้นเพื่อสะท้อนการปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายของทั้ง PTTEP และ PTTGC ขึ้นประกอบกับผลขาดทุนจากการดำเนินงานของธุรกิจ NGV ที่ลดลง สำหรับกลุ่ม O&G เราชอบหุ้น downstream เช่น SCC, IRPC และ PTTGC มากกว่าจากภาพรวมธุรกิจโอเลฟินส์ที่แข็งแกร่ง คงคำแนะนำซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 370.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- **คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/59 ดีขึ้น 40%** เราคาดว่า PTT จะรายงานกำไรสุทธิที่ 21,500 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 188 ล้านบาทและไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 22,600 ล้านบาท) ซึ่งตัวเลขกำไรสุทธิกลับมาอยู่ในระดับปกติหลังกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ได้รับผลกระทบจาก impairment loss ก้อนใหญ่ที่ 23,000 ล้านบาทจากธุรกิจถ่านหินและจาก Myriant ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของ PTTGC
- **คาดการณ์กำไรหลักในไตรมาส 1/59 กลับมาสู่ระดับปกติ** เราคาดว่ากำไรหลักของ PTT จะอยู่ที่ประมาณ 20,000 ล้านบาท (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 21,000 ล้านบาทและไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 20,600 ล้านบาท) เกือบจะคงที่จากในไตรมาส 1/58 และ 4/58 ทั้งนี้ ประมาณการผลประกอบการที่สำคัญในไตรมาส 1/59 ได้แก่
 - 1) **ผลประกอบการของธุรกิจก๊าซที่ 40%** เราคาดว่ายอดขายของโรงแยกก๊าซของ PTT จะคงที่ 40% อยู่ที่ 884,000 ตันในไตรมาส 1/59 เนื่องจากโรง ethane cracker ของ PTTGC ปิดปรับปรุงไปเป็นเวลา 23 วัน (1-23 มี.ค.) อย่างไรก็ดี ปัจจัยลบบางส่วนถูกหักล้างไปจากผลขาดทุนที่ลดลงจากธุรกิจ NGV อยู่ที่ 1,300 ล้านบาท (ไตรมาส 4/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 2,300 ล้านบาท)
 - 2) **ธุรกิจน้ำมันดีขึ้น 40%** ยอดขายและ margins ของธุรกิจน้ำมันของ PTT ดีขึ้น 40% จากจำนวนผู้บริโภครถยนต์ที่สูงในประเทศไทยและราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำซึ่งช่วยกระตุ้นความต้องการน้ำมันกลั่นในภูมิภาคให้สูงขึ้น นอกจากนี้ เราคาดว่า PTT จะบันทึก inventory gain ที่ 687 ล้านบาท (ไตรมาส 1/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 1,200 ล้านบาทและไตรมาส 4/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 1,660 ล้านบาท) ในไตรมาส 1/59
 - 3) **รายได้จาก PTTEP และบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือมากขึ้น 40%** เราคาดว่ากำไรสุทธิจาก PTTEP และบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือจะมากขึ้นในไตรมาส 1/59 จากความสามารถในการลดต้นทุนของ PTTEP และ inventory loss จากบริษัทในเครือที่ลดลง

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	2,605,062	2,026,912	1,797,103	1,959,391	1,903,607
EBITDA	284,433	297,551	312,951	336,077	339,501
Operating profit	176,092	153,790	152,336	153,360	154,815
Net profit (rep./act.)	58,678	19,936	76,024	76,371	77,779
Net profit (adj.)	96,763	53,480	75,064	76,371	77,779
EPS (Bt)	33.9	18.7	26.3	26.7	27.2
PE (x)	9.0	16.2	11.6	11.4	11.2
P/B (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	4.5	4.3	4.1	3.8	3.7
Dividend yield (%)	2.6	0.9	3.5	3.5	3.5
Net margin (%)	2.3	1.0	4.2	3.9	4.1
Net debt/(cash) to equity (%)	65.1	56.3	34.5	23.4	13.5
Interest cover (x)	8.6	9.9	10.9	11.6	11.7
ROE (%)	6.9	2.3	8.4	8.1	7.9
Consensus net profit	-	-	78,099	86,589	92,141
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.96	0.88	0.84

Source: PTT PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ไฮอัน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	304.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	370.00 บาท
Upside	+21.7%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	320.00 บาท)

รายละเอียดบริษัท

ผลิตน้ำมันและก๊าซที่เกี่ยวข้องกับปิโตรเลียมต้นน้ำ และปลายน้ำ ธุรกิจถ่านหิน และ ธุรกิจอื่นๆที่เกี่ยวข้อง

Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	PTT TB
Shares issued (m):	2,856.3
Market cap (Btm):	868,315.1
Market cap (US\$m):	24,851.6
3-mth avg daily turnover (US\$m):	59.5

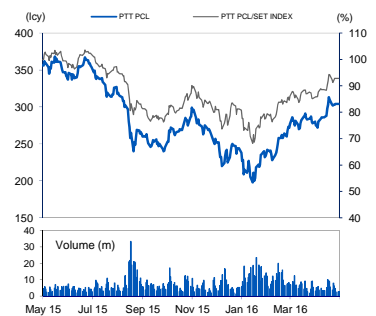
Price Performance (%)

52-week high/low					Bt368.00/Bt198.00
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD	
7.0	28.8	7.8	13.9	24.6	

Major Shareholders

MOF	51.2
Vayupak Fund 1	15.3
NDVR	3.0
FY16 NAV/Share (Bt)	272.95
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

1Q16 RESULTS PREVIEW

Year to 31 Dec (Btm)	1Q15	4Q15	1Q16F	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	515,583	469,585	442,150	-14.2	-5.8
COGS	461,257	420,224	390,409	-15.4	-7.1
SG&A	13,711	19,589	15,796	15.2	-19.4
EBITDA	71,739	65,749	69,713	-2.8	6.0
Share profit of sub.	1,891	1,444	2,014	6.5	39.5
Income tax	3,451	4,716	8,764	154.0	85.8
Recurring-Profit	20,643	21,003	20,029	-3.0	-4.6
FX gain/(loss)	1,941	2,261	1,484	-23.6	-34.4
Impairment loss	-	(23,076)	-	n.a.	n.a.
Net income	22,584	188	21,513	-4.7	11318.7
EPS (Bt)	7.91	0.07	7.53	-4.7	11318.7
Gross margin (%)	10.5%	10.5%	11.7%		
EBITDA margin (%)	13.9%	14.0%	15.8%		
Net profit margin (%)	4.4%	0.0%	4.9%		

Source: PTT, UOB Kay Hian

- ธุรกิจ NGV จะถึงจุดคุ้มทุนในช่วง 2H59** ราคาขายปลีก NGV ในขณะนี้อยู่ที่ 13.5 บาท/กก. 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 หรือคาดว่าจะรายงานผลขาดทุนรวมทั้งปีที่เพียงแค่ 5,000 ล้านบาทในปี 59
- คาดผลประกอบการของธุรกิจก๊าซจะดีขึ้นในปี 59** ในช่วง 2-3 ไตรมาสที่ผ่านมา ธุรกิจก๊าซของ PTT ได้รับผลกระทบจากยอดขายก๊าซธรรมชาติให้ลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรมที่ลดลงผลจากสูตรคำนวณราคาสำหรับลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรมที่สัมพันธ์โดยตรงกับราคาน้ำมันเชื้อเพลิง (ซึ่งลดลงอย่างมา) และต้นทุน gas feed (ซึ่งลดลงเล็กน้อย) สำหรับในปี 58 บริษัทฯ บันทึกผลขาดทุนจากยอดขายก๊าซอุตสาหกรรมที่ 1,600 ล้านบาท ทั้งนี้ ก๊าซที่ถูกขายให้กับลูกค้ากลุ่มอุตสาหกรรมคิดเป็น 1.4% ของยอดขายก๊าซของ PTT
- อย่างไรก็ดี PTT ได้หารือกับลูกค้าอุตสาหกรรมเรียบร้อยแล้วถึงเรื่องการปรับสูตรคำนวณราคาเพื่อให้สมเหตุสมผลกับต้นทุนที่เกิดขึ้นจริงมากขึ้นซึ่งจะเริ่มใช้สูตรคำนวณราคาใหม่ตั้งแต่ช่วง 2H59 เป็นต้นไป PTT เปิดเผยว่ารัฐบาลจะจัดทำประชาพิจารณ์สำหรับสูตรคำนวณราคาใหม่ในเดือน พ.ค. นี้ ซึ่งทาง PTT คาดว่าศาลจะตัดสินให้ทาง PTT ลดราคาลง 50% จากสูตรคำนวณราคาใหม่ในช่วง 2 เดือนแรกที่เริ่มใช้สูตรใหม่และลดราคาลง 25% ในเดือนที่ 3 และจะสามารถเริ่มใช้ราคาจากสูตรคำนวณใหม่ได้เต็มรูปแบบตั้งแต่เดือนที่ 4 เป็นต้นไป
- คาดการณ์กำไรไตรมาส 2/59 อ่อนตัวลง qoq** เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 จะปรับตัวลดลง qoq จากการปิดปรับปรุงโรงผลิตหลายแห่งในไตรมาส 2/59 รวมทั้งการปิดปรับปรุงโรงแยกก๊าซหมายเลข 6 เป็นเวลา 26 วันและโรงกลั่นของ PTTGC เป็นเวลา 63 วัน

