

## กระแสหลักทรัพย์

- **OR : ความท้าทายที่เกิดขึ้นกับอัตรากำไรน้ำมันทุกประเภท ; ปรับลดคำแนะนำเป็น “ถือ”**

**ปรับลดระดับเป็น “ถือ” สำหรับ OR โดยมูลค่าที่เหมาะสมเท่ากับ 21.00 บาท**

โอกาสที่มาร์จินน้ำมันของ OR จะปรับตัวขึ้นสูงสุดสูงสุดก่อนหน้านี้อาจกำลังหายไปทั้งในระยะสั้นและระยะกลาง แม้ว่าการลงทุนในตลาดต่างประเทศ เช่น กัมพูชา อาจช่วยสนับสนุนการเติบโตได้บ้าง แต่การเคลื่อนไหวเหล่านี้ก็ไม่น่าจะหักล้างความท้าทายด้านอัตรากำไรได้ทั้งหมด ซึ่งด้านบวกที่โดดเด่นเพียงอย่างเดียวของหุ้นดูเหมือนจะเป็นมูลค่าที่สมเหตุสมผลมากกว่าเมื่อเทียบกับระดับในอดีต ดังนั้นเราจึงลดระดับสำหรับ OR เป็น “ถือ” (จาก “ซื้อ”) ทั้งนี้ เราชอบ PTTEP มากกว่ากลุ่มพลังงานของไทย

**มาร์จินจากน้ำมันในระยะสั้นมีแนวโน้ม downtrend**

เราเชื่อว่ามาร์จินของ OR ถึงจุดสูงสุดใน 1H23 และจะอยู่ในทิศทางที่ลดลงใน 2H23 การเพิ่มขึ้นของราคาน้ำมันดีเซลทั่วโลกทำให้ยากขึ้นสำหรับ OR ในการรักษามาร์จินให้อยู่ในระดับที่สูงขึ้น นอกจากนี้ประโยชน์ของต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลงกำลังหายไปเมื่อราคากำลังเพิ่มขึ้น ทั้งนี้เราคาดการณ์ว่ามาร์จินน้ำมันจะอยู่ที่ 0.87 บาท/ลิตร สำหรับใน 2H23 เทียบกับ 0.99 บาท/ลิตร ใน 1H23

**การจัดการราคาและมาร์จินมีความท้าทายมากขึ้นเรื่อยๆ**

OR กำลังต่อสู้กับการกีดกันของเครื่องมือที่เคยมีประสิทธิภาพในการจัดการมาร์จินอย่างค่อยเป็นค่อยไป เมื่อราคาพลังงานสูงขึ้นและการควบคุมของรัฐบาลเข้ามาบีบหนทาง ช่องว่างระหว่างราคาน้ำมันดีเซลอ้างอิง (ตามประกาศของ EPPO) และต้นทุนที่แท้จริงของผู้ค้าปลีกน้ำมันกำลังแคบลง ประการแรก ด้วยการนำ Euro V มาใช้ตั้งแต่เดือนมกราคม 2024 ผู้ค้าปลีกน้ำมันจะซื้อวัตถุดิบดีเซลตามมาตรฐาน 10ppm ซึ่งเปลี่ยนแปลงจาก 500ppm ที่ถูกกว่าในปัจจุบัน สิ่งนี้จะทำให้ต้นทุนของผู้ค้าปลีกน้ำมันใกล้เคียงกับการคำนวณเกณฑ์มาตรฐานที่ใช้โดย EPPO ซึ่งฟังกาน้ำมันดีเซลที่มีราคาสูงกว่า 10ppm (90%) อย่างมาก ทำให้สามารถรักษามาร์จินไว้ได้หากเผชิญกับการแทรกแซงของรัฐบาลในอนาคต ประการที่สอง EPPO กำลังพิจารณาที่จะเอาค่าขนส่งและค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องออกจากเกณฑ์มาตรฐาน หากการปรับนี้เกิดขึ้น อาจทำให้ผลประโยชน์ต่อมาร์จินลดลง เนื่องจากโรงกลั่นไม่ได้คำนึงถึงต้นทุนเหล่านี้เมื่อกำหนดราคาน้ำมันดีเซลสำหรับผู้ค้าปลีกน้ำมัน

**ปรับลดผลประกอบการและมูลค่าที่เหมาะสม**

เมื่อพิจารณาจากมาร์จินน้ำมันที่ลดลง การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันที่ลดลง และผลประกอบการใน 1H23 เราปรับลดผลประกอบการในปี 2023-2025F ลง 15-23% และลดมูลค่าที่เหมาะสมลงเหลือ 21.00 บาท (จาก 25.00 บาท) ขณะนี้เราได้ยกยอดการประเมินมูลค่าสิ้นปีไปเป็นกลางปี 2024F ซึ่งความเสี่ยงที่สำคัญ : เศรษฐกิจที่อ่อนแอลง การเปลี่ยนแปลงของเทคโนโลยีเชื้อเพลิง และกฎระเบียบ ■

