

PTT TB Outperform

Target Price Bt 43.70

Price (16/12/2021) Bt 37.50

Upside % 16.53

Valuation SOTP

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 1,071,112

30-day avg turnover Btm 1,928.44

No. of shares on issue m 28,563

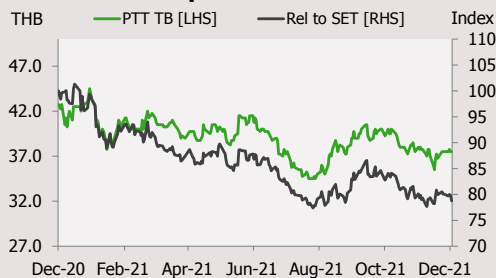
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2020A	2021E	2022E	2023E
Company Financials				
Revenue (Btmn)	1,615,665	2,082,601	2,272,757	2,321,129
Core profit (Btmn)	26,230	125,788	98,899	85,834
Net profit (Btmn)	37,766	104,620	98,899	85,834
Net EPS (Bt)	1.32	3.66	3.46	3.01
DPS (Bt)	1.00	1.80	1.80	1.80
BVPS (Bt)	30.88	34.94	37.66	39.90
Net EPS growth (%)	-59.37	177.02	-5.47	-13.21
ROA (%)	1.59	5.69	4.74	4.12
ROE (%)	4.29	11.13	9.54	7.75
Net D/E (x)	0.25	0.24	0.04	-0.05
Valuation				
P/E (x)	32.14	10.24	10.83	12.48
P/BV (x)	1.38	1.07	1.00	0.94
EV/EBITDA (%)	8.92	5.00	5.05	4.98
Dividend yield (%)	2.35	4.80	4.80	4.80

PTT TB rel SET performance



Source: Bloomberg (All figures in THB unless noted.)

Disclaimer: KS or its affiliates is acting or may act as the underwriter, issuer, and/or market maker of the securities mentioned in this document and/or other financial instruments related to the securities mentioned in this document, including but not limit to, bonds, debentures, derivatives warrants, and structured notes. Investors should study the information contained in the prospectus or related document before investing in the shares and other financial instruments.

Analyst

Jakapong Chawengsri

jakapong.c@kasikornsecurities.com

17 December 2021

Kasikorn Securities Public Company Limited

แผนการลงทุน 5 ปี ที่ลดลงมากช่วยเพิ่ม FCF

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายที่ **43.70 บาท** จากราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นไม่มาก ทำให้ **downside** ต่อราคาหุ้นในอนาคตจำกัด หากราคาน้ำมันพลิกกลับเป็นขาลง
- ▶ **แผนลงทุนใหม่ในช่วง 5 ปี** มูลค่า **1.022 แสนลบ.** ลดลงจากแผนเดิม **40%** พร้อมเปิดตัวโครงการใหม่สองโครงการคือ **GSP#8** และท่อส่งก๊าซ**#5** ระยะที่สอง
- ▶ **เราคาดหวังกระแสเงินสดอิสระมากขึ้น**เพื่อใช้ในการลงทุนใหม่และ/หรือเงินปันผลในอนาคต ผลตอบแทนทางการเงินควรดีขึ้นจากการเน้นขยายธุรกิจก๊าซและธุรกิจใหม่

Investment Highlights

- ▶ **ลดแผนลงทุน 5 ปี ลง 40%** PTT รายงานต่อตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) ว่า คณะกรรมการบริษัทฯ ได้อนุมัติแผนการลงทุนใหม่ในช่วง 5 ปี (2565-2569) มูลค่า 1.022 แสนลบ. สำหรับบริษัทฯ และบริษัทย่อยที่บริษัทฯ มีการถือหุ้นทั้งหมด นอกจากนี้ ยังอนุมัติงบลงทุนชั่วคราว (Provisional CAPEX) อีก 2.38 แสนลบ. แผนการลงทุนใหม่เป็นการปรับลดจากแผนเดิม (2564-2568) ลง 40% (-6.8 หมื่นลบ.) และ 28% (-9.35 หมื่นลบ.) ตามลำดับ สาเหตุหลักมาจากการไม่รวมงบลงทุนของ OR งบลงทุนที่ลดลงจากการปรับโครงสร้างธุรกิจไฟฟ้าของบริษัทฯ ที่แล้วเสร็จในปี 2564 (ซื้อหุ้น GPSC จาก PTTGC และ TOP) และท่อส่งก๊าซเส้นที่ 5 ที่แล้วเสร็จเช่นเดียวกัน ตลอดจน ความคืบหน้าในการก่อสร้างโครงการ LNG Terminal 2 (SCOD ในปี 2565)
- ▶ **แผนการลงทุนใหม่ในช่วง 5 ปี เน้นที่ธุรกิจก๊าซธรรมชาติมากขึ้น** ประมาณ 82% หรือมูลค่าประมาณ 8.4 หมื่นลบ. ของแผนการลงทุนใหม่ในช่วง 5 ปีข้างหน้า จะถูกใช้ไปกับกลุ่มธุรกิจก๊าซ ซึ่งประกอบด้วยโครงการก่อสร้างที่มีการดำเนินการอยู่ ได้แก่ GSP#7 (เพื่อทดแทน GSP#1) LNG Terminal 2 มาบตาพุดระยะที่ 3 ตลอดจนมีการเปิดตัวโครงการ GSP#8 (เพื่อแยกอีเทนและ LPG รวมถึงคลังจัดเก็บและนำเข้าอีเทน) และท่อส่งก๊าซธรรมชาติบนบกระยะที่ 2 จากบางปะกง ไปยังโรงไฟฟ้าพระนครใต้ ทั้งนี้ งบลงทุนที่เหลืออีก 8% จะใช้ไปกับโครงการแหลมฉบังระยะที่ 3 โครงการลงทุนของ Arun+ (EV value chain) และ Innobac (Pharmaceutical & wellness chain) และการลงทุนอื่นๆในโครงการเชตนวัตกรรมระยะเบี่ยงเศรษฐกิจพิเศษภาคตะวันออก (EEC) และ วังจันทร์ (Wangchan)
- ▶ **ผลกระทบ** ในมุมมองของเรา มีผลกระทบ 3 ประการจากแผนการลงทุนใหม่ในช่วง 5 ปีนี้ 1) กระแสเงินสดอิสระของปตท.สำหรับการควบรวมกิจการ (M&A), การลงทุนใหม่ และ/หรือเงินปันผลจะสูงขึ้นในอนาคตจาก CAPEX ที่ลดลงในปี 2569-2566, 2) ความพร้อมของอีเทนสำหรับใช้เป็นวัตถุดิบในภาคปิโตรเคมีจะมีมากขึ้น (เป็นผลดีกับ PTTGC ในระยะยาว) แต่สูตรราคาสำหรับอีเทนที่นำเข้ายังคงไม่ชัดเจน, 3) การขยายธุรกิจของ PTT ในธุรกิจก๊าซและธุรกิจใหม่ควรให้ผลตอบแทนทางการเงินที่สูงกว่าโครงการลงทุนของบริษัทฯ ในตลาดหลักทรัพย์ (ธุรกิจปิโตรเลียมดั้งเดิม)

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ"** ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี **2565** ที่ **43.70 บาท** หากพิจารณาเพียงปี 2565-69 แผนการลงทุน 4 ปีจะลดลงเพียงแค่ 3 พันลบ. ซึ่งคิดเป็น upside ต่อมูลค่าหุ้นเพียง 0.1 บาท/หุ้น ดังนั้น เราจึงคงประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายตามวิธี SOTP ของเราดังเดิม ทั้งนี้ เราเชื่อว่าราคาหุ้น PTT ในช่วง 12 เดือนที่ผ่านมาปรับตัวขึ้นไม่มาก ทำให้ **downside** ของราคาหุ้นในอนาคตค่อนข้างจำกัดหากราคาน้ำมันมีการพลิกกลับเป็นขาลงในปี 2565 โดยปัจจุบัน PTT มีการซื้อขายด้วย PBV ปี 2565 เพียง 1.0 เท่า หรือ 0.5-เท่า SD ดังนั้น เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ PTT ด้วยราคาเป้าหมายปลายปี 2565 ที่ไม่มีการเปลี่ยนแปลงที่ 43.70 บาท



Fig 1 PTT's 5-year investment expenditures

For 2022-26	2022	2023	2024	2025	2026	Total	%
Natural gas business	13,232	17,798	9,989	3,671	821	45,511	45
Gas transmission	9,305	6,974	2,410	1,631	227	20,547	20
International trading and downstream petroleum	1,180	383	38	3	0	1,604	2
Technology & Engineering and Head Office	3,862	3,172	660	418	284	8,396	8
JV and Wholly owned subsidiaries	19,010	2,947	1,546	1,349	1,255	26,107	26
	46,589	31,274	14,643	7,072	2,587	102,165	100

Provisional CAPEX

238,032

For 2021-25	2021	2022	2023	2024	2025	Total	%
Natural gas business	7,346	13,403	5,238	3,827	33	29,847	18
Gas transmission	6,700	4,524	1,159	348	252	12,983	8
International trading and downstream petroleum	407	376	620	371	193	1,967	1
Technology & Engineering and Head Office	24,782	2,250	797	493	452	28,774	17
JV and Wholly owned subsidiaries	28,269	28,761	13,700	13,512	12,364	96,606	57
	67,504	49,314	21,514	18,551	13,294	170,177	100

Provisional CAPEX

331,524

Chg	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total
Natural gas business	n/a	-1%	240%	161%	11024%	n/a	52%
Gas transmission	n/a	106%	502%	593%	547%	n/a	58%
International trading and downstream petroleum	n/a	214%	-38%	-90%	-98%	n/a	-18%
Technology & Engineering and Head Office	n/a	72%	298%	34%	-8%	n/a	-71%
JV and Wholly owned subsidiaries	n/a	-34%	-78%	-89%	-89%	n/a	-73%
	n/a	-6%	45%	-21%	-47%	n/a	-40%

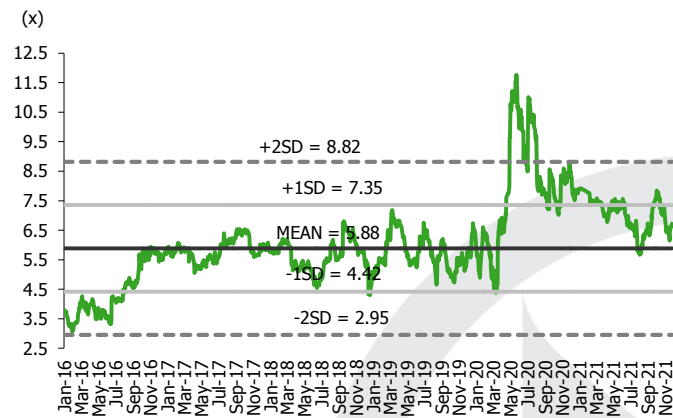
Provisional CAPEX

-28%

Source: Company data

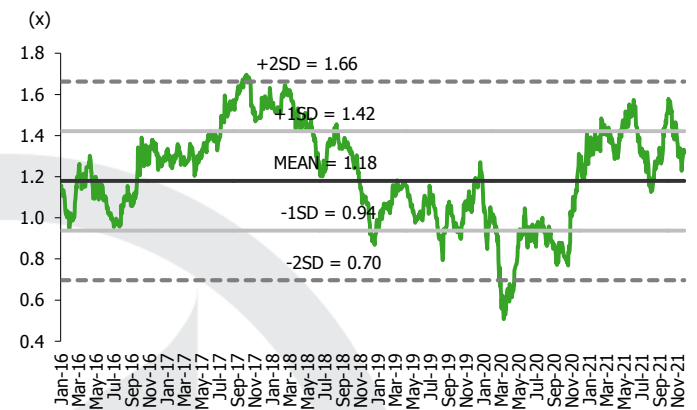


Fig 2 PTT 12-months forward EV/EBITDA



Source: Bloomberg

Fig 3 PTT 12-months forward PBV



Source: Bloomberg



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Revenue	2,219,739	1,615,665	2,082,601	2,272,757	2,321,129
Cost of sales and services	-1,985,411	-1,460,047	-1,780,637	-2,010,875	-2,069,222
Gross Profit	234,327	155,617	301,964	261,882	251,908
SG&A	-89,807	-95,991	-95,731	-105,967	-109,673
Other income	25,274	18,313	24,718	25,380	25,589
EBIT	183,052	93,653	221,384	190,512	178,006
EBITDA	302,998	217,819	373,077	319,492	300,334
Interest expense	-27,971	-28,536	-28,041	-30,888	-33,599
Equity earnings	6,008	4,178	11,602	9,217	10,183
EBT	155,080	65,116	193,343	159,624	144,407
Income tax	-32,989	-25,166	-42,225	-25,569	-22,818
NPAT	122,092	39,950	151,118	134,055	121,589
Minority Interest	-29,141	-2,184	-46,498	-35,155	-35,756
Core Profit	85,701	26,230	125,788	98,899	85,834
Extraordinary items	-8,063	2,266	-14,938	0	0
FX gain (loss)	15,313	9,270	-6,229	0	0
Reported net profit	92,951	37,766	104,620	98,899	85,834

Balance Sheet (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Cash & equivalents	292,542	332,032	313,427	525,843	651,977
ST investments	38,263	84,889	80,132	134,439	166,687
Accounts receivable	167,641	110,528	155,793	170,018	173,636
Inventories	117,747	93,527	107,894	121,845	125,381
Other current assets	100,905	99,955	109,181	119,150	121,686
Total current assets	717,099	720,930	766,427	1,071,295	1,239,368
Investment in subs & others	120,264	116,394	147,196	177,998	208,801
Fixed assets-net	1,294,979	1,292,717	1,431,483	1,221,141	1,136,273
Other assets	352,097	414,142	418,283	422,466	426,691
Total assets	2,484,439	2,544,183	2,763,389	2,892,901	3,011,132
Short-term debt	96,223	78,001	129,591	118,477	174,994
Accounts payable	158,302	108,189	139,969	158,067	162,653
Other current liabilities	125,261	111,837	137,852	155,676	160,193
Total current liabilities	379,785	298,026	407,412	432,220	497,841
Long-term debt	562,746	664,732	616,206	610,192	565,418
Other liabilities	240,868	295,579	298,535	301,520	304,535
Total liabilities	1,183,399	1,258,338	1,322,153	1,343,932	1,367,794
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Reserves & others, net	-48,186	-44,994	-40,082	-35,662	-31,683
Retained earnings	869,016	869,260	980,217	1,053,647	1,113,645
Minority interests	422,436	403,805	443,328	473,210	503,602
Total shareholders' equity	1,301,040	1,285,845	1,441,236	1,548,969	1,643,338
Total equity & liabilities	2,484,439	2,544,183	2,763,389	2,892,901	3,011,132

Key Assumptions	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Oil price (\$/bbl)	63	42	67	66	63
GRM (\$/bbl)	4.2	1.0	3.0	4.6	5.0
Gas volume (mmcf/d)	4,796	4,394	4,614	4,674	4,734
GSP volume (K.tons)	7,609	7,092	7,092	7,092	7,092
Dividend payout (%)	61	76	49	52	60

Cashflow (Btmn)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Net profit	122,092	39,950	151,118	134,055	121,589
Depreciation & amortization	133,204	139,880	142,127	138,197	132,511
Change in working capital	1,417	18,746	-11,063	-2,222	-587
Others	8,394	20,016	131,267	204,342	46,347
CF from operation activities	265,107	218,592	413,449	474,372	299,860
Capital expenditure	-100,203	-130,409	-359,922	-146,234	-84,733
Investment in subs and affiliates	2,737	3,870	-30,802	-30,802	-30,802
Others	-90,752	-62,045	-4,141	-4,183	-4,225
CF from investing activities	-188,218	-188,584	-394,866	-181,220	-119,760
Cash dividend	-81,351	-51,624	-40,252	-63,607	-65,709
Net proceeds from debt	11,125	61,106	3,064	-17,129	11,743
Capital raising	0	-0	0	0	0
Others	-6,305	0	0	0	0
CF from financing activities	-76,531	9,481	-37,188	-80,736	-53,965
Net change in cash	358	39,490	-18,605	212,416	126,135

Key Statistics & Ratios	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
Per share (Bt)					
Reported EPS	3.25	1.32	3.66	3.46	3.01
Core EPS	3.00	0.92	4.40	3.46	3.01
DPS	2.00	1.00	1.80	1.80	1.80
BV	30.76	30.88	34.94	37.66	39.90
EV	70.28	68.04	65.35	56.46	52.39
Free Cash Flow	5.77	3.09	1.87	11.49	7.53
Valuation analysis					
Reported P/E (x)	13.52	32.14	10.24	10.83	12.48
Core P/E (x)	14.66	46.28	8.52	10.83	12.48
P/BV (x)	1.43	1.38	1.07	1.00	0.94
EV/EBITDA (x)	6.63	8.92	5.00	5.05	4.98
Price/Cash flow (x)	4.74	5.55	2.59	2.26	3.57
Dividend yield (%)	4.54	2.35	4.80	4.80	4.80
Profitability ratios					
Gross margin (%)	10.56	9.63	14.50	11.52	10.85
EBITDA margin (%)	13.65	13.48	17.91	14.06	12.94
EBIT margin (%)	8.25	5.80	10.63	8.38	7.67
Net profit margin (%)	5.50	2.47	7.26	5.90	5.24
ROA (%)	5.05	1.59	5.69	4.74	4.12
ROE (%)	10.60	4.29	11.13	9.54	7.75
Liquidity ratios					
Current ratio (x)	1.89	2.42	1.88	2.48	2.49
Quick ratio (x)	1.31	1.77	1.35	1.92	1.99
Leverage Ratios					
Liabilities/Equity ratio (x)	0.91	0.98	0.92	0.87	0.83
Net debt/EBITDA (x)	1.08	1.50	0.94	0.21	-0.26
Net debt/equity (x)	0.25	0.25	0.24	0.04	-0.05
Int. coverage ratio (x)	6.54	3.28	7.90	6.17	5.30
Growth					
Revenue (%)	-4.98	-27.21	28.90	9.13	2.13
EBITDA (%)	-13.58	-28.11	71.28	-14.36	-6.00
Reported net profit (%)	-22.34	-59.37	177.02	-5.47	-13.21
Reported EPS (%)	-22.34	-59.37	177.02	-5.47	-13.21
Core profit (%)	-26.11	-69.39	379.56	-21.38	-13.21
Core EPS (%)	-26.11	-69.39	379.56	-21.38	-13.21

Source: Company, KS estimates



Analyst Certification

The views expressed in this research report accurately reflect the personal views of the analyst(s) about the subject security(ies) and subject company(ies); and no part of the compensation of the research analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.

Investment Ratings

Outperform: Expected total return of 10% or more within a 12-month period

Neutral: Expected total return between -10% and 10% within a 12-month period

Underperform: Expected total return of -10% or worse within a 12-month period

General Disclaimer

This document is prepared by Kasikorn Securities Public Company Limited ("KS"). This document has been prepared for individual clients of KS only and must not, either in whole or in part, be copied, photocopied or duplicated in any form or by any means or distributed to any other person. If you are not the intended recipient you must not use or disclose the information in this research in any way. If you received it in error, please immediately notify KS by return e-mail and delete the document. We do not guarantee the integrity of any e-mails or attached files and are not responsible for any changes made to them by any other person.

This document, including information, data, statements, forecasts, analysis and projections contained herein, including any expression of opinion, is based on public available information or information obtained from sources believed to be reliable, but KS does not make any representation or warranty on, assumes no responsibilities for nor guarantees the accuracy, completeness, correctness or timeliness of such information. KS accepts no obligation to correct or update the information or opinions in it. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration and they were based upon such information or sources then, and in our opinion are fair and reasonable in the circumstances prevailing at the time. The information or expressions of opinion contained herein are subject to change without notice.

Nothing in this document shall be construed as an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities or products, or to engage in or refrain from engaging in any transaction. In preparing this document, KS did not take into account your specific investment objectives, financial situation or particular needs. This document is for your information only and is not to be taken in substitution for the exercise of your judgment. KS salespeople, traders and other professionals may provide oral or written market commentary or trading strategies to our clients that reflect opinions which are contrary to the opinions expressed in this document. Before making an investment decision on the basis of this document, you should obtain independent financial, legal or other advice and consider the appropriateness of investment in light of your particular investment needs, objectives and financial circumstances. There are risks involved in the investment in securities. KS accepts no liability whatsoever for any direct, indirect, consequential or other loss (including claim for loss of profit) arising from any use of or reliance upon this document and/or further communication given in relation to this document.

Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments herein constitute a judgment as of the date of this document, and there can be no assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments. Any valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described in this document were based upon a number of estimates and assumptions and are inherently subject to significant uncertainties or contingencies. It can be expected that one or more of the estimates on which the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments were based will not materialize or will vary significantly from actual results. Therefore, the inclusion of the valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments described herein is not to be relied upon as a representation and/or warranty by KS (i) that such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments or their underlying assumptions will be achieved, or (ii) that there is an assurance that future results or events will be consistent with any such valuations, opinions, estimates, forecasts, projections, ratings or risk assessments stated therein.

KS along with its affiliates and/or persons associated with it may from time to time have interests in the securities mentioned in this document. KS and its associates, their directors and/or employees may have positions in, and may effect transactions in securities mentioned herein and may also perform or seek to perform broking, investment banking, advisory and other securities services for companies mentioned in this document.

Corporate Governance Report Disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market of Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor at <http://www.thai-iod.com/en/publications-detail.asp?id=170>. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the data appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. KS does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

Structured Notes and Derivative Warrants Disclaimer

KS may be the issuer of structured notes on these securities.

KS acts as market maker and issuer of Derivative Warrants ("DWs") on the underlying stocks listed below. Investors should carefully read the details of the DWs in the prospectus before making any investment decisions.

DWs Underlying Stocks: ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BANPU, BBL, BDMS, BEM, BGRIM, BJC, CBG, CHG, CK, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, OSP, PLANB, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TASCO, TISCO, TOP, TQM, TU, VGI, and WHA.