

PTT EXPLORATION & PRODUCTION

(PTTEP TB/ PTTEP.BK)

กำไร 1Q จะลดลงเล็กน้อย qoq เพราะ ASP ลดลง

เราปรับเพิ่มคำแนะนำหุ้น PTTEP จากถือเป็นซื้อ และ ปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย เป็น 174 บาท จากเดิม 165 บาท เพื่อสะท้อนถึงการปรับเพิ่มประมาณการกำไร ปี 2024-2025 ขึ้นอีก 14-20% จากการปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบ เราคาดว่ากำไรสุทธิใน 1Q24F จะอยู่ที่ 1.76 หมื่นล้านบาท (-9% yoy, -4% qoq) คิดเป็น 24% ของประมาณการกำไรเต็มปีของเรา ในขณะที่คาดว่ากำไรใน 2Q24F จะเพิ่มขึ้น qoq เนื่องจาก i) ปริมาณยอดขายเพิ่มขึ้นจากโครงการ G1/61 (เอราวัณ) ที่เริ่มการผลิตจนเต็มกำลังที่ 800 mmscfd ตั้งแต่วันที่ 20 มีนาคม 2024 และจากโครงการ HBR ในแอลจีเรีย ii) คาดว่าราคาน้ำมันดิบดูไบ จะสูงขึ้น

กำไรใน 1Q24F จะลดลง 9% yoy และ 4% qoq เหลือ 1.76 หมื่นล้านบาท กำไรที่ลดลง yoy จะเป็นเพราะ i) ราคาขายเฉลี่ยลดลง (-7% yoy) และ ต้นทุนต่อหน่วยเพิ่มขึ้น (+11% yoy) ส่วนกำไรที่ลดลง qoq จะเป็นเพราะราคาขายเฉลี่ย (ASP) ลดลงเหลือ US\$46.7/BOE (-3% qoq) เพราะราคาน้ำมันดิบดูไบลดลงมาอยู่ที่ US\$81.2/bbl (-3% qoq) ในขณะที่ราคาขายก๊าซทรงตัว qoq อยู่ที่ US\$5.8/BOE เราคาดว่าปริมาณยอดขายจะลดลงเล็กน้อย qoq มาอยู่ที่ 473 KBOED จาก 475KBOED ใน 4Q23 เนื่องจาก i) ปริมาณ crude loading จากโครงการ HBR ในแอลจีเรียลดลง ii) MTJDA เราคาดว่าต้นทุนต่อหน่วยจะทรงตัว qoq อยู่ที่ US\$28.9/bbl เนื่องจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานสูงขึ้น และ ได้รับผลกระทบจากการ write off หลุมปิโตรเลียมในมาเลเซีย นอกจากนี้ เรายังคาดว่า ในไตรมาสนี้ บริษัทจะมีผลขาดทุนพิเศษ (ผลขาดทุนจากอนุพันธ์) 1 พันล้านบาท โดยคาดว่ากำไรจากรธุรกิจหลักจะอยู่ที่ 1.85 หมื่นล้านบาท (-7% yoy, -17% qoq)

ปรับประมาณการกำไรปี FY24/25F ขึ้น 14-20% จากราคาน้ำมันดิบดูไบที่สูงขึ้น เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี FY24F ขึ้นอีก 14% เป็น 7.37 หมื่นล้านบาท และ ปี FY25F ขึ้นอีก 20% เป็น 6.64 หมื่นล้านบาท เพื่อสะท้อนถึงสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบที่เพิ่มขึ้นจากเดิม US\$75/70 ต่อบาร์เรล เป็น US\$81/75 ต่อบาร์เรล ทั้งนี้ ราคาน้ำมันดิบดูไบ YTD อยู่ที่ US\$82 จากการที่ OPEC+ ยืนยันจะลดการผลิตโดยสมัครใจ 2.2MBPD ไปจนถึงเดือนมิถุนายน 2024 นอกจากนี้ ยอดผลิตน้ำมันของ OPEC ในเดือนมีนาคม 2024 ยังลดลง 4.6% จากเมื่อเดือนธันวาคม 2023 เหลือ 26.9MBPD เราคาดว่าอุปทานจะตึงตัวใน 2H24 จากการที่ OPEC+ ยังเดินหน้าลดการผลิต และ ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่รุนแรงมากขึ้น

ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็นซื้อ และ ปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย DCF เป็น 174 บาท(จากเดิม 165 บาท)

เราคาดว่าดีล M&A จะช่วยกระตุ้นปริมาณยอดขาย โดยเฉพาะในตะวันออกกลาง (UAE, โอมาน) เนื่องจากบริษัทมีกระแสเงินสด (free cashflow) แข็งแกร่ง ซึ่งถ้าหากดีล M&A เกิดขึ้นใน 1H24 ก็จะช่วยหนุนให้กำไรในปี 2024 เพิ่มขึ้น

Financial Summary

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btm)	331,350	300,694	299,700	293,421	280,477
Revenue growth	(%)	51.3	(9.3)	(0.3)	(2.1)	(4.4)
EBITDA	(Btm)	246,279	227,822	212,962	203,450	188,051
EBITDA growth	(%)	50.5	(7.5)	(6.5)	(4.5)	(7.6)
Profit, core	(Btm)	84,832	79,336	72,067	64,818	53,782
Profit growth, core	(%)	83.1	(6.5)	(9.2)	(10.1)	(17.0)
Profit, reported	(Btm)	70,901	76,706	73,692	66,444	55,407
Profit growth, reported	(%)	82.4	8.2	(3.9)	(9.8)	(16.6)
EPS, core	(Bt)	21.37	19.98	18.15	16.33	13.55
EPS growth, core	(%)	83.1	(6.5)	(9.2)	(10.1)	(17.0)
DPS	(Bt)	9.3	9.5	8.0	7.5	7.0
P/E, core	(x)	7.4	7.9	8.7	9.7	11.7
P/BV, core	(x)	1.3	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	19.2	16.4	13.9	11.6	9.1
Dividend yield	(%)	5.9	6.0	5.1	4.7	4.4
FCF yield	(%)	12.4	2.1	4.1	(1.0)	(0.3)

BUY (from HOLD)

Target price Bt174.0(+10.1%) Price Bt158.00

Total return upside 15.2% Div. yield 5.1%



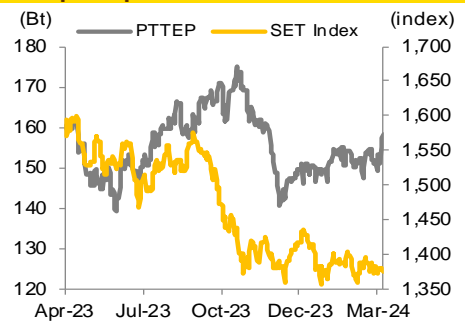
Wisuwat YAIKWAWONG, CFA

Fundamental investment analyst on securities
+662 659 7000 ext 5013

wisuwat.yaikwawong@krungsrisecurities.com

Key data	Unit	
12M high/ low	(Bt)	175.0/ 137.5
Market cap	(Btm/ USDm)	615,348/ 16,794
3M avg. daily turnover	(Btm/ USDm)	1,218.9/ 34.2
Free float	(%)	34.0
Issued shares	(m shares)	3,970
Major shareholders:		%
1) Ptt Pcl		63.8
2) Stock Exchange Of Th		7.9
3) State Street Corp		3.2

Stock price performance



	Unit	ytd	1M	3M	12M
Total return	(%)	9.4	3.9	9.4	4.6
Total return vs SET	(%)	12.0	3.4	13.3	18.3

Krungsri vs Bloomberg consensus

	Unit	(+)	(=)	(-)
Bloomberg consensus	(Cnt.)	23	8	1
	Unit	KSS	BB	%diff
Target price	(Bt)	174.00	177.29	(1.9)
2024F net profit	(Btm)	73,692	69,013	6.8
2025F net profit	(Btm)	66,444	69,427	(4.3)

Earnings revision

Bloomberg	Unit	2024F	2025F
1M	(%)	0.00	0.00
3M	(%)	(2.14)	0.00
ytd	(%)	(2.14)	0.00
Krungsri			
From last report	(%)	14.21	20.04

Source: Bloomberg, Krungsri Securities

Figure 1: Earnings revision

	Unit	New		Previous		% Chg	
		2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
Revenue	(Btm)	299,700	293,421	283,663	274,148	5.7%	7.0%
EBITDA	(Btm)	212,962	203,450	196,926	184,177	8.1%	10.5%
Equity a/c profits	(Btm)	1,550	1,628	1,260	1,323	23.0%	23.0%
Other Income	(Btm)	8,468	8,468	10,348	10,348	-18.2%	-18.2%
Net profit	(Btm)	73,692	66,444	64,523	55,350	14.2%	20.0%
Key assumption							
Sales volume	BOED	505,000	523,000	505,000.0	523,000.0	0.0%	0.0%
Dubai crude price	(BOED)	81	75	75.0	70.0	8.0%	7.1%
Average selling price	(US\$/bbl)	47.7	45.1	45.2	42.2	5.4%	7.0%
Unit cost	(US\$/BOE)	28.9	28.9	28.9	28.9	0.0%	0.0%
FX	US\$/THB	33.5	33.5	33.5	33.5	0.0%	0.0%

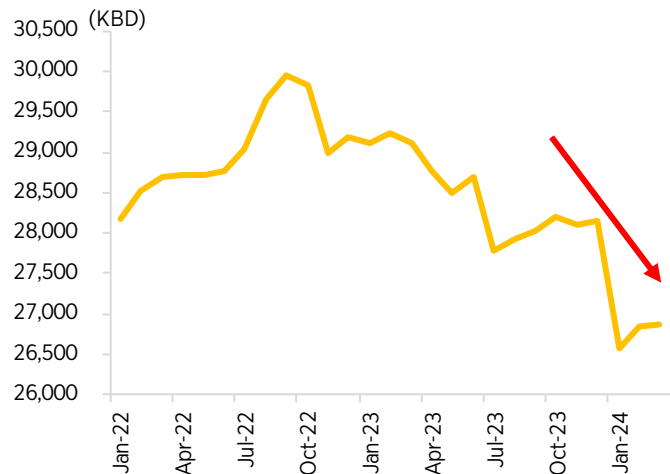
Source: Company data, Krungsri Securities

Figure 2: 1Q24F Results Preview

Quarterly P&L (Btm)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	Chg qoq	Chg yoy
Sales	75,493	67,479	78,206	79,516	73,518	-8%	-3%
COGS (incl. dep'n)	(33,963)	(31,236)	(38,301)	(39,426)	(37,991)	4%	-12%
Gross Profit	41,530	36,243	39,905	40,090	35,526	-11%	-14%
SG&A	(3,410)	(3,646)	(3,979)	(5,944)	(4,961)	17%	-45%
Operating Profit	38,120	32,597	35,925	34,146	30,565	-10%	-20%
Net other income/expense	1,130	1,433	1,106	3,924	1,400	-64%	24%
Net interest	(1,435)	(1,318)	(1,355)	(830)	(1,090)	-31%	24%
Pretax profit	37,815	32,711	35,676	37,240	30,875	-17%	-18%
Income Tax	(18,199)	(13,283)	(17,035)	(15,186)	(12,732)	16%	30%
Associates	419	331	320	407	400	-2%	-4%
Minority interest	0	0	0	2	0		
Profit after tax (pre-ex)	20,034	19,759	18,961	22,463	18,543	-17%	-7%
Extraordinaries, GW & FX	(753)	1,277	(862)	(4,173)	(961)	77%	-28%
Reported net profit	19,282	21,036	18,099	18,289	17,582	-4%	-9%
Shares out (end Q, m)	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970		
Adjusted shares (m)	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970		
Pre-ex EPS	5.05	4.98	4.78	5.66	4.67	-17%	-7%
EPS	4.86	5.30	4.56	4.61	4.43	-4%	-9%
Key Assumptions							
Sales volume	461	445	467	475	473	0%	3%
Sales volume - gas	332	324	328	342	345	1%	4%
Sales volume - liquid	128	122	139	133	128	-4%	-1%
Dubai crude price	80.2	78.0	86.7	83.9	81.2	-3%	1%
Average selling price	50.0	45.7	48.6	48.4	46.7	-3%	-7%
Unit cost	26.1	26.4	29.1	28.9	28.9	0%	11%

Note: Our core profit (profit pre-ex) is based on data reported in the financial statements. PTTEP provides a breakdown of non-recurring items after results are released. Our definition of core profit on the cover page excludes non-recurring items provided by PTTEP

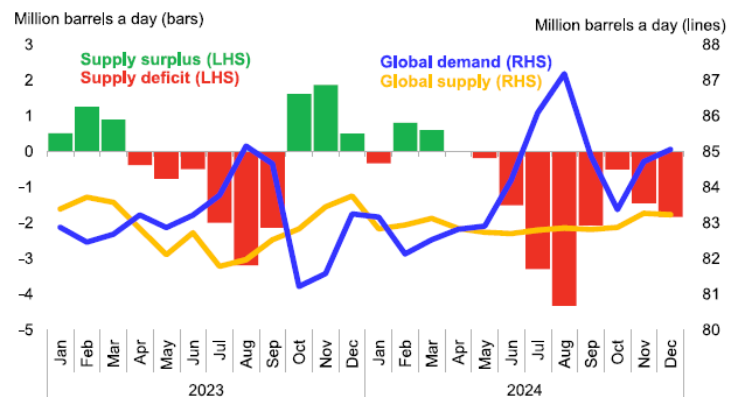
Figure 3: OPEC Production output continue to decline



Source: Bloomberg, Krungsri Securities

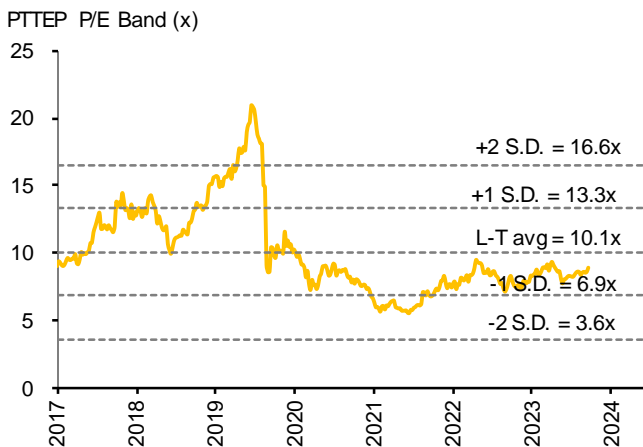
Figure 4: Tight supply in 2H24 if OPEC+ maintain supply cut

Global crude and condensate balance



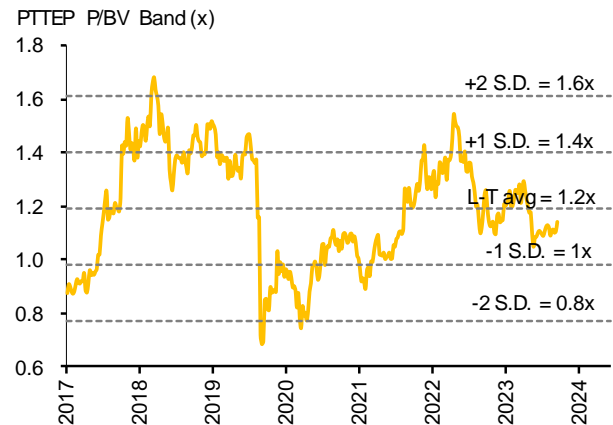
Source: BNEF, Krungsri Securities

Figure 5: Prospective P/E Band



Sources: Company data, Krungsri Securities

Figure 6: Prospective P/BV Band



Sources: Company data, Krungsri Securities

Financial statement
Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btm)	191,053	160,401	219,068	331,350	300,694	299,700	293,421	280,477
Cost of goods sold	(Btm)	(106,881)	(106,143)	(122,122)	(148,949)	(142,926)	(163,649)	(168,828)	(172,378)
Gross profit	(Btm)	84,172	54,258	96,946	182,401	157,768	136,050	124,593	108,098
SG&A	(Btm)	(11,870)	(9,754)	(11,416)	(20,386)	(16,979)	(15,051)	(16,011)	(16,838)
Other income	(Btm)	999	5,562	8,300	2,662	11,016	8,468	8,468	8,468
Interest expense	(Btm)	(7,291)	(7,956)	(6,472)	(8,218)	(10,243)	(9,948)	(9,948)	(9,948)
Pre-tax profit	(Btm)	66,010	42,109	87,358	156,459	141,561	119,519	107,102	89,780
Corporate tax	(Btm)	(20,952)	(18,764)	(41,528)	(72,295)	(63,704)	(49,003)	(43,912)	(37,708)
Equity a/c profits	(Btm)	380	1,307	489	668	1,477	1,550	1,628	1,709
Minority interests	(Btm)	0	0	0	0	2	0	0	0
Core profit	(Btm)	45,438	24,652	46,318	84,832	79,336	72,067	64,818	53,782
Extra-ordinary items	(Btm)	3,364	(1,988)	(7,455)	(13,931)	(2,630)	1,626	1,626	1,626
Net Profit	(Btm)	48,803	22,664	38,864	70,901	76,706	73,692	66,444	55,407
EBITDA	(Btm)	133,419	114,165	163,592	246,279	227,822	212,962	203,450	188,051
Core EPS	(Bt)	11.4	6.2	11.7	21.4	20.0	18.2	16.3	13.5
Net EPS	(Bt)	12.3	5.7	9.8	17.9	19.3	18.6	16.7	14.0
DPS	(Bt)	6.0	4.3	5.0	9.3	9.5	8.0	7.5	7.0

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btm)	142,125	152,716	139,584	196,842	234,800	311,602	303,776	310,290
Total long-term assets	(Btm)	529,866	522,921	643,952	673,022	668,021	660,327	700,377	719,832
Total assets	(Btm)	671,990	675,637	783,536	869,864	902,821	971,929	1,004,153	1,030,123
Total current liabilities	(Btm)	61,841	56,257	104,502	114,616	88,590	99,323	100,528	100,561
Total long-term liabilities	(Btm)	253,090	264,969	263,684	288,128	334,895	334,895	334,895	334,895
Total liabilities	(Btm)	314,932	321,226	368,186	402,744	423,485	434,217	435,423	435,455
Paid-up capital	(Btm)	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Total equity	(Btm)	357,059	354,411	415,350	467,121	499,443	541,016	574,936	603,774
Minority interest	(Btm)	0	0	0	0	0	0	0	0
BVPS	(Bt)	89.9	89.3	104.6	117.7	125.8	136.3	144.8	152.1

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btm)	45,438	24,652	46,318	84,832	79,336	72,067	64,818	53,782
Depreciation and amortization	(Btm)	(62,811)	(65,250)	(70,294)	(83,168)	(81,322)	(88,543)	(91,448)	(93,372)
Operating cash flow	(Btm)	114,326	90,157	135,749	283,070	207,915	147,895	138,307	129,184
Investing cash flow	(Btm)	(118,121)	(39,239)	(155,110)	(113,475)	(110,978)	(119,230)	(141,716)	(128,154)
Financing cash flow	(Btm)	(75,235)	(24,297)	19,835	(22,348)	(44,665)	(31,127)	(31,127)	(25,172)
Net change in cash	(Btm)	(79,031)	26,621	473	147,248	52,272	(2,461)	(34,536)	(24,142)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	44.1	33.8	44.3	55.0	52.5	45.4	42.5	38.5
EBITDA margin	(%)	69.8	71.2	74.7	74.3	75.8	71.1	69.3	67.0
EBIT margin	(%)	37.0	30.5	42.6	49.2	48.7	41.5	38.2	33.8
Net profit margin	(%)	25.5	14.1	17.7	21.4	25.5	24.6	22.6	19.8
ROE	(%)	12.2	6.9	12.0	19.2	16.4	13.9	11.6	9.1
ROA	(%)	7.0	3.7	6.3	10.3	9.0	7.7	6.6	5.3
Net D/E	(x)	0.0	0.0	0.1	0.0	n/a	n/a	n/a	n/a
Interest coverage	(x)	10.1	6.3	14.5	20.0	14.8	13.0	11.8	10.0
Payout Ratio	(%)	48.8	74.4	51.1	51.8	49.2	43.1	44.8	50.2

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Sales volume	(BOED)	350,651	354,052	416,141	468,130	462,000	505,000	523,000	534,000
Sales volume - gas	(%)	70.9	66.7	71.3	72.5	72.0	72.0	72.0	72.0
Sales volume - liquid	(%)	29.1	33.3	28.7	27.5	28.0	28.0	28.0	28.0
Dubai crude price	(US\$/bbl)	63.5	42.2	69.4	96.4	83.5	81.0	75.0	70.0
Average selling price	(US\$/MMBTU)	47.2	38.9	43.4	53.4	48.2	47.7	45.1	42.2

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	(Btm)	68,149	83,088	88,503	91,611	75,493	67,479	78,206	79,516
Cost of goods sold	(Btm)	(29,221)	(36,168)	(41,626)	(41,934)	(33,963)	(31,236)	(38,301)	(39,426)
Gross profit	(Btm)	38,928	46,920	46,877	49,676	41,530	36,243	39,905	40,090
SG&A	(Btm)	(3,061)	(3,865)	(2,919)	(10,541)	(3,410)	(3,646)	(3,979)	(5,944)
Other income	(Btm)	601	1,357	807	4,220	1,130	1,433	1,106	3,924
Interest expense	(Btm)	(1,577)	(2,002)	(1,854)	(1,219)	(1,435)	(1,318)	(1,355)	(830)
Pre-tax profit	(Btm)	34,891	42,410	42,911	42,136	37,815	32,711	35,676	37,240
Corporate tax	(Btm)	(16,436)	(21,042)	(17,006)	(17,811)	(18,199)	(13,283)	(17,035)	(15,186)
Equity a/c profits	(Btm)	350	445	(619)	492	419	331	320	407
Minority interests	(Btm)	0	0	0	0	0	0	0	2
Core profit	(Btm)	18,805	21,813	25,286	24,817	20,034	19,759	18,961	22,463
Extra-ordinary items	(Btm)	(8,286)	(1,213)	(1,114)	(9,207)	(753)	1,277	(862)	(4,173)
Net Profit	(Btm)	10,519	20,600	24,172	15,611	19,282	21,036	18,099	18,289
EBITDA	(Btm)	78,041	104,843	114,482	120,482	94,054	91,117	102,398	108,565
Core EPS	(Bt)	4.7	5.5	6.4	6.3	5.0	5.0	4.8	5.7
Net EPS	(Bt)	2.6	5.3	6.1	3.9	4.9	5.3	4.6	4.6

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	(Btm)	172,002	166,048	201,415	196,842	196,842	196,842	196,842	234,800
Total long-term assets	(Btm)	631,879	687,746	734,263	673,022	662,400	685,530	702,973	702,974
Total assets	(Btm)	803,881	853,794	935,678	869,864	859,243	882,372	899,815	937,774
Total current liabilities	(Btm)	129,400	89,902	102,683	114,616	99,123	64,968	80,402	88,590
Total long-term liabilities	(Btm)	261,517	311,250	337,889	288,128	292,408	300,150	308,124	334,895
Total liabilities	(Btm)	390,917	401,153	440,573	402,744	391,531	365,117	388,526	423,485
Paid-up capital	(Btm)	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970	3,970
Total equity	(Btm)	412,964	452,641	495,105	467,121	480,240	500,993	515,175	499,443
Minority interest	(Btm)	0	0	0	0	0	0	0	2
BVPS	(Bt)	104	114	125	118	121	126	130	126

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	(Btm)	18,805	21,813	25,286	24,817	20,034	19,759	18,961	22,463
Depreciation and amortization	(Btm)	14,041	17,087	19,443	22,973	23,666	16,584	19,310	22,133
Operating cash flow	(Btm)	47,564	66,714	78,034	79,698	52,189	61,251	66,053	71,245
Investing cash flow	(Btm)	(7,242)	39,834	32,953	(35,238)	2,204	26,509	11,787	(10,844)
Financing cash flow	(Btm)	(465)	13,420	12,235	(29,524)	(1,228)	(963)	1,366	(6,615)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	(%)	57.1	56.5	53.0	54.2	55.0	53.7	51.0	50.4
EBITDA margin	(%)	77.7	75.2	75.6	68.6	72.5	76.9	74.2	72.2
EBIT margin	(%)	52.6	51.8	49.7	42.7	50.5	48.3	45.9	42.9
Net profit margin	(%)	15.4	24.8	27.3	17.0	25.5	31.2	23.1	23.0
ROE	(%)	2.5	4.6	4.9	3.3	4.0	4.2	3.5	3.7
ROA	(%)	1.3	2.4	2.6	1.8	2.2	2.4	2.0	2.0
Net D/E	(x)	0.06	0.11	0.06	0.02	(0.03)	0.03	0.02	(0.04)
Interest coverage	(x)	389.3	469.2	468.8	496.7	415.3	362.4	399.0	400.8
Payout Ratio	(%)	0	54	0	50	0	42	0	57