### Forecasts and ratios

Year Ended December 31	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Sales (THBm)	511,799	789,785	814,055	844,701	859,706
EBITDA (THBm)	20,675	20,134	20,272	22,743	23,481
Net profit (THBm)	11,474	10,370	10,427	12,082	12,417
<b>Net Profit (% chg from prev)</b>	<b>nm.</b>	<b>nm.</b>	<b>-22.6</b>	<b>-15.4</b>	<b>-14.5</b>
EPS (THB)	0.98	0.86	0.87	1.01	1.03
EPS (% YoY)	na.	na.	0.5	15.9	2.8
<b>EPS vs Cons (%)</b>	<b>nm</b>	<b>nm</b>	<b>-15.5</b>	<b>-11.0</b>	<b>-14.3</b>
PER (X)	29.7	29.6	23.4	20.2	19.6
Yield (%)	2.3	2.5	1.9	2.2	2.3
P/BV (X)	2.4	2.3	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA (X)	15.4	15.5	11.6	10.3	9.8
ROE (%)	na.	na.	9.8	10.7	10.4

Source: 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

Market Insight

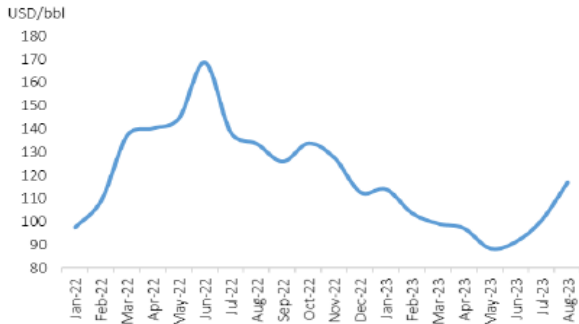
E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือคำชี้แจงหรือการขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใดที่สโกไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

18 สิงหาคม 2566

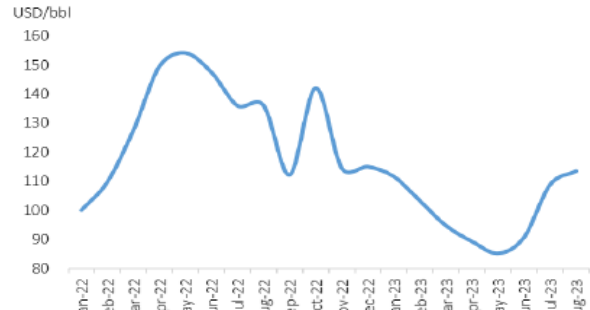
# กระแสหลักทรัพย์

Figure 1. Heightening of global diesel prices is making it more difficult for OR to keep its margin at an elevated level



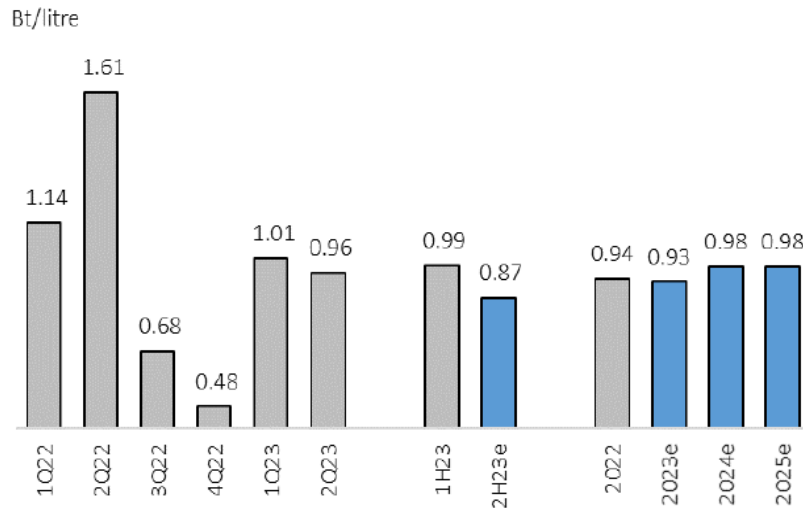
Source: Bloomberg Finance LP

Figure 2. In addition, the benefit of lower jet fuel costs is vanishing as price is now on the ascent



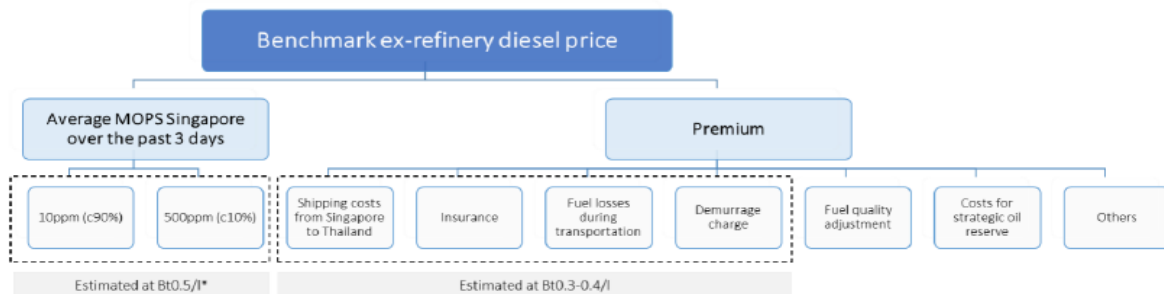
Source: Bloomberg Finance LP

Figure 3. Oil margin is on a downward trajectory in 2H23



Source: Company data, TISCO estimates

Figure 4. The benchmark diesel price (as announced by EPPO) does not reflect the actual costs of oil retailers



\*Based on historical 5-years average gap between 10ppm and 500ppm, Source: EPPO, 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

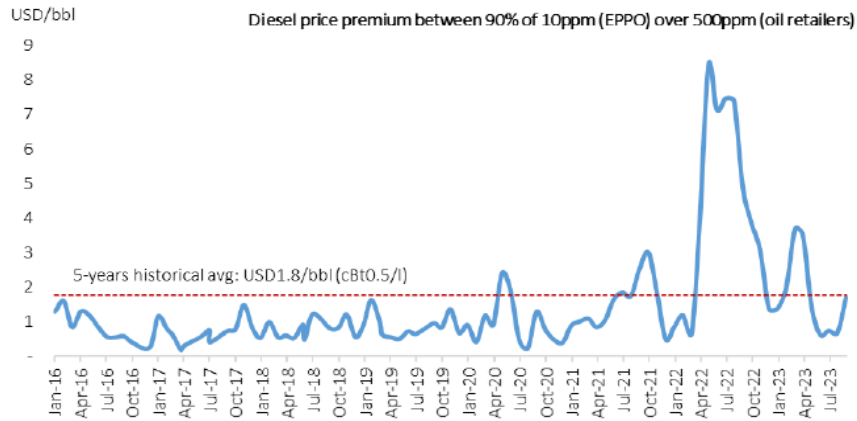
E-mail : [tiscoresearch@tisco.co.th](mailto:tiscoresearch@tisco.co.th)

รายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าเป็นคำแนะนำหรือข้อชี้ชวนให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ และจัดทำขึ้นเป็นการเฉพาะเพื่อประโยชน์แก่บุคคลที่เกี่ยวข้องกับบริษัทเท่านั้น มิให้นำไปเผยแพร่ทางสื่อมวลชนหรือโดยทางอื่นใด ทิสโก้ไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทความวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ใช้อย่างมีความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

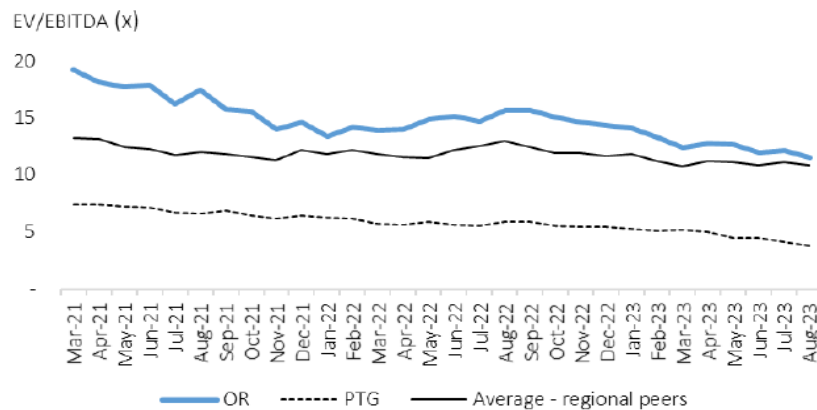
18 สิงหาคม 2566

# กระแสหลักทรัพย์

**Figure 5. EPPO employs a benchmark calculation that leans heavily on the pricier 10ppm diesel (90%), whereas oil retailers are acquiring feedstock from refineries that consists of the less expensive 500ppm grade**



**Figure 6. OR is now trading at a more reasonable valuation compared to its historical level**



Source: Bloomberg Finance LP, TISCO estimates

**Figure 7. Our earnings revisions mainly reflect lower oil margin and volume assumptions**

	New			Old		
	2023e	2024e	2025e	2023e	2024e	2025e
<b>Mobility</b>						
Gross profit margin per litre (Bt/litre)	0.93	0.98	0.98	0.98	0.99	0.99
Sale volumes (bn litres)	27.7	28.8	29.5	28.6	29.8	29.7
<b>Lifestyle</b>						
Café Amazon - cups sold (mn cups)	370	393	416	384	412	458
EBITDA margin (%) - Lifestyle	24.7%	24.6%	24.7%	24.8%	24.7%	24.7%

Source: TISCO estimates

รายละเอียดเพิ่มเติม : สามารถอ่านรายงานฉบับเต็มได้ใน “Company Report” (ภาษาอังกฤษ)

สำนักวิจัย บริษัทหลักทรัพย์ ทิสโก้ จำกัด

48/8 อาคารทิสโก้ทาวเวอร์ ชั้น 5 ถนนสาทรเหนือ 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 ทิสโก้ไม่ยอมรับผิดต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นโดยตรงหรือเป็นผลจากการใช้เนื้อหาหรือรายงานฉบับนี้ การนำไปซึ่งข้อมูล บทความ บทวิเคราะห์ และการคาดหมายทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ เป็นการนำไปใช้โดยผู้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว

18 สิงหาคม 2566