

PTTEP: PTT Exploration and Production



Initial Report

คำแนะนำ : **ซื้อ**

Recommendation	BUY	Stock Symbol	PTTEP
Fair Price (THB)	94.00	Closing Price (THB)	84.50
Previous Fair Price (THB)	n.a.	Upside (%)	15.09

Down side ของราคาน้ำมันเริ่มจำกัด

“ราคาหุ้น Laggard หลังถูกกดดันจากการปรับลดของราคาน้ำมันดิบ ทำให้ปัจจุบันราคาหุ้นซื้อขายอยู่เพียง 0.87xPBV'17 เรามอง Down Side ของราคาน้ำมันเริ่มจำกัด โดยราคาน้ำมันที่ระดับต่ำ จะเป็นปัจจัยที่กลับมากระตุ้น Demand รอบใหม่ เรามองเป็นจังหวะที่ดีต่อการเข้าลงทุน”

คาดการณ์กำไรสุทธิ 2Q60 ปรับลดลง

เรคาดกำไรสุทธิ 2Q60 ไร่ที่ 7.1 พันล้านบาท ลดลง 39%QoQ มาจาก (1) ราคาขายผลิตภัณฑ์เฉลี่ย (ASP) ลดลง ตามทิศทางราคาน้ำมันดิบที่ลดลง ทำให้เรคาดว่า ASP จะอยู่ที่ 37 เหรียญต่อบาร์เรล ลดลง 2.6%QoQ (2) ปริมาณขายปิโตรเลียมเฉลี่ยต่อวันลดลง เป็นผลกระทบจากการหยุดผลิตของแหล่ง S1 (กรณีที่ดิน สปก.) เป็นเวลา 23 วัน เรคาดว่าบริษัทจะมียอดขายอยู่ที่ 298,113 บาร์เรลต่อวัน ลดลง 2%QoQ (3) ต้นทุนผลิตปรับเพิ่มขึ้น 5.5%QoQ และ (4) การรับรู้กำไรพิเศษจากอัตราแลกเปลี่ยน และผลกระทบจากอัตราแลกเปลี่ยนที่มีต่อภาษีเงินได้รวม 1.3 พันล้านบาท เนื่องจากค่าเงินบาท ณ สิ้น 2Q60 ที่แข็งค่าขึ้น แต่ยังคงต่ำกว่า 1Q60 ที่รับรู้รายการพิเศษดังกล่าวมากถึง 4.8 พันล้านบาท

คาดการณ์กำไร 60 ยังเติบโต 70%YoY

เราประเมินกำไรปกติปี 60 ไร่ที่ 3 หมื่นล้านบาท เพิ่มขึ้น 70%YoY (เมื่อเทียบกับกำไรปกติปี 59) อยู่ภายใต้สมมติฐานราคาน้ำมันดิบไร่ที่ 50 เหรียญต่อบาร์เรล เพิ่มขึ้น 21%YoY และราคาขายก๊าซเฉลี่ยอยู่ที่ 5.3 เหรียญต่อล้านบีทียู (ปริมาณขายก๊าซ คิดเป็น 72% ของยอดขายรวม) ทำให้ได้ราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์อยู่ที่ 39 เหรียญต่อบาร์เรล เพิ่มขึ้น 8.9%YoY ด้านยอดขายปิโตรเลียมเฉลี่ยต่อวันอยู่ที่ 3.1 แสนบาร์เรล ลดลง 2.4%YoY

Upside จำกัด แต่มีโอกาสปรับเพิ่มในอนาคต

เราเริ่มศึกษา PTTEP และให้คำแนะนำ “ซื้อ” ราคาหุ้นปรับลง 13% ในรอบ 3 เดือนที่ผ่านมา ตามทิศทางราคาน้ำมันดิบ (ราคาหุ้นมีความสัมพันธ์กับราคาน้ำมันดิบ 91% ในทิศทางเดียวกัน) เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบที่ระดับ 40 – 45 เหรียญต่อบาร์เรล มี Down-side ที่จำกัด เนื่องจากการปรับลดลงของราคาน้ำมันก่อนหน้า ทำให้ตลาดน้ำมันดิบลดความกังวลด้านอุปทานเนื่องจาก อยู่ต่ำกว่าจุดคุ้มทุนของแหล่งผลิตในสหรัฐฯ ขณะที่ราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำ ราคาหุ้น PTTEP ที่ปรับลดลง เป็นไปตามทิศทางของราคาน้ำมันดิบ

PTTEP – Financial Summary (Ended Dec.)

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Total Revenue	185,771	150,217	181,236	199,154
Gross Profit	62,268	53,717	72,794	85,832
EBITDA	131,088	106,726	121,893	134,638
EBITDA (%Chg)	-23.7%	-18.6%	14.2%	10.5%
Net Profit	-31,590	12,860	30,303	28,023
EPS	-7.96	3.24	7.63	7.06
EPS (%Chg)	n.a.	n.a.	135.6%	-7.5%
DPS	3.00	3.25	3.25	3.50
Dividend Yield (%)	3.6%	3.8%	3.8%	4.1%
P/E (x)	-10.62	26.09	11.07	11.97
P/BV (x)	0.91	0.91	0.87	0.83

Source: ASL Research and Company Data

เบญจพล สุทธิวิหข (Registration no.018575)

Tel. 02 508 1567 ext3250

E-mail. benjaphol@aslsecurities.com

ศุภณัฐ สินบริสุทธิ์ (ผู้ช่วยนักวิเคราะห์)

Tel. 02 508 1567 ext3202

E-mail. supanut@aslsecurities.com

Company Overview

กลุ่มบริษัทประกอบธุรกิจด้านการสำรวจ และผลิตปิโตรเลียม ทั้งภายในประเทศ และต่างประเทศ ธุรกิจขนส่งก๊าซทางท่อในต่างประเทศ และการลงทุนในธุรกิจต่อเนื่อง

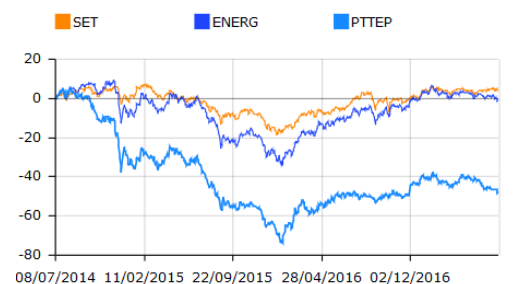
Source: Company Data

Key Statistic

Sector	Energy & Utilities
BETA (Previous 12 Months)	0.99
CG Report	5
Anti-Corruption	N/A
Market Cap (THB Mil.)	335,464
No. Listed Shares (Mil.)	3,970
Free Float (%)	34.67
Par Value (THB)	1.00
52weeks High/Low (THB)	102.00 / 75.00

Source: SETTRADE

Price Performance



Source: SETSMART



PTTEP: PTT Exploration and Production

PTTEP – Key Income Statement (Ended Dec.)

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Revenue	185,771	150,217	181,236	199,154
Gross Profit	62,268	53,717	72,794	85,832
EBITDA	131,088	106,726	121,893	134,638
Interest Expenses	8,592	8,274	8,820	8,117
Normalized Income	15,758	17,873	30,303	28,023
Extra Items	-47,348	-5,014	0	0
Net Income	-31,590	12,860	30,303	28,023

Key Ratios (Ended Dec.)

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Gross Profit Margin (%)	33.5%	35.8%	40.2%	43.1%
Return On Equity (%)	-7.7%	3.2%	7.1%	6.4%
Return On Asset (%)	-4.5%	1.9%	4.3%	3.8%
PE (X)	-10.6	26.1	11.1	12.0
PBV (X)	0.9	0.9	0.9	0.8
Dividend Yield (%)	3.6%	3.8%	3.8%	4.1%
Net Debt to Equity (X)	0.3	0.3	0.2	0.2

Key Balance Sheet Data

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Cash & S-T Investment	117,633	144,096	120,618	117,880
Current Assets	169,642	185,973	172,326	173,889
Fixed Assets	539,222	490,917	533,806	565,758
Total Assets	708,864	676,890	706,132	739,646
Short Term Debt	0	0	0	0
Current Portions	22,191	17,585	0	0
Current Liabilities	50,804	39,443	24,853	27,197
Long Term Debt	108,455	101,459	101,459	101,459
Total Liabilities	300,053	268,906	280,748	298,360
Paid Up Capital	3,970	3,970	3,970	3,970
Retained Earnings	204,747	204,772	222,172	238,074
Total Equity	408,811	407,984	425,384	441,286

Key Cash Flow Statement Data

(THB Mil.)	2015	2016	2017F	2018F
Net Income	-31,590	12,860	30,303	28,023
Depreciation & Amortization	92,822	73,368	77,734	80,272
Change In Working Capital	-9,527	-6,929	64,184	-1,957
Other Adjustments – Net	-2,545	26	0	0
Cash Flow From Operation	98,754	80,480	172,221	106,339
Capital Expenditure	-59,609	-35,221	-82,888	-90,426
Cash Flow From Investing	39,145	45,260	89,332	15,912
Share Issue	0	0	0	0
Cash Flow From Financing	-56,821	-19,211	-30,488	-12,121
Net Free Cash Flow	-31,096	-34,731	47,541	-2,738

Source: ASL Research and Company Data



PTTEP: PTT Exploration and Production

ภาพรวมการประกอบธุรกิจ – อัตราแลกเปลี่ยน และราคาน้ำมันดิบ เป็นปัจจัยหลักในการกำหนดทิศทางผลประกอบการ

รายได้ของบริษัทประกอบไปด้วยรายได้จากการขายปิโตรเลียม ซึ่งราคาขายอ้างอิงกับราคาน้ำมันตามราคาตลาดโลก ในรูปของเงินดอลลาร์สหรัฐ

โดยปัจจุบันรายได้ของบริษัทมาจากแหล่งผลิตปิโตรเลียมที่ดำเนินการผลิตเชิงพาณิชย์อยู่ทั้งหมด ณ สิ้น ธ.ค. 59 จำนวน 23 โครงการ ประกอบด้วย โครงการบงกช โครงการคอนแทร์ค 4 โครงการเอส 1 โครงการยาตนา โครงการเขตากูน โครงการคอนแทร์ค 3 โครงการ ปี 8/32 และ 9 เอ โครงการพีทีทีอียู 1 โครงการอี 5 โครงการ ปี 6/27 โครงการสินภู่อ้อม โครงการจี 4/43 โครงการอาทิตย์ โครงการเวียดนาม 9-2 โครงการพีทีทีอียู ออสตราเลเซีย โครงการจี 4/48 โครงการพื้นที่พัฒนาร่วมไทย-มาเลเซีย โครงการเวียดนาม 16-1 โครงการแอล 53/43 และแอล 54/43 โครงการนาทูน่า ซี เอ โครงการซอดีก้า โครงการแอล 22/43 และโครงการแอลจีเรีย 433 เอ และ 416 บี

นอกจากนี้บริษัทยังมีรายได้จากการบริการท่อขนส่งก๊าซ ซึ่งเป็นรายได้ตามสัดส่วนใน Moattama Gas Transportation Company (MGTC) Taninthayi Pipeline Company LLC (TPC) และ Andaman Transportation Limited (ATL)

โดยในปี 2560 บริษัทประมาณการยอดขายปิโตรเลียมอยู่ที่ 3.12 แสนบาร์เรลต่อวัน ลดลง 2.5%YoY และมีต้นทุนผลต่อหน่วยอยู่ที่ 30 – 31 เหรียญต่อบาร์เรล ใกล้เคียงกับปี 2559 ที่ผ่านมา

ทั้งนี้ปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อประมาณการผลประกอบการมากที่สุดได้แก่ อัตราแลกเปลี่ยน และราคาน้ำมัน โดยเราประเมินว่าค่าเงินบาทที่เปลี่ยนแปลง 1 บาทต่อเหรียญ และราคาน้ำมันที่เปลี่ยนแปลง 1 เหรียญต่อบาร์เรล จะกระทบกำไรสุทธิในปี 2560 ประมาณ 2.1 พันล้านบาท และ 1.7 พันล้านบาท ตามลำดับ ขณะที่ปัจจุบันเราให้สมมติฐานอัตราแลกเปลี่ยนในปี 2560 อยู่ที่ 34.5 บาทต่อเหรียญ แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับ 35.3 บาทต่อเหรียญ ในปี 2559 ที่ผ่านมา และราคาน้ำมันดิบอยู่ที่ 50 เหรียญต่อบาร์เรล เพิ่มขึ้น 21%YoY

ทิศทางอุตสาหกรรม – ราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับต่ำ เป็นปัจจัยหนุนด้าน Demand

เราให้สมมติฐานราคาน้ำมันดิบในปี 2560 ไว้ที่ 50 เหรียญต่อบาร์เรล เพิ่มขึ้น 21%YoY โดยราคาน้ำมันดิบ 2560YTD อยู่ที่ 49.2 เหรียญต่อบาร์เรล โดยในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา (พ.ค. – ก.ค. 60) ราคาน้ำมันเริ่มมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่อง ทำให้ราคาน้ำมันดิบเฉลี่ย 2Q60 ที่ผ่านมา อยู่ที่ 49.8 เหรียญต่อบาร์เรล ลดลง 6%QoQ โดยราคาน้ำมันดิบที่ฟื้นตัวในช่วงต้นปี 2560 ได้ประโยชน์จากการปรับลดกำลังผลิตของ OPEC กับ Non-OPEC รวม 1.23 ล้านบาร์เรลต่อวัน (กำลังผลิต มี.ค. 60 เทียบกำลังผลิต ต.ค. 59)

เราประเมินว่าราคาน้ำมันดิบมีปัจจัยความเสี่ยงจาก (1) การพัฒนาแหล่ง Shale oil ในสหรัฐ ข้อมูลล่าสุดจำนวนแท่นขุดเจาะปิโตรเลียม (Rig Count) อยู่ที่ 756 แท่น เพิ่มขึ้น 118% จากกลางปี 2559 ที่ผ่านมา และทำให้ปัจจุบันสหรัฐมีกำลังผลิต Shale oil อยู่ที่ 5.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน เพิ่มขึ้น 7% และทำให้สหรัฐมีกำลังผลิตปิโตรเลียมเฉลี่ยในปี 2560 อยู่ที่ 9.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน เพิ่มขึ้น 4%YoY อย่างไรก็ตามราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวลดลงก่อนหน้านี้ จากความกังวลด้านอุปทาน ทำให้การรายงานจำนวนแท่นขุดเจาะปิโตรเลียมสัปดาห์ล่าสุดปรับลดลงเป็นครั้งแรกในรอบ 23 สัปดาห์ สะท้อนระดับราคาน้ำมันปัจจุบันที่ใกล้เคียงกับต้นทุนเฉลี่ยของผู้ผลิต Shale oil ทำให้ตลาดเริ่มเห็นการหยุดดำเนินการผลิต และลดความกังวลต่อปัญหาอุปทานในระยะสั้น (2) โครงการท่อขนส่งน้ำมัน (Dakota Access Pipeline) รองรับการขนส่งน้ำมันได้ถึง 470KBD และช่วยลดต้นทุนขนส่งน้ำมัน 3 – 5 เหรียญต่อบาร์เรล เบื้องต้นคาดว่าโครงการดังกล่าวจะทำให้อุปทานในสหรัฐเพิ่มขึ้น 50KBD (3) การเร่งพัฒนาแหล่งปิโตรเลียม ในลิเบียและไนจีเรีย และ (4) ปริมาณสำรองน้ำมันดิบในกลุ่มประเทศ OECD ยังคงสูงกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ 10% - 15% จะยังเป็นปัจจัยลบกดดันราคาน้ำมัน



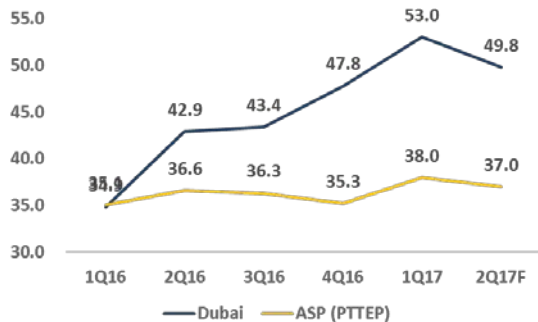
PTTEP: PTT Exploration and Production

PTTEP – Financial Summary

(THB Mil.)	2Q17F	2Q16	YoY	1Q17	QoQ	6M17F	6M16	YoY
Total Revenue	35,346	38,294	-8%	36,999	-4%	72,345	76,459	-5%
Gross Profit	15,801	14,402	10%	17,227	-8%	33,028	28,360	16%
Operating Expenses	5,143	5,213	-1%	4,698	9%	9,841	9,526	3%
Operating Profit	10,658	9,189	16%	12,529	-15%	23,187	18,834	23%
EBITDA	26,601	27,449	-3%	27,276	-2%	53,878	55,597	-3%
Net Interest	2,106	2,086	1%	1,997	5%	4,103	4,166	-2%
Other Income	9,126	7,807	17%	11,641	-22%	20,768	16,049	29%
Income Tax	2,038	1,949	5%	-298	n.a.	1,741	3,019	-42%
Extra Items	0	-3,196	n.a.	345	-100%	345	-4,744	n.a.
Net Income	7,088	2,661	166%	12,284	-42%	19,372	8,286	134%
EPS (THB)	2.16	0.67	222%	3.09	-30%	5.25	2.09	152%
Gross Profit Margin (%)	45%	38%		47%		46%	37%	
EBITDA Margin (%)	75%	72%		74%		74%	73%	
Net Profit Margin (%)	20%	7%		33%		27%	11%	

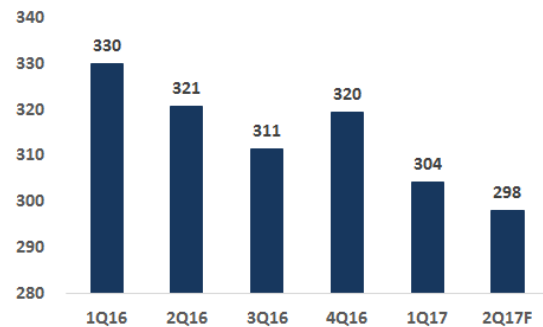
Source: ASL Research and Company Data

ราคาน้ำมันดิบและราคาขายเฉลี่ยผลิตภัณฑ์ (เหรียญต่อบาร์เรล)



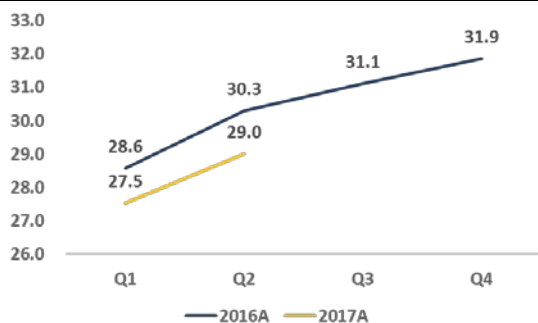
Source: ASL Research and Company Data

ยอดขายปิโตรเลียมเฉลี่ยต่อวัน (พันบาร์เรลต่อวัน)



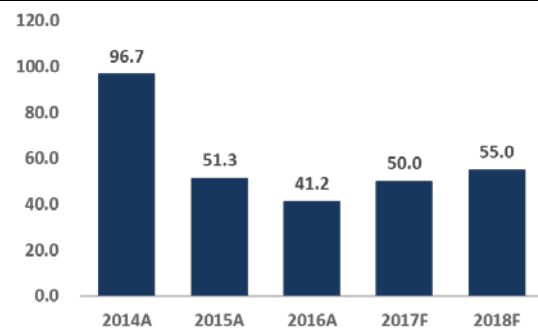
Source: ASL Research and Company Data

ต้นทุนผลิตต่อหน่วย (เหรียญต่อบาร์เรล)



Source: ASL Research and Company Data

สมมติฐานราคาน้ำมันดิบ (เหรียญต่อบาร์เรล)



Source: ASL Research and Company Data



CORPORATE GOVERNANCE OF THAI LISTED COMPANIES 2015



ADVANC BAFS BCP BIGC BTS CK CPN DRT DTAC DTC EASTW EGCO GRAMMY HANA HMPRO INTUCH IRPC IVL KBANK KCE KKP KTB LHBANK LPN MCOT MINT MONO NKI PHOL PPS PS PSL PTT PTTEP PTTGC QTC RATCH ROBINS SAMART SAMTEL SAT SC SCB SCC SE-ED SIM SNC SPALI THCOM TISCO TKT TMB TOP VGI WACOAL



AAV ACAP AGE AHC AKP AMATA ANAN AOT APCS ARIP ASIMAR ASK ASP BANPU BAY BBL BDMS BKI BLA BOL BROOK BWG CENTEL CFRESH CHO CIMBT CM CNT COL CPF CPI CSL DCC DELTA DEMCO ECF EE ERW GBX GC GFPT GLOBAL GUNKUL HEMRAJ HOTPOT HYDRO ICC ICHI INET IRC KSL KTC LANNA LH LOXLEY LRH MACO MBK MC MEGA MFEC NBC NCH NINE NSI NTV OCC OGC OISHI OTO PAP PDI PE PG PJW PM PPP PR PRANDA PREB PT PTG Q-CON QH RS S & J SABINA SAMCO SCG SEAFCO SFP SIAM SINGER SIS SITHAI SMK SMPC SMT SNP SPI SSF SSI SSSC SST STA STEC SVI SWC SYMC SYNTEC TASCO TBSP TCAP TF TGCI THAI THANA THANI THIP THREE THREL TICON TIP TIPCO TK TKS TMI TMILL TMT TNDT TNITY TNL TOG TPC TPCORP TRC TRU TRUE TSC TSTE TSTH TTA TTCL TTW TU TVD TVO UAC UT UV VNT WAVE WINNER YUASA ZMICO

SCORE RANGE	SCORE RANGE	DESCRIPTION
90-100		EXCELLENT
80-89		VERY GOOD
70-79		GOOD
60-69		SATISFACTORY
50-59		PASS
Below 50	No logo given	N/A

Level 5: Extended	Extension of the anti-corruption policy to business partners in the supply chain, and disclosure of any current investigations, prosecutions or closed cases
Level 4: Certified	Audit engagement by audit committee or auditors approved by the office of SEC, and receiving certification or assurance by independent external assurance providers (CAC etc.)
Level 3: Established	Carrying out preventive measures, risk assessment, communication and training for all employees, including consistent monitoring and review processes
Level 2: Declared	Public declaration statement to participate in Thailand's private sector Collective Action Coalition Against Corruption (CAC) or equivalent initiatives
Level 1: Committed	Organization's statement or board's resolution to work against corruption and to be in compliance with all relevant laws



PTTEP: PTT Exploration and Production

ที่ตั้งสำนักงานและสำนักงานสาขา

สาขากรุงเทพ (สำนักงานใหญ่)

ที่อยู่. 343-343/1, 343/4-5 ถนนคลองลำเจียก แขวงนวลจันทร์ เขตบึงกุ่ม จังหวัดกรุงเทพมหานคร 10230

โทรศัพท์. 02-508-1567 (Call Center)

Email. callcenter@aslsecurities.com

สาขากาญจนบุรี (สำนักงานสาขา)

ที่อยู่. 277/106 ถนนแสงชูโต ตำบลบ้านเหนือ อำเภอเมืองกาญจนบุรี จังหวัดกาญจนบุรี 71000

โทรศัพท์. 034-918-781 ถึง 2 , 034-910-100

สาขาอุดรธานี (สำนักงานสาขา)

ที่อยู่. 106/36 ถนนบริเวณตลาดชนารักษ์ ตำบลหมากแข้ง อำเภอเมืองอุดรธานี จังหวัดอุดรธานี 41000

โทรศัพท์. 042-119-990 ถึง 3

สาขาขอนแก่น (สำนักงานสาขา)

ที่อยู่. 182/104 หมู่ที่ 4 ถนนศรีจันทร์ ตำบลในเมือง อำเภอเมืองขอนแก่น จังหวัดขอนแก่น 40000

โทรศัพท์. 043-053-557 ถึง 8 , 043-224-103 ถึง 4

สาขาเชียงใหม่ - ห้วยแก้ว (สำนักงานสาขา)

ที่อยู่. 50/4 ถนนห้วยแก้ว ตำบลช้างเผือก อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50300

โทรศัพท์. 053-217-346 , 053-217-347

สาขาเชียงใหม่ - ภูคำ (ออนไลน์)

ที่อยู่. 15/12 ถนนชลประทาน ตำบลสุเทพ อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50200

โทรศัพท์. 052-000-476