

### บมจ. ปตท. (PTT)

**ไตรมาส 2/59: ผลประกอบการต่ำกว่าที่เราและตลาดคาด 14.7% และ 7.5% ตามลำดับ**

กำไรสุทธิของ PTT ในไตรมาส 2/59 อยู่ที่ 24,879 ล้านบาทซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ 14.7% และ 7.5% ตามลำดับเนื่องจากเราประเมินค่าใช้จ่ายภาษีต่ำเกินไปและผลกระทบจากเงินบาทที่อ่อนค่าลงเทียบกับเงินเยน สำหรับกลุ่ม O&G เราชอบหุ้น downstream อย่าง SCC, IRPC และ PTTGC มากกว่าจากภาพรวมที่แข็งแกร่งของธุรกิจโอเลฟินส์ คงคำแนะนำ **ซื้อ** ด้วยราคาเป้าหมายที่ 405.00 บาท

#### 2Q16 RESULTS

Year to 31 Dec (Btm)	2Q15	1Q16	2Q16	yoy % chg	qoq % chg
Revenue	536,678	386,940	420,447	-21.7	8.7
COGS	464,439	331,758	353,604	-23.9	6.6
SG&A	18,564	14,697	15,801	-14.9	7.5
EBITDA	87,610	71,343	82,151	-6.2	15.1
Share profit of sub.	2,433	865	839	-65.5	-3.0
Income tax	8,989	3,798	6,912	-23.1	82.0
Recurring-Profit	27,154	20,633	21,555	-20.6	4.5
FX gain/(loss)	-3,289	2,349	-248	-92.5	n.a.
Inventory gain/(loss)	-119	687	3,572	n.a.	419.9
<b>Net income</b>	<b>23,746</b>	<b>23,669</b>	<b>24,879</b>	<b>4.8</b>	<b>5.1</b>
EPS (Bt)	8.31	8.29	8.71	4.8	5.1
Gross margin (%)	13.5	14.3	15.9		
EBITDA margin (%)	16.3	18.4	19.5		
Net profit margin (%)	4.4	6.1	5.9		

Source: PTT PCL, UOB Kay Hian

#### ผลประกอบการ

- PTT รายงานกำไรสุทธิที่ 24,879 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 ซึ่งต่ำกว่าที่เราและตลาดคาดการณ์ไว้ 14.7% และ 7.5% ตามลำดับเนื่องจาก 1) เราประเมินค่าใช้จ่ายภาษีต่ำเกินไป (effective tax rate เพิ่มขึ้นอยู่ที่ 17% ในไตรมาส 2/59 จาก 10.5% ในไตรมาส 1/59 เนื่องจากในไตรมาสที่ 2 IRPC ไม่ได้รับสิทธิประโยชน์ทางภาษีเหมือนกับในไตรมาส 1/59) และ 2) ผลกระทบที่เกินความคาดหมายจากเงินบาทที่อ่อนค่าลงเทียบกับเงินเยน (PTT มีหนี้สินที่อยู่ในสกุลเงินเยนที่ 54,000 เยน ในไตรมาส 2/59)

#### KEY FINANCIALS

Year to 31 Dec (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	2,605,062	2,026,912	1,809,973	1,984,503	2,073,508
EBITDA	284,433	297,551	313,522	331,995	337,817
Operating profit	176,092	153,790	164,473	171,566	175,941
Net profit (rep./act.)	58,678	19,936	83,495	87,484	91,668
Net profit (adj.)	96,763	53,480	82,535	87,484	91,668
EPS (Bt)	33.9	18.7	28.9	30.6	32.1
PE (x)	9.9	17.9	11.6	11.0	10.5
P/B (x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA (x)	4.8	4.6	4.4	4.1	4.0
Dividend yield (%)	2.3	0.8	3.5	3.6	3.7
Net margin (%)	2.3	1.0	4.6	4.4	4.4
Net debt/(cash) to equity (%)	65.1	56.3	34.7	24.2	15.4
Interest cover (x)	8.6	9.9	10.9	11.5	11.7
ROE (%)	6.2	1.9	7.4	7.2	7.0
Consensus net profit	-	-	85,021	92,633	98,112
UOBKH/Consensus (x)	-	-	0.97	0.94	0.93

Source: PTT PCL, Bloomberg, UOB Kay Hian

### ซื้อ

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	344.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	405.00 บาท
Upside	+17.7%

#### 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):	959,716.7
Market cap (US\$m):	27,587.6
3-mth avg daily t'over (US\$m):	51.6

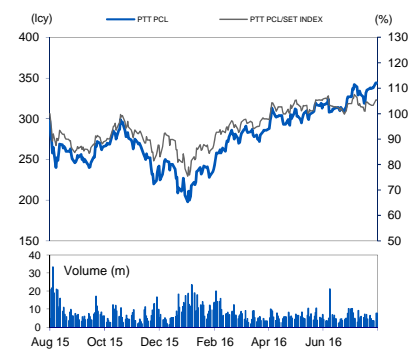
#### Price Performance (%)

