



PTT TB Outperform

Target Price Bt 37.80

Price (22/05/2023) Bt 31.25

Upside % 20.96

Valuation SOTP

Sector Energy & Utilities

Market Cap Btm 892,594

30-day avg turnover Btm 1,221.01

No. of shares on issue m 28,563

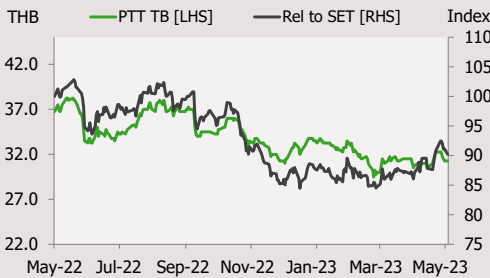
CG Scoring Excellent

Anti-Corruption Indicator Certified

Investment fundamentals

Year end Dec 31	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>Company Financials</b>				
Revenue (Btmn)	3,367,203	2,819,612	2,790,016	2,570,027
Core profit (Btmn)	160,536	70,595	77,065	80,271
Net profit (Btmn)	91,175	72,343	77,065	80,271
Net EPS (Bt)	3.19	2.53	2.70	2.81
DPS (Bt)	2.00	1.50	1.50	1.50
BVPS (Bt)	36.85	38.23	40.45	42.90
Net EPS growth (%)	-15.86	-20.66	6.53	4.16
ROA (%)	3.76	3.16	3.42	3.56
ROE (%)	8.85	6.75	6.86	6.74
Net D/E (x)	0.48	0.43	0.34	0.13
<b>Valuation</b>				
P/E (x)	10.42	12.34	11.58	11.12
P/BV (x)	0.90	0.82	0.77	0.73
EV/EBITDA (%)	4.68	6.63	6.15	5.02
Dividend yield (%)	6.01	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

23 May 2023

Kasikorn Securities Public Company Limited

downside จากความเสี่ยงนโยบายยังคงอยู่

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" จาก TSR 26%** ประวัติการจ่ายเงินปันผลที่ดี และราคาหุ้นที่ไม่แพง โดย PTT ซื้อขายที่ -2SD PBV แคลด TP ลงเล็กน้อยเป็น 37.80 บาท
- ▶ **กำไรของ PTT อาจมี downside** จากผลพวงของราคาพลังงานที่สูงในช่วงที่ผ่านมาและนโยบายพลังงานของรัฐบาลใหม่ที่อาจเกิดขึ้น
- ▶ **ปรับลดประมาณการกำไรปี 2566-67 ลง 3-7%** แต่แนวโน้มกำไรยังแข็งแกร่ง ดังนั้น ความคาดหวังต่อเงินปันผลสูง 5% ยังคงอยู่

Investment Highlights

- ▶ **อัปเดตคำสั่งของกพพ.** จากคำสั่งของคณะกรรมการกำกับกิจการพลังงาน (กพพ.) ที่สั่งให้ PTT คืนค่าปรับมูลค่า 4.3 พันลบ. ภายใต้สัญญา Take-or-Pay กับผู้ผลิตก๊าซจากการผลิตก๊าซธรรมชาติไม่ได้ตามสัญญาให้แก่ กพพ. ทำให้ PTT อยู่ระหว่างศึกษากฎหมายที่เกี่ยวข้องและเตรียมข้อมูลเพื่อดำเนินการอุทธรณ์ตามคำสั่งดังกล่าวภายใน 30 วัน (26 พ.ค. 2566) ผู้บริหาร PTT กล่าวว่า การไม่ปฏิบัติตามสัญญา Take-or-pay ค่าปรับอาจเป็นรายได้หรือค่าใช้จ่ายก็ได้ หากปริมาณก๊าซขาดแคลนจนไม่สามารถส่งก๊าซให้ลูกค้าได้ ซึ่งทำให้ PTT ต้องจ่ายค่าปรับให้กับลูกค้าด้วยเช่นกัน ดังนั้น PTT จึงถือว่าการคิดค่าปรับนี้เป็นเรื่องปกติในการดำเนินธุรกิจ
- ▶ **GSP#8 ใหม่อยู่ภายใต้การศึกษาความเป็นไปได้** PTT อยู่ระหว่างการศึกษาความเป็นไปได้ในการลงทุนโรงแยกก๊าซธรรมชาติโรงที่ 8 (GSP#8) ซึ่งจะสามารถแยกก๊าซอีเทนออกจากก๊าซธรรมชาติที่นำเข้า รวมทั้งเป็นคลังกักเก็บก๊าซอีเทนนำเข้าสำหรับภาคปิโตรเคมีในระยะยาวหลังจากปริมาณก๊าซธรรมชาติในอ่าวไทยหมดลง ขณะนี้คณะกรรมการ PTT ได้อนุมัติให้ดำเนินการศึกษาดังกล่าวแล้ว
- ▶ **ความเสี่ยงทางการเมืองจากนโยบายของรัฐบาลชุดใหม่** จากการหาเสียงของพรรคการเมืองที่ต้องการให้โรงแยกก๊าซใช้ราคาก๊าซธรรมชาติรวม (Pool price) แทนราคาก๊าซธรรมชาติจากแหล่งในประเทศเพียงอย่างเดียว PTT มองว่านโยบายนี้ก่อให้เกิด downside risk ต่อความสามารถในการทำกำไรของกลุ่ม อย่างไรก็ตาม ประโยชน์ต่อประชาชนที่อาจได้รับจะไม่มากเท่าที่คาดไว้ เนื่องจากปริมาณก๊าซธรรมชาติที่ป้อนเข้าโรงแยกก๊าซมีสัดส่วนเพียง 18-20% ของปริมาณก๊าซทั้งหมด ในขณะที่เดียวกัน ส่วนต่างของราคาระหว่างราคา Pool Price กับราคาก๊าซในประเทศนั้นได้ลดลง อันเป็นผลสืบเนื่องจากราคา spot LNG ที่ลดลงอย่างมาก อีกทั้ง การผลิตก๊าซธรรมชาติจากโครงการ G1 ที่จะค่อยๆ ปรับเพิ่มขึ้น ทั้งนี้ แม้จะไม่มีมีการเปลี่ยนแปลงโครงสร้างราคาใดๆ ค่าไฟฟ้าก็จะลดลงโดยอัตโนมัติในอนาคตอันใกล้
- ▶ **ปรับลดประมาณการกำไรปี 2566-67 ลง 3-7%** เพื่อสะท้อนถึงการปรับลดประมาณการกำไรล่าสุดของบริษัทฯ ยอดของ PTT สมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบลดลง 5 ดอลลาร์สหรัฐฯ/บาร์เรลในแต่ละปี และ Pool Price ของก๊าซที่ลดลง 0.6-0.9 ดอลลาร์สหรัฐฯ/mmbtu ในแต่ละปี ประมาณการกำไรปี 2566-67 ของเราสำหรับ PTT ลดลง 7% และ 3% จาก 7.79 หมื่นลบ. และ 7.96 หมื่นลบ. เป็น 7.23 หมื่นลบ. และ 7.71 หมื่นลบ. ตามลำดับ นอกจากนี้ เรายังเริ่มประมาณการกำไรปี 2568 ที่ 8.0 หมื่นลบ. โดยใช้สมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบที่ 70 ดอลลาร์สหรัฐฯ/บาร์เรลและ Pool Price ของก๊าซ ที่ 7.4 ดอลลาร์สหรัฐฯ/mmbtu และราคา HDPE ที่ 1,030 ดอลลาร์สหรัฐฯ/ตัน

Valuation and Recommendation

- ▶ **คงคำแนะนำ "ซื้อ" แต่ลดราคาเป้าหมายกลางปี 2567 ลงเป็น 37.80 บาท** เพื่อสะท้อนการปรับลดประมาณการกำไรและการปรับปีฐานราคาเป้าหมายของเราจากสิ้นปี 2566 ไปเป็นกลางปี 2567 ราคาเป้าหมายของเราจึงลดลง 6% จาก 40.20 บาทเป็น 37.80 บาท ด้วยผลตอบแทนผู้ถือหุ้นรวม 26% เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" สำหรับ PTT ทั้งนี้ เรายังคงชอบ PTT เนื่องจากมีประวัติการจ่ายเงินปันผลที่ดี ในขณะที่หุ้นซื้อขายต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV อยู่ 2SD อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงหลักคือ downside จากการเปลี่ยนแปลงนโยบายพลังงาน



Fig 1 PTT group's guidance



Source: Company data

Fig 2 Natural gas price structure (as of March 2023)



Source: Company data

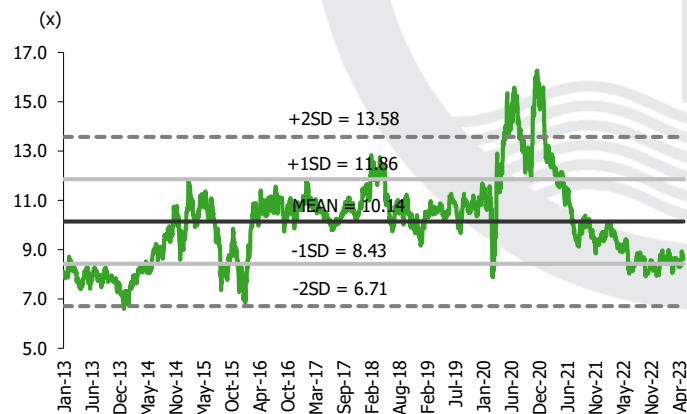


Fig 3 Key assumptions and earnings revisions

	2023E				2024E				2025E
	New	Previous	Chg	%	New	Previous	Chg	%	New
<b>PTT</b>	<b>72,343</b>	<b>77,882</b>	<b>(5,539)</b>	<b>-7%</b>	<b>77,065</b>	<b>79,588</b>	<b>(2,524)</b>	<b>-3%</b>	<b>80,271</b>
<b>Earnings performance of key subsidiaries</b>									
PTTEP	55,436	63,234	(7,797)	-12%	54,744	60,130	(5,386)	-9%	55,949
PTTGC	8,346	14,351	(6,005)	-42%	14,268	19,331	(5,063)	-26%	17,850
OR	12,770	12,770	0	0%	16,363	16,363	0	0%	17,502
TOP	14,947	14,947	0	0%	11,617	11,617	0	0%	16,690
IRPC	(692)	(692)	0	0%	4,152	4,152	0	0%	n/a
GPSC	4,705	5,120	(415)	-8%	6,737	7,452	(715)	-10%	8,268
<b>Effective changes</b>	<b>58,219</b>	<b>66,900</b>	<b>(8,681)</b>	<b>-13%</b>	<b>64,564</b>	<b>71,557</b>	<b>(6,993)</b>	<b>-10%</b>	<b>n/a</b>

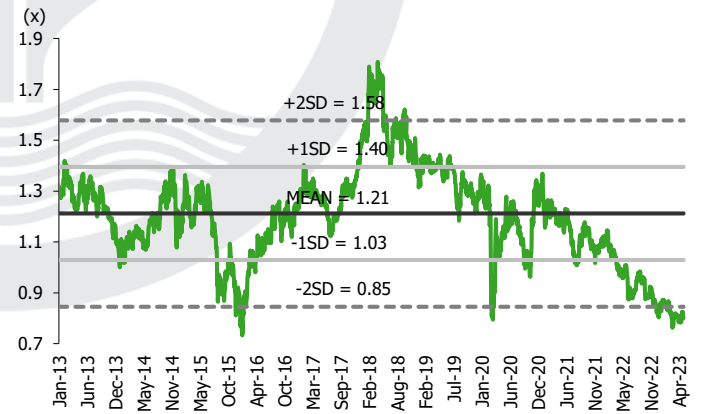
Source: Source: KS Research

Fig 4 PTT 12-month forward PER



Source: Bloomberg

Fig 5 PTT 12-month forward PBV



Source: Bloomberg



Year-end 31 Dec

Income Statement (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	Cashflow (Btmn)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
Revenue	2,258,818	3,367,203	2,819,612	2,790,016	2,570,027	Net profit	152,068	122,100	107,645	117,427	123,634
Cost of sales and services	-1,910,795	-2,934,230	-2,560,235	-2,512,373	-2,281,266	Depreciation & amortization	158,963	150,282	152,382	149,233	152,756
<b>Gross Profit</b>	<b>348,024</b>	<b>432,972</b>	<b>259,377</b>	<b>277,643</b>	<b>288,760</b>	Change in working capital	-13,522	-150,340	73,123	233	11,241
SG&A	-104,690	-144,227	-123,034	-127,106	-125,702	Others	61,706	356,615	-7,767	37,448	203,154
Other income	17,001	24,420	27,948	26,507	25,043	<b>CF from operation activities</b>	<b>359,215</b>	<b>478,657</b>	<b>325,383</b>	<b>304,341</b>	<b>490,785</b>
<b>EBIT</b>	<b>245,708</b>	<b>249,653</b>	<b>173,769</b>	<b>185,351</b>	<b>196,219</b>	Capital expenditure	-209,103	-507,970	-145,044	-116,884	-120,046
<b>EBITDA</b>	<b>419,297</b>	<b>463,448</b>	<b>316,673</b>	<b>326,278</b>	<b>340,858</b>	Investment in subs and affiliates	-77,932	-43,563	-1,150	-1,181	11,247
Interest expense	-28,163	-37,091	-41,145	-40,644	-43,705	Others	-190,731	-32,678	-63,755	-7,013	-7,083
Equity earnings	9,010	5,849	7,730	8,306	8,117	<b>CF from investing activities</b>	<b>-477,766</b>	<b>-584,211</b>	<b>-209,949</b>	<b>-125,078</b>	<b>-115,882</b>
<b>EBT</b>	<b>217,545</b>	<b>212,562</b>	<b>132,624</b>	<b>144,707</b>	<b>152,514</b>	Cash dividend	-43,633	-71,228	-73,281	-58,484	-49,788
Income tax	-65,478	-90,462	-24,979	-27,280	-28,879	Net proceeds from debt	142,882	204,107	-28,463	-18,364	-74,420
<b>NPAT</b>	<b>152,068</b>	<b>122,100</b>	<b>107,645</b>	<b>117,427</b>	<b>123,634</b>	Capital raising	0	0	0	0	0
Minority Interest	-43,704	-30,925	-35,303	-40,362	-43,364	Others	0	0	0	0	0
<b>Core Profit</b>	<b>131,999</b>	<b>160,536</b>	<b>70,595</b>	<b>77,065</b>	<b>80,271</b>	<b>CF from financing activities</b>	<b>99,249</b>	<b>132,878</b>	<b>-101,744</b>	<b>-76,848</b>	<b>-124,208</b>
Extraordinary items	-17,167	-74,914	555	0	0	<b>Net change in cash</b>	<b>-19,302</b>	<b>27,324</b>	<b>13,690</b>	<b>102,415</b>	<b>250,695</b>
FX gain (loss)	-6,469	5,552	1,193	0	0	<b>Key Statistics &amp; Ratios</b>					
<b>Reported net profit</b>	<b>108,363</b>	<b>91,175</b>	<b>72,343</b>	<b>77,065</b>	<b>80,271</b>	<b>Per share (Bt)</b>					
<b>Balance Sheet (Btmn)</b>						Reported EPS	3.79	3.19	2.53	2.70	2.81
Cash & equivalents	312,730	340,054	353,744	456,159	706,854	Core EPS	4.62	5.62	2.47	2.70	2.81
ST investments	48,907	12,600	13,107	16,902	26,191	DPS	2.00	2.00	1.50	1.50	1.50
Accounts receivable	196,243	219,054	173,880	172,055	158,488	BV	35.24	36.85	38.23	40.45	42.90
Inventories	168,994	222,348	170,731	167,539	152,128	EV	72.67	75.90	73.46	70.30	59.88
Other current assets	126,532	246,806	196,118	194,060	178,759	Free Cash Flow	5.26	-1.03	6.31	6.56	12.98
<b>Total current assets</b>	<b>853,406</b>	<b>1,040,863</b>	<b>907,580</b>	<b>1,006,715</b>	<b>1,222,420</b>	<b>Valuation analysis</b>					
Investment in subs & others	194,326	237,889	239,040	240,221	228,974	Reported P/E (x)	10.02	10.42	12.34	11.58	11.12
Fixed assets-net	1,425,414	1,499,330	1,550,584	1,519,303	1,310,844	Core P/E (x)	8.22	5.92	12.64	11.58	11.12
Other assets	604,873	637,551	701,306	708,319	715,402	P/BV (x)	1.08	0.90	0.82	0.77	0.73
<b>Total assets</b>	<b>3,078,019</b>	<b>3,415,632</b>	<b>3,398,509</b>	<b>3,474,557</b>	<b>3,477,639</b>	EV/EBITDA (x)	4.95	4.68	6.63	6.15	5.02
Short-term debt	99,392	164,779	161,325	171,570	147,672	Price/Cash flow (x)	3.02	1.98	2.74	2.93	1.82
Accounts payable	213,784	230,366	193,770	190,147	172,656	Dividend yield (%)	5.26	6.01	4.80	4.80	4.80
Other current assets	180,478	197,395	172,236	169,016	153,468	<b>Profitability ratios</b>					
<b>Total current liabilities</b>	<b>493,654</b>	<b>592,540</b>	<b>527,331</b>	<b>530,733</b>	<b>473,797</b>	Gross margin (%)	15.41	12.86	9.20	9.95	11.24
Long-term debt	786,224	924,943	899,933	871,324	820,802	EBITDA margin (%)	18.56	13.76	11.23	11.69	13.26
Other liabilities	325,201	364,456	368,100	371,781	375,499	EBIT margin (%)	10.88	7.41	6.16	6.64	7.63
<b>Total liabilities</b>	<b>1,605,079</b>	<b>1,881,940</b>	<b>1,795,364</b>	<b>1,773,839</b>	<b>1,670,098</b>	Net profit margin (%)	6.73	3.63	3.82	4.21	4.81
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563	ROA (%)	5.41	3.76	3.16	3.42	3.56
Share premium	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211	ROE (%)	11.47	8.85	6.75	6.86	6.74
Reserves & others, net	26,830	37,650	34,300	31,285	28,571	<b>Liquidity ratios</b>					
Retained earnings	922,092	957,167	999,962	1,066,243	1,138,920	Current ratio (x)	1.73	1.76	1.72	1.90	2.58
Minority interests	466,243	481,102	511,109	545,417	582,276	Quick ratio (x)	1.13	0.96	1.03	1.22	1.88
<b>Total shareholders' equity</b>	<b>1,472,940</b>	<b>1,533,693</b>	<b>1,603,145</b>	<b>1,700,718</b>	<b>1,807,541</b>	<b>Leverage Ratios</b>					
<b>Total equity &amp; liabilities</b>	<b>3,078,019</b>	<b>3,415,632</b>	<b>3,398,509</b>	<b>3,474,557</b>	<b>3,477,639</b>	Liabilities/Equity ratio (x)	1.09	1.23	1.12	1.04	0.92
<b>Key Assumptions</b>						Net debt/EBITDA (x)	1.25	1.59	2.19	1.75	0.69
Dubai crude price (\$/bbl)	69	96	75	70	70	Net debt/equity (x)	0.36	0.48	0.43	0.34	0.13
Singapore GRM (\$/bbl)	3.0	10.7	7.0	7.9	8.7	Int. coverage ratio (x)	8.72	6.73	4.22	4.56	4.49
Gas sale volumes (mmcf)	4,428	4,190	4,316	4,445	4,579	<b>Growth</b>					
GSP sale volumes (k tons)	6,884	6,746	7,092	7,092	7,092	Revenue (%)	39.81	49.07	-16.26	-1.05	-7.88
Dividend payout (%)	53	63	59	56	53	EBITDA (%)	92.50	10.53	-31.67	3.03	4.47
						Reported net profit (%)	186.94	-15.86	-20.66	6.53	4.16
						Reported EPS (%)	186.94	-15.86	-20.66	6.53	4.16
						Core profit (%)	403.24	21.62	-56.03	9.16	4.16
						Core EPS (%)	403.24	21.62	-56.03	9.16	4.16

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 The Thai Institute of Directors Association (IOD). 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, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BEM, BGRIM, BH, CBG, CHG, CKP, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, DOHOME, DTAC, EA, EGCO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KTC, MINT, MTC, OSP, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SET50, SPRC, STA, STEC, STGT, TIDLOR, TISCO, TOP, TRUE, TTB, TU, VGI, WHA.