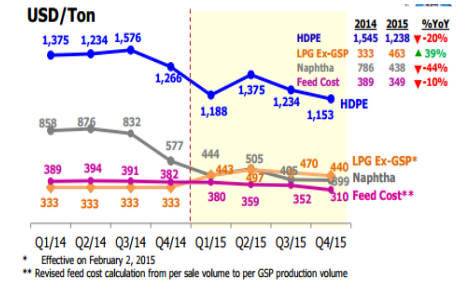
การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ขึ้น 8.3% และ 12.3% ตามลำดับ** เนื่องจากเราเพิ่งปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิของทั้ง PTTEP และ PTTGC ในช่วงที่ผ่านมา นอกจากนี้ เราปรับลดประมาณการผลขาดทุนจากการดำเนินงานสำหรับธุรกิจ NGV จาก 8,300 ล้านบาทและ 5,000 ล้านบาทในปี 59 และ 60 ตามลำดับมาอยู่ที่ 5,200 ล้านบาทในปี 59 และจะไม่รับรู้ผลขาดทุนอีกตั้งแต่ปี 60 เป็นต้นไป

คำแนะนำ

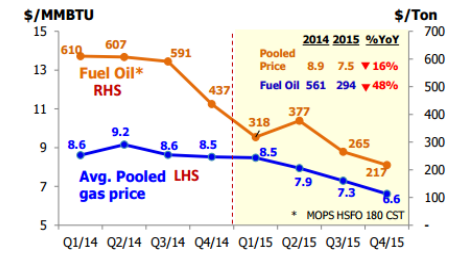
- คงคำแนะนำ** ขึ้น ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 370.00 บาทอิงด้วยวิธี SOTP เพื่อสะท้อนราคาเป้าหมายใหม่ของบริษัทในเครือและผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของ PTT ราคาหุ้น PTT ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 11.6 เท่า ซึ่งมากกว่า forward core PE รอบ 5 ปีที่ 11.2 เท่า สำหรับกลุ่ม O&G ในประเทศไทย เราชอบหุ้น downstream เช่น SCC, IRPC และ PTTGC มากกว่าจากภาพรวมธุรกิจโอเลฟินส์ที่แข็งแกร่ง

GSP FEED COST VS PETROLEUM PRICE



Source: PTT

NATURAL GAS VS FUEL PRICE



Source: PTT

PTT CORE 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	736,501	258	DCF @ WACC 11.6% G=1.0%		
(-) Net debt	(156,066)	(55)			
PTT Only - Equity Value	580,434	203			
2. Subsidiaries					
PTTEP	65.4%	63.0	163,571	57.3	0.6x PBV
PTTGC	48.9%	70.0	154,244	54.0	10.0x Core PE
TOP	49.1%	76.0	76,126	26.7	8.0x PE
SPRC	5.4%	15.0	3,519	1.2	7.0x PE
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			1,057,075	370.00	

Source: UOB Kay Hian

IMPLIED PE (X)

	Regional Peer 2016E (x)	Contribution to PTT's EBIT
E&P	20.8	21%
Refinery	14.6	15%
Petrochemical	13.7	14%
Gas busines	12.7	50%
Implied PE (x)	14.8	

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันว่าข้อมูลดังกล่าวมีความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน