

**ซื้อหุ้นเพิ่มทุน PTTEP ไม่กระทบฐานะการเงิน PTT...คงคำแนะนำซื้อ**

วันอังคารที่ 24 กรกฎาคม พ.ศ. 2555

▶ **ลงทุนธุรกิจปิโตรเลียมต้นน้ำผ่าน PTTEP เพื่อผลักดันการเติบโตในระยะยาว**  
จากการเพิ่มทุนของ PTTEP ส่งผลให้ PTT ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่สัดส่วนในปีปัจจุบันราว 65.29% ต้องเตรียมความพร้อมในการใส่เงินลงทุนเพื่อรักษาสัดส่วนการเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ให้คงที่ไว้ที่ระดับเดิมคือ 65.29% ของจำนวนหุ้นเรียกชำระแล้วทั้งหมดของบริษัทฯ ภายหลังจากการเสนอขายหุ้นสามัญเพิ่มทุนในครั้งนี้อยู่ (ก่อนการจัดสรรหุ้นสามัญเพิ่มทุนให้แก่ผู้จัดหาหุ้นส่วนเกิน) จำนวนไม่เกิน 403.395 ล้านหุ้น ทั้งนี้หากกำหนดให้ราคาเสนอขายหุ้นเพิ่มทุนของ PTTEP ในครั้งนี้อยู่ที่ 160 บาทต่อหุ้น มูลค่าการลงทุนในครั้งใหม่ของ PTT จะอยู่ราว 6.5 หมื่นล้านบาท (ซึ่งเป็นสมมติฐานเบื้องต้นของฝ่ายวิจัย เพราะการกำหนดราคาเพิ่มทุนจะเกิดขึ้นในภายหลังผ่านกระบวนการทำ Book Building) โดยวัตถุประสงค์ของการเพิ่มทุนในครั้งนี้เพื่อขยายการลงทุนในธุรกิจปิโตรเลียมไปยังภูมิภาคต่างๆทั่วโลกทั้งแหล่งน้ำมัน และก๊าซธรรมชาติ รวมทั้งเสริมสร้างโครงสร้างเงินทุนของบริษัทฯให้แข็งแกร่ง และสร้างสภาพคล่องทางการเงินให้มากขึ้น

คำแนะนำการลงทุน

**ซื้อ**

ราคาปัจจุบัน : 326 บาท

Fair Value : 390.3 บาท

มูลค่าตลาด: 931,154 ล้านบาท

การจัดอันดับบริษัทปี 2554



▶ **ไม่ส่งผลกระทบต่อเชิงลบต่อ PTT เพราะรวมไว้ในแผนลงทุนของ PTT แล้ว**

การใส่เงินลงทุนของ PTT เพื่อรักษาสัดส่วนการถือหุ้นใน PTTEP ดังกล่าวไม่ได้ส่งผลกระทบต่อด้านการเงินต่อ PTT แต่อย่างใด เนื่องจากการลงทุนใน PTTEP ถือเป็นส่วนหนึ่งในแผนงบประมาณการลงทุน (CAPEX) ของ PTT อยู่แล้ว ที่จะให้ PTTEP เป็นหัวหอกสำคัญในการลงทุนในธุรกิจต้นน้ำผลิตและสำรวจปิโตรเลียมทั้งในประเทศและต่างประเทศในสัดส่วนที่สูงที่สุดถึง 41% ของงบประมาณระหว่างปี 2555-2559 รวม 9 แสนล้านบาท (ส่วนอีก 41% จะเป็นการลงทุนของ PTT ในการขยายธุรกิจก๊าซ ทั้งในส่วนของท่อส่งก๊าซ LNG Terminal สถานีบริการ NGV และธุรกิจที่เกี่ยวข้องอื่นๆ และอีก 16% จะขยายกำลังการผลิตในธุรกิจปิโตรเคมีผ่าน PTTGC โดยจะเน้นผลิตเม็ดพลาสติกชนิดพิเศษมากขึ้นเพื่อเพิ่มมูลค่าให้กิจการ) อย่างไรก็ตามการลงทุนในครั้งนี้อาจทำให้ PTT มีการกู้ยืมเงินตามวงเงินที่ได้รับอนุมัติจากสถาบันการเงินต่างๆ ในระยะอันใกล้ ซึ่งผลกระทบต่อระยะสั้นจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) ปรับตัวสูงขึ้นเป็น 0.55 เท่า จากปัจจุบัน 0.4 เท่า ซึ่งยังถือว่าต่ำกว่าค่าเฉลี่ยกลุ่มที่ 1 เท่า แต่ทั้งนี้ในระยะยาว 3-5 ปีข้างหน้า คาดรายได้และกำไรที่เพิ่มขึ้นจากการลงทุนของ PTTEP จะเข้ามาช่วยทยอยลดอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนในระยะยาวลงได้

เปรียบเทียบประมาณการของ ASP กับ SAA consensus

EPS (บาท)	ASP	Cons	% diff
2555F	35.03	38.93	-10%
2556F	39.28	43.04	-9%

ที่มา : ประมาณการโดยฝ่ายวิจัย ASP, SAA consensus

สัญลักษณ์	ระดับคะแนน	ความหมาย
★★★★	90-100	ดีเลิศ
★★★★	80-89	ดีมาก
★★★	70-79	ดี
N/R	ไม่ปรากฏอยู่ในรายงาน CGR	

▶ **Fair Value ปี 2555 ใหม่ เท่ากับ 390.3 บาทต่อหุ้น แนะนำทยอยสะสมลงทุน**

จากการปรับลดมูลค่าพื้นฐานของ PTTEP เป็น 167.51 บาทต่อหุ้น (จาก 200 บาทต่อหุ้น) ส่งผลให้ฝ่ายวิจัยได้ทำการปรับลดมูลค่าพื้นฐาน ณ สิ้นปี 2555 โดยวิธี DCF และ Sum of parts ของ PTT เหลือ 390.3 บาทต่อหุ้น (จาก 411 บาทต่อหุ้น) ซึ่งราคาตลาดในปัจจุบันยังมี Upside สูงถึง 20% จาก Fair Value ใหม่ จึงยังคงคำแนะนำซื้อ ซึ่งนอกจากศักยภาพการเติบโตในระยะยาว ในระยะสั้นคาดว่า PTT จะได้รับประโยชน์จากการปรับลดโครงสร้างการคำนวณส่วนแบ่งกำไร (Profit Sharing) ระหว่าง PTT กับ PTTGC ซึ่งคาดว่าจะได้ข้อสรุปใน 1-2 เดือนข้างหน้า โดยทุกๆ 5% ของส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นจะส่งผลบวกต่อกำไรของ PTT ให้ปรับตัวสูงขึ้น 1.2% จากประมาณกำไรสุทธิปี 2555 (คำนวณครึ่งปี) และ 2.2% จากประมาณกำไรสุทธิปี 2556

Key Data (ล้านบาท)	FY52A	FY53A	FY54A	FY55F	FY56F
ยอดขาย	1,570,716	1,900,005	2,428,165	2,419,218	2,530,295
กำไรสุทธิ	59,548	83,992	105,296	100,056	112,189
EPS (บาท)	21.01	29.48	36.86	35.03	39.28
PER (เท่า)	15.51	11.06	8.84	9.31	8.30
DPS (บาท)	8.50	10.25	12.25	12.75	12.75
Dividend Yield (%)	2.61	3.14	3.76	3.91	3.91
BVS (บาท)	151.45	172.31	194.63	243.54	283.36
PBV (เท่า)	2.15	1.89	1.67	1.34	1.15
ROE (%)	14.65	18.26	20.12	15.99	14.91

ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

นลินรัตน์ กิตติกำพลรัตน์

เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 018350

[nalinrat@asiaplus.co.th](mailto:nalinrat@asiaplus.co.th)

