

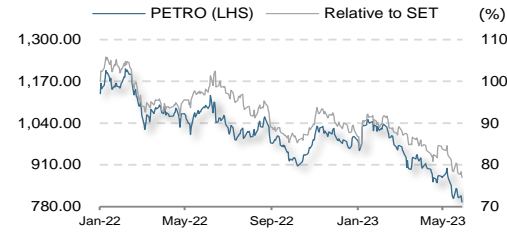
2 June 2023

Petrochemical

Product price & spread เริ่มฟื้นตัวแม้เงินโตช้า; valuation น่าสนใจ

Recommendation **Neutral (upgraded)**

Petrochemical sector's performance



Source: Aspen

เราเพิ่มน้ำหนักการลงทุนเป็น “เท่ากับตลาด” จากเดิม “น้อยกว่าตลาด” สำหรับกลุ่มปิโตรเคมี โดยแม้การฟื้นตัวของเศรษฐกิจของจีนจะช้ากว่าที่เราคาดก่อนหน้านี้ แต่เรามองว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี (petrochemical product price spread) นั้นได้ผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและยังอยู่ในแนวโน้มขาขึ้นอยู่ สำหรับภาพรวมตลาดปิโตรเคมีนั้น ตลาด Olefins ยังมีแนวโน้มเห็นอุปทานส่วนเกินใน 2H23E ในขณะที่ ตลาด Aromatics น่าจะมีความตึงตัวมากขึ้นตามอุปสงค์ที่ฟื้นตัว สำหรับธุรกิจปิโตรเคมีในไทย เรามองเห็นถึงความเสี่ยงที่เป็นไปได้จากนโยบายของรัฐบาลใหม่ที่อาจจะเกิดขึ้นต่อแนวทางการใช้ทรัพยากรก๊าซธรรมชาติในประเทศในอนาคตซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของบริษัทปิโตรเคมีในไทย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าความเสี่ยงข้างลง (downside risk) นี้จะจำกัดดัชนีกลุ่มปิโตรเคมีปรับตัวลง -14.6% เมื่อเทียบกับ SET ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ตามแนวโน้ม petrochemical product price spread ที่ปรับตัวลงตามเศรษฐกิจโลกและอุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ชะลอตัว อย่างไรก็ตาม หุ่นในกลุ่มนี้ปรับตัวลงมาสะท้อนปัจจัยลบไปมากแล้วและ valuation เริ่มกลับมาน่าสนใจอีกครั้ง แต่ยังไม่มีความชัดเจนในระยะสั้น เราจึงปรับค่าน้ำหนักการลงทุนขึ้นเป็น “เท่ากับตลาด” ก่อน ทั้งนี้ ปัจจุบัน ค่าแนะนำสำหรับหุ้นปิโตรเคมีที่เราดูแล คือ PTTGC (ถือ/เป้า 40.00 บาท), IVL (ถือ/เป้า 35.00 บาท) และ SCC (ถือ/เป้า 300.00 บาท)

Event: Industry update

❑ เศรษฐกิจจีนอาจใช้เวลามากกว่าคาดในการฟื้นตัว แต่ price spread น่าจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้ว ดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจของจีนกลับมาชะลอตัวอีกครั้งหลังจากตัวเลขที่ฟื้นตัวในช่วงต้นปี โดยดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในภาคการผลิต (Manufacturing PMI) กลับมาอยู่ระดับต่ำกว่า 50.0 เป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกันโดยรายงานตัวเลขที่ 48.8 ในเดือน พ.ค. ลดลงจาก 49.2 ในเดือน เม.ย. ในขณะที่ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อที่ไม่ใช่ภาคการผลิต (Non-Manufacturing PMI) ลดลงเล็กน้อยเป็น 54.5 ในเดือน พ.ค. จาก 56.4 นอกจากนี้ สำนักงานสถิติแห่งชาติจีน (NBS) รายงานดัชนีราคาผู้บริโภค (CPI) ล่าสุดปรับตัวสูงขึ้น 0.1% YoY ในเดือน เม.ย.2023 ลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 อย่างไรก็ตาม petrochemical product price spread ของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ยังอยู่ในแนวโน้มที่ดีอยู่หลังจากแตะระดับต่ำใน 4Q22 โดย HDPE-naphtha spread เฉลี่ย MTD ในเดือน พ.ค.2023 อยู่ที่ USD463/ton เทียบกับ USD396/ton ใน 1Q23 ในขณะที่ PX-naphtha spread สูงขึ้นเป็น USD465/ton จาก USD345/ton ใน 1Q23

❑ ตลาด Olefins มีแนวโน้มมีอุปทานส่วนเกินต่อไปใน 2H23E ในขณะที่ตลาด Aromatics ตึงตัวมากขึ้น บริษัทที่ปรึกษา CMA Energies ประเมินว่าตลาด HDPE และ PP ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกและตะวันออกกลาง (AP&ME) จะเห็นการเติบโตของอุปสงค์ที่สูงขึ้น HoH ใน 2H23E แต่อุปทานเกิดใหม่จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่เร็วกว่าทำให้ทั้งสองตลาดยังคงมีอุปทานส่วนเกินอยู่ โดย CMA ประเมินว่าอุปทานใหม่ HDPE จะเข้ามาที่ 1.9mt ใน 2H23E เทียบกับ 1.2mt ใน 1H23E ในขณะที่ อุปทานใหม่ PP จะเข้ามาสูงถึง 4.5mt เทียบกับ 1.9mt ใน 1H23E หลักๆ จากกำลังการผลิตใหม่ในจีนและอินเดีย สำหรับฝั่งอุปสงค์ CMA ประเมินอัตราการเติบโตของ HDPE/PP ที่ 0.7mta/1.4mta สูงขึ้นจาก 0.4mta/0.7mta ใน 1H23E สำหรับตลาด Aromatics CMA ประเมินว่าจะเห็นอุปทานใหม่สำหรับผลิตภัณฑ์ PX และ BZ ในภูมิภาค AP&ME ที่ลดลงเหลือ 2.3mta/1.3mta ใน 2H23E จากเดิม 3.2mta/1.6mta ใน 1H23E ทำให้ตลาดมีความตึงตัวมากขึ้น

Valuation/Catalyst/Risk

เราปรับเพิ่มน้ำหนักการลงทุนเป็น “เท่ากับตลาด” จาก “น้อยกว่าตลาด” สำหรับกลุ่มปิโตรเคมี หลักๆ จาก valuation ที่เริ่มกลับมาน่าสนใจหลังจากสะท้อนปัจจัยลบไปมากแล้ว อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการฟื้นตัวของจีนอาจใช้เวลาที่เร็วกว่าที่เราคาดก่อนหน้านี้ และอาจจะยังไม่มีความชัดเจนในระยะสั้น ทั้งนี้ เราเชื่อว่ามีความเสี่ยงที่เป็นไปได้ที่จำกัดจากนโยบายของรัฐบาลใหม่ที่อาจจะจัดตั้งขึ้น ซึ่งอาจจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของหุ้นที่เราดูแลอยู่

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-9.3%	-16.8%	-22.3%	-26.9%
Relative to SET	-8.8%	-10.7%	-14.6%	-18.5%

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

Fig 1: Peer comparison

Stock	Rec	Price 01-Jun-23	Target price	Upside (%)	Net profit (Bt mn)			Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
					22A	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
IVL	HOLD	32.00	35.00	9.4	31,006	18,395	20,902	-40.7	13.6	-47.6	13.2	9.8	8.6	0.9	0.8	2.5	2.9	9.2	9.7	7.5	6.8
PTTGC	HOLD	34.75	40.00	15.1	-8,752	11,049	14,142	n.m.	28.0	n.m.	25.8	14.2	11.1	0.5	0.5	3.0	3.7	3.7	4.6	9.6	8.4
SCC	HOLD	323.00	300.00	-7.1	21,382	41,081	31,572	92.1	-23.1	40.3	8.4	9.4	12.3	1.0	0.9	4.8	3.5	10.4	7.6	10.9	10.7
Sector								61.6	-5.5	13.5	13.2	11.1	10.6	0.8	0.8	3.4	3.4	7.7	7.3	9.3	8.6

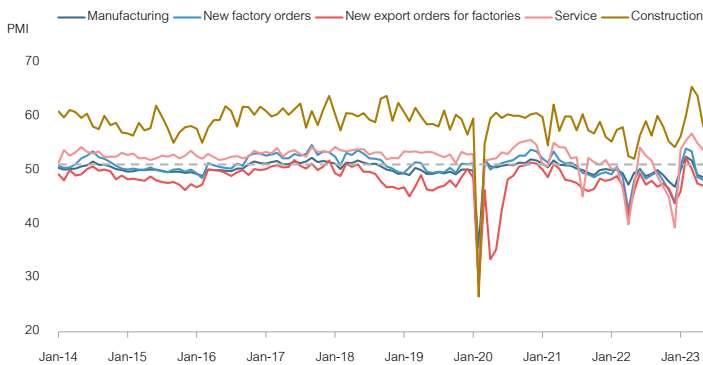
Source: Bloomberg, DAOL

□ ดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจจีนกลับมาชะลอตัว แนวโน้มฟื้นตัวอาจช้ากว่าที่คาด

สหพันธ์พาณิชย์และการจัดซื้อของจีน (The China Federation of Logistics and Purchasing : CFLP) รายงานดัชนีชี้วัดทางเศรษฐกิจของจีนที่กลับมาชะลอตัวอีกครั้งหลังจากตัวชี้วัดที่ฟื้นตัวในช่วงต้นปีเมื่อจีนประกาศผ่อนคลายมาตรการควบคุม COVID ตั้งแต่วันที่ 8 ม.ค. 2023 โดย Manufacturing PMI กลับมาอยู่ระดับต่ำกว่า 50.0 (สะท้อนสถานะเศรษฐกิจชะลอตัว) เป็นเดือนที่ 2 ติดต่อกันโดยรายงานตัวเลขที่ 48.8 ในเดือน พ.ค. ลดลงจาก 49.2 ในเดือน เม.ย. ในขณะที่ Non-Manufacturing PMI ลดลงเล็กน้อยเป็น 54.5 ในเดือน พ.ค. จาก 56.4 นอกจากนี้ สำนักงานสถิติแห่งชาติจีน (NBS) รายงานดัชนี CPI (ซึ่งเป็นมาตรวัดเงินเฟ้อจากการใช้จ่ายของผู้บริโภค) ล่าสุดปรับตัวสูงขึ้น 0.1% YoY ในเดือน เม.ย. 2023 ลดลงต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 3 อย่างไม่ดี NBS รายงานอัตราเงินเฟ้อพื้นฐาน (core CPI) ที่สูงขึ้น 0.7% YoY ในเดือน เม.ย. 2023 ทรงตัว QoQ

ทั้งนี้ จากดัชนีชี้วัดเศรษฐกิจของจีนที่กลับมาชะลอตัว เราเชื่อว่าการฟื้นตัวของอุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีอาจจะใช้เวลานานกว่าที่เราคาดก่อนหน้านี้ อย่างไรก็ตาม เราคงมุมมองว่า petrochemical price spread ของผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีส่วนใหญ่จะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและยังอยู่ในทิศทางขาขึ้นใน 2H23E โดยเราเชื่อว่าการฟื้นตัวของอุปสงค์ปิโตรเคมีของจีนอาจจะหนุนได้ด้วยการออกนโยบายกระตุ้นเศรษฐกิจที่เป็นไปได้ของจีน

Fig 2: China manufacturing/non-manufacturing PMI trend



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 3: China CPI/core CPI trend

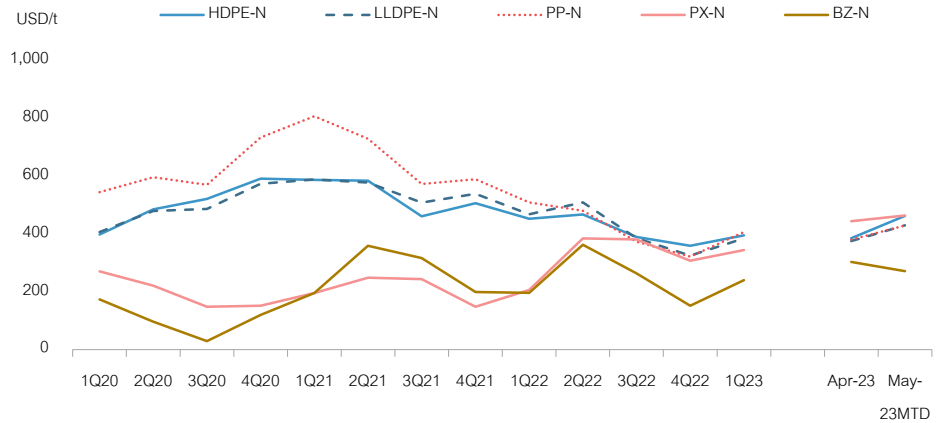


Source: Bloomberg, DAOL

□ Petrochemical product price spread ยังอยู่แนวโน้มขาขึ้น

แม้ดัชนีชี้วัดการฟื้นตัวของจีนจะกลับมาชะลอตัว แต่ petrochemical product price spread ของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ก็ยังอยู่ในแนวโน้มที่ดีอยู่หลังจากแตะระดับต่ำใน 4Q22 โดย HDPE-naphtha spread เฉลี่ย MTD ในเดือน พ.ค. 2023 อยู่ที่ USD463/ton เทียบกับ USD396/ton ใน 1Q23 และ PP-naphtha spread เฉลี่ยสูงขึ้นเป็น USD430/ton จาก USD407/ton ใน 1Q23 ในขณะที่ PX-naphtha spread สูงขึ้นเป็น USD465/ton จาก USD345/ton ใน 1Q23 ส่วน BZ-spread เฉลี่ยสูงขึ้นเป็น USD272/ton ในเดือน พ.ค. 2023 จาก USD241/ton ใน 1Q23 ทั้งนี้ เราเชื่อว่าการที่ petrochemical product price spread ส่วนใหญ่ปรับตัวดีขึ้นเป็นผลจากการที่ต้นทุน naphtha นั้นอ่อนตัวลงตามราคาน้ำมันดิบ ในขณะที่ ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีลดลงในระดับที่ช้ากว่า

Fig 4: Petrochemical product price spread trend



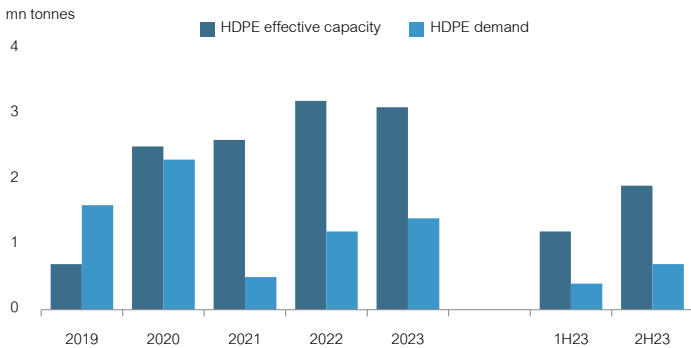
Source: PTTGC, DAOL

□ Olefins ยังมีแนวโน้มเห็นอุปทานส่วนเกินใน 2H23E แต่ Aromatics ดึงตัวมากขึ้น

CMA Energies (บริษัทที่ปรึกษาฯระหว่างประเทศโดยมีความเชี่ยวชาญเกี่ยวกับอุตสาหกรรมน้ำมันและก๊าซ ปิโตรเคมี และพลังงานหมุนเวียน) ประเมินว่าตลาด HDPE และ PP ในภูมิภาค AP&ME จะเห็นการเติบโตของอุปสงค์ที่สูงขึ้น HoH ใน 2H23E แต่อุปทานเกิดใหม่จะเพิ่มขึ้นในอัตราที่เร็วกว่าทำให้ทั้งสองตลาดยังคงมีอุปทานส่วนเกินอยู่ โดย CMA ประเมินว่าอุปทานใหม่ HDPE จะเข้ามาที่ 1.9mt ใน 2H23E เทียบกับ 1.2mt ใน 1H23E ในขณะที่ อุปทานใหม่ PP จะเข้ามาสูงถึง 4.5mt เทียบกับ 1.9mt ใน 1H23E หลังจากกำลังการผลิตใหม่ในจีนและอินเดีย สำหรับฝั่งอุปสงค์ CMA ประเมินอัตราการเติบโตของ HDPE/PP ที่ 0.7mta/1.4mta สูงขึ้นจาก 0.4mta/0.7mta ใน 1H23E

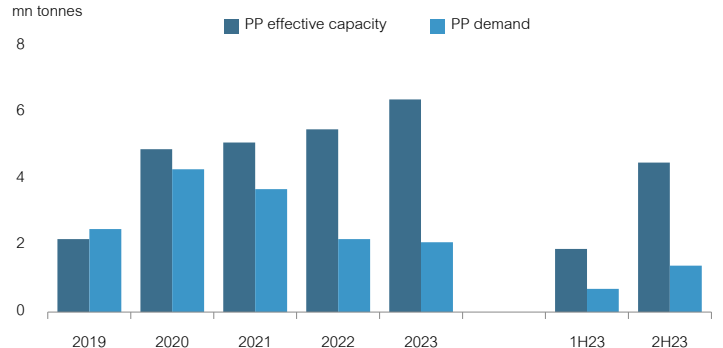
สำหรับตลาดอะโรมาติกส์ (Aromatics) CMA ประเมินว่าจะเห็นอุปทานใหม่สำหรับผลิตภัณฑ์ PX และ BZ ในภูมิภาค AP&ME ที่ลดลงเหลือ 2.3mta/1.3mta ใน 2H23E จากเดิม 3.2mta/1.6mta ใน 1H23E ในขณะที่ ประเมินว่าการเติบโตของอุปสงค์ของ PX และ BZ จะสูงขึ้นเป็น 1.1mta/1.1mta จาก 0.9mta/0.2mta ใน 1H23E จากอุปสงค์ของผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ (downstream) ที่สูงขึ้น โดยมีการผลิต polyester ที่สูงขึ้นในฤดูร้อนและฤดูหนาวเป็นปัจจัยผลักดันขณะที่การผลิต SM ในเอเชียก็มีแนวโน้มดีขึ้น

Fig 5: HDPE capacity addition/demand growth forecast



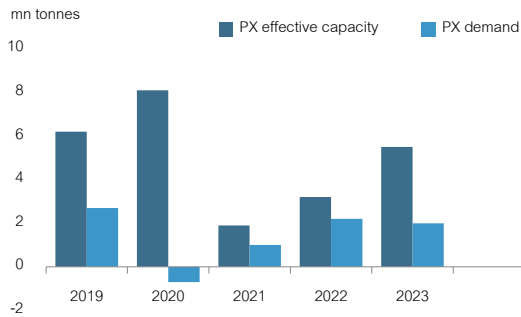
Source: CMA, TOP, DAOL

Fig 6: PP capacity addition/demand growth forecast



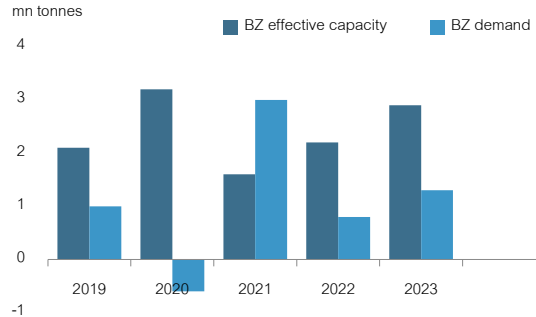
Source: CMA, TOP, DAOL

Fig 7: PX capacity addition/demand growth forecast



Source: CMA, Wmchemicals, TOP, DAOL

Fig 8: BZ capacity addition/demand growth forecast



Source: CMA, Wmchemicals, TOP, DAOL

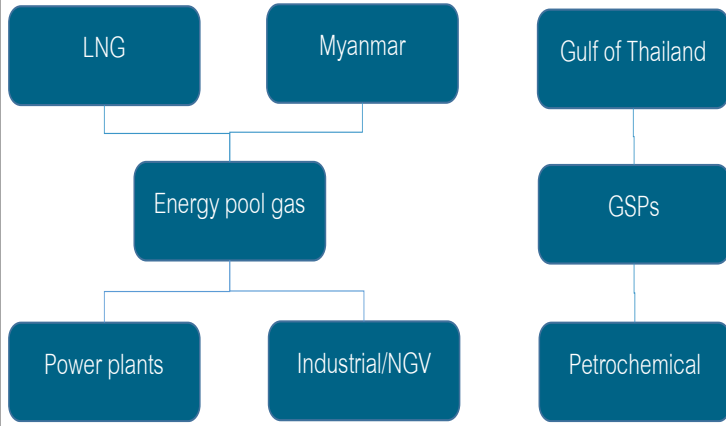
□ นโยบายของรัฐบาลใหม่อาจกระทบความสามารถในการแข่งขันของธุรกิจปิโตรเคมีในไทย

จากการนับคะแนนเสียงการเลือกตั้งอย่างไม่เป็นทางการในเดือน พ.ค.2023 ส่งผลให้พรรคก้าวไกลซึ่งเป็นพรรคที่ได้คะแนนเสียงมากที่สุด มีโอกาสในการเป็นผู้นำในการจัดตั้งรัฐบาลใหม่ ซึ่งมีความเป็นไปได้ที่พรรคก้าวไกลอาจได้ที่นั่งรัฐมนตรีว่าการกระทรวงพลังงานและผลักดันนโยบายพลังงานที่ทางพรรคสนับสนุน โดยหนึ่งในนโยบายสำคัญที่พรรคก้าวไกลให้ความสำคัญ คือ การแก้ปัญหาราคาพลังงานสูง โดยทางพรรคก้าวไกลตั้งเป้าว่าจะสามารถกระทำได้ผ่านหลายมาตรการ รวมถึง

- การเปลี่ยนนโยบายก๊าซธรรมชาติให้โรงแยกก๊าซฯ (GSP) ร่วมหารต้นทุนก๊าซฯใน Energy Pool ด้วย และให้ก๊าซจากอ่าวไทยขายให้โรงไฟฟ้าก่อนโรงงานอุตสาหกรรม หรือขายก๊าซฯให้โรงงานอุตสาหกรรมในราคา LNG เพื่อให้ก๊าซจากอ่าวไทยราคาถูกกว่าบ่อนโรงไฟฟ้าได้มากขึ้น
- เจรจาสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับสัมปทานทุนใหญ่พลังงานใหม่ เพื่อลดต้นทุนที่เกิดขึ้นจากค่าความพร้อมจ่ายของโรงไฟฟ้าที่ไม่ได้เดินเครื่อง ทั้งนี้ พรรคก้าวไกลตั้งเป้าว่าจะลดค่าไฟฟ้ามากกว่า 70 สตางค์ต่อหน่วยภายใน 1 ปี
- เปลี่ยนนโยบายให้อุตสาหกรรมหันไปใช้น้ำมันเตาเป็นเชื้อเพลิงแทนก๊าซฯ พร้อมตั้งเงินสนับสนุนให้อุตสาหกรรมเปลี่ยนอุปกรณ์ Burner จากก๊าซฯเป็นน้ำมันเตาด้วย

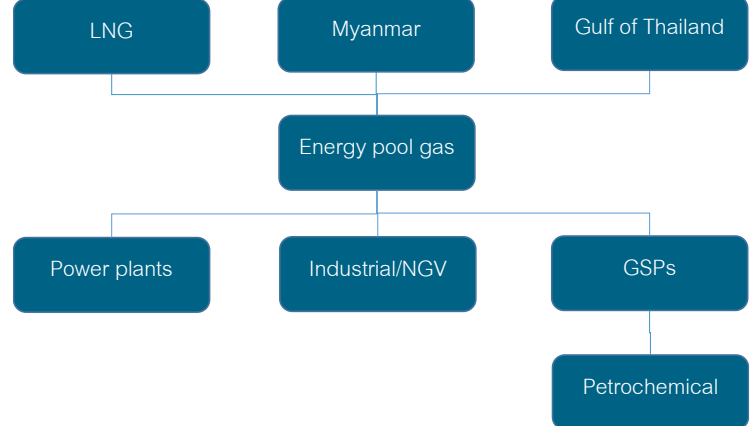
จากนโยบายที่กล่าวไปข้างต้น เราเชื่อว่าถ้าเกิดขึ้นจริง จะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการทำกำไรของบริษัทปิโตรเคมีในไทย โดยเฉพาะ PTTGC เนื่องจากบริษัทอาจจะเข้าถึง gas feedstock ได้น้อยลง อีกทั้ง บริษัทอาจจะมีต้นทุน feedstock ที่สูงขึ้นซึ่งเป็นผลจากการเอาราคา Energy Pool มาคำนวณแทนและต้องไปใช้ feedstock ชนิดอื่นที่มีต้นทุนสูงกว่า feedstock แทน อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ามีแนวโน้มที่จะเกิดเหตุการณ์นี้ขึ้น เนื่องจาก การทำตามนโยบายนี้มีแนวโน้มจะส่งผลกระทบต่อความสามารถในการแข่งขันของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีไทยโดยรวม และเป็นการทำให้ทรัพยากรของประเทศไม่เกิดประโยชน์ทางมูลค่าอย่างสูงสุด (นั่นคือ การนำก๊าซฯในอ่าวไทยซึ่งเป็น wet gas ที่สามารถนำไปเพิ่มมูลค่าเป็นวัตถุดิบตั้งต้นปิโตรเคมี (petrochemical feedstock) ไปใช้ในการผลิตไฟฟ้าแทน) นอกจากนี้ ยังอาจส่งผลให้รัฐบาลใหม่สามารถจัดเก็บรายได้ภาษีได้น้อยลง

Fig 9: Current gas price structure



Source: PTT, DAOL

Fig 10: Potential gas price structure



Source: DAOL

□ กำไรน่าจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วสำหรับหุ้นปิโตรเคมีแต่คาดหวัง 2Q23E ไกล่เคียง 1Q23

หุ้นในกลุ่มปิโตรเคมีที่เราดูแลประกาศผลประกอบการที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจปิโตรเคมีที่ฟื้นตัว QoQ ขึ้นใน 1Q23 โดยมีรายละเอียดดังนี้

- PTTGC รายงานกำไรสุทธิใน 1Q23 ที่ 82 ล้านบาท (-97% YoY, -87% QoQ) โดยกำไรก่อนตัว YoY ตาม PE spread ที่อ่อนตัว ขณะที่ลดลง QoQ จากกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX gain) ที่น้อยลง อย่างไรก็ตาม บริษัท รายงาน adjusted EBITDA รวมของธุรกิจปิโตรเคมี (Aromatics, Olefins, Intermediates, และ Polymers&Chemicals) ที่ 2.5 พันล้านบาท ฟื้นตัว QoQ จากขาดทุน 642 ล้านบาทใน 4Q22
- SCC รายงานกำไรสุทธิ 1Q23 ที่ 1.65 หมื่นล้านบาท (+87% YoY, +10,411% QoQ) หากไม่รวมรายการที่เกิดขึ้นครั้งเดียว กำไรปกติจะอยู่ที่ 4.6 พันล้านบาท (-48% YoY, +716% QoQ) โดยกำไรลดลง YoY หลักๆ จาก PE spread ที่อ่อนตัวและต้นทุนการผลิตของธุรกิจซีเมนต์และผลิตภัณฑ์ก่อสร้าง (CBM) ที่เพิ่มขึ้น ขณะที่สูงขึ้น QoQ จากปริมาณยอดขายผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ฟื้นตัวหลังโรงแครกกเกอร์ ROC กลับมาดำเนินการหลังมีแผนปิดซ่อมบำรุง 45 วันใน 4Q22 โดยบริษัทรายงานปริมาณขายปิโตรเคมีรวม (PE, PP, PVC) อยู่ที่ 587 พันตัน (kt) (-18% YoY, +10% QoQ)
- IVL รายงานกำไรสุทธิ 1Q23 ที่ 1.0 พันล้านบาท (ลดลง 93% YoY แต่ฟื้นตัวจากขาดทุน 1.15 หมื่นล้านบาทใน 4Q22) โดยบริษัทรายงาน core EBITDA ของธุรกิจ Combined PET (CPET) ที่ USD164mn (-62% YoY, +21% QoQ) โดยลดลง YoY ตามแนวโน้ม PET spread ที่อ่อนตัว ขณะที่ฟื้นตัว QoQ ตามปริมาณขายที่สูงขึ้น

สำหรับแนวโน้มกำไรใน 2Q23E เราเชื่อว่ากำไรที่เกี่ยวข้องกับธุรกิจปิโตรเคมีโดยรวม (หากไม่รวมปัจจัยเฉพาะตัวของหุ้นรายตัว) น่าจะอยู่ในระดับที่ใกล้เคียงกับกำไรใน 1Q23 สอดคล้องกับ petrochemical product price spread ที่ฟื้นตัวเล็กน้อย QoQ ใน 2Q23E ขณะที่ อุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีก็มีแนวโน้มฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไปตามเศรษฐกิจของจีนที่เริ่มแสดงสัญญาณชะลอตัว

Fig 11: PTTGC's 1Q23 results review

FY: Dec (Bt mn)	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	2023E	2022	YoY
Revenue	148,147	176,767	-16.2%	126,442	17.2%	603,754	683,954	-11.7%
COGS	(138,948)	(156,957)	11.5%	(120,490)	-15.3%	(556,506)	(628,173)	11.4%
Gross profit	9,199	19,810	-53.6%	5,952	54.5%	47,248	55,781	-15.3%
SG&A	(8,471)	(9,652)	12.2%	(10,312)	17.9%	(27,875)	(38,973)	28.5%
EBITDA	9,115	8,799	3.6%	2,072	339.9%	47,855	22,420	113.4%
Other inc./exps	1,235	(6,691)	n.m.	1,142	8.2%	3,151	(16,145)	n.m.
Interest expenses	(2,786)	(2,101)	-32.6%	(2,566)	-8.6%	(11,021)	(9,835)	-12.1%
Income tax	43	(38)	n.m.	1,886	-97.7%	(2,761)	2,273	-221.5%
Core profit	(1,002)	2,001	-150.1%	(3,352)	70.1%	11,018	(4,519)	n.m.
Net profit	82	2,596	-96.8%	648	-87.3%	11,049	(8,752)	n.m.
EPS (Bt)	0.02	0.58	-96.8%	0.14	-87.3%	2.45	-1.94	n.m.
Gross margin	6.2%	11.2%		4.7%		7.8%	8.2%	
EBITDA margin	6.2%	5.0%		1.6%		7.9%	7.1%	
Net margin	0.1%	1.5%		0.5%		1.8%	-1.3%	

Fig 12: SCC's 1Q23 earnings review

FY: Dec (Bt mn)	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	2023E	2022	YoY
Revenue	128,748	152,494	-15.6%	122,189	5.4%	603,286	569,609	5.9%
COGS	(108,859)	(128,396)	15.2%	(108,513)	-0.3%	(504,537)	(491,339)	-2.7%
Gross profit	19,890	24,098	-17.5%	13,677	45.4%	98,749	78,269	26.2%
SG&A	(16,811)	(17,487)	3.9%	(16,578)	-1.4%	(72,696)	(69,773)	-4.2%
EBITDA	12,170	17,622	-30.9%	10,122	20.2%	72,912	61,912	17.8%
Other inc./exps	1,870	2,652	-29.5%	1,736	7.7%	9,653	10,079	-4.2%
Interest expenses	(2,241)	(1,647)	-36.1%	(2,262)	0.9%	(8,101)	(7,523)	-7.7%
Income tax	(1,320)	(1,625)	18.7%	75	-1,862.3%	(5,521)	(4,650)	-18.7%
Core profit	4,570	8,864	-48.4%	560	715.7%	29,427	20,763	41.7%
Net profit	16,526	8,844	86.9%	157	10,410.6%	29,427	21,382	37.6%
EPS (Bt)	13.77	7.37	86.9%	0.13	10,410.6%	24.52	17.82	37.6%
Gross margin	15.4%	15.8%		11.2%		16.4%	13.7%	
EBITDA margin	9.5%	11.6%		8.3%		12.1%	10.9%	
Net margin	12.8%	5.8%		0.1%		4.9%	3.8%	

Fig 13: IVL's 1Q23 earnings review

FY: Dec (Bt mn)	1Q23	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	2023E	2022	YoY
Revenue	136,579	146,957	-7.1%	143,786	-5.0%	575,875	656,266	-12.2%
COGS	(120,076)	(113,674)	-5.6%	(134,401)	10.7%	(489,596)	(544,321)	10.1%
Gross profit	16,503	33,283	-50.4%	9,386	75.8%	86,279	111,945	-22.9%
SG&A	(14,086)	(13,945)	-1.0%	(14,167)	0.6%	(57,224)	(62,895)	9.0%
EBITDA	10,208	25,941	-60.6%	3,827	166.7%	55,938	83,702	-33.2%
Other inc./exps	1,292	812	59.1%	1,881	-31.3%	3,927	5,093	-22.9%
Interest expenses	(3,460)	(1,860)	-86.1%	(3,293)	-5.1%	(12,024)	(10,495)	-14.6%
Income tax	625	(3,239)	n.m.	2,804	-77.7%	(2,933)	(5,774)	49.2%
Core profit	1,068	13,795	-92.3%	(2,808)	n.m.	18,571	35,474	-47.6%
Net profit	1,023	14,070	-92.7%	(11,479)	n.m.	18,395	31,006	-40.7%
EPS (Bt)	0.18	2.51	-92.7%	-2.04	n.m.	3.28	5.52	-40.7%
Gross margin	12.1%	22.6%		6.5%		15.0%	17.1%	
EBITDA margin	7.5%	17.7%		2.7%		9.7%	12.8%	
Net margin	0.7%	9.6%		-8.0%		3.2%	4.7%	

□ ปรับน้ำหนักขึ้นเป็น “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มปิโตรเคมี

เราปรับน้ำหนักขึ้นเป็น “เท่ากับตลาด” จากเดิม “น้อยกว่าตลาด” สำหรับกลุ่มปิโตรเคมี โดยมีคำแนะนำและราคาเป้าหมายสำหรับหุ้นที่เราดูแล ดังนี้

- PTTGC: เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 40.00 บาท อิง PBV เป้าหมายที่ 0.60x (เท่ากับ -1.75SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้ เราเชื่อว่าผลการดำเนินงานของบริษัทใน 2Q23E จะยังคงไม่น่าสนใจ แต่ได้ประโยชน์จากแนวโน้ม PE spread ที่ฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง ในขณะเดียวกัน บริษัทน่าจะได้ประโยชน์จากการใช้ gas feedstock ได้สูงขึ้นหนุนด้วยการผลิตที่ดีขึ้นของโครงการ G1/61 (เอราวัณ) ซึ่ง PTTEP ตั้งเป้าจะเร่งการผลิตในปี
- SCC: เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 300.00 บาท อิงวิธี SoTP ทั้งนี้ เราเชื่อว่ากำไรของบริษัทมีแนวโน้มทรงตัว QoQ ใน 2Q23E ตาม PE spread ที่ฟื้นตัวเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม บริษัทน่าจะได้ประโยชน์จาก PE spread ที่ยังฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง อีกทั้ง บริษัทน่าจะเห็นการเพิ่มขึ้นของปริมาณยอดขายจากการเปิดดำเนินงานเชิงพาณิชย์ (COD) ในกลางปีนี้ ของโครงการ LSP Petrochemical Complex
- IVL: เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 35.00 บาท อิง EV/EBITDA เป้าหมายที่ 7.0x (เทียบเท่า -1.00SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่ากำไรของบริษัทจะฟื้นตัวได้ต่อเนื่อง QoQ ใน 2Q23E หนุนโดยปริมาณยอดขายของ ธุรกิจ CPET ที่สูงขึ้นตามปัจจัยฤดูกาลและการเริ่มกำลังการผลิตใหม่ในอินเดีย (200kta) อย่างไรก็ตาม กำไรของธุรกิจ Integrated Oxides and Derivatives (IOD) มีแนวโน้มจะอ่อนตัวตาม MTBE spread ที่อ่อนตัว gasoline spread ที่ลดลง

Fig 14: Petrochemical sector's PBV band



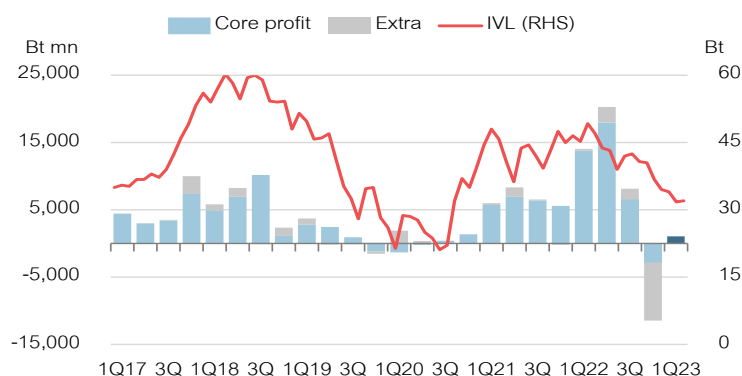
Source: Setsmart, DAOL

Fig 15: IVL's EV/EBITDA band



Source: SetSMART, DAOL

Fig 16: IVL share prices vs profits



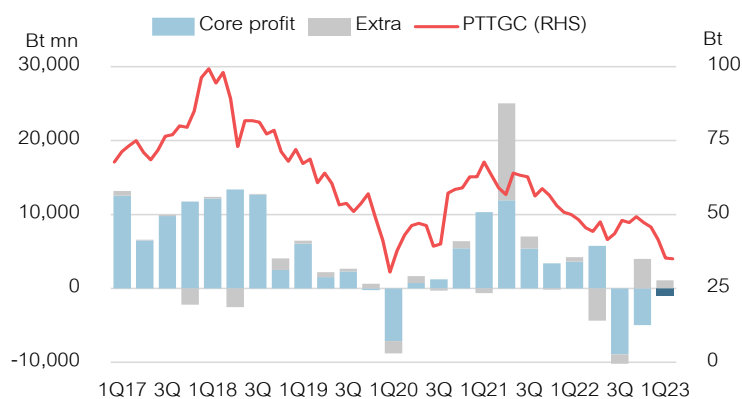
Source: Aspen, DAOL

Fig 17: PTTGC's PBV band



Source: SetSMART, DAOL

Fig 18: PTTGC share prices vs profits



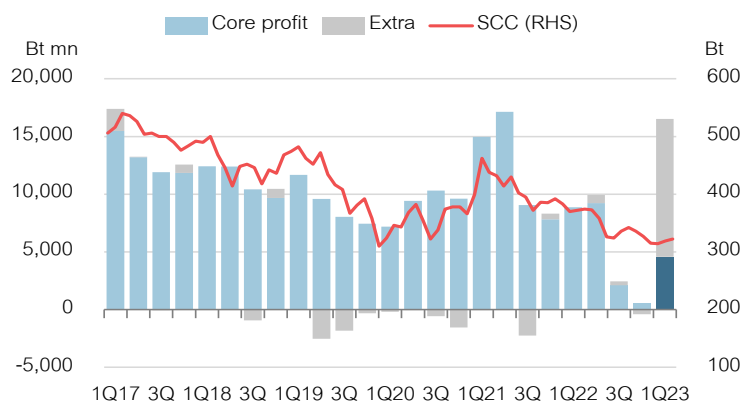
Source: Aspen, DAOL

Fig 19: SCC's PBV band



Source: SetSMART, DAOL

Fig 20: SCC share prices vs profits



Source: Aspen, DAOL

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 8

Corporate governance report of Thai listed companies 2022

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย”** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC’s stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 10