

บมจ. ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP)

Valuation แพง; ชอบหุ้น PTT มากกว่าจาก valuation ที่ถูกกว่า; เราอาจปรับ

คำแนะนำและราคาเป้าหมายหากมีดีล M&A

คงคำแนะนำ ขาย หุ้น PTTEP ด้วยราคาเป้าหมายที่ 63.00 บาทเนื่องจากหุ้น PTTEP ซื้อขายที่ระดับใกล้เคียงกับ +3SD 2016F PE เราชอบหุ้น PTT มากกว่าจาก valuation ที่ถูกกว่า เราคาดว่ากำไรสุทธิของ PTTEP จะอ่อนตัวลงไปอีก 2-3 ไตรมาสข้างหน้าด้วยสาเหตุหลักจาก 1) ยอดขายที่ต่ำลงจากการปิดปรับปรุงโรงผลิตและปริมาณน้ำมันของแหล่งน้ำมันบางแห่งที่ลดลง 2) ราคาขายเฉลี่ยก๊าซที่อยู่ในระดับต่ำ (รายได้จากก๊าซคิดเป็น 70% ของยอดขาย) และ 3) unit cost ที่เพิ่มขึ้น เราอาจปรับคำแนะนำและราคาเป้าหมายของเราหากมีดีล M&A เกิดขึ้น

เหตุการณ์ใหม่

- **เปิดประมูลดีลบงกชใหม่อีกครั้ง** จาก channel check ของเราพบว่า British Gas เริ่มเปิดประมูลการขายหุ้น 22.22% ของแหล่งก๊าซบงกชใหม่อีกครั้ง ทั้งนี้ แหล่งก๊าซบงกชตั้งอยู่ในอ่าวไทยซึ่ง PTTEP ถือหุ้นอยู่ที่ 44.44% ในขณะนี้ แหล่งก๊าซบงกชผลิต 860 mcf ของก๊าซธรรมชาติและ 28,000bpd ของ condensate ต่อวัน หากมีดีล M&A เข้ามาเกี่ยวข้อง เรามองว่า PTTEP ไม่ควรจะจ่ายค่าเข้าซื้อกิจการสูงกว่า 1,700 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เราคาดว่ายอดขายปิโตรเลียมน่าจะเพิ่มขึ้นทันทีที่ 12% และปริมาณสำรองจะเพิ่มขึ้น 10% และคาดกำไรของ PTTEP น่าจะเพิ่มขึ้นที่ปีละ 10-15%
- **ดีล M&A อีกรายการ: เตรียมเข้าซื้อแหล่งก๊าซ Yadana จาก Chevron** Chevron ได้ว่าจ้างที่ปรึกษาทางการเงินเพื่อขอคำปรึกษาสำหรับการขายหุ้น 28.26% ของแหล่งก๊าซ Yadana ในประเทศพม่าออกไปซึ่ง PTTEP ถือหุ้นอยู่ในแหล่งก๊าซ Yadana ที่ 25.5% จากการที่ PTTEP เป็นผู้ถือหุ้นปัจจุบันทำให้ PTTEP และ TOTAL มี 'สิทธิ์ที่จะปฏิเสธในการเข้าซื้อหุ้นเป็นรายแรก' ในดีลดังกล่าว หากดีล M&A เกิดขึ้นจริง เรามองว่า PTTEP ไม่ควรที่จะจ่ายค่าเข้าซื้อกิจการสูงกว่า 3,200 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ เราคาดว่ายอดขายปิโตรเลียมน่าจะเพิ่มขึ้นทันทีที่ 11% และปริมาณสำรองจะเพิ่มขึ้น 18% และคาดกำไรของ PTTEP น่าจะเพิ่มขึ้นที่ปีละ 10-15%
- **แนวโน้มราคาน้ำมันดิบดีขึ้นแต่เรารวมไว้ในประมาณการเราแล้ว** จากการประชุมนักวิเคราะห์ครั้งล่าสุด แนวโน้มราคาน้ำมันดิบขึ้นต่อเนื่องเนื่องจากราคาน้ำมันพื้นฐานปรับตัวขึ้นจากระดับต่ำสุดในรอบ 11 ปีที่ 29 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในช่วงต้นปี 59 PTTEP คาดว่าแนวโน้มซัพพลายน้ำมันจะคงที่เนื่องจากปริมาณน้ำมันจากอิหร่านที่เพิ่มขึ้นจะถูกหักล้างโดยการผลิตน้ำมันที่ลดลงในสหรัฐฯ ตลาดคาดว่าความต้องการน้ำมันในปี 59 จะเพิ่มขึ้น 1.4mbpd จากประมาณการเดิมที่ 1.2mbpd และตลาดคาดว่าราคาน้ำมันดิบ Brent crude จะเฉลี่ยอยู่ที่ 39 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในไตรมาส 2/59 และเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่เฉลี่ยที่ 45 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรลในช่วง 2H59 เทียบกับประมาณการของเราที่ 47 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	247,817	185,771	164,327	181,390	190,482
EBITDA	175,815	132,644	111,504	126,673	134,603
Operating profit	92,600	39,823	21,388	18,450	21,367
Net profit (rep./act.)	21,490	(31,590)	9,609	9,686	11,917
Net profit (adj.)	49,525	26,847	8,216	9,686	11,917
EPS (Bt)	12.5	6.8	2.1	2.4	3.0
PE (x)	6.0	11.0	36.0	30.5	24.8
P/B (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	1.6	2.1	2.5	2.2	2.1
Dividend yield (%)	6.0	4.0	2.7	2.7	2.7
Net margin (%)	8.7	(17.0)	5.8	5.3	6.3
Net debt/(cash) to equity (%)	2.3	(2.2)	(4.3)	(2.8)	(2.3)
Interest cover (x)	22.8	17.7	17.7	21.1	22.7
ROE (%)	7.0	(10.4)	3.1	3.1	3.8
Consensus net profit	-	-	11,327	18,955	24,332
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.73	0.51	0.49