52-week high/low					Bt342.00/Bt198.00
<b>1mth</b>	<b>3mth</b>	<b>6mth</b>	<b>1yr</b>	<b>YTD</b>	
8.7	15.1	47.4	9.1	37.7	

#### Major Shareholders

MOF	51.2
Vayupak Fund 1	15.3
NDVR	3.0
FY16 NAV/Share (Bt)	410.03
FY16 Net Debt/Share (Bt)	142.18

#### Price Chart



Source: Bloomberg

#### นักวิเคราะห์

#### ธนพร วิศรุตพงษ์

02-659-8305

[tanaporn@uobkayhian.co.th](mailto:tanaporn@uobkayhian.co.th)

#### ชัยวัฒน์ อาศิระวิชัย

02-659-8301

[chaiwat@uobkayhian.co.th](mailto:chaiwat@uobkayhian.co.th)

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลต่างๆที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูเอสบี เคย์ ฮีเยน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆที่ปรากฏในรายงาน

### ผลกระทบในอนาคต

- **กำไรสุทธิไตรมาส 2/59 แข็งแกร่ง** PTT รายงานกำไรสุทธิที่ 24,879 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 (ไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 23,669 ล้านบาทและไตรมาส 2/58 อยู่ที่ 23,746 ล้านบาท) เพิ่มขึ้น 4.8% yoy และ 5.1% qoq หนุนจาก 1) ผลประกอบการที่ดีขึ้นของโรงแยกก๊าซจากราคาปิโตรเคมีที่สูงขึ้น qoq 2) inventory gain ก้อนใหญ่ที่ 3,600 ล้านบาท (ไตรมาส 1/59 ที่ 687 ล้านบาท) จากธุรกิจน้ำมัน และ 3) กำไรที่มากขึ้นจากบริษัทในเครือโดยเฉพาะจาก TOP
- **ผลประกอบการของธุรกิจก๊าซดีขึ้น qoq** ปริมาณก๊าซธรรมชาติของ PTT ที่ขายให้กับลูกค้าเพิ่มขึ้น 5.5% qoq อยู่ที่ 4.881mmcfd จากการใช้ก๊าซที่มากขึ้นในช่วงฤดูร้อนในประเทศไทย นอกจากนี้ มีผู้ผลิตไฟฟ้าขนาดเล็กรายใหม่เข้ามาในตลาดมากขึ้นในไตรมาส 2/59
- **ยอดขายของโรงแยกก๊าซลดลงเล็กน้อย qoq** อยู่ที่ 1.47 ล้านตันในไตรมาส 2/59 ลดลง 1.3% qoq เนื่องจากโรงแยกอีเทนของ PTT ถูกปิดปรับปรุงไปเป็นเวลา 23 วัน (ตั้งแต่วันที่ 1-23 มี.ค.59) ซึ่งชดเชยการปิดปรับปรุงเป็นเวลา 26 วัน (ตั้งแต่วันที่ 15 พ.ค.-9 มิ.ย.59) ของโรงแยกก๊าซหมายเลข 6 อย่างไรก็ตาม ราคาสินค้าของโรงแยกก๊าซเพิ่มขึ้น 5-17% qoq ตามราคาปิโตรเคมีระดับภูมิภาค ต้นทุนก๊าซของ PTT ปรับตัวลดลงเล็กน้อย 2% qoq ผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV คงที่ qoq อยู่ที่ 1,300 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 โดยรวมแล้ว ผลประกอบการของธุรกิจก๊าซของ PTT ในไตรมาส 2/59 ยังปรับตัวดีขึ้น qoq
- **ผลประกอบการของธุรกิจน้ำมันดีขึ้น** qoq ผลประกอบการของธุรกิจน้ำมันของ PTT ปรับตัวดีขึ้น qoq ในไตรมาส 2/59 จาก inventory gain ที่สูงขึ้นอยู่ที่ 3,600 ล้านบาท (ไตรมาส 1/59 รับรู้กำไรที่ 687 ล้านบาทและไตรมาส 2/58 รับรู้ผลขาดทุนที่ 119 ล้านบาท) และ hedging gains ที่ 354 ล้านบาทในไตรมาส 2/59 (ไตรมาส 1/59 รับรู้ผลขาดทุนที่ 222 ล้านบาท)
- **กำไรจากบริษัทโรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือคงที่ qoq** กำไรสุทธิจากบริษัทก๊าซ, น้ำมัน, โรงกลั่นและปิโตรเคมีในเครือคงที่ qoq ในไตรมาส 2/59 จากกำไรสุทธิที่ลดลงจากธุรกิจก๊าซที่หักล้างปัจจัยบวกจากกำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นในธุรกิจปิโตรเคมีและโรงกลั่น (ไตรมาส 2/59 รับรู้กำไรที่ 839 ล้านบาทและไตรมาส 1/59 รับรู้กำไรที่ 865 ล้านบาท)
- **คาดการณ์ NGV รายงานผลขาดทุนที่ 5,000 ล้านบาทในปี 59** ราคาค่าปลีกของ NGV ในขณะนี้อยู่ที่ 12.5 บาท/กก. ขณะที่ราคา NGV สำหรับกลุ่มขนส่งคงที่อยู่ที่ 10.00 บาท/กก. ซึ่งหมายความว่า PTT จะต้องแบกรับราคา NGV ของกลุ่มขนส่งไว้ตามเดิม สำหรับในช่วง 1H59 PTT รายงานผลขาดทุนจากธุรกิจ NGV ที่ 2,600 ล้านบาทซึ่งใกล้เคียงกับประมาณการของเราที่คาดว่าจะรายงานผลขาดทุนที่ 5,000 ล้านบาทในปี 59
- **คาดการณ์กำไรในช่วง 2H59 จะอ่อนตัวลง** hoh แม้ไม่มีการปิดปรับปรุงหลักของโรงแยกก๊าซในช่วง 2H59 แต่เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบที่อยู่ในระดับต่ำในขณะนี้จะทำให้ธุรกิจน้ำมัน, บริษัทในเครือด้านโรงกลั่นและปิโตรเคมีของ PTT รับรู้ inventory loss นอกจากนี้ เราคาดว่ายอดขายก๊าซธรรมชาติในช่วง 2H59 จะอ่อนตัวลงจากความต้องการที่อยู่ในระดับต่ำตามฤดูกาลโดยเฉพาะอย่างยิ่งในช่วงฤดูหนาว

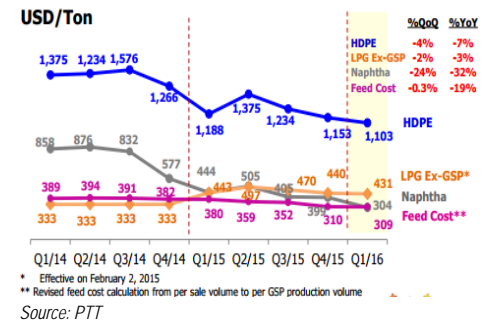
### การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **กำไรสุทธิในช่วง 1H59 คิดเป็น 51%** ของประมาณการกำไรหลักรวมในปี 59 ของเรา เราคงประมาณการกำไรสุทธิในปี 59-60 ไว้ตามเดิม

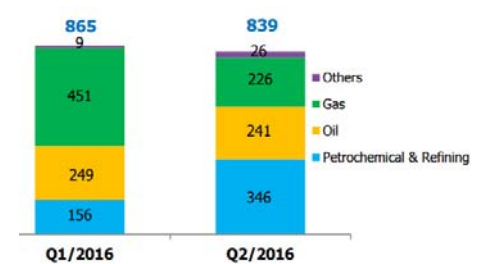
### คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ซื้อ ด้วยราคาเป้าหมายที่ 405.00 บาท อิงด้วยวิธี SOTP** ราคาหุ้น PTT ในขณะนี้ซื้อขายด้วย 2016F PE ที่ 11.6 เท่า ซึ่งมากกว่าระดับ forward core PE รอบ 5 ปีที่ 11.4 เท่า สำหรับกลุ่ม O&G ในประเทศไทย เราชอบหุ้น downstream เช่น SCC, IRPC และ PTTGC มากกว่าจากภาพรวมธุรกิจโอเลฟินส์ที่แข็งแกร่ง

### GSP FEED COST VS PETROLEUM PRICES



### SHARE OF NET PROFIT FROM INVESTMENTS IN ASSOCIATES



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%	735,527	258	DCF @ WACC 11% G=10%
(-) Net debt		-161,144	-56	
PTT Only - Equity Value		574,383	201	
2. Subsidiaries				
PTTEP	65.4% holding	101.0	262,233	91.8 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 Equity value
IRPC	36.4%	6.8	50,578	17.7 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	
<b>Total</b>		<b>1,157,867</b>	<b>405.00</b>	

Source: UOB Kay Hian

### IMPLIED PE (x)

	Regional Peer 2016F (x)	Contribution to PTT's EBIT
E&P	16.3	21%
Refinery	14.4	15%
Petrochemical	13.7	14%
Gas Busintss	12.7	50%
<b>Average</b>	<b>13.8</b>	

Source: Bloomberg, UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ ฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำ ขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน