



9 June 2009

Thailand  
Resource - Energy

# PTT Exploration & Production Plc. (PTTEP)

Company Update

<b>Recommendation</b>	<b>No-Rating*</b>
<b>Share price</b>	<b>Bt141</b>
<b>Target price</b>	-
<b>Upside/(Downside)</b>	-
<b>Warrant price</b>	-
52W range high/low	Bt222/Bt74.50
Foreign limit/ownership	40.0%/21.65%
Foreign premium	N/A
SET index	600.03

## Company description

ปตท. สผ. เป็นบริษัทผลิตและสำรวจก๊าซธรรมชาติ ทั้งในอ่าวไทยและต่างประเทศ ปัจจุบันมีปริมาณสำรองก๊าซจำนวน 946 MBOE อายุเฉลี่ย 12 ปี มีโครงการลงทุนในโครงการผลิตปิโตรเลียม 36 โครงการ

## Mkt. cap & volume

Issued shares	3,307m
Par value	Bt1
Warrants	-
Conversion ratio	-
Conversion price	-
Conversion dates	-
Equity market cap	Bt267.9b/US\$7.67b
Avg. daily vol. 3M	Bt1,275m/US\$36.5m
Exchange rate	Bt34.93/US\$

## Stock codes

Reuters	PTTE BK
Bloomberg	PTTEP TB

## Shareholders

PTT	65.6%
Free float (est.)	34.2%

Corporate  
Governance



**Analyst**  
Songklod Wongchai  
(66 2) 660 5082  
[songklod.w@finans.com](mailto:songklod.w@finans.com)

## ปรับเพิ่มประมาณการ เป้าใหม่ 180 บาท

### ■ แนวโน้มราคาน้ำมันดิบมีโอกาสแตะ 90 USD/บาร์เรลในปี 10

เงินดอลลาร์สหรัฐที่อ่อนค่าลงมีอิทธิพลมากต่อราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ซื้อขายในรูปแบบสกุลเงินดอลลาร์ในช่วงที่ผ่านมาและยังมีแนวโน้มอ่อนค่าอย่างต่อเนื่องน่าจะเป็นปัจจัยผลักดันราคาน้ำมันดิบปรับขึ้นได้อีก แม้ราคาน้ำมันดิบได้ปรับขึ้นจากต้นปี 09 มาแล้วกว่า 30% ซึ่งอาจจะปรับฐานลงได้ทุกเมื่อเพราะความต้องการใช้น้ำมันโลกที่แท้จริงยังอ่อนแอ แต่อย่างไรก็ตามเราเริ่มเห็นสัญญาณความต้องการใช้พลังงานในจีนและอินเดียเพิ่มขึ้นตามอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจยังเป็นบวกและนักลงทุนส่วนใหญ่มีมุมมองในเชิงบวกต่อการฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลกในระยะยาว ปัจจุบันราคาน้ำมันดิบปรับขึ้นอย่างต่อเนื่องหรือคิดเป็นเฉลี่ยอยู่ที่ 48 USD/บาร์เรล YTD ซึ่งใกล้เคียงกับสมมุติฐานเดิมที่เราคาดว่าจะอยู่ที่ 50 USD ในปี 09 ดังนั้นเพื่อให้สะท้อนปัจจัยแวดล้อมที่เปลี่ยนไปเราจึงปรับสมมุติฐานราคาน้ำมันดิบโลกเพิ่มขึ้นอีก 10 USD เป็น 60 USD/บาร์เรล ในปี 09 และ 75 USD/บาร์เรล ในปี 10

### ■ ปรับประมาณการปี 09-10 เพิ่มอีก 15.4%

ผลการปรับสมมุติฐานราคาน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นอีก 10 USD/บาร์เรลเป็น 60 USD/บาร์เรลในปี 09 ส่งผลให้ราคาขายปิโตรเลียมเฉลี่ยของ PTTEP เพิ่มขึ้นเป็น 38.16 USD/บาร์เรล จากเดิม 35.16 USD/บาร์เรล และเทียบกับ 49.69 USD/บาร์เรลในปี 08 ปัจจุบัน PTTEP มีปริมาณขายก๊าซธรรมชาติคิดเป็น 70%และที่เหลือ 30%เป็นน้ำมันดิบ แม้ราคาขายก๊าซเฉลี่ยจะปรับลงตามสัญญาซื้อขายก๊าซใหม่ที่อิงกับราคาน้ำมันดิบเฉลี่ยย้อนหลัง 6 เดือนถึง 1 ปี แต่เนื่องจากราคาน้ำมันดิบที่ปรับขึ้นอีกกว่า 10 USD ดังนั้นจึงราคาขายในส่วนของน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น ทำให้ราคาขายโดยเฉลี่ยเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ประมาณการกำไรปี 09 เพิ่มขึ้นอีก 15.4% เป็น 3.41 หมื่นลบ. (-18%YoY) และปี 10 เพิ่มขึ้นอีก 15% เป็น 4.62 หมื่นลบ. (+35%YoY) ในขณะที่ปริมาณความต้องการใช้ก๊าซธรรมชาติเริ่มดีขึ้นหลังความต้องการใช้ไฟฟ้าในส่วนของโรงงานอุตสาหกรรมเพิ่มขึ้น แต่ยังคงอยู่ในระดับที่ต่ำกว่าปี 08 เนื่องจากภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ซึ่งเราคาดว่าปริมาณการขายก๊าซเฉลี่ยในปี 09 จะอยู่ที่ 235,000 บาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบ(BOED)ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 240,000 BOED

### ■ ราคาเหมาะสมปี 10 อยู่ที่ 180 บาท/หุ้น

เดิมเราคาดว่าแนวโน้มกำไรไตรมาสที่ 2 จะชะลอตัวเพราะจะมีการปรับลดราคาขายก๊าซธรรมชาติบางส่วนลงตาม ในขณะที่เดียวกันราคาน้ำมันดิบน่าจะทรงตัว แต่ปัจจัยแวดล้อมเปลี่ยนไปราคาน้ำมันดิบปรับขึ้นแรงอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นเราจึงต้องปรับประมาณการใหม่และคาดว่าผลประกอบการไตรมาสที่ 2 น่าจะทรงตัวเมื่อเทียบกับไตรมาสที่ 1 และปรับประมาณการทั้งปี 09 เพิ่มขึ้นอีก 15.4% ดังนั้นทำให้ได้ราคาเป้าหมายใหม่ 180 บาท/หุ้นในปี 10 (DCF@WACC 8%)

Year to Dec	2006	2007	2008	2009F	2010F
Turnover (Btm)	89,267	94,059	136,752	110,370	143,807
Growth (%)	30	5	46	-20	31
EBITDA (Btm)	63,449	66,945	98,199	80,457	107,989
Growth (%)	27	6	47	-18	34
Recurring profit (Btm)	26,733	27,540	41,557	34,168	46,224
Growth (%)	14	3	51	-18	35
EPS (Bt)	8.05	8.30	12.52	10.29	13.92
Growth (%)	14	3	51	-18	35
PE (x)	17.6	17.1	11.3	13.8	10.2
DPS (Bt)	3.21	3.28	4.86	4.00	5.50
Yield (%)	2.3	2.3	3.4	2.8	3.9
EV/EBITDA (x)	4.8	6.9	4.5	5.8	4.2
P/BV (x)	5.3	4.4	3.5	3.0	2.5



<b>INCOME STATEMENT (Btm)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009F</b>	<b>2010F</b>
Turnover	89,267	94,059	136,752	110,370	143,807
Cost of sales (COGS)	(22,969)	(24,769)	(36,130)	(29,139)	(33,936)
Depreciation & amortisation	(14,907)	(16,365)	(23,290)	(18,013)	(23,637)
Gross profit	51,392	52,925	77,332	63,219	86,235
S&A expenses	(3,017)	(3,333)	(4,618)	(3,689)	(4,841)
<b>Operating profit</b>	<b>48,375</b>	<b>49,592</b>	<b>72,714</b>	<b>59,529</b>	<b>81,394</b>
Other operating income	167	989	2,195	2,915	2,959
<b>EBIT</b>	<b>48,542</b>	<b>50,580</b>	<b>74,909</b>	<b>62,444</b>	<b>84,352</b>
Interest expense	(1,114)	(883)	(830)	(877)	(855)
Interest income	939	810	942	551	551
Other income	0	0	(950)	(97)	(97)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>48,367</b>	<b>50,507</b>	<b>74,071</b>	<b>62,022</b>	<b>83,952</b>
Income tax on company & subsidiaries	(21,624)	(22,946)	(32,502)	(27,910)	(37,778)
<b>Profit after tax</b>	<b>26,743</b>	<b>27,562</b>	<b>41,569</b>	<b>34,112</b>	<b>46,174</b>
Share of associate net income	(9)	(22)	(12)	56	50
<b>Recurring attributable net profit</b>	<b>26,733</b>	<b>27,540</b>	<b>41,557</b>	<b>34,168</b>	<b>46,224</b>
Extraordinary items	1,314	916	118	0	0
<b>Reported net profit</b>	<b>28,047</b>	<b>28,455</b>	<b>41,675</b>	<b>34,168</b>	<b>46,224</b>
Shares in issue (Y/E, m)	3,286	3,297	3,307	3,307	3,307
Shares in issue (weighted avg, m)	3,286	3,297	3,307	3,307	3,307
EPS (before extraordinary items, Bt)	8.14	8.35	12.57	10.33	13.98
DPS (Bt)	3.21	3.28	4.86	4.00	5.50
DPS/EPS (%)	38	38	39	39	39

<b>CASHFLOW (Btm)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009F</b>	<b>2010F</b>
Operating profit	48,375	49,592	72,714	59,529	81,394
Other operating income	167	989	2,195	2,915	2,959
EBIT	48,542	50,580	74,909	62,444	84,352
Depreciation & amortisation	14,907	16,365	23,290	18,013	23,637
<b>EBITDA</b>	<b>63,449</b>	<b>66,945</b>	<b>98,199</b>	<b>80,457</b>	<b>107,989</b>
Notional cash taxes on ungeared operations	(21,818)	(23,089)	(32,610)	(28,090)	(37,952)
Net change in working capital	(745)	(1,123)	12,278	(587)	4,247
CAPEX	(37,707)	(38,947)	(46,595)	(81,072)	(43,769)
<b>Operating free cashflow (OpFCF)</b>	<b>3,178</b>	<b>3,786</b>	<b>31,273</b>	<b>(29,293)</b>	<b>30,515</b>
Net interest income adjusted for tax impact	18	71	220	(145)	(130)
<b>Net free cashflow (NetFCF)</b>	<b>3,197</b>	<b>3,857</b>	<b>31,492</b>	<b>(29,438)</b>	<b>30,385</b>
Non-operating income (net of tax)	0	0	(950)	(97)	(97)
Equity income from associates	(9)	(22)	(12)	56	50
Investments	(21)	(578)	(1,223)	0	0
Net change in other assets/liabilities	4,244	2,219	4,914	17,972	(149)
<b>Residual cashflow (RCF)</b>	<b>7,410</b>	<b>5,476</b>	<b>34,222</b>	<b>(11,507)</b>	<b>30,190</b>
Dividends	(10,859)	(10,238)	(14,965)	(13,228)	(14,882)
Equity capital raised	401	563	574	0	0
Other items	551	396	152	0	0
<b>Cashflow from financing</b>	<b>(9,907)</b>	<b>(9,279)</b>	<b>(14,239)</b>	<b>(13,228)</b>	<b>(14,882)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>(2,496)</b>	<b>(3,803)</b>	<b>19,983</b>	<b>(24,735)</b>	<b>15,308</b>
Net cash/(debt) at YS	11,810	9,314	5,511	25,493	758
<b>Ending net cash /(debt)</b>	<b>9,314</b>	<b>5,511</b>	<b>25,493</b>	<b>758</b>	<b>16,066</b>
Increase/(decrease) in cash & equivalents	(11,986)	5,492	19,982	(14,737)	23,808
(Increase)/decrease in debt	9,490	(9,294)	0	(10,000)	(8,500)
NOPLAT (net op profit less adjusted tax)	26,724	27,491	42,299	34,354	46,400
Normalised OpFCF (est maint CAPEX)	32,340	31,739	64,105	35,271	55,456
FCFE (free cashflow to equity)	(2,080)	14,769	34,222	(1,507)	38,690



<b>BALANCE SHEET (Btm)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009F</b>	<b>2010F</b>
Cash & equivalents	18,521	24,013	43,995	29,258	53,066
A/C receivable	9,787	12,687	11,527	6,008	11,760
Inventory	4,331	4,583	6,735	4,790	5,578
Others	2,326	2,972	4,696	3,790	4,938
<b>Total Current Assets</b>	<b>34,965</b>	<b>44,255</b>	<b>66,952</b>	<b>43,846</b>	<b>75,343</b>
Property and equipment	121,858	144,440	167,744	230,804	250,936
Investments & associates	419	997	2,219	2,219	2,219
Other assets	572	348	1,352	1,487	1,635
<b>Total Assets</b>	<b>157,813</b>	<b>190,039</b>	<b>238,267</b>	<b>278,355</b>	<b>330,133</b>
Short-term debt	7,003	0	0	0	0
A/C payable	1,286	1,683	2,245	2,395	2,789
Other current liabilities	30,496	32,774	47,204	38,098	49,640
<b>Total Current Liabilities</b>	<b>38,784</b>	<b>34,457</b>	<b>49,450</b>	<b>40,493</b>	<b>52,429</b>
Long-term debt	2,204	18,500	18,500	28,500	37,000
Other liabilities	28,301	30,296	36,214	54,320	54,320
<b>Total Liabilities</b>	<b>69,288</b>	<b>83,252</b>	<b>104,164</b>	<b>123,314</b>	<b>143,750</b>
Share capital	3,286	3,297	3,307	3,307	3,307
Share premium	12,308	12,859	13,423	13,423	13,423
Translation adjustment	(1,795)	(2,315)	(2,281)	(2,281)	(2,281)
Retained earnings	74,726	92,945	119,655	140,593	171,935
<b>Total equity &amp; minorities</b>	<b>88,524</b>	<b>106,787</b>	<b>134,104</b>	<b>155,042</b>	<b>186,384</b>
Accumulated depreciation	60,768	75,542	92,057	111,867	134,461
BV per ordinary share (Y/E, Bt)	26.94	32.38	40.55	46.88	56.36
Adjusted book value ps (Y/E, Bt)	26.94	32.38	40.55	46.88	56.36

<b>RATIOS (%)</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009F</b>	<b>2010F</b>
<b>Growth</b>					
Turnover	30.6	5.4	45.4	(19.3)	30.3
EBITDA	26.8	5.5	46.7	(18.1)	34.2
EBIT	19.6	4.2	48.1	(16.6)	35.1
Net profit	13.6	3.0	50.9	(17.8)	35.3
EPS pre extraordinary items	13.2	2.7	50.5	(17.8)	35.3
EPS (diluted)	13.6	3.0	50.9	(17.8)	35.3
DPS	18.9	2.2	48.2	(17.7)	37.5
<b>Accounting ratios</b>					
Cash profit margin	74.3	73.7	73.6	73.6	76.4
Gross profit margin	57.6	56.3	56.5	57.3	60.0
Operating profit margin	54.2	52.7	53.2	53.9	56.6
Net profit margin	31.4	30.3	30.5	31.0	32.1
Turnover/avg total assets (x)	0.6	0.5	0.6	0.4	0.5
ROA	17.8	15.8	19.4	13.2	15.2
ROE	33.4	28.2	34.5	23.6	27.1
S&A/turnover	3.4	3.5	3.4	3.3	3.4
Effective tax rate	44.7	45.4	43.9	45.0	45.0
<b>Operating performance</b>					
EBITDA margin	71.1	71.2	71.8	72.9	75.1
EBIT margin	54.4	53.8	54.8	56.6	58.7
NOPLAT margin (NOPLAT/Turnover)	29.9	29.2	30.9	31.1	32.3
Asset turnover (Turnover/avg Op assets)	1.3	1.1	1.3	0.9	0.9
<b>ROCE (NOPLAT/avg Op assets)</b>	<b>38.7</b>	<b>30.7</b>	<b>40.9</b>	<b>26.6</b>	<b>29.0</b>
ROCE inc capitalised goodwill	38.7	30.7	40.9	26.6	29.0



**Recommendation definitions**

**Core coverage:**

**Buy:** A Buy recommendation is based on the long-term fundamentals of the stock. Target return, in absolute terms, is generally 10% or more. (For mid- and small-cap stocks, target return is generally more than 15%). Recommendation time horizon is up to 12 months.

**T-Buy:** A Trading Buy recommendation implies either strong fundamentals, but with a shorter-term threat to the shares on the horizon, or less impressive fundamentals, but combined with shorter-term positive drivers.

**Hold:** A Hold recommendation is based on the long-term fundamental outlook for the stock and a 12-month time horizon. Expected return will generally be in the range of plus to minus 10%.

**Sell:** A Sell recommendation is based on the long-term fundamentals of the stock. Target return, in absolute term, is generally more than 10% negative. Recommendation time horizon is up to 12 months.

**Non-core coverage:**

**Positive:** A Positive opinion indicates an overall optimistic view about the stock which in some cases may suggest hidden value worth considering in more details. However, given our irregular coverage of the stock, neither an official recommendation nor a target price is included.

**Negative:** A Negative opinion indicates a cautious outlook on the stock that investors may want to consider. As for a Positive opinion, given our irregular coverage of the stock, neither an official recommendation nor a target price is included.






**Note:**

At times, the expected returns may fall outside of these rating parameters because of volatility in share prices or trading patterns. Also, it is our inclination not to change recommendations too frequently. Hence, these rating parameters should be interpreted flexibly. Investors' decisions to invest in any particular stock should be made after careful evaluation of the stock's expected performances and associated risks.

**Disclaimer**

The information and opinions contained in this report have been compiled by Finansa Securities Limited or its affiliates ("Finansa") from sources believed by it to be reliable, but no representation or warranty, express or implied, is made by Finansa or any other person as to its accuracy, completeness, currency or correctness. All information, opinions and estimates contained in this report are subject to change without notice and are provided in good faith but without legal responsibility. This report is not an offer or a solicitation of an offer to buy or sell any securities. Finansa and its affiliates may have an investment, investment banking or other relationship with some or all of the issuers mentioned therein, either for its own account or for the account of its customers. An employee of Finansa may have positions in, or be a director of, a company mentioned in this report. This report is prepared for general circulation and is circulated for general information only. It does not have regard to the specific investment objectives, financial situation and the particular needs of any specific person who may receive this report. Neither Finansa nor any of its affiliates, nor any other person, accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or the information contained therein. This report may not be distributed to the public in some countries. The securities and/or investments discussed in this report may not be eligible in some countries. This report may not be reproduced, distributed or published, in whole or in part, by any recipient hereof for any purpose.

**Corporate Governance**

Corporate Governance Report	
Score Range (%)	Number of Logo
< 50	No logo given
50-59	
60-69	
70-79	
80-89	
90-100	

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 a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. 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 date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date Finansa Securities Ltd does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

