

**BUY** (From: HOLD)

**TP: Bt 140.00** (From: Bt 126.00)

**16 JULY 2021**

**Change in Recommendation**

**Upside : 25.0%**

## PTT Exp & Production Pcl (PTTEP TB)

### ปรับคำแนะนำเป็น “ซื้อ”

เราปรับเพิ่มคำแนะนำ PTTEP เป็น “ซื้อ” จาก ถือ และเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 140 บาท จาก 126 บาท จากสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงขึ้นและต้นทุนที่ต่ำลง ปัจจุบันเรามองว่า PTTEP มีมูลค่าที่น่าสนใจ และขยับเข้าเมื่อเทียบกับราคาน้ำมัน กำไรปกติที่แข็งแกร่งและปริมาณที่เติบโตเป็นปัจจัยหนุน



**CHAK REUNGSINPINYA**

662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

#### มูลค่าน่าสนใจ และเป็น laggard play

เรามองว่า PTTEP มีมูลค่าที่น่าสนใจที่ 12/11 เท่า 2021/22F PE (บนคาดการณ์กำไรอย่างระมัดระวังของเรา) และ 1.1 เท่า 2022F P/BV PTTEP มีกำไรปกติที่เติบโตแข็งแกร่งที่ 68% ในปีนี้ และ 16% ในปี 2022F โดยได้แรงหนุนจากราคาและปริมาณที่สูงขึ้น PTTEP ยังขยับขึ้นเข้าเมื่อเทียบกับราคาน้ำมัน ด้วยราคาหุ้นแทบไม่เปลี่ยนแปลงใน 6 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับราคาน้ำมันที่ปรับขึ้นมากกว่า 30% ในช่วงเดียวกัน

#### ราคาน้ำมันสูงขึ้น

เราปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์ขึ้น US\$5/bbl เป็น US\$65/bbl ในปี 2021-22F การฟื้นตัวของการผลิตของสหรัฐฯ ที่ล่าช้า และวินัยการผลิตที่เข้มงวดของสมาชิก OPEC+ ทำให้เรากังวลน้อยลงต่ออุปทานส่วนเกินที่อาจเกิดขึ้น ในขณะที่การฟื้นตัวของอุปสงค์ในตลาดที่พัฒนาแล้วและเงินน่าจะช่วยชดเชยความอ่อนแอในประเทศเศรษฐกิจเกิดใหม่ที่ยังคงต่อสู้กับการระบาดของโควิด-19 ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้ราคาก๊าซสูงขึ้นตั้งแต่ 2Q21F เป็นต้นไป อีกทั้งเรายังคิดว่าตลาดน่าจะเฟื่องฟูต่อการขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง เนื่องจากมีการป้องกันความเสี่ยงในปริมาณที่จำกัด เทียบกับแนวโน้มเชิงบวกในระยะยาวจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้น

#### ปริมาณที่เติบโตแข็งแกร่ง และการควบคุมต้นทุนที่ดี

เราคาดว่าปริมาณจะเติบโตแข็งแกร่งที่ 10% ในปี 2021F และอีก 11% ในปี 2022F โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ และโครงการใหม่ โดยเฉพาะเราคาดว่าโครงการเติบโตจากโอมาน (การเข้าซื้อกิจการ) มาเลเซีย และแอลจีเรีย (การเริ่มดำเนินงานของแหล่งใหม่) จะเป็นปัจจัยผลักดันการเติบโตที่สำคัญในต่างประเทศ สำหรับในประเทศไทย ปริมาณการของเราสำหรับปี 2022-223F สมมติให้โครงการเอราวัณ (ซึ่งจะเริ่มในเดือนเมษายน 2022) มีปริมาณลดลงที่ 600mmcf/d เทียบกับเดิมที่ 800mmcf/d นอกจากปริมาณการเติบโตที่แข็งแกร่งแล้ว เราเชื่อว่า PTTEP จะสามารถควบคุมต้นทุนได้ดี สมมติฐานต้นทุนของเราที่ US\$31/BOE ยังคงสูงกว่าคำแนะนำของผู้บริหารที่ US\$29/BOE ซึ่งทำให้มีโอกาสที่จะมี upside ต่อคาดการณ์ของเรา

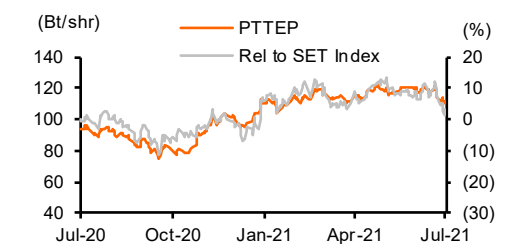
#### กังวลต่อความเสี่ยงจากโครงการใหม่มากเกินไป

เราเชื่อว่าเหตุผลสำคัญประการหนึ่งที่ PTTEP underperform ราคาน้ำมันอย่างมากคือความกังวลต่อโครงการใหม่ เราคิดว่ากังวลต่อความเสี่ยงมากเกินไป สำหรับโครงการเอราวัณ เราไม่เชื่อว่าข้อพิพาทระหว่างเซฟรอนและรัฐบาลในปัจจุบันจะส่งผลกระทบต่อ PTTEP เนื่องจากสัญญาแบ่งปันผลผลิต (Production-sharing contract - PSC) ฉบับใหม่มีความชัดเจนและแตกต่างจากสัมปทานในปัจจุบัน และ PTTEP จะได้รับการคุ้มครองจากค่าใช้จ่ายที่เพิ่มขึ้นที่รัฐบาลอาจต้องแบกรับ สำหรับโครงการโมซัมบิก เราคิดว่ายังมีเวลาพอสำหรับกลุ่มกิจการร่วมค้าที่จะรับมือกับสถานการณ์ความไม่สงบในประเทศในปัจจุบัน เนื่องจากโครงการยังไม่ถึงกำหนด ด้วยจะเริ่มในอีก 3-4 ปีข้างหน้า อย่างไรก็ตาม โครงการจะคิดเป็นสัดส่วนเพียง 2-3% ของปริมาณของ PTTEP ในปี 2024-25F ตามประมาณการของเรา

#### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	160,401	194,953	221,410	220,047
Net profit	22,664	35,968	41,656	42,151
Consensus NP	—	38,269	44,919	43,838
Diff frm cons (%)	—	(6.0)	(7.3)	(3.8)
Norm profit	21,397	35,968	41,656	42,151
Prev. Norm profit	—	32,566	36,650	37,738
Chg frm prev (%)	—	10.4	13.7	11.7
Norm EPS (Bt)	5.4	9.1	10.5	10.6
Norm EPS grw (%)	(56.2)	68.1	15.8	1.2
Norm PE (x)	20.8	12.4	10.7	10.5
EV/EBITDA (x)	4.0	3.9	3.5	3.5
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1	1.1
Div yield (%)	3.8	4.9	5.6	5.7
ROE (%)	6.0	9.9	11.0	10.6
Net D/E (%)	(1.9)	20.8	23.4	21.6

#### PRICE PERFORMANCE



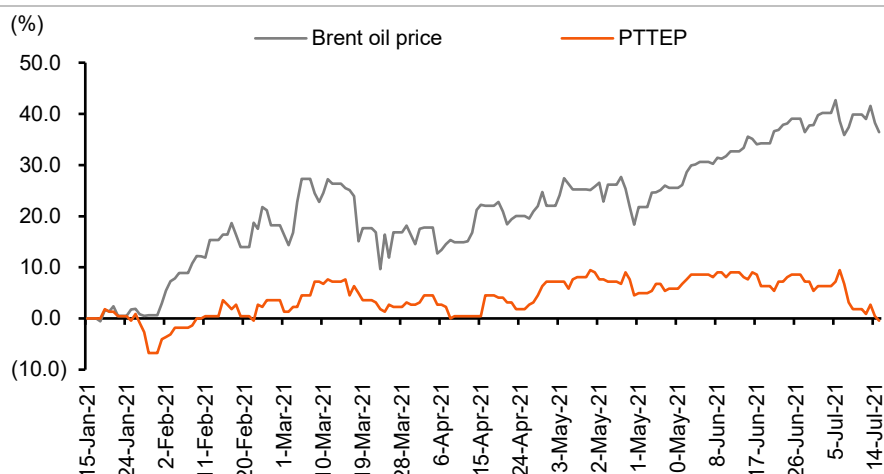
#### COMPANY INFORMATION

Price as of 16-Jul-21 (Bt)	112.00
Market Cap (US\$ m)	13,576.7
Listed Shares (m shares)	3,970.0
Free Float (%)	34.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	34.9
12M Price H/L (Bt)	121.50/75.00
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 63.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

### Ex 1: PTTEP Has Badly Lagged Behind Oil Prices For The Past Six Months



Sources: Bloomberg, Thanachart

### Ex 2: Key Assumption Changes

Assumption	Unit	2021F	2022F	2023F	2024F
<b>New</b>					
Brent oil price	(US\$/bbl)	65.00	65.00	66.30	67.63
Gas ASP	(US\$/mmbtu)	5.58	5.94	5.15	5.18
Volume	(KBOED)	388.03	429.54	453.25	455.66
<b>Old</b>					
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)	403.03	460.24	483.95	486.36
<b>Change</b>					
Brent oil price	(US\$/bbl)	5.00	5.00	5.10	5.20
Gas ASP	(US\$/mmbtu)	0.05	0.26	0.17	0.17
Volume	(KBOED)	(15.00)	(30.70)	(30.70)	(30.70)

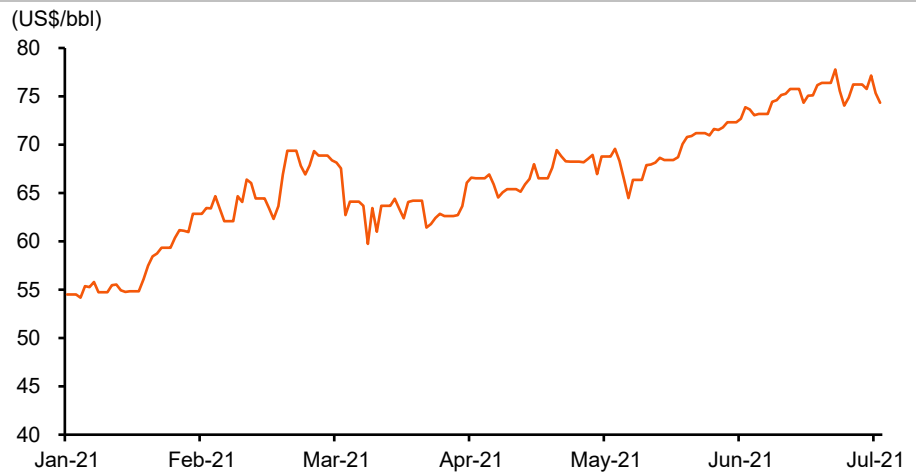
Sources: Company data, Thanachart estimates

### Ex 3: Earnings And TP Revisions

(Bt/shr)	Norm EPS				TP
	2021F	2022F	2023F	2024F	
New	9.06	10.49	10.62	11.72	140.00
Old	8.20	9.23	9.51	10.50	126.00
Change (%)	10.4	13.7	11.7	11.6	11.1

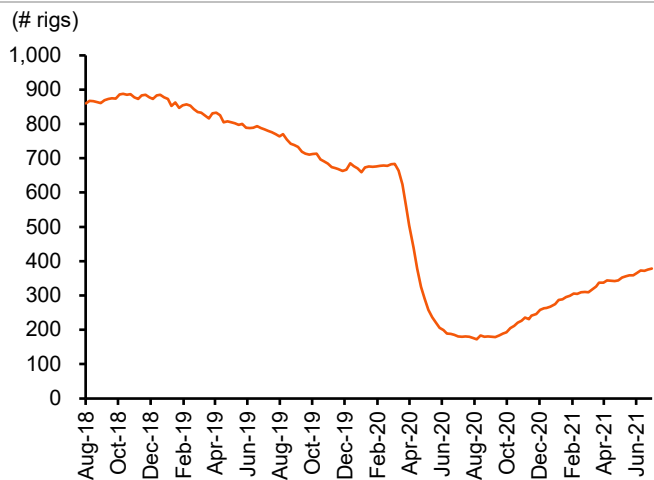
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: Brent Oil Price Has Had A Strong Run Year-To-Date**



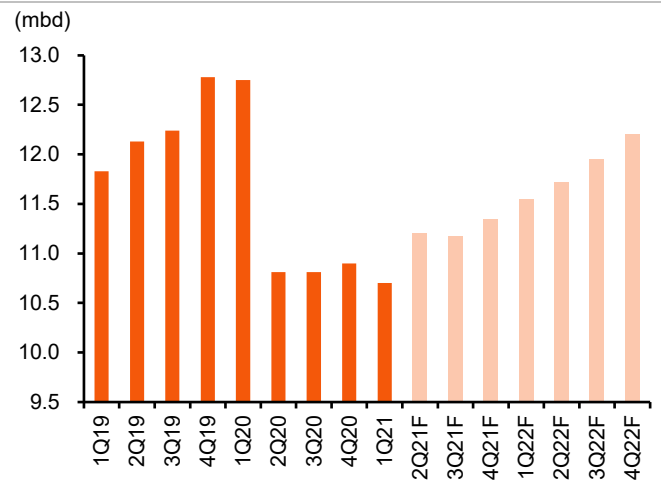
Sources: Bloomberg, Thanachart

**Ex 5: US Rig Count Still Well Below Pre-Pandemic High**



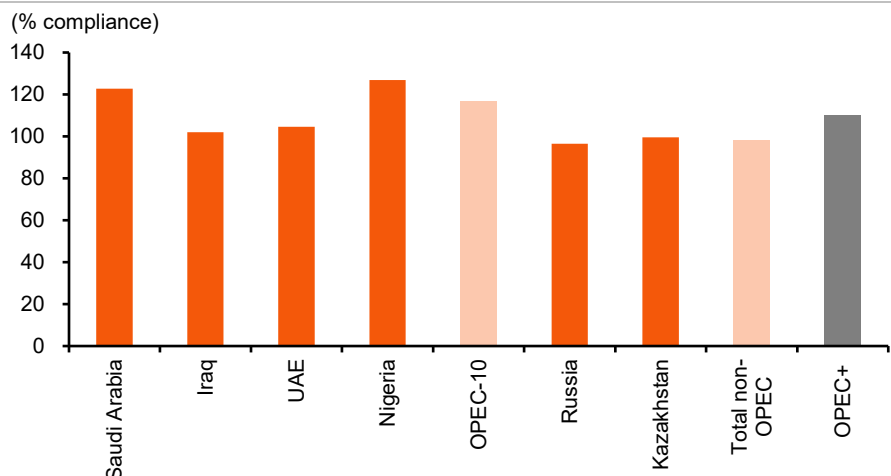
Sources: Company data, Thanachart

**Ex 6: US Crude Output Slow To Recover**



Sources: Company data, Thanachart estimates

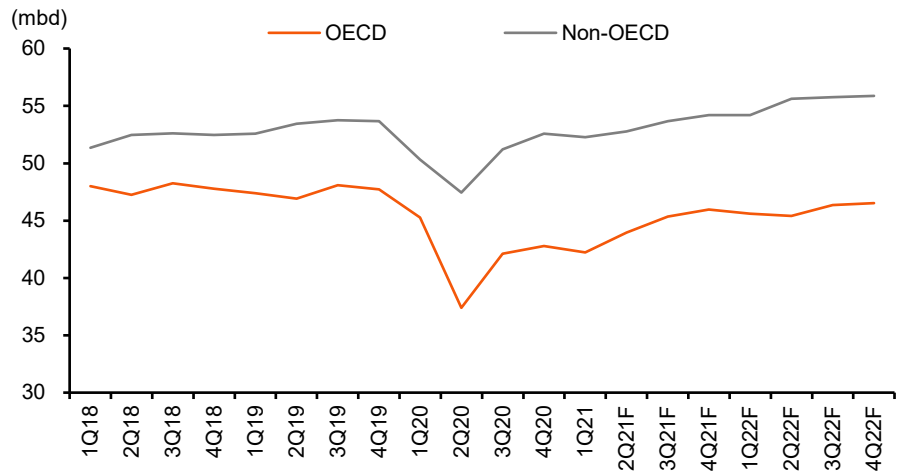
**Ex 7: OPEC+ Maintains High Compliance Rates**



Sources: Company data, Thanachart estimates

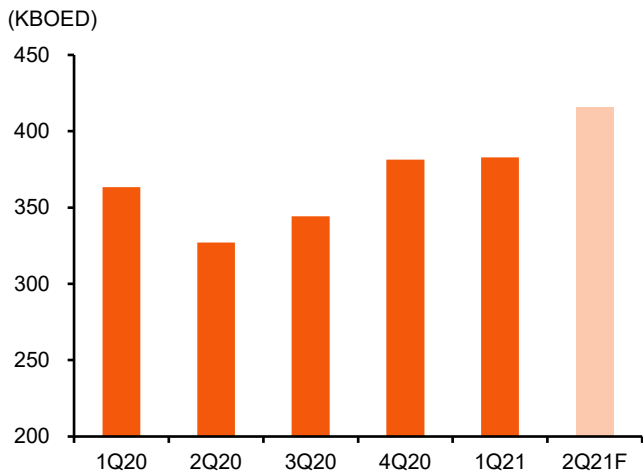
Note: Data for June 2021 according to S&P Global Platts estimate

**Ex 8: Resilient Emerging Market (i.e., Non-OECD) Demand For Oil**



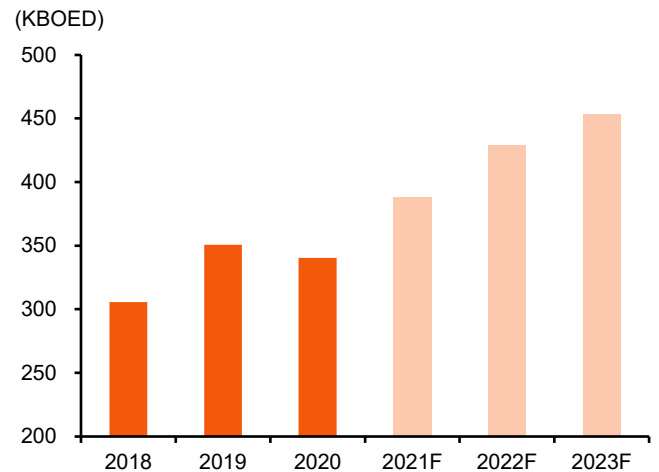
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 9: Quarterly Sales Volume**



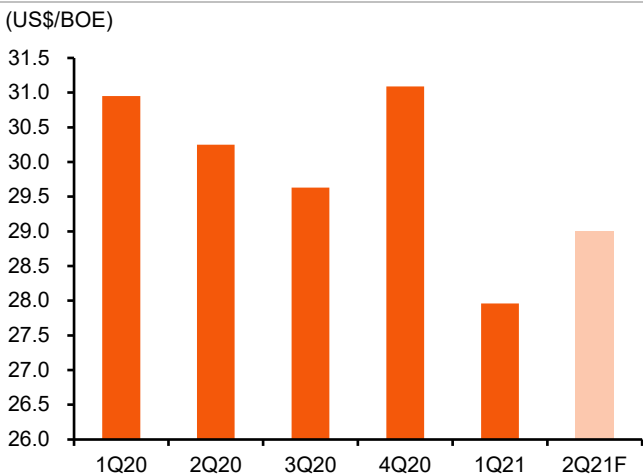
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 10: Sales Volume Forecasts**



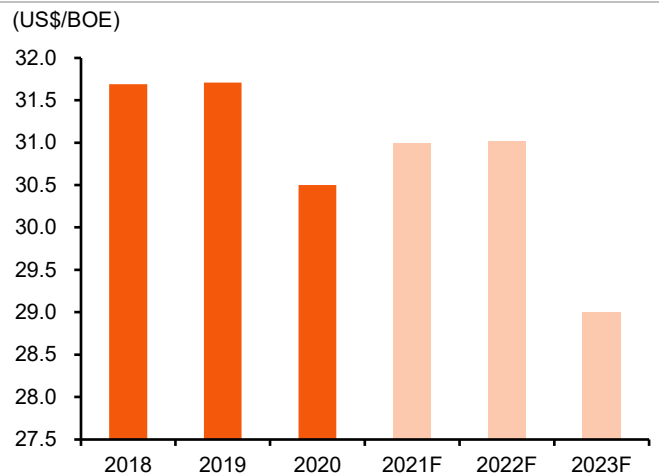
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: Quarterly Unit Costs**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 12: Unit Cost Forecasts**



Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 13: 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	152,614	152,882	160,365	173,919	193,840	194,827	195,931	191,839	193,617	190,817	186,278	
Free cash flow	(5,253)	22,796	28,288	64,385	93,653	94,328	95,076	89,849	87,271	88,567	85,750	609,834
PV of free cash flow	(5,018)	19,885	22,527	46,819	61,112	55,990	51,321	44,116	38,978	35,982	30,422	299,988
Risk-free rate (%)	2.5%											
Market risk premium (%)	8.0%											
Beta	1.00											
WACC (%)	9.5%											
Terminal growth (%)	2.0%											
Enterprise value - add investments	671,700											
Net debt (end-2021F)	77,249											
Minority interest	40,320											
Equity value	554,131											
# of shares (m)	3,970											
Value of existing operation	140.00											
<b>Equity value per share (Bt)</b>	<b>140.00</b>											

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 14: 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 (%)
<b>Refining &amp; Marketing</b>														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	82.3	17.8	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	14.4
BPCL	BPCL IN	India	121.2	(11.1)	9.6	10.8	2.1	1.8	7.7	8.4	4.7	4.5	24.7	17.3
HPCL	HPCL IN	India	160.5	(15.7)	5.0	6.0	1.1	1.0	5.4	6.7	6.9	6.4	24.1	17.1
IOCL	IOCL IN	India	129.5	3.7	6.5	6.3	0.9	0.8	6.2	5.9	7.7	7.4	14.6	13.4
Reliance Industries	RIL IN	India	(0.6)	28.1	30.4	23.8	2.3	1.9	19.3	14.1	0.4	0.4	8.5	7.8
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	79.7	37.2	20.7	1.5	1.4	10.6	9.5	0.6	1.1	4.8	7.1
S-OIL	010950 KS	S.Korea	na	(7.1)	10.0	10.8	1.7	1.5	6.7	7.1	2.9	2.8	18.5	15.6
Petron	PCOR PM	Philippines	na	134.5	23.4	10.0	0.8	0.5	8.2	7.4	2.9	na	2.4	6.1
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	na	(7.6)	20.4	22.1	2.8	2.7	12.1	13.5	3.4	3.1	14.1	12.3
Bangchak *	BCP TB	Thailand	na	na	na	22.6	0.7	0.7	8.5	6.6	0.0	2.4	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	na	na	143.9	2.0	2.0	37.0	21.0	0.0	0.3	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	na	9.6	13.2	12.1	1.0	0.9	8.6	7.9	4.5	5.0	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	(3.6)	11.8	16.6	14.9	3.4	3.0	7.5	7.1	3.0	3.4	21.5	21.4
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	219.4	(1.2)	10.7	10.9	0.9	0.9	6.6	6.4	5.6	5.5	8.5	8.0
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	na	na	117.5	1.3	1.3	21.3	15.7	0.0	0.3	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	3.0	23.4	14.7	11.9	0.9	0.8	6.2	5.1	3.5	4.2	5.9	7.1
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	na	6.1	25.2	23.8	0.9	0.8	17.1	17.9	1.8	1.9	3.4	3.6
<b>Average</b>			<b>89.0</b>	<b>19.4</b>	<b>17.2</b>	<b>29.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>11.8</b>	<b>10.0</b>	<b>3.0</b>	<b>3.2</b>	<b>12.5</b>	<b>11.6</b>
<b>Integrated oils</b>														
PetroChina	857 HK	China	na	(13.5)	8.0	9.3	0.5	0.5	3.6	3.7	6.5	6.1	5.9	5.1
Sinopec	386 HK	China	82.2	(1.3)	7.0	7.1	0.6	0.5	3.7	3.5	8.7	8.4	8.2	7.9
Total	FP	France	na	8.9	na	na	na	na	na	na	na	na	10.6	11.3
Eni	ENI IM	Italy	na	37.9	13.2	9.5	0.9	0.9	3.8	3.4	7.5	7.8	7.2	9.0
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	na	16.9	7.4	6.3	0.8	0.7	4.3	4.1	4.2	4.5	10.4	10.7
Repsol	REP SM	Spain	na	18.4	8.1	6.8	0.7	0.7	4.5	4.2	6.4	6.5	8.3	9.2
Chevron Texaco	CVX US	USA	na	15.3	16.3	14.1	1.4	1.4	6.5	6.1	5.2	5.4	8.3	9.2
Exxon Mobil	XOM US	USA	na	17.9	15.0	12.8	1.5	1.5	7.0	6.5	5.9	6.0	9.6	11.2
Conoco Philips	COP US	USA	na	10.6	14.1	12.7	1.7	1.7	5.3	5.1	3.0	3.2	13.6	12.0
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	177.8	3.4	10.1	9.8	1.1	1.1	4.7	4.3	4.9	5.1	11.6	11.2
<b>Average</b>			<b>130.0</b>	<b>11.4</b>	<b>11.0</b>	<b>9.8</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>5.8</b>	<b>5.9</b>	<b>9.4</b>	<b>9.7</b>
<b>Exploration and Production</b>														
Santos	STO AU	Australia	na	13.6	16.4	14.5	1.8	1.7	5.6	5.1	1.5	1.9	12.0	11.4
Woodside	WPL AU	Australia	162.9	2.5	16.6	16.1	1.7	1.6	5.3	5.1	4.1	4.2	9.7	10.1
Suncor Energy	SU US	Canada	na	16.7	7.7	6.6	0.9	0.8	4.9	4.5	3.9	4.3	9.8	8.8
CNOOC	883 HK	Hong Kong	149.8	6.6	5.9	5.5	0.8	0.7	2.2	2.1	7.2	7.8	13.0	13.0
ONGC	ONGC IN	India	(46.2)	107.1	11.9	5.7	0.7	0.6	5.3	4.0	2.7	5.7	6.1	11.2
RIL	RIL IN	India	(0.6)	28.1	30.4	23.8	2.3	1.9	19.3	14.1	0.4	0.4	8.5	7.8
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	na	(11.9)	6.7	7.6	na	17.3	4.2	4.4	0.5	0.6	(83.7)	(34.1)
Devon Energy	DVN US	USA	na	39.2	10.8	7.8	2.2	1.3	5.2	4.3	4.4	5.7	28.6	28.7
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	68.1	15.8	12.4	10.7	1.2	1.1	3.9	3.5	4.9	5.6	9.9	11.0
<b>Average</b>			<b>66.8</b>	<b>24.2</b>	<b>13.2</b>	<b>10.9</b>	<b>1.4</b>	<b>3.0</b>	<b>6.2</b>	<b>5.2</b>	<b>3.3</b>	<b>4.0</b>	<b>1.5</b>	<b>7.5</b>

Sources: Bloomberg, \* Thanachart estimates  
Based on 16 July 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

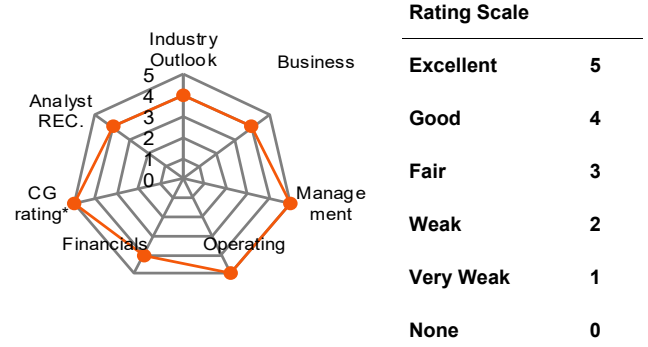
### S — Strength

- มี PTT ซึ่งเป็นบริษัทน้ำมันแห่งชาติ และเป็นผู้ซื้อก๊าซรายใหญ่ที่สุดของประเทศ และเป็นลูกค้ารายใหญ่ที่สุดของ PTTEP
- ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมของบริษัทได้ทำสัญญาซื้อขายไว้แล้ว จึงมีความเสี่ยงต่อปริมาณการผลิตต่ำ

### O — Opportunity

- ยังมีแหล่งทรัพยากรในมืออีกมากที่ยังไม่ได้ดำเนินการ
- โอกาสในการลงทุนในต่างประเทศ รวมถึงในอ่าวไทยและพม่า

## COMPANY RATING



Source: Thanachart; \*CG Rating

### W — Weakness

- ปริมาณสำรองในอ่าวไทยที่เริ่มน้ำลง โดยปริมาณสำรองเหลือน้อยกว่า 5 ปี
- ขาดประสบการณ์และทักษะด้านเทคนิคการลงทุนในต่างประเทศ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นในต่างประเทศ

### T — Threat

- การนำเข้าก๊าซ LNG ราคาถูกจากต่างประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในต่างประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงด้านการเมือง เช่นอาจได้รับการเรียกร้องจากทางรัฐบาลให้เข้าลงทุนในโครงการต่างประเทศที่มีผลตอบแทนต่ำ

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	137.82	140.00	2%
Net profit 21F (Bt m)	38,269	35,968	-6%
Net profit 22F (Bt m)	44,919	41,656	-7%
Consensus REC	BUY: 22	HOLD: 7	SELL: 1

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการ EPS ปี 2021-22F ของเราน่าต่ำกว่าตลาด เนื่องจากสมมติฐานราคาน้ำมันที่ต่ำกว่า
- แต่ราคาเป้าหมาย DCF ของเรากลับเคียงกับตลาด เนื่องจากมุมมองที่เป็นบวกต่อราคาน้ำมันและปริมาณในระยะยาว

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	194,953	221,410	220,047
Cost of sales	106,881	106,143	123,320	134,836	132,439
<b>Gross profit</b>	<b>84,172</b>	<b>54,258</b>	<b>71,633</b>	<b>86,574</b>	<b>87,608</b>
% gross margin	44.1%	33.8%	36.7%	39.1%	39.8%
Selling & administration expenses	11,870	9,754	11,527	13,766	14,661
<b>Operating profit</b>	<b>72,301</b>	<b>44,503</b>	<b>60,106</b>	<b>72,808</b>	<b>72,948</b>
% operating margin	37.8%	27.7%	30.8%	32.9%	33.2%
Depreciation & amortization	62,811	65,250	73,419	79,806	79,935
<b>EBITDA</b>	<b>135,112</b>	<b>109,753</b>	<b>133,525</b>	<b>152,614</b>	<b>152,882</b>
% EBITDA margin	70.7%	68.4%	68.5%	68.9%	69.5%
Non-operating income	4,405	2,306	3,152	3,295	3,289
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,291)	(7,956)	(10,686)	(12,356)	(11,728)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>69,415</b>	<b>38,854</b>	<b>52,571</b>	<b>63,747</b>	<b>64,509</b>
Income tax	20,952	18,764	16,823	22,311	22,578
<b>After-tax profit</b>	<b>48,464</b>	<b>20,090</b>	<b>35,748</b>	<b>41,436</b>	<b>41,931</b>
% net margin	25.4%	12.5%	18.3%	18.7%	19.1%
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
<b>NET PROFIT</b>	<b>48,803</b>	<b>22,664</b>	<b>35,968</b>	<b>41,656</b>	<b>42,151</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>48,844</b>	<b>21,397</b>	<b>35,968</b>	<b>41,656</b>	<b>42,151</b>
EPS (Bt)	12.3	5.7	9.1	10.5	10.6
Normalized EPS (Bt)	12.3	5.4	9.1	10.5	10.6

*We foresee a strong earnings turnaround in 2021-22F*

## BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	142,125	152,716	139,708	146,996	146,498
Cash & cash equivalent	91,152	114,261	91,544	93,004	93,004
Account receivables	27,599	23,752	33,649	38,216	37,981
Inventories	9,961	10,156	13,515	14,777	14,514
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	381,100	417,558	431,799
Other assets	192,110	211,656	234,010	250,971	249,438
<b>Total assets</b>	<b>671,990</b>	<b>675,637</b>	<b>770,591</b>	<b>831,299</b>	<b>843,509</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	61,841	56,257	65,648	71,213	71,086
Account payables	26,805	26,844	5,068	5,541	5,443
Bank overdraft & ST loans	3,965	4,512	16,879	18,420	18,077
Current LT debt	0	0	15,191	16,578	16,270
Others current liabilities	31,071	24,901	28,509	30,675	31,297
<b>Total LT debt</b>	<b>99,448</b>	<b>102,878</b>	<b>136,722</b>	<b>149,201</b>	<b>146,426</b>
Others LT liabilities	153,642	162,091	197,069	221,364	219,466
<b>Total liabilities</b>	<b>314,932</b>	<b>321,226</b>	<b>399,439</b>	<b>441,778</b>	<b>436,979</b>
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferred 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)
<b>Retained earnings</b>	<b>264,447</b>	<b>266,073</b>	<b>282,814</b>	<b>301,183</b>	<b>318,192</b>
Shareholders' equity	357,059	354,411	371,153	389,521	406,530
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>671,990</b>	<b>675,637</b>	<b>770,591</b>	<b>831,299</b>	<b>843,509</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	69,415	38,854	52,571	63,747	64,509
Tax paid	(16,936)	(29,624)	(9,495)	(21,566)	(21,575)
Depreciation & amortization	62,811	65,250	73,419	79,806	79,935
Chg In working capital	33,874	3,691	(35,032)	(5,355)	399
Chg In other CA & CL / minorities	(41,074)	15,416	47	1,640	(161)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>108,091</b>	<b>93,587</b>	<b>81,511</b>	<b>118,271</b>	<b>123,107</b>
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	12,027	6,721	(992)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(108,589)</b>	<b>(49,962)</b>	<b>(146,404)</b>	<b>(108,930)</b>	<b>(94,540)</b>
Debt financing	43,638	4,795	61,403	15,406	(3,425)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(21,655)	(20,986)	(19,227)	(23,287)	(25,142)
Warrants & other surplus	(60,152)	(4,326)	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(38,169)</b>	<b>(20,517)</b>	<b>42,176</b>	<b>(7,882)</b>	<b>(28,567)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(10,030)</b>	<b>54,348</b>	<b>(76,620)</b>	<b>2,920</b>	<b>29,859</b>

*PTTEP continues to generate high cash flows from operations*

## VALUATION

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	9.1	20.8	12.4	10.7	10.5
Normalized PE - at target price (x)	11.4	26.0	15.5	13.3	13.2
PE (x)	9.1	19.6	12.4	10.7	10.5
PE - at target price (x)	11.4	24.5	15.5	13.3	13.2
EV/EBITDA (x)	3.4	4.0	3.9	3.5	3.5
EV/EBITDA - at target price (x)	4.2	5.0	4.7	4.2	4.2
P/BV (x)	1.2	1.3	1.2	1.1	1.1
P/BV - at target price (x)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.4
P/CFO (x)	4.1	4.8	5.5	3.8	3.6
Price/sales (x)	2.3	2.8	2.3	2.0	2.0
Dividend yield (%)	5.4	3.8	4.9	5.6	5.7
FCF Yield (%)	(2.3)	12.2	(17.2)	0.7	6.7
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	12.3	5.4	9.1	10.5	10.6
EPS	12.3	5.7	9.1	10.5	10.6
DPS	6.0	4.3	5.4	6.3	6.4
BV/share	89.9	89.3	93.5	98.1	102.4
CFO/share	27.2	23.6	20.5	29.8	31.0
FCF/share	(2.5)	13.7	(19.3)	0.7	7.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	11.2	(16.0)	21.5	13.6	(0.6)
Net profit (%)	34.8	(53.6)	58.7	15.8	1.2
EPS (%)	34.8	(53.6)	58.7	15.8	1.2
Normalized profit (%)	26.2	(56.2)	68.1	15.8	1.2
Normalized EPS (%)	26.2	(56.2)	68.1	15.8	1.2
Dividend payout ratio (%)	48.8	74.4	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	44.1	33.8	36.7	39.1	39.8
Operating margin (%)	37.8	27.7	30.8	32.9	33.2
EBITDA margin (%)	70.7	68.4	68.5	68.9	69.5
Net margin (%)	25.4	12.5	18.3	18.7	19.1
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	5.6	5.9	6.2
Interest coverage - EBITDA (x)	18.5	13.8	12.5	12.4	13.0
ROA - using norm profit (%)	7.5	3.2	5.0	5.2	5.0
ROE - using norm profit (%)	13.1	6.0	9.9	11.0	10.6
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	13.0	5.6	9.9	10.9	10.5
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	40.1	29.2	32.4	34.4	34.6
- leverage (x)	1.7	1.9	2.0	2.1	2.1
- interest burden (%)	90.5	83.0	83.1	83.8	84.6
- 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	11.8	10.6	9.9
NOPAT (Bt m)	50,479	23,011	40,872	47,325	47,416
invested capital (Bt m)	369,320	347,540	448,402	480,715	494,300

Sources: Company data, Thanachart estimates

*We see room for ROE improvement on higher gearing and margin expansion*

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประเมินราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 87 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ADVA16C2107A, ADVA16C2110A, AEON16C2108A, AOT16C2109A, BAM16C2107A, BAM16C2110A, BANP16C2107A, BANP16C2109A, BANP16C2110A, BCH16C2111A, BCH16C2109A, BCPG16C2111A, BDMS16C2107A, BDMS16C2109A, BGRI16C2110A, BH16C2109A, CBG16C2108A, CBG16C2109A, CBG16C2109B, CHG16C2111A, COM716C2107A, COM716C2110A, CPAL16C2111A, CPAL16C2109A, CPF16C2107A, CPF16C2108A, CPN16C2109A, DELT16C2108A, DELT16C2109A, EA16C2107A, EA16C2108A, EA16C2110A, EGCO16C2110A, EPG16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2110A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, GUNK16C2110A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2110A, IVL16C2107A, IVL16C2109A, IVL16C2110A, JMT16C2110A, KBAN16C2111A, KBAN16C2107A, KBAN16C2108A, KBAN16C2109A, KCE16C2109A, KCE16C2110A, KTC16C2110A, KTC16C2110B, MINT16C2107A, MINT16C2109A, MTC16C2108A, MTC16C2109A, OR16C2107A, OR16C2108A, OR16C2109A, PRM16C2109A, PTG16C2107A, PTG16C2109A, PTT16C2109A, PTTG16C2111A, PTTG16C2108A, PTTG16C2110A, RBF16C2110A, RS16C2108A, RS16C2109A, S5016C2109C, S5016C2109A, S5016C2109B, S5016P2109A, S5016P2109B, SAWA16C2107A, SCGP16C2107A, SCGP16C2109A, STA16C2107A, STEC16C2110A, TASC16C2107A, TASC16C2109A, TQM16C2108A, TU16C2111A, TU16C2110A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BCH, BCPG, BDMS, BGRIM, BH, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, EA, EGCO, EPG, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTGC, RBF, RS, SET50, SAWAD, SCGP, STA, STEC, TASC, TQM, TU). 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), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี 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 นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

พลังงาน , บีโตร์เคมี, กระจดาษ

จักร เรื่องสินภิญญา

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

Tel: 662-483-8298

pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์

Tel: 662-779-9109

phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน

สรชดา 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

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

มลฤดี เพชรแสงใสกุล

Tel: 662-779-9108

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุลล

Tel: 662-779-9118

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

Tel: 662-779-9114

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

Tel: 662-779-9117

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิ้มวางษ์ปรานี

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

---