

HOLD (From: BUY)

Change in Recommendation

TP: Bt 148.00 (From: Bt 152.00)

Upside: 0.7%

16 MARCH 2022

PTT Exp. & Production Pcl (PTTEP TB)

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

หลังจากราคาหุ้นพุ่งขึ้น 23% YTD เราจึงปรับลดคำแนะนำ PTTEP เป็น “ถือ” ด้วยมี upside ที่จำกัด เรามองว่าการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันในปัจจุบันนั้นไม่ยั่งยืน ซึ่งไม่ได้ทำให้ปัจจัยพื้นฐานระยะยาวของ PTTEP เปลี่ยนไป และทันทีที่สงครามรัสเซีย-ยูเครนสิ้นสุดลง เราคาดว่าปัจจัยกังวลที่มีต่อบริษัท จะกลับมาอีกครั้ง



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”

เราปรับลดคำแนะนำ PTTEP เป็น “ถือ” (จาก ซื้อ) 1) หลังจากราคาหุ้นปรับขึ้น 23% YTD เราเห็น upside ที่จำกัดจากราคาเป้าหมายปัจจุบันของเราที่ 148 บาท (จาก 152 บาท) เราปรับลดราคาเป้าหมายของ PTTEP ลงเล็กน้อยเนื่องจากราคาน้ำมันของ PTTEP ต่ำกว่าราคาน้ำมันดิบมากขึ้น 2) ไม่มีการเปลี่ยนแปลงในปัจจัยพื้นฐานระยะยาวของ PTTEP และเรามองว่าการเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันนั้นไม่ยั่งยืน 3) เมื่อสงครามรัสเซีย-ยูเครน สิ้นสุดลง เราคาดว่าปัจจัยกังวลของตลาดต่อ PTTEP จะกลับมาอีกครั้ง เนื่องจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นกว่าคาด เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์เป็น US\$88/bbl (จาก US\$80) ในปีนี้ ขณะที่ยังคงประมาณการปี 2023-24F ที่ US\$73/71 เช่นเดิม

ปัจจัยกังวล

เราเชื่อว่าเมื่อสงครามสิ้นสุดลง ตลาดจะกลับมาให้ความสนใจต่อปัจจัยกังวลของ PTTEP 1) อาจจะมีการด้อยค่าของสินทรัพย์โครงการ Mozambique LNG หากมีความล่าช้าไปอีก ขณะที่ PTTEP คาดว่าการพัฒนาจะเริ่มใน 2H22 เพื่อให้เป็นไปตามคาดการณ์แรกใน 2H25 Total Energies ซึ่งเป็นผู้ดำเนินโครงการ ได้เลื่อนการเริ่มดำเนินงานอย่างเป็นทางการไปเป็นปี 2026 2) PTTEP จะเข้าดำเนินงานแหล่งเอราวัณต่อจากเชฟรอนในเดือนเมษายน ภายใต้สัญญาแบ่งปันผลผลิต (PSC) ฉบับใหม่โดยรัฐบาลได้ส่วนแบ่งราว 60-70% เทียบกับโครงการสัมปทานซึ่งรัฐได้ 50% ความกังวลในที่นี้ คือ การลดลงของปริมาณผลผลิตของเอราวัณจาก 1,300mcf/d เป็น 545mmcf/d ณ สิ้นปี 2021 และเหลือ 250-300mcf/d เมื่อถึงเวลาโอนการดำเนินงาน และ opex ที่สูงกว่าที่คาด เนื่องจากการซ่อมบำรุงแหล่งที่จำกัดของเชฟรอน

การวิเคราะห์ผลกระทบจากราคาน้ำมัน

ขณะที่เราเชื่อว่าราคาหุ้นปัจจุบันได้สะท้อนถึงสงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครนในระยะสั้นแล้ว แต่เราได้ทำการวิเคราะห์ sensitivity analysis ของราคาน้ำมันในกรณีที่สงครามยืดเยื้อ โดยเราประเมินว่าราคาน้ำมันที่เปลี่ยนแปลงไปทุกๆ US\$1/bbl จะส่งผลกระทบต่อกำไรของ PTTEP ราว 2% และส่งผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย 1.4 บาท/หุ้น

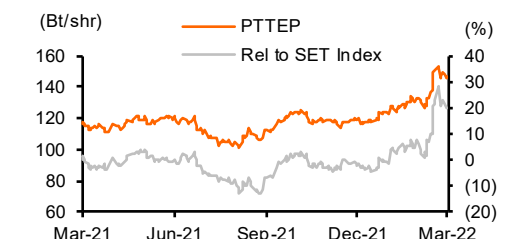
มูลค่าไม่น่าสนใจ

ราคาหุ้น PTTEP เพิ่มขึ้น 23% YTD เทียบกับราคาน้ำมันดิบดูไบที่เพิ่มขึ้น 28% ในช่วงเวลาเดียวกัน เราคิดว่ามูลค่าหุ้นไม่น่าสนใจอีกต่อไป ด้วยข้อขายที่ 1.2 เท่า 2022F P/BV ซึ่งอยู่ระหว่างค่าเฉลี่ยในอดีต และ +1STD เทียบกับค่าเฉลี่ยห้าปี หากพิจารณาที่ PE เราคิดว่าไม่น่าสนใจ ด้วยข้อขายที่ PE ที่ 9 เท่า ในปี 2022F และ 12 เท่า ในปี 2023F ซึ่งใกล้เคียงค่าเฉลี่ยในอดีต และเทียบกับการเติบโตของ EPS ที่ 43% ในปี 2022F และ 24% ในปี 2023F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	219,068	284,311	243,683	245,577
Net profit	38,864	62,877	47,897	43,845
Consensus NP	—	58,339	54,862	52,442
Diff frm cons (%)	—	7.8	(12.7)	(16.4)
Norm profit	43,989	62,877	47,897	43,845
Prev. Norm profit	—	58,083	49,469	45,414
Chg frm prev (%)	—	8.3	(3.2)	(3.5)
Norm EPS (Bt)	11.1	15.8	12.1	11.0
Norm EPS grw (%)	105.6	42.9	(23.8)	(8.5)
Norm PE (x)	13.3	9.3	12.2	13.3
EV/EBITDA (x)	3.9	3.0	3.5	3.6
P/BV (x)	1.4	1.2	1.2	1.2
Div yield (%)	3.4	4.1	4.8	4.8
ROE (%)	11.4	14.2	10.0	8.8
Net D/E (%)	7.2	5.9	6.8	9.3

PRICE PERFORMANCE



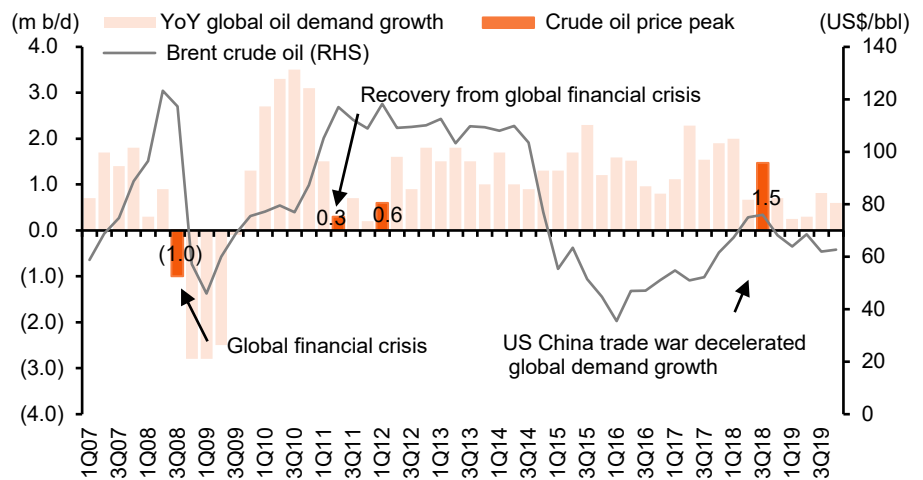
COMPANY INFORMATION

Price as of 16-Mar-22 (Bt)	147.00
Market Cap (US\$ m)	17,492.1
Listed Shares (m shares)	3,970.0
Free Float (%)	34.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	51.1
12M Price H/L (Bt)	153.50/100.50
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 63.79%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

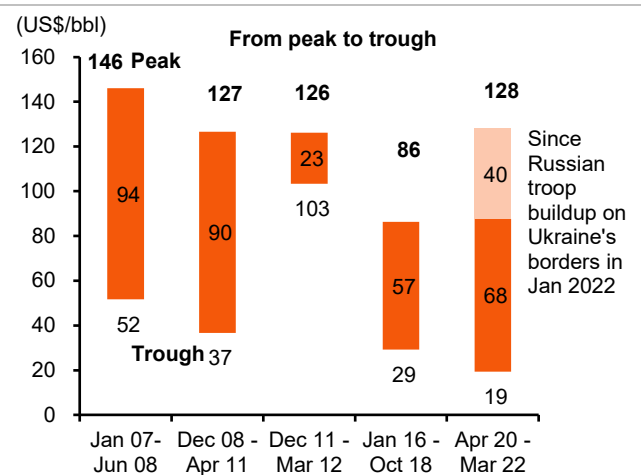
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Oil Demand Decelerates When Oil Price Rise Rapidly

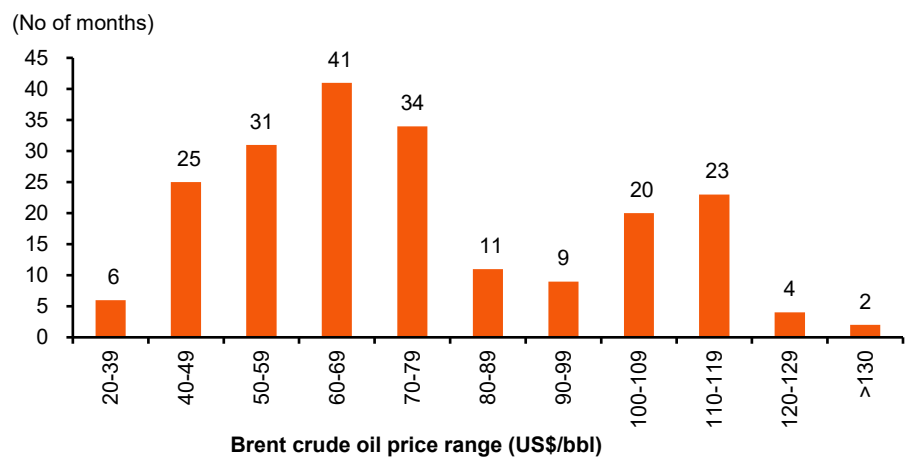
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 2: Brent Crude Oil Price

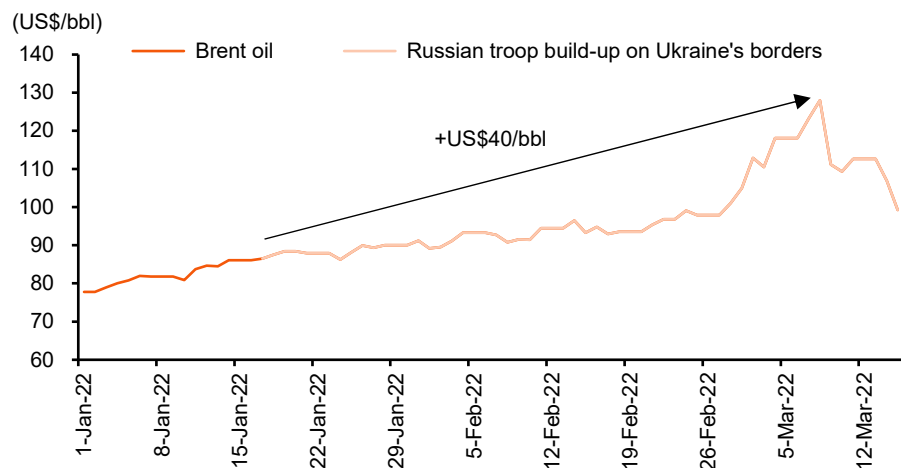
Source: Bloomberg

Ex 3: 2022 Rally The Highest Peak To Trough Level

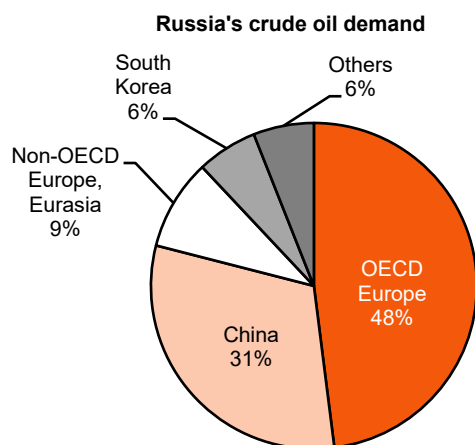
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Number Of Months The Brent Crude Oil Price Has Held At Each Level

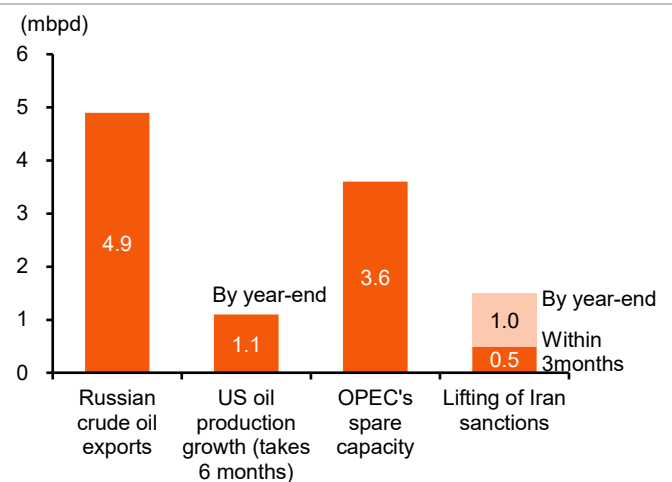
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 5: Brent Rallied By US\$40/bbl Before Falling Due To China's New COVID Outbreak

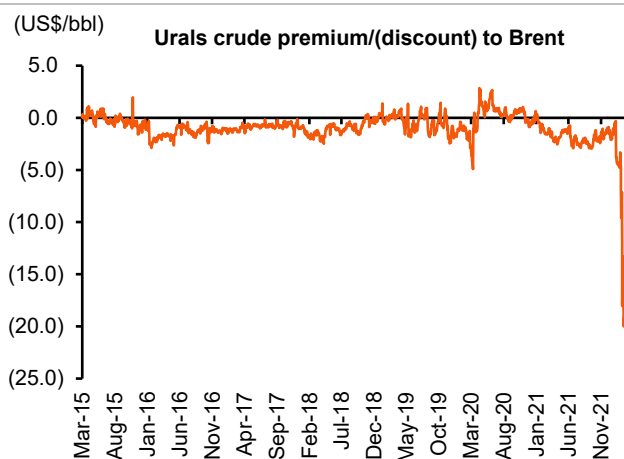
Source: Bloomberg

Ex 6: Russian Crude Oil Export Demand

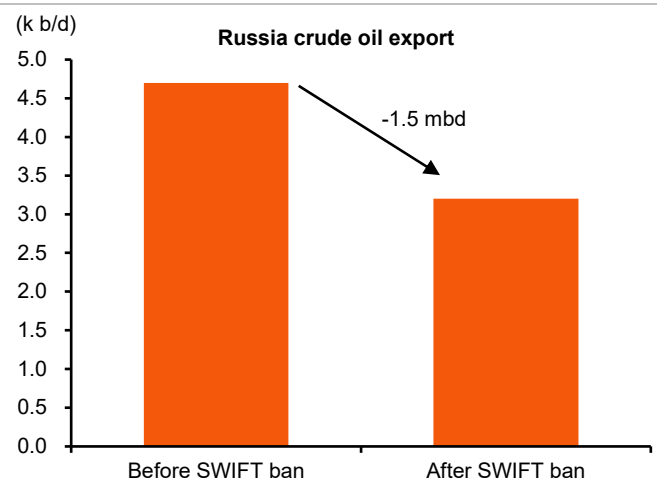
Source: SP Platts

Ex 7: Russian Oil Exports Vs. Other Sources

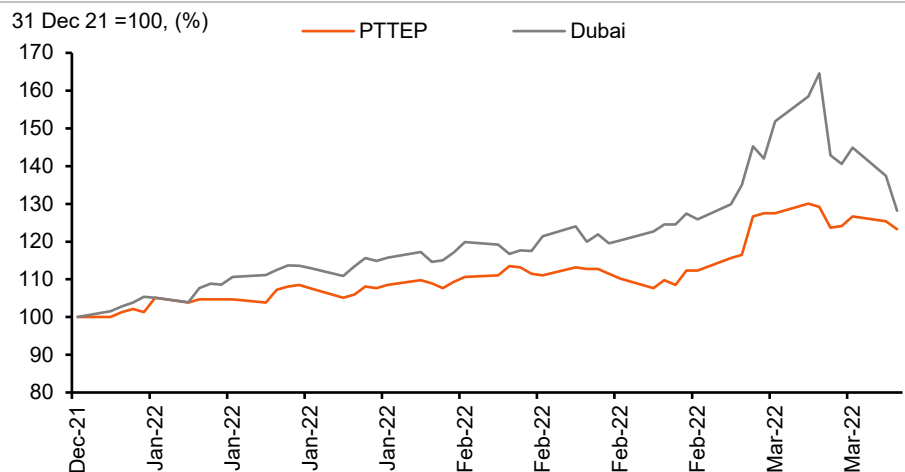
Source: Bloomberg

Ex 8: Urals Crude At Steep Discount Given No Buyers

Source: Bloomberg

Ex 9: Russian Oil Exports Fell One-third After SWIFT Ban

Source: Energy Intelligence

Ex 10: PTTEP's Share Price Performance Vs. Dubai Oil Price

Source: Bloomberg

Ex 11: Brent Crude Oil Price Assumption Changes

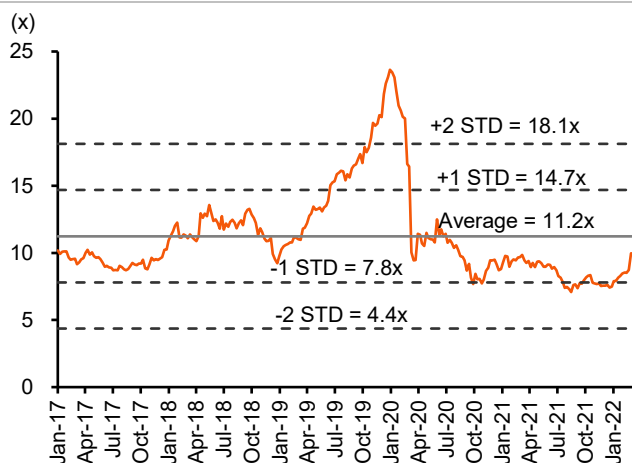
(US\$/bbl)	2021A	2022F	2023F	2024F
New	69	88	73	71
Old	69	80	73	71

Source: Thanachart estimates

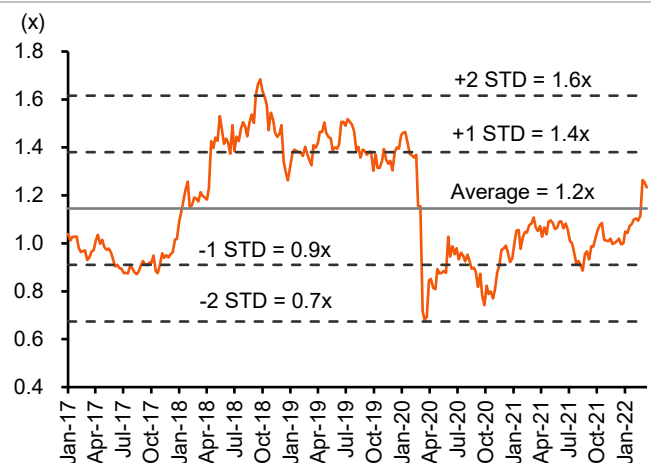
Ex 12: Net Profit Revisions

(Bt m)	2022F	2023F	2024F
New	62,877	47,897	43,845
Old	58,083	49,469	45,414
Change (%)	8.3	(3.2)	(3.5)

Source: Thanachart estimates

Ex 13: PE Chart

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 14: P/BV Chart

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 15: 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	2033F	Terminal Value
EBITDA	202,742	175,880	176,475	180,251	184,594	175,514	166,888	158,693	150,908	143,513	136,487	129,812	
Free cash flow	38,207	27,573	18,919	28,087	51,099	80,639	77,410	74,595	72,007	69,637	67,478	65,535	831,409
PV of free cash flow	38,102	23,167	14,565	19,818	32,348	46,588	40,805	35,885	31,613	27,901	23,544	20,780	263,621
Risk Free (%)	2.5												
Market Risk Premium (%)	8.0												
Beta	1.1												
Wacc (%)	9.1												
Terminal Growth (%)	2.0												
Enterprise Value	618,735												
Net Debt	29,871												
Minority Interest	0												
Equity Value	588,863												
# of Shares	3,970												
Equity Value / Share	148												

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 16: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	20.2	20.3	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	14.0
BPCL	BPCL IN	India	(0.9)	5.7	7.7	7.3	1.4	1.3	7.0	6.5	5.9	6.1	24.7	18.8
HPCL	HPCL IN	India	(12.8)	9.0	6.0	5.5	1.0	0.9	6.6	5.7	6.6	6.3	24.1	17.2
IOCL	IOCL IN	India	38.9	(10.8)	5.4	6.1	0.9	0.9	5.3	5.6	6.7	9.0	14.6	17.7
Reliance Industries	RIL IN	India	27.8	27.5	27.1	21.3	2.1	1.9	16.6	13.4	0.3	0.3	8.6	7.9
SK Energy	096770 KS	S.Korea	80.8	15.6	14.4	12.4	1.0	0.9	7.6	6.7	0.9	1.6	4.4	7.3
S-OIL	010950 KS	S.Korea	(8.1)	(9.9)	7.1	7.9	1.2	1.1	5.1	5.5	4.5	4.3	23.5	18.8
Petron	PCOR PM	Philippines	152.9	na	7.7	na	0.7	na	7.1	na	na	3.0	4.1	8.8
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(13.9)	2.3	20.3	19.9	2.6	2.5	12.2	12.3	4.3	3.3	15.3	12.0
Bangchak *	BCP TB	Thailand	(4.2)	(6.9)	9.2	9.8	0.7	0.7	7.1	8.2	6.8	6.8	na	na
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	17.3	11.4	9.7	1.2	1.1	8.7	7.2	0.0	0.0	na	na
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	38.2	19.6	13.6	11.4	0.8	0.8	8.5	7.7	3.7	4.4	na	na
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	50.8	19.5	14.9	12.4	2.5	2.2	6.8	6.3	3.4	4.0	17.6	18.8
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	(13.3)	(0.5)	9.2	9.3	0.7	0.7	7.6	7.3	8.0	5.4	7.6	7.4
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	(10.7)	12.4	13.9	1.1	1.1	6.1	5.6	2.8	4.9	na	na
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	35.0	30.1	12.7	9.7	0.9	0.8	5.3	4.4	3.9	5.1	7.0	8.9
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	16.2	2.8	16.1	15.7	0.8	0.8	17.4	17.7	2.5	2.6	5.3	5.3
Average			27.2	8.2	12.2	11.5	1.2	1.2	8.4	8.0	4.0	4.2	13.0	12.5
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	6.7	(9.5)	6.7	7.5	0.5	0.5	3.2	3.3	6.9	7.4	7.3	7.5
Sinopec	386 HK	China	(4.6)	(2.8)	5.9	6.0	0.5	0.5	3.3	3.5	10.7	10.2	9.6	8.4
Total	FP	France	37.5	(9.7)	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	18.2
Eni	ENI IM	Italy	66.1	(7.5)	6.4	6.9	1.0	0.9	2.9	2.9	6.7	7.2	10.7	14.3
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	41.8	(9.0)	na	na	na	na	3.9	4.2	na	na	11.2	15.3
Repsol	REP SM	Spain	42.8	(5.5)	5.3	5.6	0.7	0.7	3.4	3.5	5.4	5.6	11.1	12.9
Chevron Texaco	CVX US	USA	51.9	(16.2)	12.2	14.5	2.1	2.1	6.1	7.0	3.4	3.6	11.7	15.3
Exxon Mobil	XOM US	USA	55.4	(14.4)	9.5	11.1	1.8	1.7	4.9	5.7	4.5	4.6	13.5	19.3
Conoco Philips	COP US	USA	68.5	(15.7)	9.3	11.1	2.3	2.1	4.6	5.4	1.8	2.2	20.8	26.3
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	10.1	(3.6)	11.4	11.8	1.1	1.0	4.9	4.6	5.1	5.1	9.5	8.8
Average			37.6	(9.4)	8.3	9.3	1.3	1.2	4.2	4.5	5.6	5.7	12.1	14.6
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	68.9	(18.1)	10.6	13.0	1.6	1.5	4.6	5.2	1.5	2.1	11.0	14.9
Woodside	WPL AU	Australia	81.0	(28.5)	10.7	15.0	2.1	2.0	4.3	4.6	3.6	6.0	11.4	21.1
Suncor Energy	SU US	Canada	145.9	(5.2)	4.6	4.9	1.1	1.0	3.7	4.0	3.5	5.7	10.9	17.6
ONGC	ONGC IN	India	na	16.3	5.0	4.3	0.8	0.7	4.1	3.5	1.9	7.1	6.1	17.7
RIL	RIL IN	India	27.8	27.5	27.1	21.3	2.1	1.9	16.6	13.4	0.3	0.3	8.6	7.9
Cairn India	CAIR IN	India	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
Apache	APA US	USA	83.0	(14.2)	4.9	5.7	na	29.5	4.0	4.2	0.4	1.4	(104.6)	(28.8)
Devon Energy	DVN US	USA	91.1	(7.9)	8.2	8.9	2.7	2.4	4.9	5.1	1.9	1.0	38.1	39.3
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	42.9	(23.8)	9.3	12.2	1.2	1.2	3.0	3.5	4.1	4.8	14.2	10.0
Average			77.2	(6.7)	10.1	10.7	1.7	5.0	5.7	5.4	2.1	3.5	(0.5)	12.4

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 16 March 2022 closing prices

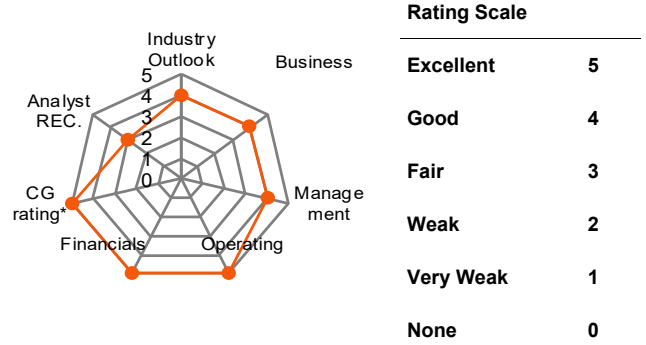
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ปตท. สำรวจและผลิตปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน) เป็นบริษัทต้นน้ำในการสำรวจและผลิตปิโตรเลียม ซึ่งมีปริมาณการผลิต 300,000 boe ต่อวัน 70% ของการผลิตเป็นก๊าซธรรมชาติและเกือบทั้งหมดของการผลิตมาจากแหล่งในประเทศไทยและประเทศอื่นในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ บริษัทฯ มีปริมาณสำรองที่พิสูจน์แล้วว่า 2,123 ล้าน boe และมีอายุ 11.7 ปี 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 หรือขยายไปยังธุรกิจใหม่

W — Weakness

- ปริมาณสำรองในอ่าวไทยที่เริ่มลดลง โดยปริมาณสำรองเหลือเพียง 8 ปี
- ขาดประสบการณ์และทักษะด้านเทคนิคการลงทุนในต่างประเทศ เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในต่างประเทศ

T — Threat

- การนำเข้าก๊าซ LNG ราคาถูกจากต่างประเทศ
- ความเสี่ยงจากการด้อยค่าที่อาจเกิดขึ้นกับธุรกิจในประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในต่างประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงทางการเมือง และกฎระเบียบเกี่ยวกับการให้สัมปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่กำลังจะหมดอายุ
- การจ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ ส่งผลให้ ROI ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	154.46	148.00	-4%
Net profit 22F (Bt m)	57,281	62,877	10%
Net profit 23F (Bt m)	54,475	47,897	-12%
Consensus REC	BUY: 24	HOLD: 3	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการ EPS ปี 2022F ของเราสูงกว่าตลาด เนื่องจากสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงกว่า แต่ประมาณการกำไรปี 2023F ของเรต่ำกว่า เนื่องจากสมมติฐานราคาน้ำมันที่ต่ำลง
- ราคาเป้าหมาย DCF ของเราจึงต่ำกว่าของตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานราคาน้ำมันที่ลดลงตั้งแต่ปี 2023F เป็นต้นไป

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart estimates

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- Downside risks ต่อประมาณการของเราจากราคาน้ำมันและก๊าซธรรมชาติที่ต่ำลง
- ความเสี่ยงต่อประมาณการของเรา น่าจะมาจากต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคาด
- มี upside risk หากราคาน้ำมันยืนเหนือกว่าที่คาด ซึ่งถูกหนุนโดยการห้ามใช้น้ำมันดิบของรัสเซีย

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	160,401	219,068	284,311	243,683	245,577
Cost of sales	106,143	121,020	146,627	134,225	141,301
Gross profit	54,258	98,048	137,684	109,458	104,276
% gross margin	33.8%	44.8%	48.4%	44.9%	42.5%
Selling & administration expenses	9,754	11,416	16,875	16,731	17,092
Operating profit	44,503	86,631	120,809	92,728	87,185
% operating margin	27.7%	39.5%	42.5%	38.1%	35.5%
Depreciation & amortization	65,250	69,192	81,933	83,153	89,291
EBITDA	109,753	155,824	202,742	175,880	176,475
% EBITDA margin	68.4%	71.1%	71.3%	72.2%	71.9%
Non-operating income	2,306	4,869	1,620	1,706	1,858
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(7,956)	(6,472)	(8,407)	(7,648)	(9,624)
Pre-tax profit	38,854	85,029	114,022	86,785	79,419
Income tax	18,764	41,528	51,445	39,188	35,873
After-tax profit	20,090	43,500	62,577	47,597	43,545
% net margin	12.5%	19.9%	22.0%	19.5%	17.7%
Shares in affiliates' Earnings	1,307	489	300	300	300
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	1,267	(5,125)	0	0	0
NET PROFIT	22,664	38,864	62,877	47,897	43,845
Normalized profit	21,397	43,989	62,877	47,897	43,845
EPS (Bt)	5.7	9.8	15.8	12.1	11.0
Normalized EPS (Bt)	5.4	11.1	15.8	12.1	11.0

We expect 2022F profit to peak, driven by the short-term oil price spike

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	152,716	139,584	158,768	179,925	211,085
Cash & cash equivalent	114,261	85,528	90,000	120,000	150,000
Account receivables	23,752	33,430	43,386	37,186	37,475
Inventories	10,156	14,069	16,872	15,445	16,259
Others	4,547	6,557	8,510	7,294	7,351
Investments & loans	15,774	15,795	15,815	15,836	15,857
Net fixed assets	295,491	380,307	404,535	432,824	463,884
Other assets	211,656	247,850	289,750	263,658	264,875
Total assets	675,637	783,536	868,869	892,243	955,701
LIABILITIES:					
Current liabilities:	56,257	104,502	102,414	84,065	100,396
Account payables	26,844	36,660	44,417	40,660	42,803
Bank overdraft & ST loans	0	12,738	0	0	0
Current LT debt	4,069	0	15,840	6,133	19,800
Others current liabilities	25,344	55,105	42,158	37,272	37,792
Total LT debt	102,878	102,661	102,022	147,197	177,077
Others LT liabilities	162,091	161,022	196,123	170,580	171,771
Total liabilities	321,226	368,186	400,559	401,842	449,243
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	(21,049)	18,955	30,873	30,873	30,873
Retained earnings	266,073	287,007	328,049	350,141	366,196
Shareholders' equity	354,411	415,350	468,310	490,402	506,457
Liabilities & equity	675,637	783,536	868,869	892,243	955,701

Sources: Company data, Thanachart estimates

PTTEP generates strong cash flows, which leads to a robust balance sheet

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	38,854	85,029	114,022	86,785	79,419
Tax paid	(29,624)	(30,528)	(47,193)	(42,018)	(36,423)
Depreciation & amortization	65,250	69,192	81,933	83,153	89,291
Chg In working capital	3,691	(3,775)	(5,003)	3,870	1,040
Chg In other CA & CL / minorities	14,082	15,904	(18,852)	(540)	1,313
Cash flow from operations	92,254	135,822	124,907	131,250	134,640
Capex	(39,239)	(154,009)	(106,161)	(111,441)	(120,351)
Right of use	(14,501)	(2,867)	0	0	0
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	480	(21)	(21)	(21)	(21)
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	5,074	(36,873)	(6,799)	548	(26)
Cash flow from investments	(48,186)	(193,769)	(112,981)	(110,914)	(120,397)
Debt financing	4,352	7,139	2,463	35,468	43,547
Capital increase	0	(0)	0	0	0
Dividends paid	(20,986)	(19,325)	(21,835)	(25,805)	(27,790)
Warrants & other surplus	(4,326)	41,400	11,918	0	0
Cash flow from financing	(20,960)	29,214	(7,454)	9,663	15,757
Free cash flow	53,015	(18,187)	18,746	19,809	14,289

PTTEP continues to generate high cash flows from operations

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	27.3	13.3	9.3	12.2	13.3
Normalized PE - at target price (x)	27.5	13.4	9.3	12.3	13.4
PE (x)	25.7	15.0	9.3	12.2	13.3
PE - at target price (x)	25.9	15.1	9.3	12.3	13.4
EV/EBITDA (x)	5.3	3.9	3.0	3.5	3.6
EV/EBITDA - at target price (x)	5.3	4.0	3.0	3.5	3.6
P/BV (x)	1.6	1.4	1.2	1.2	1.2
P/BV - at target price (x)	1.7	1.4	1.3	1.2	1.2
P/CFO (x)	6.3	4.3	4.7	4.4	4.3
Price/sales (x)	3.6	2.7	2.1	2.4	2.4
Dividend yield (%)	2.9	3.4	4.1	4.8	4.8
FCF Yield (%)	9.1	(3.1)	3.2	3.4	2.4
(Bt)					
Normalized EPS	5.4	11.1	15.8	12.1	11.0
EPS	5.7	9.8	15.8	12.1	11.0
DPS	4.3	5.0	6.0	7.0	7.0
BV/share	89.3	104.6	118.0	123.5	127.6
CFO/share	23.2	34.2	31.5	33.1	33.9
FCF/share	13.4	(4.6)	4.7	5.0	3.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

At 1.2x 2022F P/BV, we no longer see PTTEP's valuation as attractive

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(16.0)	36.6	29.8	(14.3)	0.8
Net profit (%)	(53.6)	71.5	61.8	(23.8)	(8.5)
EPS (%)	(53.6)	71.5	61.8	(23.8)	(8.5)
Normalized profit (%)	(56.2)	105.6	42.9	(23.8)	(8.5)
Normalized EPS (%)	(56.2)	105.6	42.9	(23.8)	(8.5)
Dividend payout ratio (%)	74.4	51.1	37.9	58.0	63.4
Operating performance					
Gross margin (%)	33.8	44.8	48.4	44.9	42.5
Operating margin (%)	27.7	39.5	42.5	38.1	35.5
EBITDA margin (%)	68.4	71.1	71.3	72.2	71.9
Net margin (%)	12.5	19.9	22.0	19.5	17.7
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	0.1	0.1	0.1	0.1
Interest coverage - EBIT (x)	5.6	13.4	14.4	12.1	9.1
Interest coverage - EBITDA (x)	13.8	24.1	24.1	23.0	18.3
ROA - using norm profit (%)	3.2	6.0	7.6	5.4	4.7
ROE - using norm profit (%)	6.0	11.4	14.2	10.0	8.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.6	11.3	14.2	9.9	8.7
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	29.2	41.8	43.1	38.8	36.3
- leverage (x)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9
- interest burden (%)	83.0	92.9	93.1	91.9	89.2
- tax burden (%)	51.7	51.2	54.9	54.8	54.8
WACC (%)	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
ROIC (%)	6.2	12.8	14.9	10.2	9.1
NOPAT (Bt m)	23,011	44,320	66,302	50,856	47,803
invested capital (Bt m)	347,097	445,221	496,171	523,732	553,334

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 96 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2207A, BCH16C2203A, BEC16C2207A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2207A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, CHG16C2207A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DOHO16C2207A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2207A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2207A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205B, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTec, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างต่อเนื่องดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมอศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นางอศิณี ไตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ
พัทธดนย์ บุณนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนบริหารกุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลลี หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเท่ง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมป่ารุ่ง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต
Tel: 662-779-9117
sunset.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร
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