

บมจ. ปตท.สำรวจและผลิตปิโตรเลียม (PTTEP)

ถึงเวลาที่มุ่งเน้นไปยังดีล M&A

เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักในปี 59-60 ขึ้น 100% และ 174% ตามลำดับเพื่อสะท้อนผลบวกจากต้นทุนในการผลิตที่คาดว่าจะลดลงของ PTTEP จากการนำโปรแกรมลดต้นทุนมาใช้ในขณะนี้ นอกจากนี้ ดีล M&A จำนวน 3 แห่งของบริษัทฯ ก็ดำเนินไปได้ด้วยดีในขณะนี้และคาดว่าจะสามารถปิดดีลได้อย่างน้อย 1 รายการภายในช่วงสิ้นปีนี้ซึ่งจะช่วยเพิ่มราคาเป้าหมายของเราขึ้นที่ประมาณ 6.00-40.00 บาท ราคาหุ้นที่อาจจะปรับตัวลดลงจะเป็นโอกาสดีสำหรับนักลงทุนที่จะซื้อหุ้น PTTEP เก็บไว้ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ชื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 101.00 บาท

เหตุการณ์ใหม่

- เตรียมปรับลดต้นทุนในการผลิตในปี 59 ลง จาก channel check ของเราคาดว่า PTTEP มีโอกาสปรับลดประมาณการต้นทุนในการผลิตในปี 59 ลงจากปัจจุบัน 35.00 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล จากการนำโปรแกรมลดต้นทุนมาใช้มากขึ้น (เช่น ต้นทุนค่าเช่าเครื่องขุดเจาะที่ถูกลงและบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้อง, การปรับแผนการสำรวจใหม่และการลด opex)
- คาดว่าจะสามารถปิดดีล M&A ได้อย่างน้อย 1 รายการในช่วงสิ้นปีนี้ ตามที่เราได้กล่าวถึงในบทวิเคราะห์ฉบับที่แล้วว่า PTTEP อยู่ระหว่างการเจรจาข้อสรุปดีล M&A ทั้งหมด 3 แห่งในขณะนี้ซึ่งประกอบไปด้วย 1) แหล่งก๊าซขงกชที่อ่าวไทยโดยบริษัท British Gas ต้องการขายหุ้น 22.22% ในโครงการนี้ออกไป 2) หุ้น 25.5% ที่ทาง Chevron ถืออยู่ในแหล่งก๊าซ Yadana และ 3) 16% ที่ Chevron มีอยู่ในแหล่งก๊าซ Arthit ที่อ่าวไทย เราคาดว่า PTTEP จะสามารถปิดดีล M&A ได้อย่างน้อย 1 รายการภายในช่วงสิ้นปีนี้ เราและนักลงทุนมองว่าดีล M&A จะส่งผลบวกกับหุ้น PTTEP เนื่องจากบริษัทฯ เป็นผู้ถือหุ้นร่วมของทั้ง 3 โครงการในขณะนี้ซึ่งโครงการทั้งหมดตั้งอยู่ในบริเวณที่ PTTEP มีการดำเนินงานที่แข็งแกร่งอยู่แล้ว
- คาดความต้องการน้ำมันจะสูงขึ้น อ้างอิงจากรายงานล่าสุดของ US Energy Information Administration (EIA) เมื่อเดือน พ.ค.59 พบว่าทาง EIA ได้ปรับเพิ่มประมาณการความต้องการน้ำมันดิบทั่วโลกขึ้นเป็นครั้งแรกในปีนี้โดยปรับเพิ่มประมาณการความต้องการน้ำมันดิบในปี 59 และ 60 ขึ้นอีกปีละ 1.5 mbpd จาก 1.2 mbpd ในปี 59 และ 1.3 mbpd ในปี 60 ด้วยปัจจัยหนุนจากความต้องการที่มากขึ้นในประเทศที่อยู่นอกกลุ่ม OECD โดยมาจากประเทศจีนและอินเดียเป็นหลัก นอกจากนี้ EIA คาดว่าสถานการณ์อุปสงค์-อุปทานน้ำมันจะมีความสมดุลในช่วง 2H59 ซึ่งเร็วกว่าประมาณการเดิมที่คาดว่าจะเกิดขึ้นในช่วงต้นปี 60
- ราคาน้ำมันที่อยู่สูงกว่าที่ 50 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล จะกระตุ้นให้ผู้ประกอบการกลับมาดำเนินการผลิตอีกครั้ง ตลาดคาดว่าราคาน้ำมันจะอยู่ที่ระดับ 45.00-50.00 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในปีนี้และคาดว่าราคาน้ำมันดิบที่อยู่สูงกว่า 50.00 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล จะเป็นระดับที่น่าดึงดูดใจผู้ผลิตน้ำมันที่มีต้นทุนที่สูงและน่าจะช่วยกระตุ้นให้บรรดาผู้ประกอบการกลับมาดำเนินการผลิตน้ำมันอีกครั้ง นอกจากนี้ ต้นทุนเงินสดของการผลิตน้ำมันสำหรับผู้ผลิตที่มีต้นทุนสูง (เช่น ต้นทุนสำหรับ shale oil อยู่ที่ 25.00 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในขณะนี้) ปรับตัวลดลงต่อเนื่องโดยราคา Brent oil YTD อยู่ที่ 40.40 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในขณะนี้เทียบกับประมาณการของเราที่ 47.00 เหรียญสหรัฐฯ/บาร์เรล ในปี 59

KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	247,817	185,771	164,420	181,390	190,482
EBITDA	175,815	132,644	116,893	129,394	137,507
Operating profit	92,600	39,823	38,588	42,001	46,917
Net profit (rep./act.)	21,490	(31,590)	20,975	26,501	30,232
Net profit (adj.)	49,525	26,847	19,789	26,501	30,232
EPS (Bt)	12.5	6.8	5.0	6.7	7.6
PE (x)	6.7	12.4	16.9	12.6	11.0
P/B (x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA (x)	1.7	2.3	2.6	2.4	2.2
Dividend yield (%)	5.4	3.6	2.4	3.2	3.6
Net margin (%)	8.7	(17.0)	12.8	14.6	15.9
Net debt/(cash) to equity (%)	2.3	(2.2)	(6.7)	(8.5)	(11.5)
Interest cover (x)	22.8	17.7	15.9	18.4	19.7
ROE (%)	5.4	n.a.	5.0	6.1	6.5
Consensus net profit			12,239	18,704	24,039

รายงานนี้จัดทำขึ้นโดยผู้ดูแลหน้าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและควรใช้ข้อมูลของบริษัทฯ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้วิจัยและ PTTEP Explorati & Production PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian, n.m. : not meaningful; negative P/E, EV/EBITDA reflected as "n.m."

ชื่อ

(Upgraded)

ราคาปัจจุบัน	84.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'60	101.00 บาท
Upside	20.2%
(ราคาเป้าหมายเดิม)	63.00 บาท)

รายละเอียดบริษัทฯ

PTTEP สำรวจน้ำมันดิบและก๊าซธรรมชาติและพัฒนา

แหล่งผลิต

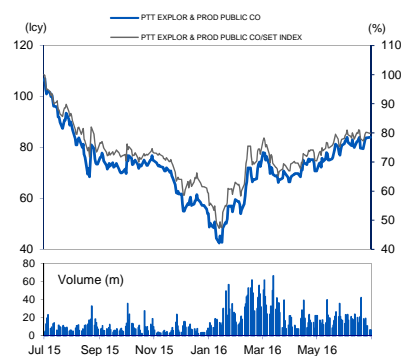
Stock Data

GICS sector	Energy			
Bloomberg ticker:	PTTEP TB			
Shares issued (m):	3,970.0			
Market cap (Btm):	333,478.8			
Market cap (US\$m):	9,513.6			
3-mth avg daily t'over (US\$m):	40.9			
Price Performance (%)				
52-week high/low	Bt107.00/Bt42.50			
1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
4.0	23.1	50.7	21.9	46.7
Major Shareholders	%			
PTT	65.3			
State Street Bank and Trust Co.	2.2			
BNP Paribas Securities	2.1			

FY16 NAV/Share (Bt) 107.11

FY16 Net Debt/Share (Bt) 7.17

Price Chart



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

tanaporn@uobkayhian.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

chaiwat@uobkayhian.co.th

ผลกระทบในอนาคต

- **เราปรับลดประมาณการต้นทุนในการผลิตของเราลง 8.6-12.5%** เราปรับลดประมาณการต้นทุนในการผลิตของเราลง 3.00 เหรียญสหรัฐ/boe อยู่ที่ 32.00 เหรียญสหรัฐ/boe ในปี 59 จากประมาณการเดิมที่ 35.00 เหรียญสหรัฐ/boe (อิงจากประมาณการของผู้บริหาร) และลง 5 เหรียญสหรัฐ/boe มาอยู่ที่ 35 เหรียญสหรัฐ/boe ในปี 60 จากประมาณการเดิมของเราที่ 40 เหรียญสหรัฐ/boe จากการทำ sensitivity analysis ของเราแสดงให้เห็นว่าต้นทุนในการผลิตที่ลดลงทุก 1.00 เหรียญสหรัฐ/boe จะทำให้ประมาณการกำไรหลักในปี 59 ของเราเพิ่มขึ้น 3,100 ล้านบาท (หรือ 16.1%)
- **ถึงเวลาที่มุ่งเน้นไปยังดีล M&A** ที่เรามีมุมมองบวกกับหุ้นหาก PTTEP สามารถปิดดีลได้อย่างน้อย 1 จาก 3 รายการตามที่ได้กล่าวไว้ด้านบนได้ในสิ้นปีนี้ หากบริษัทสามารถเข้าซื้อหุ้นทั้ง 3 แห่ง เราคาดว่า PTTEP จำเป็นต้องใช้เงินลงทุนมากกว่า 5,600 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งคาดว่าจะช่วยเพิ่มราคาเป้าหมายของเราในขณะนี้ขึ้นอีก 40.00 บาท การเข้าซื้อกิจการดังกล่าวจะช่วยเพิ่มยอดขายของบริษัทขึ้น 25.6% และเพิ่มปริมาณสำรองขึ้น 32% จากระดับ ณ สิ้นปี 58 ที่ 738 mboe การลงทุนในครั้งนี้จะช่วยเพิ่ม reserve life ของ PTTEP ให้มากขึ้นจาก 5 ปีเป็น 10.1 ปีซึ่งใกล้เคียงกับเป้าที่บริษัทฯ ตั้งไว้
- **ไม่จำเป็นต้องเพิ่มทุนหากจะเข้าร่วมดีล M&A** จากการที่ PTTEP มีจำนวนเงินสดในมือที่ 3,700 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และคาดการณ์หนี้สินของบริษัทจะเพิ่มขึ้นอีก 2,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ (โดยนโยบาย D/E ห้ามสูงเกินกว่า 0.5 เท่า) เราคาดว่าบริษัทจะมีจำนวนเงินสดมากพอที่จะซื้อกิจการทั้ง 3 ดีล นอกจากนี้ ผู้บริหารเชื่อมั่นว่า operating cash flow ในปี 59 จะอยู่ที่ 2,500-3,000 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในสถานการณ์ที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับต่ำในขณะนี้ซึ่งมากพอที่จะรองรับ capex ที่ 1,900 ล้านดอลลาร์สหรัฐ ในปี 59 รวมทั้งจ่ายเงินปันผลและดอกเบี้ย ทั้งนี้ PTTEP ไม่มีภาระที่จะต้องจ่ายคืนเงินต้นในปี 59-60

รายละเอียดของดีล M&A ทั้ง 3 รายการ

- 1) **แหล่งก๊าซชงกชจาก BG** จาก channel check ของเราพบว่า British Gas อยู่ระหว่างการประเมินมูลค่าในการขายหุ้น 22.22% ที่ถืออยู่ในแหล่งก๊าซชงกชที่ตั้งอยู่ที่อ่าวไทยซึ่ง PTTEP ถือหุ้นอยู่ที่ 44.44% ในขณะนี้ ทั้งนี้ แหล่งก๊าซชงกชผลิตก๊าซธรรมชาติที่ 860 mcf และ condensate ที่ 28,000 bpd/วัน หากดีล M&A ในครั้งนี้ประสบความสำเร็จ เราคาดว่า PTTEP จะไม่ต้องจ่ายค่าซื้อหุ้นสูงกว่า 1,700 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และคาดยอดขายปิโตรเลียมจะเพิ่มขึ้นทันทีอีก 12% และปริมาณสำรองจะเพิ่มขึ้น 10% ในกรณีที่บริษัทฯ ประสบความสำเร็จในการซื้อหุ้นแหล่งชงกชราคาเป้าหมายของเราจะเพิ่มขึ้นอีก 24.60 บาท
- 2) **แหล่งก๊าซ Yadana จาก Chevron** Chevron ได้แจ้งที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับการขายหุ้น 28.26% ในแหล่งก๊าซ Yadana ซึ่ง PTTEP ถือหุ้นอยู่ที่ 25.5% ที่ประเทศพม่าออกไปจากการที่ทั้ง PTTEP และ TOTAL ที่เป็นผู้ถือหุ้นปัจจุบันทำให้ทั้ง 2 บริษัท มี 'first right of refusal' ในดีลนี้ หากปิดดีลได้สำเร็จ PTTEP ไม่ต้องจ่ายเงินค่าซื้อหุ้นเกินกว่า 3,200 ล้านดอลลาร์สหรัฐ และคาดยอดขายปิโตรเลียมจะเพิ่มขึ้นทันทีอีก 11% และปริมาณสำรองจะเพิ่มขึ้น 18% ในกรณีที่บริษัทฯ ประสบความสำเร็จในการซื้อหุ้นแหล่งยาดานา ราคาเป้าหมายของเราจะเพิ่มขึ้นอีก 9.50 บาท
- 3) **แหล่งก๊าซ Arthit จาก Chevron** นอกจากนี้ Chevron ยังสนใจที่จะขายหุ้น 16% ในแหล่งก๊าซ Arthit ที่ตั้งอยู่ที่อ่าวไทยออกไปด้วยเช่นกัน จากการที่เป็นผู้ถือหุ้นปัจจุบันทำให้ PTTEP มี 'first right of refusal' ในดีลนี้ เราคาดว่า PTTEP จะจ่ายเงินน้อยกว่า 710 ล้านดอลลาร์สหรัฐ สำหรับดีลนี้ และคาดยอดขายปิโตรเลียมจะเพิ่มขึ้นทันทีอีก 2% และปริมาณสำรองจะเพิ่มขึ้น 4% ในกรณีที่บริษัทฯ ประสบความสำเร็จในการซื้อหุ้นแหล่งอาทิตย ราคาเป้าหมายของเราจะเพิ่มขึ้นอีก 6.40 บาท