Source: PTT Exploration & Production PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

n.m. : not applicable; negative P/E, EV/EBITDA reflected as n.m.

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือแต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

ขาย

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	74.50 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	63.00 บาท
Upside	-15.4%

รายละเอียดบริษัท

PTTEP สำรวจน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติและพัฒนาแหล่งผลิต

Stock Data

GICS sector	Energy
Bloomberg ticker:	PTTEP TB
Shares issued (m):	3,970.0
Market cap (Btm):	295,763.9
Market cap (US\$m):	8,352.1
3-mth avg daily t'over (US\$m):	56.7

Price Performance (%)

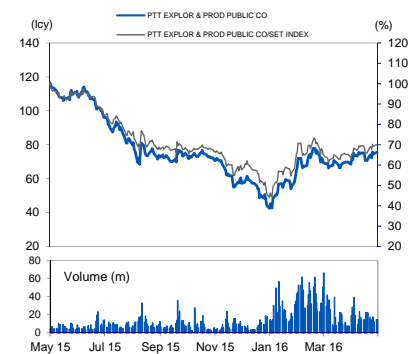
52-week high/low	Bt117.00/Bt42.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
6.8	34.2	2.8	37.1	30.1

Major Shareholders

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

FY16 NAV/Share (Bt)	104.70
FY16 Net Debt/Share (Bt)	4.54

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanapom@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **ดีล M&A ที่ดี** เรามีมุมมองบวกกับหุ้นหาก PTTEP สามารถปิดดีลในการซื้อหุ้นในแหล่งก๊าซชวบขและ Yadana ได้สำเร็จ และเพื่อเข้าซื้อหุ้นจากทั้ง 2 แหล่ง เรามองว่า PTTEP จำเป็นต้องใช้เงินลงทุนไม่เกิน 5,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ การเข้าซื้อกิจการดังกล่าวจะช่วยเพิ่มยอดขายของบริษัทฯ ขึ้น 23% และเพิ่มปริมาณสำรองขึ้น 28% จากระดับ ณ สิ้นปี 58 ที่ 7.38 mboe การลงทุนในครั้งนี้จะช่วยเพิ่มปริมาณสำรองรวมของ PTTEP ให้มากขึ้นจาก 5 ปีเป็น 9.8 ปีซึ่งใกล้เคียงกับเป้าที่บริษัทฯ ตั้งไว้ บริษัทฯ ยังไม่กำหนดช่วงเวลาในการเข้าซื้อกิจการที่แน่นอนออกมาแต่คาดว่าจะทราบผลภายในช่วงสิ้นปีนี้
- **ไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุนหากจะเข้าร่วมดีล M&A** จากการที่ PTTEP มีจำนวนเงินสดในมือที่ 3,700 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ และคาดการณ์หนี้สินของบริษัทฯ จะเพิ่มขึ้นอีก 2,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (โดยไม่ได้ละเมิดนโยบายที่ว่า D/E ห้ามสูงเกินกว่า 0.5 เท่า) เราคาดว่าบริษัทฯ จะมีจำนวนเงินสดมากพอที่จะซื้อกิจการทั้ง 2 ดีล นอกจากนี้ ผู้บริหารเชื่อมั่นว่า operating cash flow ในปี 59 จะอยู่ที่ 2,500-3,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำในขณะนี้ซึ่งมากพอที่จะรองรับ capex ที่ 1,900 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ ในปี 59 รวมทั้งจ่ายเงินปันผลและดอกเบี้ย ทั้งนี้ PTTEP ไม่มีหนี้ที่ต้องครบกำหนดจ่ายคืนก้อนใหญ่ในปี 59-60
- **คาดการณ์กำไรสุทธิไตรมาส 1/59 สูงที่สุดของปีนี้** เราคาดว่ากำไรหลักในไตรมาส 2/59 จะปรับตัวลดลง qoq จาก 1) ยอดขายที่ต่ำลงและค่าใช้จ่ายจากการปิดปรับปรุงที่สูงขึ้นจากการปิดปรับปรุงโรงผลิตหลายแห่ง (ได้แก่แหล่งบงกช, MTJDA, Yadana และ Yetakul) และยอดขายน้ำมันดิบที่ลดลง qoq จากโครงการมอนทาร์ราในไตรมาส 2/59 (ประมาณ 13,000 bpd) 2) ราคาขายก๊าซเฉลี่ยที่ลดลงอยู่ที่ 5.6 เหรียญสหรัฐฯ/MMBTU ในไตรมาส 2/59 (เทียบกับที่ 6.1 เหรียญสหรัฐฯ/MMBTU ในไตรมาส 1/59) และ 3) ค่าใช้จ่าย DD&A จะเพิ่มขึ้นในอีก 2-3 ไตรมาสต่อจากนี้จากโครงการพัฒนาที่มากขึ้น
- **ความคืบหน้าเกี่ยวกับการปฏิรูปพลังงานในประเทศไทย** คณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติจะจัดประชุมในอีก 2 สัปดาห์ข้างหน้าเพื่อพูดคุยถึงการบริการสัมปทานก๊าซที่จะหมดอายุลงก่อนที่จะส่งเรื่องขออนุมัติ (เช่น เกี่ยวข้องกับการพิจารณาประมาณที่จะแจกจ่ายในประเทศไทยและจำเป็นต้องแก้ไขข้อกฎหมายปัจจุบันหรือไม่) ให้กับคณะรัฐมนตรีต่อไปและคาดว่าจะทราบผลในอีก 2 เดือนข้างหน้า ทั้งนี้ แผนการลงทุนระยะเวลา 5 ปีของ PTTEP ไม่ได้รวมความเป็นไปได้ในการต่ออายุสัมปทานใหม่

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **ไม่มี** แม้กำไรหลักในไตรมาส 1/59 คิดเป็น 50.3% ของประมาณการกำไรหลักในปี 59 ของเราที่ 8,200 ล้านบาทแต่เราคงประมาณการกำไรสุทธิของเราไว้ตามเดิมโดยคาด unit cost อยู่ที่ 35 เหรียญสหรัฐฯ/boe เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทฯ จะอ่อนตัวลงในอีก 2-3 ไตรมาสต่อจากนี้จาก unit costs ที่สูงขึ้น

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ขาย ด้วยราคาเป้าหมายที่ 63.00 บาทและขอบหุ้น PTT มากกว่าจาก valuation ที่ถูกกว่า** ราคาหุ้น PTTEP ในขณะนี้ซื้อขายที่เกือบ +3SD 2016F PE ขณะที่ราคาหุ้น PTT ซื้อขายด้วย 2016F PE mean ที่ 11.2 เท่า เราคิดว่าตลาด over-react กับราคาน้ำมันดิบที่ฟื้นตัวขึ้น ราคาเป้าหมายของเราที่ 63.00 บาทคำนวณด้วย -2SD ต่อ P/B หรือเท่ากับ 2016F P/B ที่ 0.6 เท่า

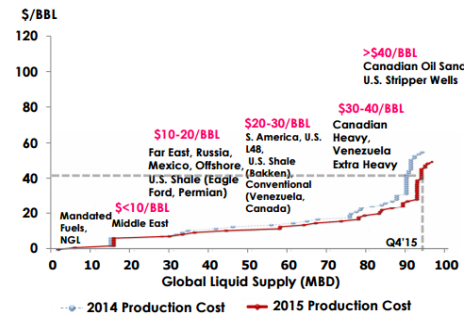
ปัจจัยเสี่ยง

- **ราคาน้ำมันที่ผันผวน** ประมาณการราคาน้ำมันดิบ Brent crude ของเราอยู่ที่ 47 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล และเราประมาณการว่าจะเพิ่มขึ้นอีละ 5 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล จนถึงปี 63
- **Sensitivity** จากการทำ sensitivity analysis ของเราพบว่าราคาน้ำมันที่ลดลงทุก 1 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรลจะลดให้ประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 ของเราลดลง 0.9%

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลกระทบต่อราคาหุ้น

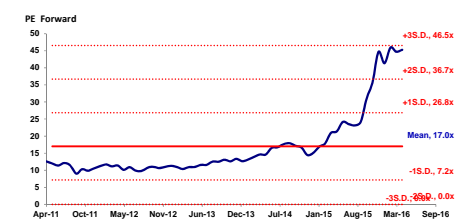
- ราคาน้ำมันที่ฟื้นตัวขึ้น
- ดีล M&A

OPERATING CASH COST CURVE



Source: PIRA, Reuters, IEA

PTTEP CORE PE BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

PTTEP P/B BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

PTT CORE PE BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian