



## กระแสหลักทรัพย์

### ● ENERGY : ความท้าทายยังคงมีอยู่ : ปรับลดคำแนะนำ PTT เป็น “ถือ”

#### อัปเดตหลัง 2Q23 – PTTEP ธุรกิจ upstream กลายเป็นตัวเลือหลัก

หลังจากฤดูกาลผลประกอบการใน 2Q23 เราได้ประเมินจุดยืนของเราต่อภาคพลังงานของไทยอีกครั้ง และได้ปรับเปลี่ยนประมาณการผลประกอบการของเราให้สอดคล้องกัน โดยผลประกอบการรวมของกลุ่มธุรกิจของเราในปี 2023F-25F ลดลง 9%, 10% และ 10% ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม มูลค่าที่เหมาะสมของเราได้ถูกปรับในเวลาต่อมา -15% เป็น +8% นอกจากนี้ เรายังได้ทบทวนประเมินของเราไปจนถึงกลางปี 2024F (ตั้งแต่สิ้นปี 2023F) ซึ่งการปรับปรุงดังกล่าวสะท้อนถึงผลประกอบการใน 1H23A (รวมถึงองค์ประกอบที่ไม่ใช่ของค์ประกอบหลัก) ราคาที่เริ่มเข้าสู่ตลาดและการคาดการณ์อัตรากำไรขั้นต้นสำหรับปี 2023F และการคาดการณ์ที่อัปเดตสำหรับปี 2024F-25F ทั้งนี้ ความชอบของเราในกลุ่มนี้อยู่ที่ผู้ประกอบการธุรกิจ upstream อย่าง PTTEP แม้ว่าจะมีความเสี่ยงด้านอุปสงค์ แต่เราคาดว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวที่ระดับปัจจุบัน เนื่องจากความมุ่งมั่นของซาอุดีอาระเบียในการกระชับตลาดน้ำมัน

#### การถ่วง - เสี่ยงต่อการลดลง ; แนวโน้มระยะกลางสูญเสียความสดใส

เราตระหนักถึงศักยภาพในระยะสั้นสำหรับภาคโรงกลั่น แต่เชื่อว่าการปรับฐานกำลังจะเกิดขึ้น (พลังงาน – ค่าการกลั่นเพิ่มขึ้น แต่อาจลดลงในอนาคตเมื่อวันที่ 3 ส.ค. 2023) ในระยะยาวแล้ว เราจะใช้จุดยืนที่ระมัดระวังมากขึ้น เราเห็นความเป็นไปได้ที่อุปทานส่วนเกินอย่างต่อเนื่องจะขยายไปจนถึงปี 2024 ท่ามกลางความล่าช้าในการเริ่มต้นธุรกิจใหม่ในไนจีเรีย (650kbpd) และแนวโน้มความต้องการจะลดลง แม้ว่าเราได้ปรับการคาดการณ์การถ่วงของเราในปี 2023F เพื่อสะท้อนถึงความแข็งแกร่งของตลาด แต่ประมาณการของเราในปี 2024F-25F มีการปรับลดลงเนื่องจากมีโอกาสที่ความสมดุลของตลาดจะผ่อนคลายลงเป็นเวลานาน

#### เคมีภัณฑ์ – ประสิทธิภาพต่ำกว่าปกติอาจคงอยู่ต่อไปในปี 2024F

สถานะปัจจุบันของตลาดเคมีภัณฑ์อ่อนแอกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในตอนแรกอย่างเห็นได้ชัด และแนวโน้มนี้อาจขยายไปจนถึง 1H24F ซึ่งความต้องการผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่มีความเปราะบางอันเนื่องมาจากเศรษฐกิจจีนที่อ่อนแอ นอกจากนี้ ตรงกันข้ามกับการคาดการณ์ก่อนหน้านี้ของเรา การเพิ่มกำลังการผลิตยังคงดำเนินต่อไป และคาดว่าจะมีอิทธิพลต่อตลาดใน 2H23F และอาจถึงปี 2024F โดยเฉพาะอย่างยิ่งสำหรับ PP และ PET การฟื้นตัวที่มีศักยภาพของภาคส่วนนี้ขึ้นอยู่กับคำแนะนำมาตรฐานการกระตุ้นเศรษฐกิจที่สำคัญจากรัฐบาลจีน

#### การดำเนินการของรัฐบาลชุดใหม่อาจทำให้เกิดความเสี่ยงด้านนโยบาย ; ปรับลดคำแนะนำ PTT เป็น “ถือ”

เป็นการให้ความสนใจเรื่องค่าไฟฟ้าและพลังงานอีกครั้งหลังการเลือกตั้งรัฐบาลชุดใหม่ แม้ว่าแรงกดดันจะรุนแรงน้อยกว่าปีก่อนเนื่องจากราคาพลังงานโลกที่ปรับตัวลดลง แต่เรายังคงมองเห็นความเสี่ยงระยะกลาง ความท้าทายเหล่านี้จะเกี่ยวข้องกับกลุ่ม PTT เป็นหลัก และอาจเกิดจากการดำเนินการตามศักยภาพของกลุ่มราคาก๊าซเดียว และความพยายามในการเพิ่มการควบคุมส่วนต่างการตลาดขายปลีกน้ำมัน นอกเหนือจากความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับนโยบายแล้ว รายได้ของธุรกิจก๊าซหลักดูเหมือนจะถึงจุดสูงสุดแล้ว เมื่อพิจารณาจากราคาปิโตรเคมีที่ลดลงและปริมาณที่ลดลง ส่วนลดการประเมินมูลค่าธุรกิจที่ไม่ใช่บริษัทจดทะเบียน (ส่วนลด NAV) ก็ลดลงเช่นกัน ดังนั้นเราจึงปรับลดคำแนะนำ PTT ของเราเป็น “ถือ” (จาก “ซื้อ”) โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 38.00 บาท

**รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)**

**สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด**

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้แนะหรือซื้อขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่หรือสื่อสารต่อผู้อื่นโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดความเสียหายใด ๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

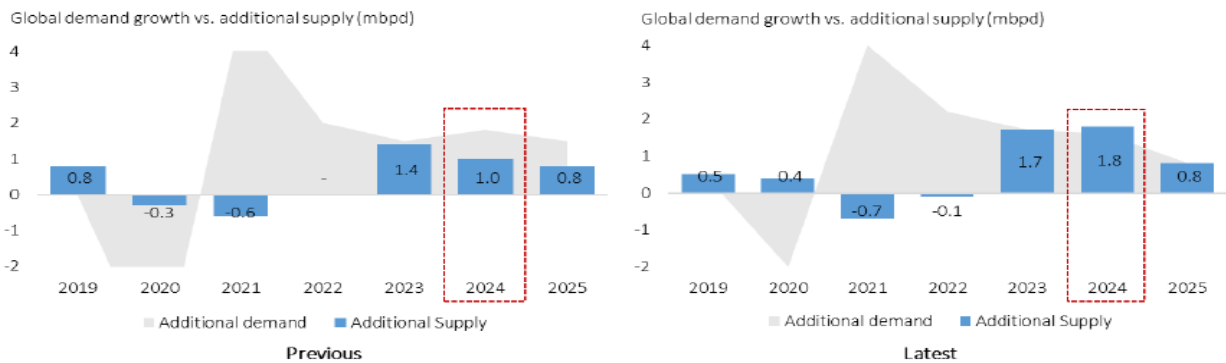
4 กันยายน 2566

# กระแสหลักทรัพย์

## การประเมินมูลค่าและความเสี่ยง

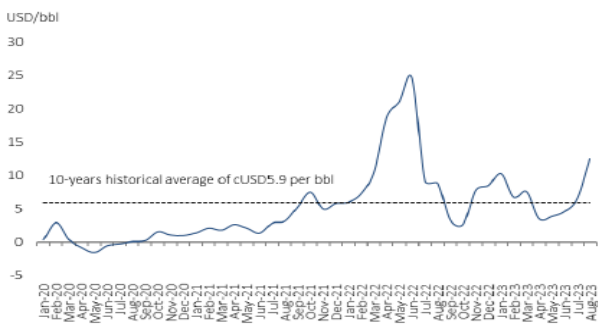
มูลค่าเหมาะสมของเรายังคงตามวิธี SOTP, DCF, วิธีการประเมินค่า P/B เป้าหมาย และ EV/EBITDA ซึ่งความเสี่ยงที่สำคัญได้แก่ ความผันผวนของตลาดน้ำมันดิบ ความผันผวนของราคาก๊าซธรรมชาติและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี และการใช้กำลังการผลิตที่โรงงานต่ำกว่าที่คาดไว้ เนื่องจากการหยุดชะงักอย่างไม่คาดคิด ■

Figure 1. Medium-term outlook losing lustre - ongoing supply surplus could extend into 2024e



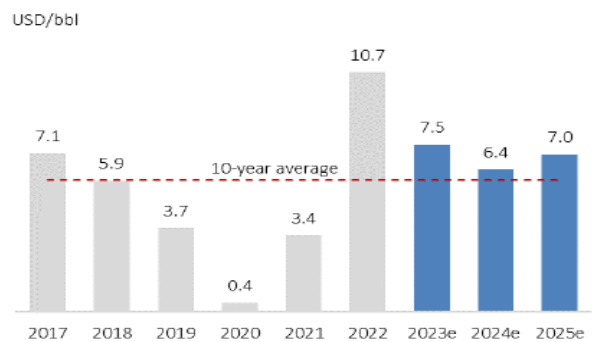
Source: Thai Oil, TISCO Research

Figure 2. We believe the surge in Singapore benchmark GRM is not sustainable



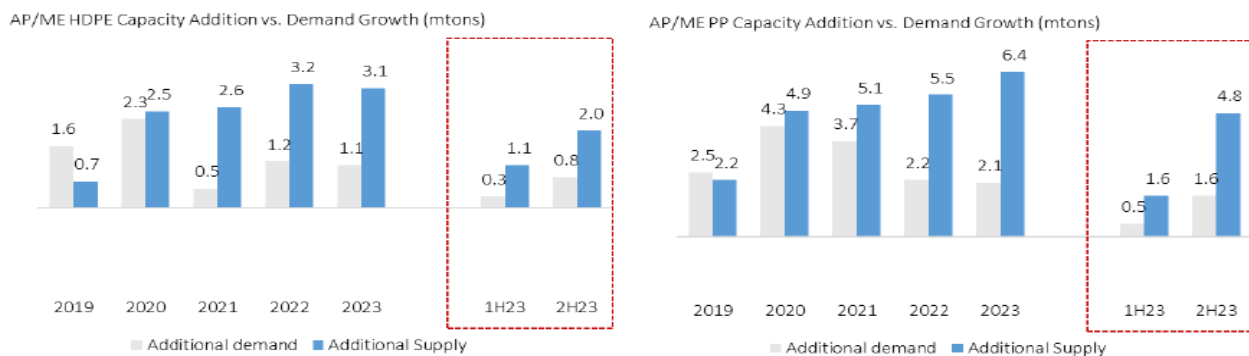
Source: Bloomberg Finance LP, Thai Oil, TISCO estimates

Figure 3. Our higher GRM assumption for 2023e reflects the ongoing market strength, while our projections for 2024e-25e have been revised downwards on potential for prolonged loosening of market balance



Source: Bloomberg Finance LP, Thai Oil, TISCO estimates

Figure 4. Olefins capacity additions are continuing and are expected to influence the market well into 2H23e



Source: Thai Oil, TISCO Research

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

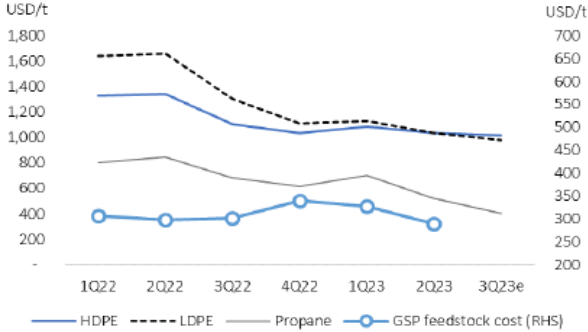
E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใดที่สกอ.ไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

4 กันยายน 2566

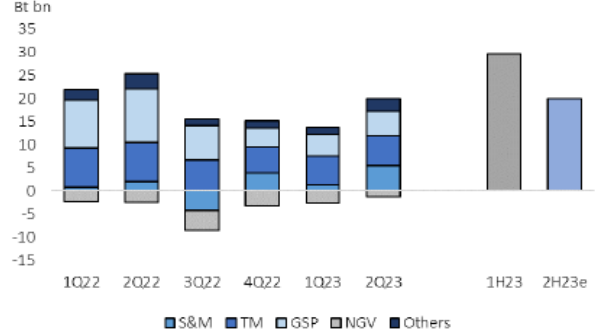
# กระแสหลักทรัพย์

Figure 5. The decline in petrochemical prices could lead to some margin compression at PTT's gas separation plants



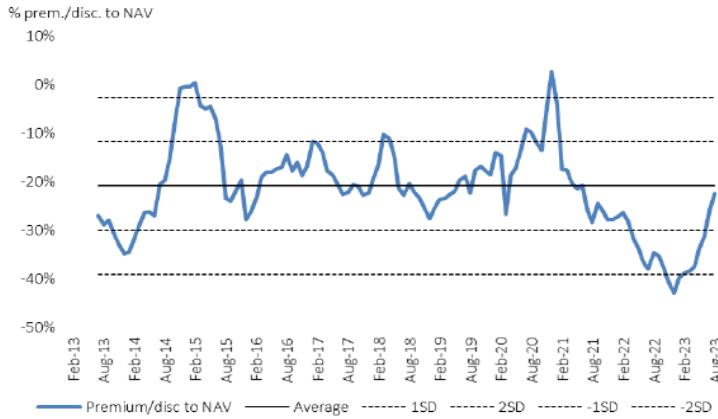
Source: Bloomberg Finance LP, PTT

Figure 6. We expect a lower gas EBITDA HoH in 2H23e



Source: PTT, TISCO estimates

Figure 7. Diminishing NAV discount for PTT



Source: Bloomberg Finance LP, Company data, TISCO estimates

Figure 8. Key earnings assumptions

	2023e			2024e			2025e		
	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.
Brent (USD/bbl)	80.7	82.6	-2%	82.1	78.3	5%	77.9	70.0	11%
<b>Refinery assumptions</b>									
Singapore GRM (USD/bbl)	7.5	6.2	21%	6.4	6.6	-3%	7.0	8.1	-14%
Gasoline-Dubai (USD/bbl)	16.8	13.1	28%	15.0	12.5	20%	16.0	13.5	19%
Diesel-Dubai (USD/bbl)	20.8	21.1	-1%	16.0	16.0	0%	17.0	20.0	-15%
Jet-Dubai (USD/bbl)	21.0	22.8	-8%	17.0	22.0	-23%	18.0	25.0	-28%
<b>Chemical assumptions</b>									
HDPE-Naphtha (USD/t)	411	411	0%	425	425	0%	456	456	0%
PP-Naphtha (USD/t)	356	423	-16%	396	432	-8%	403	438	-8%
PX-Naphtha (USD/t)	361	283	28%	339	323	5%	344	331	4%
BZ-Naphtha (USD/t)	238	190	25%	219	209	5%	220	218	1%
Asia integrated PET margin (USD/t)	155	207	-25%	202	227	-11%	244	276	-12%
West integrated PET margin (USD/t)	366	418	-12%	408	438	-7%	410	487	-16%
US MEG-ethane (USD/t)	363	331	10%	311	339	-8%	317	338	-6%
MTBE margin (USD/t)	509	523	-3%	518	495	5%	491	441	11%

Source: Bloomberg Finance LP, Company data, TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

4 กันยายน 2566



# กระแสหลักทรัพย์

Figure 9. Summary of recommendations, target prices, and earnings forecasts

	Recommendation		Target price (Bt/share)			2023e			2024e			2025e		
	New	Old	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.	New	Old	%chg.
PTT	HOLD	BUY	38	39	-3%	92,302	111,142	-17%	100,150	108,999	-8%	100,310	111,290	-10%
PTTEP	BUY	BUY	183	169	8%	73,181	73,574	-1%	69,013	66,033	5%	59,619	50,827	17%
SCC	HOLD	HOLD	310	312	-1%	36,315	30,173	20%	30,521	38,259	-20%	33,613	42,310	-21%
PTTGC	HOLD	HOLD	40	42	-5%	9,836	9,836	0%	19,060	19,060	0%	20,927	20,927	0%
IVL	BUY	BUY	34	40	-15%	5,995	14,893	-60%	9,493	20,570	-54%	15,165	27,667	-45%
TOP	BUY	BUY	61	60	2%	13,673	12,043	14%	11,014	10,033	10%	18,118	20,397	-11%
IRPC	HOLD	HOLD	2.6	2.7	-4%	2,341	3,212	-27%	2,934	4,299	-32%	4,458	5,399	-17%
SPRC	HOLD	HOLD	10.0	11.0	-9%	5,362	7,740	-31%	5,128	6,351	-19%	7,199	10,015	-28%
<b>Total</b>						<b>239,004</b>	<b>262,613</b>	<b>-9%</b>	<b>247,312</b>	<b>273,604</b>	<b>-10%</b>	<b>259,409</b>	<b>288,832</b>	<b>-10%</b>

Source: TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500 โทรศัพท์ : (66) 2633-6999 โทรสาร : (66) 2633-6490

Market Insight

E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาของรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

4 กันยายน 2566