

บมจ. ปตท.สำรวจและผลิต*

มุมมองเป็นบวกกับแผนการเข้าซื้อกิจการ Cove

ชื่อ			
ปิยธิดา วงศ์วิวัฒน์ไชย	ราคาปัจจุบัน (บ.)	180.50	
66.2658.8888 Ext.8856	ราคาเป้าหมาย (บ.)	212.00	
piyathidav@kgi.co.th	Upside (%)	17.5	
	Sales Bt mn	Net income Bt mn	EPS Bt/share
2010	141,978	41,739	12.60
2011	169,646	44,748	13.49
2012F	206,504	58,458	17.61
2013F	226,799	67,116	20.22
2014F	233,972	70,700	21.30
			P/E (x)
			14.7
			12.2
			10.3
			8.9
			8.5
			3.9
			2.4
			6.8; 8.1; -0.8
			-3.1; 0.6; -13.7

สรุปประเด็นสำคัญ และข่าวล่าสุด

- ราคาที่เสนอซื้อไม่แพง
- บริษัทไม่น่าจะต้องเพิ่มทุน
- ผู้ดำเนินโครงการมีอัตราการประสบความสำเร็จสูงกว่าค่าเฉลี่ยถึง 3 เท่า
- แนะนำซื้อโดยให้ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 212 บาท (จากเดิม 200 บาท)

เรามีมุมมองเป็นบวกกับแผนการเข้าซื้อกิจการ เรามีมุมมองเป็นบวกต่อการที่ PTTEP เสนอซื้อกิจการของ Cove Energy (COV LN, non rated) ซึ่งเป็นบริษัทสำรวจปิโตรเลียมในแอฟริกาซึ่งจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์ของอังกฤษที่ราคา 1.1 พันล้านปอนด์ (1.8 พันล้านดอลลาร์สหรัฐฯ) ซึ่งหากการเสนอซื้อครั้งนี้ประสบความสำเร็จ อาจจะช่วยเพิ่มปริมาณปิโตรเลียมสำรองของ PTTEP ขึ้นอีก 20-50% to PTTEP ด้วยราคาที่ถือว่าไม่แพง โดยคิดเป็นต้นทุนในการค้นพบและพัฒนาที่ 17.4 ดอลลาร์/BOE (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี ของ PTTEP อยู่ 12%) เราเชื่อว่าบริษัทไม่น่าจะต้องเพิ่มทุนเนื่องจากมีเงินทุนในมือเพียงพอสำหรับการซื้อกิจการครั้งนี้ในขณะที่กระแสเงินสดของ PTTEP ในช่วงปี 2555-2561 ก็เพียงพอสำหรับค่าใช้จ่ายสำหรับการพัฒนาโครงการในอนาคได้อย่างสบาย นอกจากนี้แผนการเข้าซื้อกิจการครั้งนี้ก็ยังเป็นไปตามแผนกลยุทธ์ของ PTTEP ในการที่จะหาทางเข้าถึงแหล่งทรัพยากรที่อุดมสมบูรณ์ในแอฟริกา เรายังคงคำแนะนำซื้อและปรับเพิ่มราคาเป้าหมายซึ่งอิงจาก PE ปี 2555 เป็น 212 บาท (จาก 200 บาท) จากการปรับสมมติฐานราคาน้ำมันดูไปเป็น 106 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล (จาก 100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล) ซึ่งส่งผลให้ EPS ปี 2555 เพิ่มขึ้น 6% เราชอบ PTTEP จากความคาดหมายว่า EPS ปี 2555 จะเติบโตถึง 31% และโอกาสที่ราคาน้ำมันจะขยับสูงขึ้นอีกจากความตึงเครียดระหว่างอิหร่านและอิสราเอล โดยเราประเมินว่าราคาน้ำมันที่ขยับขึ้นทุกๆ 5 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลจะทำให้ EPS ปี 2555 ของ PTTEP เพิ่มขึ้น 5%

ตลาดมีมุมมองเชิงลบมากขึ้นไปเกี่ยวกับแผนการซื้อ Cove ของ PTTEP
 เรามองว่าตลาดมีมุมมองที่เป็นลบมากขึ้นไปเกี่ยวกับแผนการเข้าซื้อ Cove ของ PTTEP โดยประเด็นที่เป็นความกังวลหลักของนักลงทุนได้แก่ i) ราคาที่เสนอซื้อดูเหมือนจะสูงเกินไป ii) มีความเสี่ยงมากขึ้นที่บริษัทอาจต้องเพิ่มทุน

iii) ความกังวลเกี่ยวกับความสามารถของผู้ดำเนินโครงการ และ iv) ไม่เกิดประโยชน์ในระยะสั้น

I) ราคาเสนอซื้อไม่แพง
 ราคาที่ PTTEP เสนอที่ 1.8 พันล้านดอลลาร์คิดเป็น EV/resource ที่ 5.6 ดอลลาร์ต่อ BOE ซึ่งเมื่อรวมกับต้นทุนในการพัฒนาโครงการของ Cove ซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ 11.8 ดอลลาร์ต่อ BOE ซึ่งคิดเป็นต้นทุนในการค้นพบและพัฒนา (finding and development cost หรือ F&D) ที่ 17.4 ดอลลาร์ต่อ BOE ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี (2549-2554) ของ PTTEP ซึ่งอยู่ที่ 19.7 ดอลลาร์ต่อ BOE อยู่ 12%

II) ไม่น่าจะต้องเพิ่มทุน
 PTTEP มีเงินสดในมือมากพอ และมีความสามารถในการก่อหนี้เพื่อการเข้าซื้อกิจการครั้งนี้รวม 2 พันล้านดอลลาร์ ซึ่งสูงกว่าราคาที่เสนอซื้อที่ 1.8 พันล้านดอลลาร์ ซึ่งถึงแม้ PTTEP จะเพิ่มราคาเสนอซื้อขึ้นอีกสัก 70% เป็น 3.0 พันล้านดอลลาร์ (ซึ่งเราคิดว่าไม่น่าจะเกิดขึ้น) เพื่อเอาชนะผู้เสนอซื้อรายอื่น เราก็คาดว่าผลจาก EPS dilution จะอยู่ที่ 3-4% เท่านั้น สำหรับในส่วนของต้นทุนที่ต้องใช้ในการพัฒนาโครงการต่อไป เราคิดว่าบริษัทสามารถใช้กระแสเงินสดของบริษัทสำหรับค่าใช้จ่ายส่วนนี้ได้สบาย เนื่องจากเราคิดว่าบริษัทจะมี FCF เหลืออยู่ที่ 1.3 พันล้านดอลลาร์ต่อปี ในช่วงปี 2555-2561 ซึ่งคิดเป็น 2-5 เท่าของต้นทุนในการพัฒนาโครงการที่คาดว่าจะต้องใช้ในโครงการนี้ที่ 0.2-0.5 พันล้านดอลลาร์ต่อปี ซึ่งประมาณการดังกล่าวอยู่บนพื้นฐานของประมาณการต้นทุนค่าพัฒนาโครงการของ Cove ที่ 11.8 ดอลลาร์ต่อ BOE และสัดส่วนหุ้น 8.5% ใน potential resource ที่ 15-30TCF ในช่วงอีก 6 ปีข้างหน้า จนกว่าจะเริ่มผลิตก๊าซได้ในปี 2561

ภาพที่ 1: แม้จะเพิ่มราคาเสนอซื้อขึ้นอีก 70% EPS ก็จะไม่ dilute เพียงแค่ 3-4%

Unit: US\$bn (unless stated otherwise)	Base case	High case	Very high case
		Max offer	70% higher than current offer
Item	Current offer	(in our view)	
Offer price	1.8	2.5	3.0
Cash on hand (as of 31/12/11)	1.4	1.4	1.4
Debt capacity (as of 31/12/11)	0.6	0.6	0.6
Less: Minimum required cash balance	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Total available fund	1.8	1.8	1.8
Offer price in excess of available fund	-	0.7	1.2
New capital needed?	N	Y	Y
If so, how much?	-	0.4	0.6
(50% of the offer price in excess of available fund to stay below a threshold net D/E 0.5x)			
Estimated price range for new shares (Bt/sh)	-	130-200	130-200
No. of new shares to be issued (mn)	-	60-90	90-140
PTTEP's paid up stock (mn, as of 31/12/11)	3,319	3,319	3,319
EPS dilution expected	0%	2-3%	3-4%

Source: Company data; KGI Securities (Thailand) estimates

III) ผู้ดำเนินโครงการมีอัตราการประสบความสำเร็จสูงกว่าค่าเฉลี่ยถึง 3 เท่า
 ผู้ดำเนินโครงการคือ Anadarko ซึ่งเป็นผู้ประกอบการสำรวจและผลิตปิโตรเลียมที่จดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์สหรัฐอเมริกา และมีความเชี่ยวชาญในโครงการสำรวจปิโตรเลียมในทะเลลึก โดยมีอัตราการประสบความสำเร็จสูงถึง 60% ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมที่ 20% ถึง 3 เท่า

IV) จะส่งผลกระทบต่ออัตราเติบโตเชิงกลยุทธ์ในระยะยาวของ PTTEP
 แม้เราจะเห็นด้วยว่าการเข้าซื้อกิจการครั้งนี้ไม่ได้ส่งผลกระทบต่อบริษัทในระยะสั้น แต่เราเชื่อว่าแอฟริกาตะวันออกจะเป็นศูนย์กลางการผลิตก๊าซแห่งใหม่ของโลกในระยะต่อไป ซึ่งจะช่วยให้ PTTEP สามารถเกาะกระแสโลกในการที่จะลดการใช้คาร์บอน และกระแสการต่อต้านเตาปฏิกรณ์ปรมาณูซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ของก๊าซ ทั้งนี้สินทรัพย์ของหลัก Cove ได้แก่หุ้น 8.5% ในเขต 1 นอกฝั่งทะเลของโมแซมบิก ซึ่งมีการค้นพบก๊าซเมื่อไม่นาน

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("บริษัท") มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ ("ข้อมูล") ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ขอรับผิดชอบต่อความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มิได้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักจูงหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องบอกกล่าวล่วงหน้า

มานี้ โดยมี gross recoverable resource อยู่ที่ 15-30 TCF (2,500-5,000 MMBOE) ซึ่งจากสัดส่วนหุ้นที่ 8.5% นี้จะช่วยเพิ่มปริมาณปิโตรเลียมสำรองของ PTTEP ขึ้นอีกประมาณ 20-50% จากระดับปัจจุบันที่ 969MMBOE จากข้อมูลของ Platts ซึ่งเป็นบริษัทชั้นนำของโลกด้านการให้บริการข้อมูลเกี่ยวกับพลังงาน recoverable resources จาก Rovuma basin ซึ่งเป็นที่ตั้งของสินทรัพย์หลักของ Cove อาจจะมีมากถึง 100 TCF เมื่อมีการขุดเจาะสำรวจมากขึ้น

เราคงคำแนะนำซื้อและปรับเพิ่มราคาเป้าหมายซึ่งอิงจาก PE เป็น 212 บาท (จาก 200 บาท) จากการปรับสมมติฐานราคาน้ำมันดูไบเป็น 106 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล (จาก 100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล) ซึ่งส่งผลให้ EPS ปี 2555 เพิ่มขึ้น 6% เราชอบ PTTEP จากความคาดหมายว่า EPS ปี 2555 จะเติบโตถึง 31% และโอกาสที่ราคาน้ำมันจะขยับสูงขึ้นอีกจากความตึงเครียดระหว่างอิหร่านและอิสราเอล โดยเราประเมินว่าราคาน้ำมันที่ขยับขึ้นทุกๆ 5 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลจะทำให้ EPS ปี 2555 ของ PTTEP เพิ่มขึ้น 5%

Disclaimer

บริษัทหลักทรัพย์ เคจีไอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (“บริษัท”) มิได้ให้การรับรองใดๆ ถึงความถูกต้องและแท้จริงของข้อมูลในเอกสารนี้ (“ข้อมูล”) ดังนั้นไม่ว่าจะด้วยเหตุใดก็ตาม บริษัทไม่ขอรับผิดชอบต่อความเสียหายในรายได้ หรือผลประโยชน์ใดๆ ทั้งทางตรงและทางอ้อมที่เกิดขึ้นจากการใช้ ข้อมูล และข้อมูลนี้มิได้จัดทำขึ้นเพื่อเป็นการชักชวนหรือชี้แนะให้ซื้อขายหลักทรัพย์ใดๆ ทั้งนี้ข้อมูลถูกจัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่เป็นปัจจุบันและ บริษัทสงวนสิทธิในการแก้ไขข้อความใดๆ ในเอกสารนี้โดยมิต้องบอกกล่าวล่วงหน้า