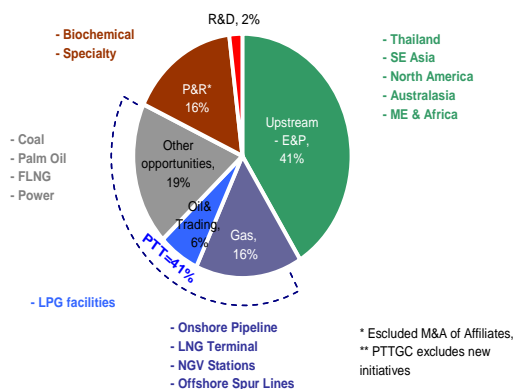
ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ รวบรวมมาจากแหล่งข้อมูลที่น่าเชื่อถือ อย่างไรก็ดี บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่สามารถที่จะยืนยันหรือรับรองความถูกต้องของข้อมูลเหล่านี้ได้ ไม่ว่าประการใด ๆ บทวิเคราะห์ในเอกสารฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยอ้างอิงหลักเกณฑ์ทางวิชาการเกี่ยวกับหลักการวิเคราะห์ และมีได้เป็นการชี้แนะ หรือเสนอแนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ การตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ใด ๆ ของผู้อ่าน ไม่ว่าจะเกิดจากการอ่านบทความในเอกสารนี้หรือไม่ก็ตาม ล้วนเป็นผลจากการใช้วิจารณญาณของผู้อ่าน โดยไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับหรือผูกพันใด ๆ กับ บมจ. หลักทรัพย์ เอเชีย พลัส ไม่พ่วงกรณีใด

## ตารางรายละเอียดการจัดสรรหุ้นเพิ่มทุนของ PTTEP

จัดสรรให้แก่	จำนวนหุ้น	อัตราส่วน (เดิม:ใหม่)	ราคาขายต่อหุ้น (บาท)	วัน เวลา จองซื้อ และชำระเงินค่าหุ้น
บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน)	ไม่เกิน 403,395,000 หุ้น	na	ราคาเสนอขายจากกระบวนการ Book Building	ประธานเจ้าหน้าที่กรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่ มอบหมายมีอำนาจเป็นผู้กำหนด
ประชาชนทั่วไป	ไม่เกิน 214,443,000 หุ้น	ประธานเจ้าหน้าที่กรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่ มอบหมายมีอำนาจเป็นผู้กำหนด	ราคาเสนอขายจากกระบวนการ Book Building	ประธานเจ้าหน้าที่กรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่ มอบหมายมีอำนาจเป็นผู้กำหนด
ผู้จัดหาหุ้นส่วนเกิน	ไม่เกิน 32,162,000 หุ้น	na	ราคาเสนอขายจากกระบวนการ Book Building	ประธานเจ้าหน้าที่กรรมการและกรรมการผู้จัดการใหญ่ มอบหมายมีอำนาจเป็นผู้กำหนด

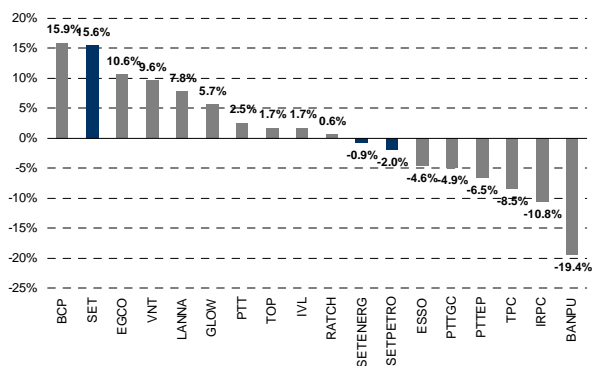
ที่มา : ข้อมูลจาก PTTEP

## แผนงบประมาณการลงทุนระหว่างปี 2555-2559



ที่มา : ข้อมูลจาก PTT

## YTD Return หุ้นกลุ่มพลังงาน ตั้งแต่ต้นปี 2555



ที่มา: Bloomberg

## สรุปคำแนะนำลงทุนหุ้นกลุ่มพลังงานในไทย และภูมิภาค

	Rec. / BB Rating	ราคาปัจจุบัน	ราคาเป้าหมาย	Upside (%)	PBV		PER	
					2555F	2556F	2555F	2556F
PTT	BUY	326.00	390.30	20	1.34	1.15	9.31	8.30
PTTEP	HOLD	157.50	167.51	6	2.69	2.37	12.50	11.46
BANPU	BUY	440.00	621.12	41	1.16	1.04	10.14	8.71
LANNA	BUY	24.90	30.04	21	1.90	1.65	7.62	6.58
KOREA GAS CORP	4.71	44,850.00	54,636.36	22	0.44	0.43	11.25	10.04
CHINA SHENHUA	4.51	27.80	35.67	28	1.77	1.56	9.56	8.69
SHANXI XISHAN	4.50	14.71	18.95	29	2.70	2.31	13.88	12.79
MITSUBISHI CORP	4.33	1,519.00	1,985.63	31	0.66	0.60	5.31	4.97
YANZHOU COAL	4.28	18.60	26.82	44	1.89	1.65	10.37	9.15
CHINA COAL ENERGY	4.00	6.67	8.80	32.00	0.84	0.76	7.32	6.48
CHINA PETROLEUM	3.94	6.88	8.06	17.15	0.95	0.87	7.69	6.49
PETROCHINA	3.86	9.55	11.85	24	1.33	1.23	9.79	8.92
CNOOC	3.86	15.44	17.65	14.34	1.83	1.58	8.31	8.29
PETRONAS GAS BHD	3.64	17.96	18.73	4	3.88	3.61	23.03	20.64

ที่มา: Bloomberg

## Technical Graph



ที่มา: ฝ่ายวิจัย ASP

## ประมาณการกำไรสุทธิปี 2555-56 ของ PTT

งบกำไรขาดทุน (ล้านบาท)					งบกระแสเงินสด (ล้านบาท)				
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	1,900,005	2,428,165	2,419,218	2,530,295	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน</b>				
ต้นทุนขาย	1,747,916	2,208,896	2,222,805	2,313,377	กำไรสุทธิ	83,088	105,296	100,642	113,723
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>152,088</b>	<b>219,269</b>	<b>196,413</b>	<b>216,918</b>	ค่าเสื่อมราคาและตัดจำหน่าย	51,223	55,318	43,749	43,749
ค่าใช้จ่ายในการขาย	37,413	44,351	65,319	68,318	เพิ่ม/ลด จากกิจกรรมการดำเนินงาน	21,985	(41,133)	(17,849)	(27,198)
ดอกเบี้ยจ่าย	16,043	18,042	8,927	7,594	<b>กระแสเงินสดจากการดำเนินงานสุทธิ</b>	<b>152,783</b>	<b>177,550</b>	<b>183,200</b>	<b>194,008</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	88,075	123,960	109,712	121,845	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุน</b>				
ภาษีเงินได้	39,107	43,231	45,922	52,628	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนระยะสั้น	(12,918)	(15,811)	(13,843)	(14,385)
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	71,232	104,031	100,056	112,189	เพิ่ม/ลด จากการลงทุนที่เกี่ยวข้อง	(5,006)	(58,854)	(100)	(100)
รายการพิเศษ	11,855	1,266	-	-	เพิ่ม/ลด จากสินทรัพย์ถาวร	(103,632)	(107,981)	(132,147)	(132,147)
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	16,842	19,930	9,656	9,656	<b>กระแสเงินสดจากการลงทุนสุทธิ</b>	<b>(123,810)</b>	<b>(160,454)</b>	<b>(139,939)</b>	<b>(140,481)</b>
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>83,992</b>	<b>105,296</b>	<b>100,056</b>	<b>112,189</b>	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงิน</b>				
EPS	29.48	36.86	35.03	39.28	เพิ่ม/ลด เงินกู้	44,034	12,564	11,600	11,600
					เพิ่ม/ลด ทุนและส่วนเกินมูลค่าหุ้น	596	357	-	-
การเติบโตของยอดขาย	21.0%	27.8%	-0.4%	4.6%	ลด จ่ายปันผล	32,132	41,103	34,595	36,007
การเติบโตของกำไรสุทธิ	41.1%	25.4%	-5.0%	12.1%	<b>กระแสเงินสดจากการจัดหาเงินสุทธิ</b>	<b>3,761</b>	<b>(45,423)</b>	<b>(22,995)</b>	<b>(24,407)</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	8.0%	9.0%	8.1%	8.6%	<b>เพิ่ม/ลด เงินสดสุทธิ</b>	<b>31,576</b>	<b>(19,669)</b>	<b>19,108</b>	<b>27,961</b>
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	4.4%	4.3%	4.1%	4.4%					
งบกำไรขาดทุนรายไตรมาส (ล้านบาท)					งบดุล (ล้านบาท)				
	2Q54	3Q54	4Q54	1Q55	สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F
ยอดขาย	643,577	648,366	595,365	692,105	เงินสดและเทียบเท่าเงินสด	135,632	116,132	210,542	238,504
ต้นทุนขาย	585,552	594,391	541,036	634,255	ลูกหนี้การค้า	154,449	208,985	187,596	200,492
<b>กำไรขั้นต้น</b>	<b>58,024</b>	<b>53,975</b>	<b>54,329</b>	<b>57,850</b>	สินค้าคงเหลือ	31,269	26,000	26,062	27,740
ค่าใช้จ่ายในการขาย	15,298	15,021	(469)	10,730	สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น	9,367	5,876	9,367	9,367
ดอกเบี้ยจ่าย	4,480	4,572	4,594	4,468	ที่ดิน อาคาร และอุปกรณ์ สุทธิ	526,796	609,687	709,687	809,687
รายได้อื่นๆ	4,608	3,530	(2,234)	4,540	<b>สินทรัพย์รวม</b>	<b>1,249,148</b>	<b>1,402,412</b>	<b>1,476,924</b>	<b>1,613,647</b>
กำไรสุทธิก่อนหักภาษี	51,854	35,461	29,823	52,971	เจ้าหนี้การค้า	149,042	177,693	164,000	174,558
ภาษีเงินได้	14,490	10,378	7,635	9,431	หนี้สินหมุนเวียนอื่น	8,833	6,905	205,439	152,428
กำไรสุทธิก่อนรายการพิเศษ	32,528	21,599	15,379	37,386	หนี้สินรวม	677,835	758,464	650,905	623,888
รายการพิเศษ	-	-	-	-	ทุนที่ชำระแล้ว	28,490	28,563	28,490	28,490
ผู้ถือหุ้นส่วนน้อย	4,836	3,484	6,809	6,154	ส่วนเกินมูลค่าหุ้น	27,585	29,211	27,585	27,585
<b>กำไรสุทธิ</b>	<b>32,528</b>	<b>21,599</b>	<b>16,645</b>	<b>37,386</b>	กำไรสะสม	425,441	500,929	630,114	743,837
การเติบโตของยอดขาย	19.0%	0.7%	-8.2%	16.2%	<b>ส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>571,313</b>	<b>643,949</b>	<b>826,019</b>	<b>989,759</b>
การเติบโตของกำไรสุทธิ	-5.8%	-33.6%	-22.9%	124.6%	<b>หนี้สินและส่วนของผู้ถือหุ้น</b>	<b>1,249,148</b>	<b>1,402,412</b>	<b>1,476,924</b>	<b>1,613,647</b>
อัตราส่วนกำไรขั้นต้น	9.0%	8.3%	9.1%	8.4%	<b>สมมติฐานในการทำประมาณการ</b>				
อัตราส่วนกำไรสุทธิ	5.1%	3.3%	2.8%	5.4%	อัตราแลกเปลี่ยนเงิน THB/USD	32.00	30.00	30.00	30.00
<b>อัตราส่วนทางการเงิน</b>					ราคาน้ำมันดิบดูไบ (USD/BBL)	75	100	100	100
สิ้นสุด 31 ธ.ค.	2553	2554	2555F	2556F	ราคาเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (USD/BBL)	44	55	60	60
อัตราส่วนสภาพคล่อง (เท่า)	1.35	1.14	0.99	1.24	ค่าการกลั่น (USD/BBL)	4.0	5.0	4.5	4.5
อัตราส่วนหมุนเวียนลูกหนี้การค้า (เท่า)	0.05	0.05	0.05	0.05					
อัตราส่วนหมุนเวียนสินค้าคงเหลือ (เท่า)	0.01	0.01	0.01	0.01					
อัตราส่วนหมุนเวียนเจ้าหนี้การค้า (เท่า)	0.07	0.07	0.07	0.07					
หนี้สินต่อส่วนผู้ถือหุ้น	1.19	1.18	0.77	0.59					
ผลตอบแทนจากสินทรัพย์เฉลี่ย	7.1%	7.9%	6.9%	7.3%					

ที่มา : งบการเงิน/ ฝ่ายวิจัย ASP