

HOLD (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 161.00 (From: Bt 148.00)

Upside : 3.5%

25 MAY 2022

PTT Exp & Production Pcl (PTTEP TB)

มี upside จำกัด

เราปรับสมมติฐานราคาน้ำมัน แต่ยังคงคำแนะนำ “ถือ” PTTEP โดยมองว่าราคาหุ้นมี upside จำกัด การปรับขึ้นราคาน้ำมันนำไปสู่การปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเรา 26/49/48% และปรับราคาเป้าหมายเป็น 161 บาท นอกจากนี้ เราไม่คาดว่าจะมีปัจจัยที่ผลักดันหุ้นให้ซื้อขายเกินกว่าระดับ P/BV ปัจจุบันที่ 1.3 เท่า



YUPAPAN POLPORNPRASERT

662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมัน

เราปรับสมมติฐานราคาน้ำมันขึ้นเป็น US\$101/90/85/bbl ในปี 2022-24F จากเดิม US\$88/73/71/bbl สะท้อนให้เห็นถึงความขัดแย้งระหว่างรัสเซียกับยูเครนที่ยืดเยื้อ การคว่ำบาตรในระยะยาว อุปทานของกลุ่ม OPEC+ ที่ตึงตัว และการเติบโตที่ชะลอตัวของการผลิตในสหรัฐฯ แม้เราจะปรับเพิ่มราคาน้ำมัน แต่เชื่อว่าราคาน้ำมันได้แตะจุดสูงสุดแล้ว ด้วยตลาดรับรู้ปัจจัยเรื่องรัสเซียและยูเครนแล้ว แม้ไม่มีการห้ามอย่างเป็นทางการ แต่ยุโรปกำลังหลีกเลี่ยงการซื้อน้ำมันดิบของรัสเซีย ซึ่งเราเชื่อว่าจะนำไปสู่การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างในระยะยาวของอุปทานน้ำมันดิบโลก การผลิตน้ำมันดิบของรัสเซียลดลง 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน m-m ในเดือนเมษายน และตลาดคาดว่าอุปทานจะลดลงอีก 1-1.8 ล้านบาร์เรลต่อวัน

เติมมูลค่า แนะนำ “ถือ”

จากสมมติฐานราคาน้ำมันใหม่ เราได้ปรับเพิ่มประมาณการกำไรของเราสำหรับ PTTEP ขึ้น 26/49/48% และปรับราคาเป้าหมายเป็น 161 บาท (จาก 148 บาท) เราปรับมาใช้ปีฐาน 2023F แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ “ถือ” เนื่องจากเราเชื่อว่าราคาหุ้นนั้นอยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว ด้วยมี upside ที่จำกัด PTTEP ซื้อขายที่ 1.3/1.2 เท่า P/BV ในปี 2022-23F ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นระดับที่เหมาะสมแล้วสำหรับบริษัทน้ำมันและก๊าซต้นน้ำ เราคาดว่ากำไรจะเติบโตสูงในปีที่ 80% เนื่องจากราคาน้ำมันที่พุ่งสูงขึ้น แต่เราคาดว่ากำไรจะลดลง 9.8/9.1% ในปี 2023-24F

ไม่มีปัจจัยหนุนการเติบโตของปริมาณขาย

PTTEP น่าจะมีปริมาณขายที่เติบโตแข็งแกร่งที่สุดในปีนี้ที่ 12% จากสัมปทานบงกชและเอราวัณใหม่ แต่อย่างไรก็ตาม การเติบโตของปริมาณขายคาดว่าจะลดลงเหลือเฉลี่ยเพียง 3% ในปี 2023-26F ทั้งที่ปริมาณขายมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากแหล่งเอราวัณ เนื่องจากจะถูกชดเชยด้วยปริมาณที่ลดลงจากแหล่งที่มีอยู่ บริษัทฯ สามารถเข้าซื้อกิจการได้มากขึ้น อย่างไรก็ตามราคาซื้ออาจไม่น่าสนใจ เนื่องจากราคาน้ำมันอยู่ในระดับสูง ในระยะยาว เราเห็นความเสี่ยงด้านลบต่อปริมาณการผลิตของ PTTEP

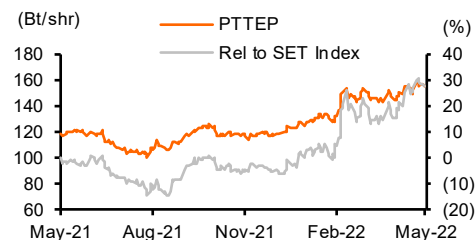
มีความอ่อนไหวต่อราคาน้ำมันลดลง

ราคาผลิตภัณฑ์ของ PTTEP เริ่มมีความอ่อนไหวต่อการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันที่น้อยลง ความสัมพันธ์ระหว่างราคาก๊าซของ PTTEP (73% ของปริมาณการขายของ PTTEP ใน 1Q22) และราคาน้ำมันลดลงมาอยู่ที่ 0.6 เท่า ในปี 2019-1Q22 เทียบกับ 0.9 เท่า ในปี 2016-19 (ดู Exhibit 10-11) ทั้งนี้เนื่องมาจากการเข้าซื้อกิจการ Murphy ในมาเลเซียในปี 2019 และ Oman Block 61 ในปี 2021 โดยแต่ละแหล่งคิดเป็นราว 10% ของปริมาณการขายทั้งหมดของ PTTEP ซึ่งทั้งสองแหล่งเป็นก๊าซ และราคาก๊าซที่หรืออยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้ แหล่งบงกชและเอราวัณยังดำเนินการภายใต้สัญญา PSC ฉบับใหม่ ตั้งแต่เดือนเมษายน และสัญญาฉบับใหม่มีราคาที่ต่ำกว่าสัญญาสัมปทานเดิมประมาณ 40% และมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันน้อยลง

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	219,068	309,763	288,633	284,615
Net profit	38,864	70,997	71,439	64,914
Consensus NP	—	64,692	61,801	55,439
Diff frm cons (%)	—	9.7	15.6	17.1
Norm profit	43,989	79,157	71,439	64,914
Prev. Norm profit	—	62,877	47,897	43,845
Chg frm prev (%)	—	25.9	49.2	48.1
Norm EPS (Bt)	11.1	19.9	18.0	16.4
Norm EPS grw (%)	105.6	79.9	(9.8)	(9.1)
Norm PE (x)	14.0	7.8	8.6	9.5
EV/EBITDA (x)	4.2	2.9	2.9	2.9
P/BV (x)	1.5	1.3	1.2	1.1
Div yield (%)	3.2	3.9	4.5	4.5
ROE (%)	11.4	17.8	14.3	12.0
Net D/E (%)	7.2	7.8	3.8	2.1

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-May-22 (Bt)	155.50
Market Cap (US\$ m)	18,034.8
Listed Shares (m shares)	3,970.0
Free Float (%)	34.7
Avg Daily Turnover (US\$ m)	59.0
12M Price H/L (Bt)	158.50/100.50
Sector	Energy
Major Shareholder	PTT Pcl 63.79%

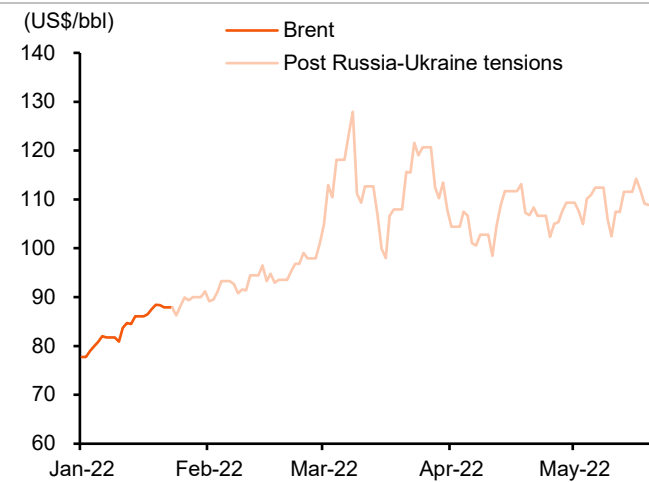
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

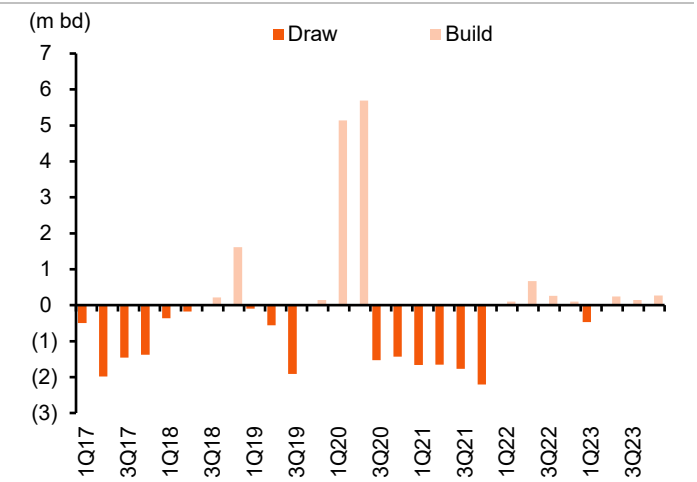


Ex 1: Brent Oil Price



Source: Bloomberg

Ex 2: Global Crude Oil Balance



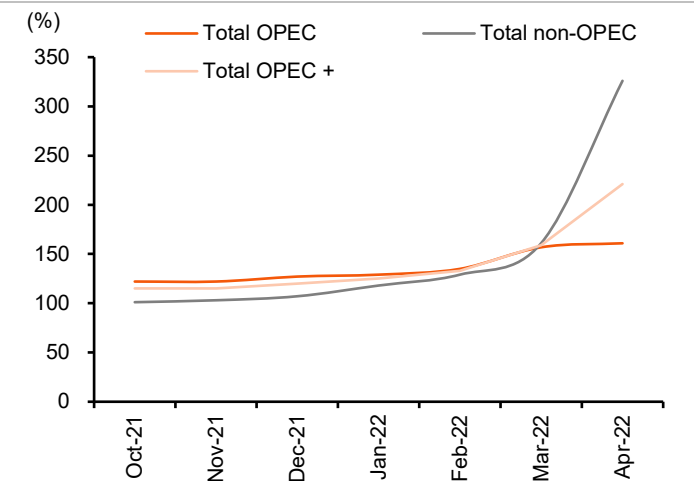
Source: EIA

Ex 3: Russian Oil Supply Outlook



Source: Rystad

Ex 4: OPEC+ Compliance Rate



Source: Bloomberg

Ex 5: Key Assumption Changes

Assumption	Unit	2022F	2023F	2024F
New				
Brent oil price	(USD/bbl)	101	90	85
Gas ASP	(USD/mmbtu)	6.40	6.30	6.20
Volume	(KBOED)	467	463	473
Old				
Brent oil price	(USD/bbl)	88	73	71
Gas ASP	(USD/mmbtu)	6.10	5.40	5.40
Volume	(KBOED)	467	463	473
Change				
Brent oil price	(USD/bbl)	13	17	14
Gas ASP	(USD/mmbtu)	0.30	0.90	0.80
Volume	(KBOED)	-	-	-

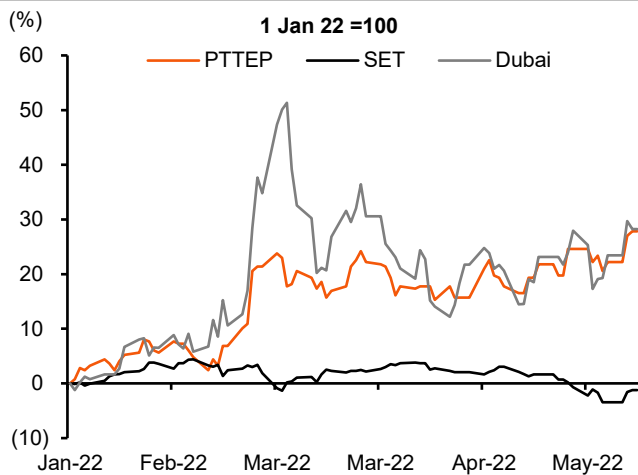
Sources: Thanachart estimates

Ex 6: Profit And TP Revisions

(Bt m)	Norm profit			TP (Bt/shr)
	2022F	2023F	2024F	
New	79,157	71,439	64,914	161
Old	62,877	47,897	43,845	148
Revision (%)	26	49	48	9

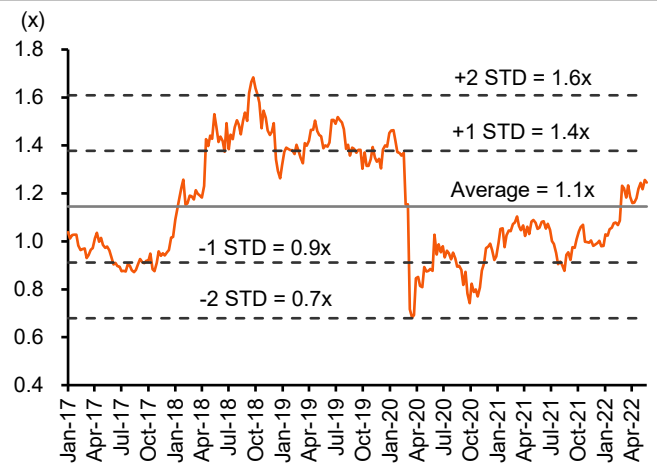
Source: Thanachart estimates

Ex 7: PTTEP Share Price Performance Vs. SET And Dubai



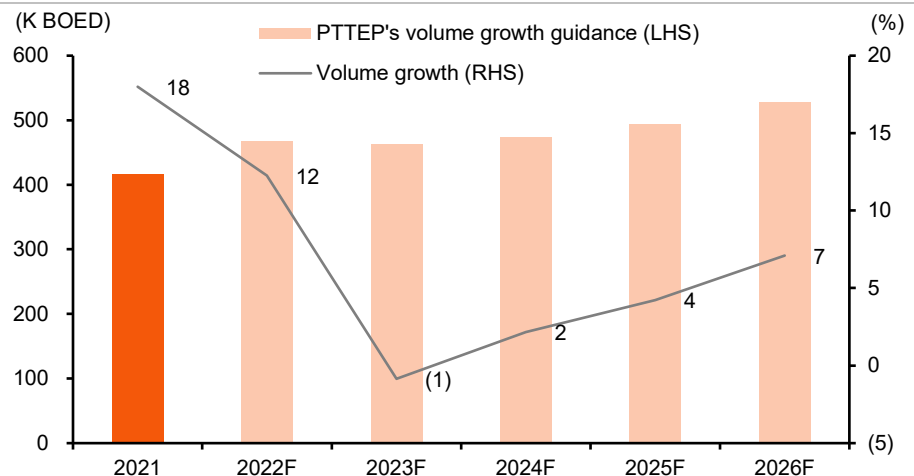
Source: Bloomberg

Ex 8: P/BV Band

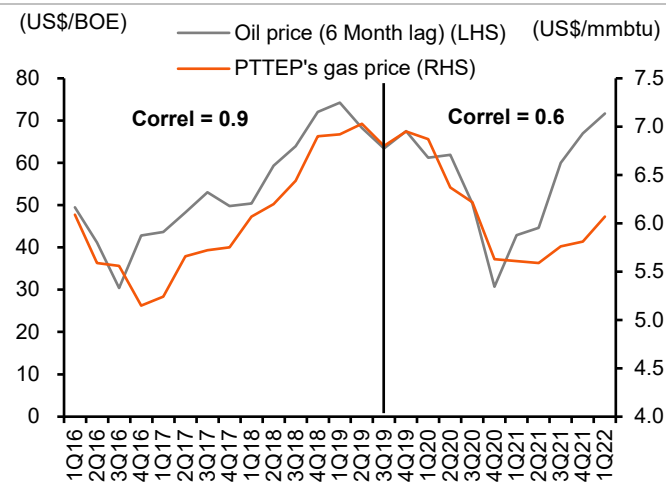


Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

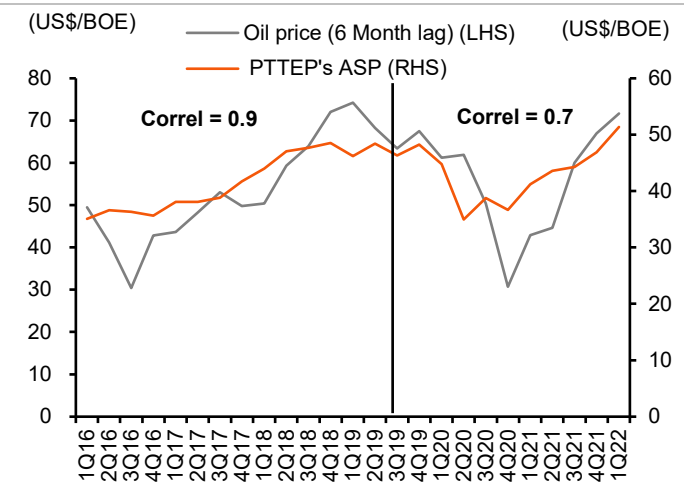
Ex 9: Volume Growth Outlook



Source: Company data

Ex 10: PTTEP's Gas Price Vs. Oil Price

Sources: Company data, Bloomberg

Ex 11: PTTEP's Selling Price Vs. Oil Price

Sources: Company data, Bloomberg

Ex 12: 12-month DCF-based TP Calculation, Using A Base Year Of 2023F

(Bt m)	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	Terminal Value
EBITDA	218,582	213,561	204,351	209,825	199,483	189,659	180,325	171,459	163,035	155,033	147,431	
Free cash flow	48,079	40,168	43,306	64,813	113,640	109,093	105,105	101,377	97,898	94,656	37,692	498,004
PV of free cash flow	44,205	33,940	33,634	45,488	73,000	64,127	56,549	49,923	44,126	37,417	13,580	179,419
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	1.0											
Wacc (%)	8.8											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value	675,409											
Net debt	37,397											
Minority interest	0											
Equity value	638,012											
# of shares	3,970											
Equity value / share	161											

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 13: Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		Div. Yield		— ROE —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (%)	23F (%)
Refining & Marketing														
Caltex Australia	CTX AU	Australia	46.8	6.4	na	na	na	na	na	na	na	na	12.0	18.3
BPCL	BPCL IN	India	(0.3)	(1.1)	7.0	7.1	1.3	1.2	6.7	6.6	6.4	7.8	24.7	18.8
HPCL	HPCL IN	India	(12.6)	9.6	5.0	4.6	0.8	0.7	6.9	5.8	7.9	7.4	24.1	17.2
IOCL	IOCL IN	India	65.7	(13.3)	4.3	4.9	0.9	0.8	5.3	5.9	7.1	10.0	14.6	19.3
Reliance Industries	RIL IN	India	31.2	29.3	28.7	22.2	2.2	2.0	18.1	13.9	0.3	0.3	8.6	8.0
SK Energy	096770 KS	S.Korea	na	(19.8)	8.9	11.0	0.9	0.9	5.8	6.5	0.9	1.7	4.4	11.5
S-OIL	010950 KS	S.Korea	45.0	(29.5)	5.6	8.0	1.4	1.3	4.6	6.2	3.7	4.8	23.5	26.7
Petron	PCOR PM	Philippines	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	4.1	na
Formosa Petrochemical	6505 TT	Taiwan	(4.0)	(12.8)	18.2	20.9	2.4	2.4	11.5	12.6	4.3	3.6	15.3	13.4
Bangchak *	BCP TB	Thailand	38.2	(33.6)	7.1	10.6	0.8	0.8	4.5	7.0	5.5	3.7	11.5	7.2
ESSO (Thailand) *	ESSO TB	Thailand	na	320.8	48.6	11.6	1.3	1.1	10.0	7.4	0.0	0.0	3.0	10.4
IRPC Pcl *	IRPC TB	Thailand	(70.7)	489.1	59.2	10.1	0.7	0.7	12.6	7.3	4.6	5.0	1.3	7.3
PTG Pcl *	PTG TB	Thailand	50.8	19.5	16.2	13.5	2.7	2.4	7.0	6.6	3.1	3.7	17.6	18.8
PTT Global Chemicals *	PTTGC TB	Thailand	(19.4)	5.4	9.2	8.7	0.6	0.6	7.3	6.9	5.4	5.2	7.0	7.1
Star Petroleum Refining *	SPRC TB	Thailand	na	(23.1)	13.7	17.8	1.2	1.2	5.5	6.5	4.3	2.8	9.8	6.8
SUSCO Pcl	SUSCO TB	Thailand	35.0	30.1	12.2	9.4	0.9	0.8	5.2	4.3	4.1	5.3	7.0	8.9
Thai Oil *	TOP TB	Thailand	53.9	(24.2)	13.5	17.8	0.8	0.8	13.2	17.8	5.3	2.2	6.5	4.5
Average			20.0	47.0	17.2	11.9	1.3	1.2	8.3	8.1	4.2	4.2	11.5	12.8
Integrated oils														
PetroChina	857 HK	China	21.0	(9.2)	6.6	7.3	0.6	0.5	3.1	3.3	6.1	6.7	7.3	8.7
Sinopec	386 HK	China	(0.8)	2.2	6.9	6.8	0.6	0.6	3.6	3.7	8.8	9.7	9.6	9.1
Total	FP	France	92.3	(15.5)	na	na	na	na	na	na	na	na	15.3	23.3
Eni	ENI IM	Italy	127.6	(20.8)	5.1	6.5	1.0	0.9	2.5	2.8	6.2	6.3	10.7	19.1
RD/Shell A	RDSA NA	Netherlands	50.3	(10.5)	na	na	na	na	4.0	4.2	na	na	11.2	17.6
Repsol	REP SM	Spain	110.7	(19.2)	4.7	5.9	0.9	0.8	3.2	3.6	4.1	4.3	11.1	18.0
Chevron Texaco	CVX US	USA	85.3	(9.6)	10.9	12.0	2.2	2.1	5.8	6.2	3.1	3.3	11.7	20.0
Exxon Mobil	XOM US	USA	87.1	(15.8)	9.6	11.4	2.2	2.0	5.1	6.1	3.7	3.8	13.5	22.9
Conoco Philips	COP US	USA	134.0	(15.7)	7.7	9.2	2.6	2.3	4.4	5.0	1.6	1.8	20.8	32.7
PTT Pcl *	PTT TB	Thailand	(5.0)	4.4	12.4	11.9	1.0	1.0	4.6	4.4	5.4	5.4	8.2	8.3
Average			70.3	(11.0)	8.0	8.9	1.4	1.3	4.0	4.4	4.9	5.2	11.9	18.0
Exploration and Production														
Santos	STO AU	Australia	114.7	(17.1)	9.4	11.3	1.8	1.6	4.2	4.8	1.3	2.9	10.8	19.0
Woodside	WDS AU	Australia	108.8	(18.8)	8.8	10.8	1.8	1.6	3.0	3.0	3.8	7.4	11.4	25.3
Suncor Energy	SU US	Canada	187.9	(10.9)	5.2	5.8	1.3	1.2	4.3	4.6	2.7	4.7	10.9	23.7
ONGC	ONGC IN	India	na	27.3	4.4	3.5	0.8	0.7	3.9	3.0	2.0	8.2	6.1	18.6
RIL	RIL IN	India	31.2	29.3	28.7	22.2	2.2	2.0	18.1	13.9	0.3	0.3	8.6	8.0
Apache	APA US	USA	146.6	(6.6)	4.3	4.6	11.3	5.6	3.0	3.3	0.3	1.3	(104.6)	354.7
Devon Energy	DVN US	USA	149.5	(1.5)	8.3	8.5	4.0	2.8	5.2	5.3	1.4	0.8	38.1	50.3
PTTEP *	PTTEP TB	Thailand	79.9	(9.8)	7.8	8.6	1.3	1.2	2.9	2.9	3.9	4.5	17.8	14.3
Average			117.0	(1.0)	9.6	9.4	3.1	2.1	5.6	5.1	2.0	3.8	(0.1)	64.2

Sources: Bloomberg, * Thanachart estimates
Based on 25 May 2022 closing prices

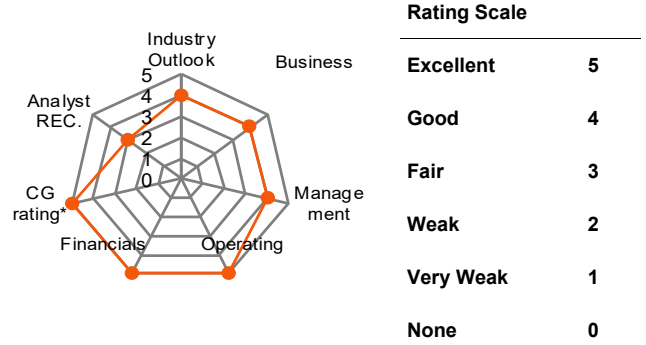
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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
- ความเสี่ยงจากการด้อยค่าที่อาจเกิดขึ้นกับธุรกิจ在不同ประเทศ
- การแข่งขันกับบริษัทอื่นในต่างประเทศในการเข้าถือครองโครงการในต่างประเทศ
- ความเสี่ยงทางการเมือง และกฎระเบียบเกี่ยวกับการให้สัมปทาน โดยเฉพาะอย่างยิ่งที่กำลังจะหมดอายุ
- การจ่ายเงินมากเกินไปสำหรับการซื้อกิจการ ส่งผลให้ ROI ลดลง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	165.77	161.00	-3%
Net profit 22F (Bt m)	64,692	70,997	10%
Net profit 23F (Bt m)	61,801	71,439	16%
Consensus REC	BUY: 20	HOLD: 7	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการ EPS ปี 2022-23F ของเราสูงกว่าตลาด 10-16% เนื่องจากสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงกว่า
- ราคาเป้าหมาย DCF ของเรต่ำกว่าของตลาดเล็กน้อย 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	309,763	288,633	284,615
Cost of sales	106,143	121,020	148,917	136,472	143,253
Gross profit	54,258	98,048	160,846	152,160	141,362
% gross margin	33.8%	44.8%	51.9%	52.7%	49.7%
Selling & administration expenses	9,754	11,416	16,875	16,731	17,092
Operating profit	44,503	86,631	143,971	135,430	124,271
% operating margin	27.7%	39.5%	46.5%	46.9%	43.7%
Depreciation & amortization	65,250	69,192	81,933	83,153	89,291
EBITDA	109,753	155,824	225,904	218,582	213,561
% EBITDA margin	68.4%	71.1%	72.9%	75.7%	75.0%
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)	(8,646)	(7,546)	(8,404)
Pre-tax profit	38,854	85,029	136,945	129,589	117,725
Income tax	18,764	41,528	58,088	58,450	53,111
After-tax profit	20,090	43,500	78,857	71,139	64,614
% net margin	12.5%	19.9%	25.5%	24.6%	22.7%
Shares in affiliates' Earnings	1,307	489	300	300	300
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	1,267	(5,125)	(8,160)	0	0
NET PROFIT	22,664	38,864	70,997	71,439	64,914
Normalized profit	21,397	43,989	79,157	71,439	64,914
EPS (Bt)	5.7	9.8	17.9	18.0	16.4
Normalized EPS (Bt)	5.4	11.1	19.9	18.0	16.4

We expect 2022F EBITDA 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	163,678	188,389	218,436
Cash & cash equivalent	114,261	85,528	90,000	120,000	150,000
Account receivables	23,752	33,430	47,270	44,046	43,433
Inventories	10,156	14,069	17,136	15,704	16,484
Others	4,547	6,557	9,272	8,639	8,519
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	306,096	292,526	289,945
Total assets	675,637	783,536	890,125	929,574	988,122
LIABILITIES:					
Current liabilities:	56,257	104,502	106,014	89,452	105,433
Account payables	26,844	36,660	45,110	41,341	43,395
Bank overdraft & ST loans	0	12,738	0	0	0
Current LT debt	4,069	0	15,840	5,589	19,800
Others current liabilities	25,344	55,105	45,064	42,523	42,239
Total LT debt	102,878	102,661	111,557	134,129	141,890
Others LT liabilities	162,091	161,022	196,123	183,930	181,611
Total liabilities	321,226	368,186	413,695	407,510	428,934
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	(21,049)	18,955	30,873	30,873	30,873
Retained earnings	266,073	287,007	336,169	381,802	418,926
Shareholders' equity	354,411	415,350	476,430	522,064	559,187
Liabilities & equity	675,637	783,536	890,125	929,574	988,122

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	136,945	129,589	117,725
Tax paid	(29,624)	(30,528)	(51,113)	(58,914)	(54,452)
Depreciation & amortization	65,250	69,192	81,933	83,153	89,291
Chg In working capital	3,691	(3,775)	(8,457)	887	1,887
Chg In other CA & CL / minorities	14,082	15,904	(19,431)	(1,145)	1,477
Cash flow from operations	92,254	135,822	139,878	153,570	155,927
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)	(31,305)	1,377	262
Cash flow from investments	(48,186)	(193,769)	(137,487)	(110,085)	(120,110)
Debt financing	4,352	7,139	11,998	12,320	21,973
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	2,081	(13,485)	(5,817)
Free cash flow	53,015	(18,187)	33,717	42,129	35,576

PTTEP continues to generate high cash flows from operations

VALUATION

FY ending Dec	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	28.9	14.0	7.8	8.6	9.5
Normalized PE - at target price (x)	29.9	14.5	8.1	8.9	9.8
PE (x)	27.2	15.9	8.7	8.6	9.5
PE - at target price (x)	28.2	16.4	9.0	8.9	9.8
EV/EBITDA (x)	5.6	4.2	2.9	2.9	2.9
EV/EBITDA - at target price (x)	5.8	4.3	3.0	3.0	3.0
P/BV (x)	1.7	1.5	1.3	1.2	1.1
P/BV - at target price (x)	1.8	1.5	1.3	1.2	1.1
P/CFO (x)	6.7	4.5	4.4	4.0	4.0
Price/sales (x)	3.8	2.8	2.0	2.1	2.2
Dividend yield (%)	2.7	3.2	3.9	4.5	4.5
FCF Yield (%)	8.6	(2.9)	5.5	6.8	5.8
(Bt)					
Normalized EPS	5.4	11.1	19.9	18.0	16.4
EPS	5.7	9.8	17.9	18.0	16.4
DPS	4.3	5.0	6.0	7.0	7.0
BV/share	89.3	104.6	120.0	131.5	140.9
CFO/share	23.2	34.2	35.2	38.7	39.3
FCF/share	13.4	(4.6)	8.5	10.6	9.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

At 1.3x 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	41.4	(6.8)	(1.4)
Net profit (%)	(53.6)	71.5	82.7	0.6	(9.1)
EPS (%)	(53.6)	71.5	82.7	0.6	(9.1)
Normalized profit (%)	(56.2)	105.6	79.9	(9.8)	(9.1)
Normalized EPS (%)	(56.2)	105.6	79.9	(9.8)	(9.1)
Dividend payout ratio (%)	74.4	51.1	33.6	38.9	42.8
Operating performance					
Gross margin (%)	33.8	44.8	51.9	52.7	49.7
Operating margin (%)	27.7	39.5	46.5	46.9	43.7
EBITDA margin (%)	68.4	71.1	72.9	75.7	75.0
Net margin (%)	12.5	19.9	25.5	24.6	22.7
D/E (incl. minor) (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	0.1	0.1	0.0	0.0
Interest coverage - EBIT (x)	5.6	13.4	16.7	17.9	14.8
Interest coverage - EBITDA (x)	13.8	24.1	26.1	29.0	25.4
ROA - using norm profit (%)	3.2	6.0	9.5	7.9	6.8
ROE - using norm profit (%)	6.0	11.4	17.8	14.3	12.0
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	5.6	11.3	17.7	14.2	12.0
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3
- operating margin (%)	29.2	41.8	47.0	47.5	44.3
- leverage (x)	1.9	1.9	1.9	1.8	1.8
- interest burden (%)	83.0	92.9	94.1	94.5	93.3
- tax burden (%)	51.7	51.2	57.6	54.9	54.9
WACC (%)	8.8	8.8	8.8	8.8	8.8
ROIC (%)	6.2	12.8	18.6	14.5	12.6
NOPAT (Bt m)	23,011	44,320	82,902	74,345	68,206
invested capital (Bt m)	347,097	445,221	513,827	541,781	570,877

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 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANP16C2205A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGR16C2205A, BLA16C2208A, BLA16C2205A, CBG16C2205A, CBG16C2207A, CHG16C2207A, COM716C2205A, COM716C2208A, COM716C2209A, CPF16C2205A, DOHO16C2207A, EA16C2205A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209A, GPSC16C2205A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2205A, GULF16C2207A, GUNK16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2205A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2206A, JMAR16C2205A, JMAR16C2206A, JMT16C2205A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, KCE16C2208A, KCE16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, OR16C2205A, PTG16C2209A, PTT16C2205A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2205A, RCL16C2208A, RS16C2205A, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2205A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205B, TTA16C2207A, TTA16C2208A (underlying securities are AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CHG, COM7, CPF, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, RS, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, SYNEX, TOP, TRUE, TTA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd. มีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ 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)

บริษัทธนชาติ 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 ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นางอติวี ไตลังคะ 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) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
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, บ้านเทิง
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
วิชานันท์ 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