

บมจ. ปตท. (PTT)

ไตรมาส 1/59: ผลประกอบการดีกว่าคาดจากธุรกิจก๊าซที่ตีเกินคาด

กำไรสุทธิของ PTT ในไตรมาส 1/59 ดีกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้เนื่องจากเราประเมินกำไรจากธุรกิจก๊าซและ unrealized forex gains ต่ำเกินไป เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 จะอ่อนตัวลง qoq จากการปิดปรับปรุงโรงผลิตของ PTT และบริษัทในเครือขณะที่เราคาดว่าผลประกอบการของ PTTEP จะอ่อนตัวลงจากต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้น สำหรับกลุ่ม O&G เราชอบหุ้น downstream เช่น SCC, IRPC และ PTTGC มากกว่าจากภาพรวมธุรกิจโอเลฟินส์ที่แข็งแกร่ง คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 370.00 บาท

1Q16 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	1Q15	4Q15	1Q16	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	515,583	469,585	386,940	-25.0	-17.6
COGS	461,257	420,224	331,758	-28.1	-21.1
SG&A	13,711	19,589	14,697	7.2	-25.0
EBITDA	70,742	65,749	71,343	0.8	8.5
Share profit of sub.	1,891	1,444	865	-54.3	-40.1
Income tax	3,451	4,716	3,798	10.1	-19.5
Recurring-Profit	20,643	21,003	21,320	3.3	1.5
FX gain/(loss)	1,941	2,261	2,349	21.0	3.9
Impairment loss	-	(23,076)	-	n.a.	n.a.
Net income	22,584	188	23,669	4.8	n.a.
EPS (Bt)	7.91	0.07	8.29	4.8	n.a.
Gross margin (%)	10.5	10.5	14.3		
EBITDA margin (%)	13.7	14.0	18.4		
Net margin (%)	4.4	0.0	6.1		

Source: PTT, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- กำไรสุทธิไตรมาส 1/59 ดีกว่าคาด PTT รายงานกำไรสุทธิที่ 23,669 ล้านบาทในไตรมาส 1/59 (ไตรมาส 4/58 อยู่ที่ 188 ล้านบาทและไตรมาส 1/58 อยู่ที่ 22,600 ล้านบาท) ซึ่งมากกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ 10% และ 12% ตามลำดับเนื่องจากเราประเมินกำไรจากธุรกิจก๊าซและ unrealized forex gains ต่ำเกินไป ตัวเลขกำไรสุทธิกลับมาอยู่ในระดับปกติหลังกำไรสุทธิในไตรมาส 4/58 ได้รับผลกระทบจาก impairment loss ก้อนใหญ่ที่ 23,000 ล้านบาทจากธุรกิจถ่านหินและจาก Myriant ซึ่งเป็นบริษัทในเครือของ PTTGC

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)	8.6	15.6	11.1	10.9	10.7
P/B (x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA (x)	4.3	4.2	3.9	3.7	3.6
Dividend yield (%)	2.7	1.0	3.6	3.6	3.7
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	-	-	79,163	87,787	94,655
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.95	0.87	0.82

Source: PTT, Bloomberg, UOB Kay Hian

ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	292.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	370.00 บาท
Upside	+26.7%

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):	834,039.5
Market cap (US\$m):	23,641.2
3-mth avg daily t'over (US\$m):	56.3

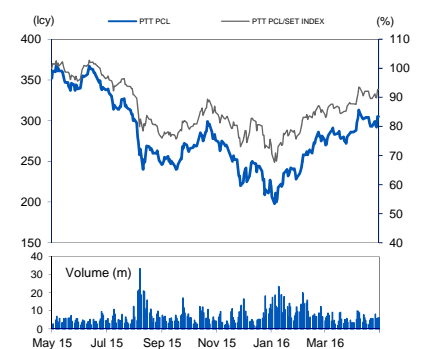
Price Performance (%)

52-week high/low	Bt368.00/Bt198.00			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
2.8	28.1	5.0	17.5	19.7

Major Shareholders

MOF	51.2
Vayupak Fund 1	15.3
NDVR	3.0
FY16 NAV/Share (Bt)	407.42
FY16 Net Debt/Share (Bt)	140.53

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- กำไรหลักในไตรมาส 1/59 กลับมาสู่ระดับปกติ** หากไม่รวมผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนเงินตราต่างประเทศ กำไรหลักของ PTT อยู่ที่ประมาณ 21,300 ล้านบาท คงที่ qoq และ yoy ทั้งนี้ ผลประกอบการที่สำคัญในไตรมาส 1/59 ได้แก่
 - ผลประกอบการของธุรกิจก๊าซดีขึ้นเกินคาด qoq** จาก channel check ของเราพบว่าบริษัท รับรู้กำไรที่ประมาณ 1,000 ล้านบาทจากท่อส่งก๊าซใหม่ได้แก่หมายเลข 4 (1,400 mcfpd) หลังก่อสร้างแล้วเสร็จในไตรมาส 4/58 เราไม่คิดว่าบริษัท จะรับรู้กำไรจากท่อส่งก๊าซหมายเลข 4 เนื่องจากเพิ่มเริ่มดำเนินการผลิต แต่เราคาดว่าผลขาดทุนของธุรกิจ NGV จะลดลง qoq ซึ่งออกมาอยู่ที่ 1,300 ล้านบาท (ไตรมาส 4/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 2,300 ล้านบาท) จากต้นทุน feed gas ที่ต่ำลง อย่างไรก็ดี ปัจจัยบวกทั้ง 2 รายการถูกหักล้างบางส่วนจากผลการดำเนินงานของโรงแยกก๊าซที่อ่อนตัวลงโดยยอดขายหดตัวลง 12.7% qoq อยู่ที่ 1.5 ล้านตัน เนื่องจากโรง ethane cracker ของ PTTCG มีกำหนดปิดปรับปรุงเป็นเวลา 23 วัน (1-23 มี.ค.)
 - ธุรกิจน้ำมันดีขึ้น qoq** ยอดขายและ margins ของธุรกิจน้ำมันของ PTT ดีขึ้น qoq จากจำนวนผู้ใช้รถยนต์ที่สูงในประเทศไทยและราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำซึ่งช่วยกระตุ้นความต้องการน้ำมันก๊าดในภูมิภาคให้สูงขึ้น นอกจากนี้ PTT บันทึก inventory gain ที่ 687 ล้านบาท (ไตรมาส 1/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 1,200 ล้านบาทและไตรมาส 4/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 1,660 ล้านบาท) ในไตรมาส 1/59
 - รายได้จาก PTTEP และบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือมากขึ้น** กำไรสุทธิจาก PTTEP และบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือสูงขึ้น qoq ขึ้นในไตรมาส 1/59 จากความสามารถในการลดต้นทุนของ PTTEP และ inventory loss จากบริษัทในเครือที่ลดลง
- คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 2/59 อ่อนตัวลง qoq** เราคาดว่ากำไรสุทธิในไตรมาส 2/59 จะปรับตัวลดลง qoq จากการปิดปรับปรุงโรงผลิตหลายแห่งในไตรมาส 2/59 รวมทั้งการปิดปรับปรุงโรงแยกก๊าซหมายเลข 6 เป็นเวลา 26 วันและโรงกลั่นของ PTTCG เป็นเวลา 63 วัน นอกจากนี้ เราคาดว่ากำไรของ PTTEP จะน้อยลง qoq จากต้นทุนในการผลิตที่สูงขึ้นจากการขุดหลุมที่มากขึ้น

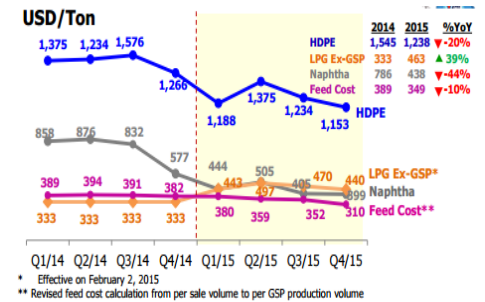
การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- ไม่มี** กำไรสุทธิในไตรมาส 1/59 คิดเป็น 28% ของประมาณการรวมทั้งปีของเรา เราคงประมาณการกำไรสุทธิเดิมไว้จนกว่าจะได้เข้าร่วมการประชุมนักวิเคราะห์ในวันที่ 23 พ.ค.59

คำแนะนำ

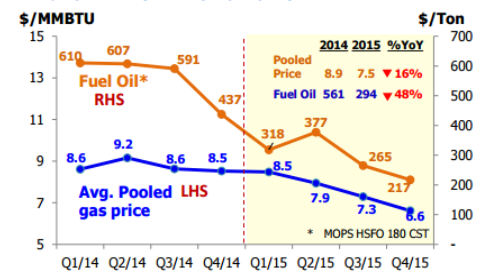
- คงคำแนะนำ** ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 370.00 บาทอิงด้วยวิธี SOTP ราคาหุ้น PTT ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 11.1 เท่า ซึ่งมากกว่า forward core PE รอบ 5 ปีที่ 11.2 เท่า สำหรับกลุ่ม O&G ในประเทศไทย เราชอบหุ้น downstream เช่น SCC, IRPC และ PTTCG มากกว่าจากภาพรวมธุรกิจโอเลฟินส์ที่แข็งแกร่ง

GSP FEED COST VS PETROLEUM PRICES



Source: PTT

PRICES - NATURAL GAS VS FUEL



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	100%	736,501	258	DCF @ WACC 11.8%, G=1.0%
(-) Net debt		(156,066)	(55)	
PTT Only - Equity Value		580,434	203	
2. Subsidiaries				
	Share holding	Fair Value (Bt/sh)	Value (Btm)	Value (Bt/sh) Methodology
PTTEP	65.4%	63.0	163,571	57.3 0.6x PBV
PTTCG	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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนี้ๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮีเนียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการนี้ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน