

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 126.00 (From: Bt 104.00)

Upside : 7.2%

5 MAY 2021

PTT Exp & Production Pcl (PTTEP TB)

ราคาหุ้นสะท้อนการฟื้นตัวแล้ว

เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” PTTEP แต่ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 126 บาท จาก 104 บาท เนื่องจากเราสมมติให้ราคาน้ำมันสูงขึ้น และการ roll forward มูลค่า ขณะที่ PTTEP มีแนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่ง แต่เรามองว่าการเติบโตนี้ได้สะท้อนไปในราคาหุ้นที่ซื้อขายที่ 14 เท่า 2021F PE แล้ว และเราชอบ PTTGC มากกว่า



CHAK REUNGSINPINYA

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

มูลค่าไม่น่าสนใจ

เรามองว่า PTTEP มีมูลค่าที่ไม่น่าสนใจ แม้เราจะปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมัน ราคาก๊าซ และปริมาณขึ้น (สะท้อนถึงการเข้าซื้อกิจการใหม่) แต่หุ้นยังคงซื้อขายที่ PE ที่ 14 เท่า และ 13 เท่า ในปี 2021-22F ซึ่งแพงกว่าการซื้อขายของบมจ. พีทีที โกลบอล เคมิคอล (PTTGC) ซึ่งเป็นหุ้นที่เราชอบสุดในบรรดาหุ้นใหญ่ในกลุ่มฯ นอกจากนี้ยังสูงกว่าระดับการซื้อขายในอดีตอีกด้วย เนื่องจากเราเห็น upside ต่อราคาน้ำมันในปัจจุบันที่จำกัด เราจึงยังคงคำแนะนำ “ถือ” PTTEP

ปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมัน แต่เห็น upside risk ที่จำกัด

เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันของเราขึ้นเป็น US\$60/bbl ในปี 2021-22F เทียบกับเดิมที่ US\$47-50/bbl เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันสำหรับ PTTEP ขึ้นเพื่อสะท้อนให้เห็นถึงการบริหารจัดการอุปทานของ OPEC+ การเติบโตของการผลิตในสหรัฐที่ชะลอตัวลง และอุปสงค์ที่อาจฟื้นตัว แต่อย่างไรก็ตามเรายังคงกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มอุปสงค์ – อุปทาน โดยเฉพาะเมื่อยังคงมีการระบาดของโควิดอยู่ และ OPEC+ มีแผนจะเพิ่มกำลังการผลิต

การเติบโตของปริมาณเป็นปัจจัยผลักดันหลัก

สำหรับ PTTEP การเติบโตของปริมาณน่าจะเป็นปัจจัยหลักผลักดันการเติบโตในช่วงที่เหลือของปีนี้ และต่อเนื่องไปยังปี 2022F โดยเราคาดว่าจะเติบโต 13%/14%/5% ในปี 2021-23F โดยได้แรงหนุนจากการเข้าซื้อกิจการ และการเริ่มดำเนินงานของโครงการใหม่ เรามองว่า PTTEP ทำการซื้อโอมานบล็อก 61 ในเวลาที่เหมาะสม ซึ่งแล้วเสร็จไปเมื่อปลายเดือนมีนาคมที่ผ่านมา โครงการนี้น่าจะช่วยเพิ่มปริมาณของ PTTEP ได้มากถึง 30-50KBOED ในปี 2021-22F และมีการเติบโตอย่างมากในสองปีนี้ เราคิดว่าบริษัท สามารถเข้าซื้อกิจการได้เพิ่มเติมแม้ว่าราคาน้ำมันจะสูงขึ้น แต่ราคาซื้ออาจไม่น่าสนใจเท่ากับข้อตกลงที่ทำในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมา

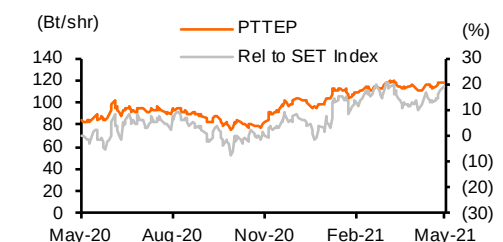
ปัจจัยกดดันต่อโครงการในอนาคต

ความกังวลหลักสำหรับ PTTEP คือการดำเนินโครงการ เนื่องจากประการแรก เราเห็นความเสี่ยงที่โครงการโมซัมบิก LNG (ซึ่ง PTTEP ถือหุ้น 8.5%) อาจถูกเลื่อนออกไปอีก เนื่องจากสถานการณ์ด้านความมั่นคงในพื้นที่ ซึ่งในที่สุดอาจส่งผลให้เกิดการต่อจ่ายของสินทรัพย์ อีกโครงการหนึ่งที่น่าเป็นห่วงคือโครงการเอราวัณในประเทศไทยซึ่ง PTTEP มีแผนที่จะเข้ารับช่วงการดำเนินการจากเซฟรอนในระยะเวลาเพียงหนึ่งปี ข้อพิพาทระหว่างเซฟรอน และกรมเชื้อเพลิงธรรมชาติ แสดงให้เห็นว่า PTTEP ไม่สามารถเข้าถึงพื้นที่ดังกล่าวได้ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อการผลิตเมื่อเข้ารับช่วงต่อในที่สุด และสุดท้าย ความไม่สงบทางการเมืองในเยเมน มาร์ ทำให้เกิดข้อกังวลต่อศักยภาพในการเติบโตของ PTTEP ก่อนหน้านี้ผู้บริหารได้ตั้งความหวังไว้ที่โครงการ gas-to-power แต่เราเชื่อว่าอาจต้องใช้เวลาลึกพักก่อนที่จะดำเนินการต่อไปได้ เมื่อรวมกันแล้ว การผลิตจากโครงการเหล่านี้คิดเป็น 120kboe ในปี 2024F ภายใต้การคาดการณ์ของเรา หรือประมาณหนึ่งในสี่ของปริมาณการขายของ PTTEP ในปีนั้น

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	160,401	189,049	216,189	215,320
Net profit	22,664	32,566	36,650	37,738
Consensus NP	—	35,234	41,040	40,824
Diff frm cons (%)	—	(7.6)	(10.7)	(7.6)
Norm profit	21,397	32,566	36,650	37,738
Prev. Norm profit	—	17,536	21,971	26,051
Chg frm prev (%)	—	85.7	66.8	44.9
Norm EPS (Bt)	5.4	8.2	9.2	9.5
Norm EPS grw (%)	(56.2)	52.2	12.5	3.0
Norm PE (x)	21.8	14.3	12.7	12.4
EV/EBITDA (x)	4.2	4.1	3.7	3.6
P/BV (x)	1.3	1.3	1.2	1.2
Div yield (%)	3.6	4.2	4.7	4.9
ROE (%)	6.0	9.0	9.7	9.6
Net D/E (%)	(1.9)	21.0	22.6	19.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

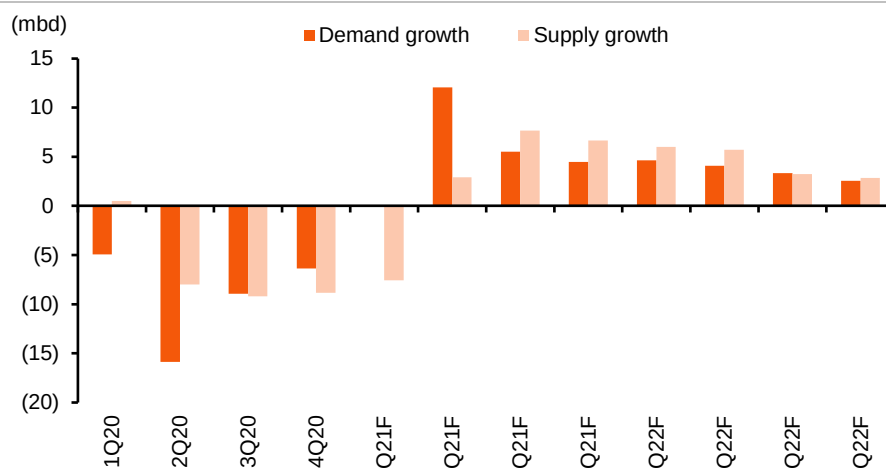
Price as of 5-May-21 (Bt)	117.50
Market Cap (US\$ m)	14,996.2
Listed Shares (m shares)	3,970.0
Free Float (%)	35.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	42.4
12M Price H/L (Bt)	119.50/75.00
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 63.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: World Crude Oil And Liquids Demand/Supply Growth (Y-Y)



Source: EIA

Ex 2: Key Assumption Changes

Assumption	Unit	2021F	2022F	2023F	2024F
New					
Brent oil price	(US\$/bbl)	60.00	60.00	61.20	62.42
Gas ASP	(US\$/mmbtu)	5.53	5.68	4.98	5.01
Volume	(KBOED)	403	460	484	486
Old					
Brent oil price	(US\$/bbl)	47.00	50.00	51.00	52.02
Gas ASP	(US\$/mmbtu)	5.38	5.18	4.64	4.67
Volume	(KBOED)	371	420	449	451
Change					
Brent oil price	(US\$/bbl)	13.00	10.00	10.20	10.40
Gas ASP	(US\$/mmbtu)	0.15	0.49	0.34	0.34
Volume	(KBOED)	33	40	35	35

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: EPS And TP Revisions

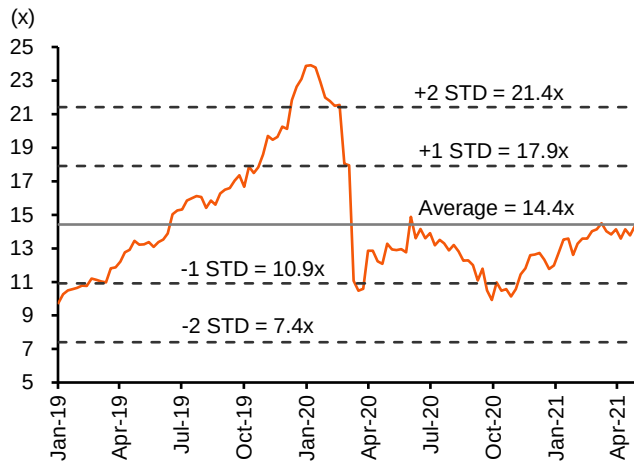
(Bt/shr)	Norm EPS				TP
	2021F	2022F	2023F	2024F	
New	8.20	9.23	9.51	10.50	126.00
Old	4.42	5.53	6.56	7.91	104.00
Revision (%)	85.7	66.8	44.9	32.8	21.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

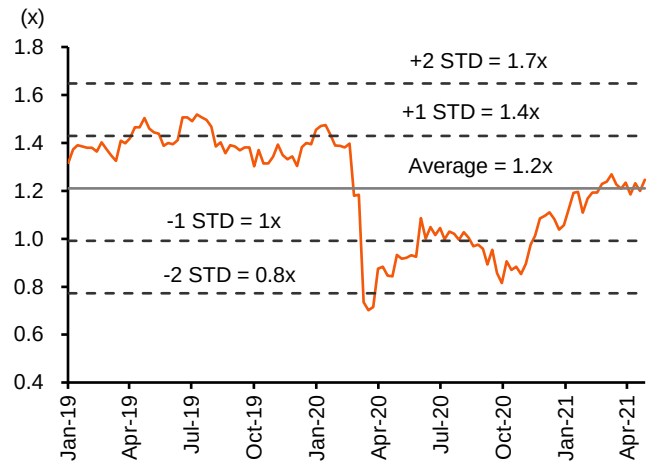
Ex 4: PTTEP's Projects At Risks Of Delays And/Or Production Disruptions

Project	Product	PTTEP's stake	Start-up date	PTTEP's volume	Key issues
Mozambique LNG	LNG	8.5%	By end-2024	22 KBOED	Militant attacks
Erawan	Nat. gas, condensate	60%	Mid-2022	63 KBOED	Chevron's contract disputes with govt
Myanmar	Nat. gas, power	19-80%	In operation	44 KBOED	Political unrest

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: P/E

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 6: P/BV

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 7: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2022F

(Bt m)	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	Terminal Value
EBITDA	151,590	152,019	158,678	170,695	188,909	189,986	191,173	186,701	188,503	186,001	182,221	
Free cash flow	(2,719)	25,422	29,982	64,883	92,013	92,362	93,189	87,315	84,974	86,441	84,035	555,467
PV of free cash flow	(2,483)	21,199	22,824	45,103	57,287	52,307	47,994	40,905	36,211	33,507	28,391	264,279
Risk-free rate (%)	2.5%											
Market risk premium (%)	8.0%											
Beta	1.00											
WACC (%)	9.5%											
Terminal growth (%)	2.0%											
Enterprise value - add investments	619,133											
Net debt (end-2021F)	77,384											
Minority interest	40,320											
Equity value	501,428											
# of shares (m)	3,970											
Value of existing operation	126.00											
Equity value per share (Bt)	126.00											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 8: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield		ROE	
			21F (%)	22F (%)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (x)	22F (x)	21F (%)	22F (%)	21F (%)	22F (%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	60.6	22.6	na	na	na	na	na	na	na	na	10.8	13.0
BPCL	BPCL IN	India	108.9	(4.6)	9.6	10.1	2.0	1.9	8.7	9.1	5.6	4.3	23.8	19.3
HPCL	HPCL IN	India	161.5	(18.1)	4.6	5.6	1.0	0.9	4.4	5.1	7.3	7.1	22.2	17.6
IOCL	IOCL IN	India	122.0	3.6	5.9	5.7	0.8	0.8	5.7	5.4	8.3	8.3	14.9	13.9
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	29.2	27.7	21.4	2.1	1.7	17.3	13.2	0.4	0.4	8.5	8.7
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	46.5	39.0	26.6	1.6	1.5	13.1	10.8	0.6	0.9	4.3	5.9
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(3.1)	11.1	11.4	1.6	1.5	7.2	7.6	2.5	2.6	16.0	14.0
Petron	PCOR PM	Philippines	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	7.1	24.5	22.8	2.9	2.9	14.1	14.0	2.9	3.1	12.7	12.8
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	na	452.3	19.4	0.7	0.7	7.8	6.2	0.1	2.8	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	82.4	1.7	1.6	84.2	19.9	0.0	0.6	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.6	14.8	13.5	1.1	1.0	9.1	8.4	4.1	4.4	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	8.5	9.1	16.4	15.0	3.8	3.4	9.2	8.6	3.0	3.3	24.4	23.9
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	12.3	12.5	1.0	1.0	7.4	7.2	4.9	4.8	8.5	8.0
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	119.5	1.3	1.3	21.6	15.9	0.0	0.3	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	27.7	18.7	12.0	10.1	0.9	0.8	5.6	4.6	4.3	4.9	7.3	8.3
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	127.2	79.1	34.8	1.0	1.0	21.6	16.8	0.6	1.3	1.3	2.8
Average			88.5	19.0	54.6	27.4	1.6	1.5	15.8	10.2	3.0	3.3	12.9	12.3
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	na	(6.4)	8.3	8.9	0.4	0.4	3.6	3.6	6.1	6.0	5.0	4.8
Sinopec	386 HK	China	63.7	0.8	8.5	8.5	0.6	0.6	3.9	3.8	7.3	7.4	7.5	7.3
Total	FP	France	186.1	14.5	11.2	9.8	1.1	1.1	5.3	4.9	6.7	6.8	10.0	11.5
Eni	ENI IM	Italy	na	33.1	14.8	11.1	1.0	0.9	3.8	3.4	6.5	7.0	6.9	8.7
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	18.2	7.9	6.7	0.8	0.7	4.4	4.2	4.6	4.6	9.1	10.2
Repsol	REP SM	Spain	na	18.1	10.0	8.4	0.8	0.7	5.2	4.7	5.6	5.7	7.5	8.9
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	16.0	19.6	16.9	1.5	1.5	7.0	6.6	5.0	5.2	7.7	8.3
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	22.7	17.4	14.2	1.6	1.5	7.5	6.8	5.9	5.9	8.8	10.7
Conoco Philips	COP US	USA	na	14.6	18.8	16.4	1.6	1.6	5.7	5.4	3.3	3.4	12.0	11.0
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	115.7	11.6	13.7	12.3	1.2	1.1	4.8	4.4	3.6	4.1	9.0	9.5
Average			121.8	14.3	13.0	11.3	1.1	1.0	5.1	4.8	5.5	5.6	8.4	9.1
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	179.1	11.9	18.0	16.1	1.9	1.7	6.0	5.5	1.3	1.6	10.2	10.4
Woodside	WPL AU	Australia	153.7	(6.1)	17.3	18.4	1.7	1.7	5.8	5.8	3.8	3.6	8.8	8.9
Suncor Energy	SU US	Canada	na	20.9	10.3	8.5	0.9	0.9	5.0	4.6	3.8	3.9	7.7	7.1
CNOOC	883 HK	Hong Kong	146.6	8.1	6.2	5.7	0.8	0.8	2.3	2.1	7.1	7.6	12.7	13.2
ONGC	ONGC IN	India	(48.6)	89.7	11.8	6.2	0.6	0.6	5.3	3.9	2.9	5.4	5.9	9.7
RIL	RIL IN	India	(0.6)	29.2	27.7	21.4	2.1	1.7	17.3	13.2	0.4	0.4	8.5	8.7
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	(27.0)	9.0	12.3	na	na	5.0	5.3	0.5	0.5	(74.1)	(61.7)
Devon Energy	DVN US	USA	na	35.9	12.4	9.1	2.3	1.8	4.4	3.7	3.4	4.1	26.3	25.6
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	52.2	12.5	14.3	12.7	1.3	1.2	4.1	3.7	4.2	4.7	9.0	9.7
Average			80.4	19.5	14.1	12.3	1.4	1.3	6.1	5.3	3.1	3.5	1.7	3.5

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 5 May 2021 closing prices

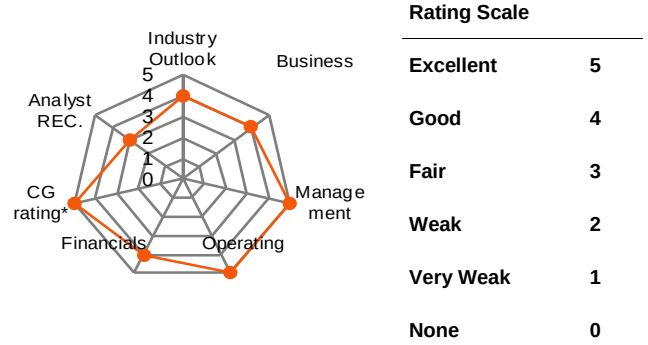
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทต้นน้ำในการสำรวจและผลิตปิโตรเลียม ซึ่งมีปริมาณการผลิต 300,000 boe ต่อวัน 70% ของการผลิตเป็นก๊าซธรรมชาติและเกือบทั้งหมดของการผลิตมาจากแหล่งในประเทศไทยและประเทศอื่นในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ บริษัทฯ มีปริมาณสำรองที่พิสูจน์แล้วว่า 700 ล้าน boe และมี resources กว่า 5 พันล้าน boe PTTEP เป็นบริษัทในเครือ PTT ซึ่ง PTT ถือหุ้นอยู่ 65%

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- มี PTT ซึ่งเป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ และเป็นผู้ซื้อก๊าซรายใหญ่ที่สุดของประเทศ และเป็นลูกค้ารายใหญ่ที่สุดของ PTTEP
- ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมของบริษัทได้ทำสัญญาซื้อขายไว้แล้ว จึงมีความเสี่ยงต่อปริมาณการผลิตต่ำ

O — Opportunity

- ยังมีแหล่งทรัพยากรในมืออีกมากที่ยังไม่ได้ดำเนินการ
- โอกาสในการลงทุนในต่างประเทศ รวมถึงในอ่าวไทยและพม่า

W — Weakness

- ปริมาณสำรองในอ่าวไทยที่เริ่มต่ำลง โดยปริมาณสำรองเหลือน้อยกว่า 5 ปี
- ขาดประสบการณ์และทักษะด้านเทคนิคการลงทุนในต่างประเทศ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆในต่างประเทศ

T — Threat

- การนำเข้าก๊าซ LNG ราคาถูกจากต่างประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในต่างประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง เช่นอาจได้รับการเรียกร้องจากทางรัฐบาลให้เข้าลงทุนในโครงการต่างประเทศที่มีผลตอบแทนต่ำ

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	134.03	126.00	-6%
Net profit 21F (Bt m)	35,234	32,566	-8%
Net profit 22F (Bt m)	41,040	36,650	-11%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 7	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการ EPS ปี 2021-22F ของเรต่ำกว่าตลาด 8% เนื่องจากสมมติฐานราคาน้ำมันที่ต่ำกว่า
- ส่งผลให้ราคาเป้าหมาย DCF ของเรต่ำกว่าตลาด

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Downside risks ต่อประมาณการของเราจากราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่ต่ำลง
- Upside risks ต่อประมาณการของเรา น่าจะมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่ต่ำกว่าคาด

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	191,053	160,401	189,049	216,189	215,320
Cost of sales	106,881	106,143	122,467	137,103	134,587
Gross profit	84,172	54,258	66,582	79,086	80,733
% gross margin	44.1%	33.8%	35.2%	36.6%	37.5%
Selling & administration expenses	11,870	9,754	11,416	14,056	14,919
Operating profit	72,301	44,503	55,166	65,030	65,815
% operating margin	37.8%	27.7%	29.2%	30.1%	30.6%
Depreciation & amortization	62,811	65,250	77,077	86,560	86,204
EBITDA	135,112	109,753	132,243	151,590	152,019
% EBITDA margin	70.7%	68.4%	70.0%	70.1%	70.6%
Non-operating income	4,405	2,306	3,093	3,242	3,242
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,291)	(7,956)	(10,691)	(12,226)	(11,336)
Pre-tax profit	69,415	38,854	47,567	56,047	57,721
Income tax	20,952	18,764	15,222	19,616	20,202
After-tax profit	48,464	20,090	32,346	36,430	37,518
% net margin	25.4%	12.5%	17.1%	16.9%	17.4%
Shares in affiliates' Earnings	380	1,307	220	220	220
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	(42)	1,267	0	0	0
NET PROFIT	48,803	22,664	32,566	36,650	37,738
Normalized profit	48,844	21,397	32,566	36,650	37,738
EPS (Bt)	12.3	5.7	8.2	9.2	9.5
Normalized EPS (Bt)	12.3	5.4	8.2	9.2	9.5

We expect earnings recovery in 2021F though this is largely priced in, in our view

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	142,125	152,716	138,595	146,344	145,918
Cash & cash equivalent	91,152	114,261	91,544	93,004	93,004
Account receivables	27,599	23,752	32,630	37,315	37,165
Inventories	9,961	10,156	13,421	15,025	14,749
Others	13,412	4,547	1,000	1,000	1,000
Investments & loans	16,255	15,774	15,774	15,774	15,774
Net fixed assets	321,501	295,491	377,442	407,146	415,117
Other assets	192,110	211,656	230,088	247,503	246,298
Total assets	671,990	675,637	761,899	816,766	823,107
LIABILITIES:					
Current liabilities:	61,841	56,257	64,783	69,805	68,812
Account payables	26,805	26,844	5,033	5,634	5,531
Bank overdraft & ST loans	3,965	4,512	16,893	18,007	17,185
Current LT debt	0	0	15,204	16,206	15,466
Others current liabilities	31,071	24,901	27,654	29,958	30,630
Total LT debt	99,448	102,878	136,832	145,854	139,198
Others LT liabilities	153,642	162,091	191,513	216,451	215,018
Total liabilities	314,932	321,226	393,128	432,110	423,029
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Share premium	105,418	105,418	105,418	105,418	105,418
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	(16,776)	(21,049)	(21,049)	(21,049)	(21,049)
Retained earnings	264,447	266,073	280,432	296,318	311,740
Shareholders' equity	357,059	354,411	368,771	384,656	400,078
Liabilities & equity	671,990	675,637	761,899	816,766	823,107

Sources: Company data, Thanachart estimates

Balance sheet is expanding given a series of acquisitions and new projects

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	69,415	38,854	47,567	56,047	57,721
Tax paid	(16,936)	(29,624)	(8,574)	(18,738)	(19,172)
Depreciation & amortization	62,811	65,250	77,077	86,560	86,204
Chg In working capital	33,874	3,691	(33,955)	(5,687)	322
Chg In other CA & CL / minorities	(41,074)	15,416	(127)	1,645	(138)
Cash flow from operations	108,091	93,587	81,989	119,826	124,937
Capex	(118,121)	(39,239)	(158,131)	(115,351)	(93,248)
Right of use	0	(14,501)	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(5,458)	480	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	14,991	3,298	10,393	6,910	(856)
Cash flow from investments	(108,589)	(49,962)	(148,038)	(108,741)	(94,404)
Debt financing	43,638	4,795	61,538	11,139	(8,217)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(21,655)	(20,986)	(18,206)	(20,765)	(22,317)
Warrants & other surplus	(60,152)	(4,326)	0	0	0
Cash flow from financing	(38,169)	(20,517)	43,332	(9,626)	(30,534)
Free cash flow	(10,030)	54,348	(76,142)	4,475	31,689

Operating cash flows are strong, thanks to higher oil price and volume growth

VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	9.6	21.8	14.3	12.7	12.4
Normalized PE - at target price (x)	10.2	23.4	15.4	13.6	13.3
PE (x)	9.6	20.6	14.3	12.7	12.4
PE - at target price (x)	10.2	22.1	15.4	13.6	13.3
EV/EBITDA (x)	3.5	4.2	4.1	3.7	3.6
EV/EBITDA - at target price (x)	3.8	4.5	4.4	3.9	3.8
P/BV (x)	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3
P/CFO (x)	4.3	5.0	5.7	3.9	3.7
Price/sales (x)	2.4	2.9	2.5	2.2	2.2
Dividend yield (%)	5.1	3.6	4.2	4.7	4.9
FCF Yield (%)	(2.2)	11.7	(16.3)	1.0	6.8
(Bt)					
Normalized EPS	12.3	5.4	8.2	9.2	9.5
EPS	12.3	5.7	8.2	9.2	9.5
DPS	6.0	4.3	4.9	5.5	5.7
BV/share	89.9	89.3	92.9	96.9	100.8
CFO/share	27.2	23.6	20.7	30.2	31.5
FCF/share	(2.5)	13.7	(19.2)	1.1	8.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

We think PTTEP's valuation fully reflects earnings recovery

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	11.2	(16.0)	17.9	14.4	(0.4)
Net profit (%)	34.8	(53.6)	43.7	12.5	3.0
EPS (%)	34.8	(53.6)	43.7	12.5	3.0
Normalized profit (%)	26.2	(56.2)	52.2	12.5	3.0
Normalized EPS (%)	26.2	(56.2)	52.2	12.5	3.0
Dividend payout ratio (%)	48.8	74.4	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.1	33.8	35.2	36.6	37.5
Operating margin (%)	37.8	27.7	29.2	30.1	30.6
EBITDA margin (%)	70.7	68.4	70.0	70.1	70.6
Net margin (%)	25.4	12.5	17.1	16.9	17.4
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.5	0.5	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	(0.0)	0.2	0.2	0.2
Interest coverage - EBIT (x)	9.9	5.6	5.2	5.3	5.8
Interest coverage - EBITDA (x)	18.5	13.8	12.4	12.4	13.4
ROA - using norm profit (%)	7.5	3.2	4.5	4.6	4.6
ROE - using norm profit (%)	13.1	6.0	9.0	9.7	9.6
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	13.0	5.6	8.9	9.7	9.6
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	40.1	29.2	30.8	31.6	32.1
- leverage (x)	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1
- interest burden (%)	90.5	83.0	81.6	82.1	83.6
- tax burden (%)	69.8	51.7	68.0	65.0	65.0
WACC (%)	9.5	9.5	9.5	9.5	9.5
ROIC (%)	15.6	6.2	10.8	9.5	9.1
NOPAT (Bt m)	50,479	23,011	37,513	42,270	42,780
invested capital (Bt m)	369,320	347,540	446,155	471,720	478,924

Sources: Company data, Thanachart estimates

Net gearing remains manageable despite a major acquisition

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 64 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2105A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2104A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BDMS16C2104A, BDMS16C2107A, BGRI16C2105A, BPP16C2106A, CBG16C2108A, CBG16C2104A, COM716C2104A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2107A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2104A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2104A, GPSC16C2106A, GULF16C2104A, GULF16C2107A, HANA16C2107A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBANK16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2104A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2107A, MTC16C2108A, MTC16C2104A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, PTTG16C2104A, RS16C2108A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2105A, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2107A, TISC16C2105A, WHA16C2104A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BDMS, BGRIM, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TISCO, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีโควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ จักร เรืองสินภิญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุญนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ตียะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทিং รดา ลิ้มสุทธวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน สรัชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลากินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunet.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สดภาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th