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรหลักขึ้น 100%** ในปี 59 อยู่ที่ 19,200 ล้านบาทและ 174% ในปี 60 อยู่ที่ 26,500 ล้านบาทเพื่อสะท้อนการปรับลดต้นทุนในการผลิตลง ดีล M&A รายการใด ๆ ที่ประสบความสำเร็จจะช่วยเพิ่ม upside ต่อราคาเป้าหมายของเรา
- **ราคาน้ำมันผันผวน** ประมาณการราคาน้ำมัน Brent crude ของเราในขณะนี้อยู่ที่ 47.00 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล ในปี 59 และเราประมาณการราคาน้ำมัน Brent crude เพิ่มขึ้นที่ปีละ 5.00 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล จนถึงปี 62 จากการทำ sensitivity analysis ของเราแสดงให้เห็นว่าราคาน้ำมันที่ลดลงทุก 1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรล จะลดให้ประมาณการกำไรสุทธิของเราในปี 60 ลดลง 0.9%

คำแนะนำ

- **ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น ชื้อ** เราได้ปรับราคาเป้าหมายของเราออกไปเป็นปี 60 ด้วยราคาเป้าหมายใหม่ที่ 101.00 บาทอิงด้วย forward core P/E อยู่ที่ 15 เท่า

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่เป็นที่เชื่อถือได้และเชื่อว่ามีความถูกต้องและมีความสมบูรณ์ของข้อมูล อย่างไรก็ตาม บริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะให้บุคคลหนึ่งบุคคลหนึ่งทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

DETAILS & VALUATION UPSIDE ON THREE M&A DEALS

Gas fields	Bongkot	Yadana	Arthit
Seller	BG	Chevron	Chevron
% Stakes by seller	28.26%	22.22%	16.00%
% Stake held by PTTEP	25.50%	44.44%	80.00%
Current Production (boe/d)	125,000	178,833	40,533
Contract expiry year	2028	2022	2025
PTTEP's 2015 information			
Production volume (mboe/d)	322,167		
Proved reserve (m boe)	738		
Estimate valuation upside to PTTEP 2017 target			
Acquisition cost (US\$m)	3,179.0	1,717.0	710
Reserve vol upside (%)	18%	10%	4%
2017 sales vol upside (%)	11%	12%	2%
2017 net profit upside (%)	24.5%	9.4%	6.4%
Upside to 2017 TP (Bt/sh)	24.6	9.5	6.4

Note : Assuming acquisition cost of US\$24/boe

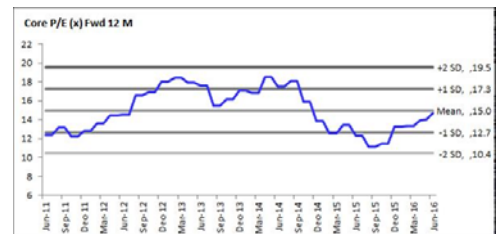
Source: PTTEP, UOB Kay Hian

PTTEP UNIT COST OF PRODUCTION

(US\$/boe)	2015	1Q16	2016F	2017F
DD&A	23.13	17.27	18.66	20.70
Finance Cost	2.14	1.94	1.94	1.88
Royalties	3.62	2.94	3.43	3.81
G&A	2.39	1.08	1.75	1.70
Exploration Expense	1.56	0.86	1.56	1.57
Operating Expense	6.04	4.48	4.88	5.55
Unit Cost	38.88	28.57	32.23	35.21

Source: PTTEP, UOB Kay Hian

PTTEP FORWARD CORE PE BAND



Source: Bloomberg, UOB Kay Hian