

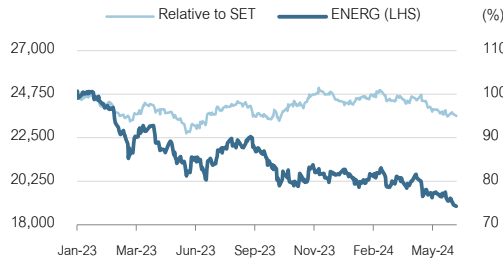
5 June 2024

Energy

โรงกลั่นน่าสนใจสำหรับการฟื้นตัวใน 3Q24E

Recommendation **Neutral (maintained)**

Energy sector's performance



Source: Aspen

เรายังคงแนะนำนักการลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน โดยเรามองว่า valuation ของกลุ่มโรงกลั่นมีความน่าสนใจมากกว่าผู้ผลิตพลังงานต้นน้ำและกลุ่มพลังงานปลายน้ำ โดยเราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นน่าจะเห็นการฟื้นตัวของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) ใน 2H24E หลังจากที่ crack spread ลดลงแตะระดับต่ำสุดตั้งแต่ 4Q23 โดยมีปัจจัยหนุนจากการลดอัตราการใช้กำลังการผลิต (run cuts) ที่เป็นไปได้ของโรงกลั่นในภูมิภาคและอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้นในประเทศตะวันตกในช่วงฤดูร้อน ในขณะที่ เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบจะอ่อนตัว HoH ใน 2H24E จากอุปทานน้ำมันดิบโลกที่สูงขึ้นจากการผลิตของประเทศในทวีปอเมริกาแม้ว่ากลุ่ม OPEC+ จะมีการขยายการผลิตกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจจนถึงสิ้น 3Q24E ก็ตาม นอกจากนี้ เราเชื่อว่ากลุ่มค้าปลีกน้ำมันจะเห็นปริมาณน้ำมันที่อ่อนตัวตามปัจจัยฤดูกาลใน 3Q24E แม้ว่าเราเชื่อว่าค่าการตลาดน้ำมัน (marketing margin) จะยังทรงตัวสูงจากการปรับขึ้นของราคาขายปลีกน้ำมันดีเซล

ดัชนีกลุ่มพลังงานปรับตัวลง -5.6% เมื่อเทียบกับ SET ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ตามแนวโน้มเงินทุนต่างชาติไหลออกและราคาพลังงานที่เริ่มปรับสู่ระดับปกติตามปริมาณก๊าซธรรมชาติคงคลังในยุโรปที่อยู่ในระดับสูง ทั้งนี้ เราขอหนุนในกลุ่มโรงกลั่นมากที่สุดจากแนวโน้ม crack spread ที่น่าจะมีความเสี่ยงขาลง (downside risk) ที่จำกัดแล้วและน่าจะฟื้นตัว QoQ ได้ใน 3Q24E ตามอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้นและการ run cuts ของโรงกลั่นในภูมิภาค โดย Top pick ของ เรา คือ TOP (ซื้อ/เป้า 65.00 บาท) และ SPRC (ซื้อ/เป้า 10.50 บาท)

Event: Industry update

❑ **คาดการณ์กำไรโรงกลั่นชะลอ QoQ ใน 2Q24E ก่อนฟื้นตัวใน 3Q24E** เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะรายงานกำไรที่ลดลง QoQ ใน 2Q24E ตามแนวโน้ม 2Q24E SG GRM QTD ที่ลดลง -53% QoQ มาอยู่ที่ USD3.5/bbl จากอุปทานที่สูงขึ้นจาก 1) การเร่งการผลิตของโรงกลั่นใหม่ๆ และ 2) การกลับมามีดำเนินงานของโรงกลั่นในภูมิภาค อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า crack spread จะกลับมาฟื้นตัว QoQ ได้ใน 3Q24E จากระดับปัจจุบันที่น่าจะมี downside ที่จำกัดแล้ว โดยเราคาดว่าที่ระดับปัจจุบันจะส่งผลให้โรงกลั่นในภูมิภาคที่มีการผลิตเป็นผลิตภัณฑ์ diesel สูงจะเริ่ม run cuts อย่างต่อเนื่อง นอกจากนี้ เราเชื่อว่าอุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์น้ำมัน (โดยเฉพาะ gasoline และ jet fuel) ใน 3Q24E จะได้แรงหนุนจากอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้นในช่วงฤดูร้อนของประเทศตะวันตก

❑ **ราคาน้ำมันน่าจะลดลง HoH ใน 2H24E; marketing margin สูงขึ้น QoQ ใน 2Q24E** เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบจะมีแนวโน้มลดลง HoH ใน 2H24E ตามอุปทานน้ำมันที่สูงขึ้น ในขณะที่ แผนการผลิตกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจ (voluntary production cuts) ของ OPEC+ ที่มีความชัดเจนมากขึ้น น่าจะเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันดิบในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากลุ่มค้าปลีกน้ำมันน่าจะได้ประโยชน์จาก 1) แนวโน้ม marketing margin ที่กลับมาฟื้นตัว ใน 2Q24E และ 2) การบันทึกกำไรจากสต็อก (stock gain) ที่เป็นไปได้ตามแนวโน้มราคาน้ำมันค้าปลีกดีเซลที่ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง

Valuation/Catalyst/Risk

เรายังคงแนะนำนักการลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน เรามองว่ากลุ่มโรงกลั่นมีความน่าสนใจมากที่สุดจาก downside risk ที่ต่ำของ crack spread ในปัจจุบัน อีกทั้งยังมีปัจจัยบวกจากอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้นและการ run cuts ที่เป็นไปได้ของโรงกลั่นในภูมิภาค เราจึงมองว่าเป็นจังหวะในการสะสมหุ้นกลุ่มโรงกลั่น โดยเรามี top pick คือ TOP (ซื้อ/เป้า 65.00 บาท) และ SPRC (ซื้อ/เป้า 10.50 บาท)

| Price performance | 1M | 3M | 6M | 12M |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|
| Absolute | -4.1% | -5.7% | -8.7% | -9.4% |
| Relative to SET | -1.7% | -3.5% | -5.6% | 3.3% |

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

Fig 1: Peer comparison

| Stock | Rec | Price 04-Jun-24 | Target price | Upside (%) | Net profit (Bt mn) | | | Net profit gwth (%) | | Core profit gwth (%) | | PER (x) | | PBV (x) | | Div. yield (%) | | ROE (%) | | EV/EBITDA (x) | |
|--------|------|--------------------|-----------------|---------------|--------------------|--------|---------|---------------------|-------|----------------------|-------|---------|------|---------|-----|----------------|-----|---------|------|---------------|------|
| | | | | | 23A | 24E | 25E | 24E | 25E | 24E | 25E | 24E | 25E | 24E | 25E | 24E | 25E | 24E | 25E | 24E | 25E |
| BAFS | BUY | 20.30 | 28.00 | 37.9 | -138 | 205 | 300 | n.m. | 46.2 | n.m. | 46.2 | 63.1 | 43.2 | 2.3 | 2.3 | 1.1 | 1.6 | 3.7 | 5.3 | 15.2 | 13.8 |
| BANPU | SELL | 5.45 | 4.50 | -17.4 | 5,434 | 4,974 | 5,163 | -8.5 | 3.8 | n.m. | n.m. | 11.0 | 10.6 | 0.4 | 0.4 | 5.9 | 6.4 | 3.5 | 3.6 | 8.6 | 8.0 |
| BCP | BUY | 37.75 | 50.00 | 32.5 | 13,233 | 11,871 | 13,459 | -10.3 | 13.4 | 21.7 | 13.4 | 4.4 | 3.9 | 0.6 | 0.6 | 6.6 | 7.5 | 14.7 | 14.9 | 4.4 | 4.6 |
| *BSRC | NR | 8.75 | 11.69 | 33.6 | 2,142 | 4,593 | 5,874 | 114.4 | 27.9 | 107.9 | 22.9 | 6.6 | 5.4 | 1.0 | 0.9 | 5.2 | 6.7 | 15.5 | 17.1 | 6.2 | 5.0 |
| *IRPC | NR | 1.82 | 2.03 | 11.3 | -2,923 | 2,124 | 3,547 | n.m. | 67.0 | n.m. | 79.9 | 17.5 | 10.5 | 0.5 | 0.5 | 2.5 | 4.0 | 2.1 | 4.9 | 8.3 | 6.5 |
| OR | BUY | 17.80 | 21.00 | 18.0 | 11,094 | 11,791 | 13,264 | 6.3 | 12.5 | 7.0 | 13.9 | 18.1 | 16.1 | 1.9 | 1.8 | 3.1 | 3.4 | 10.3 | 11.0 | 8.3 | 7.4 |
| PTG | HOLD | 8.85 | 10.00 | 13.0 | 815 | 1,132 | 1,481 | 38.8 | 30.8 | 38.8 | 30.8 | 13.1 | 10.0 | 1.6 | 1.4 | 3.1 | 4.0 | 9.6 | 11.7 | 3.4 | 3.0 |
| *PTT | NR | 32.50 | 38.25 | 17.7 | 112,024 | 96,430 | 106,115 | -13.9 | 10.0 | -12.7 | 9.5 | 9.7 | 8.8 | 0.8 | 0.8 | 5.5 | 6.0 | 8.4 | 8.5 | 5.0 | 4.6 |
| PTTEP | BUY | 153.50 | 180.00 | 17.3 | 76,706 | 70,597 | 71,669 | -8.0 | 1.5 | -11.6 | 0.8 | 8.6 | 8.5 | 1.1 | 1.1 | 6.0 | 6.0 | 13.2 | 12.6 | 3.7 | 4.0 |
| SPRC | BUY | 8.25 | 10.50 | 27.3 | -1,230 | 4,925 | 4,032 | n.m. | -18.1 | n.m. | -17.5 | 7.3 | 8.9 | 0.9 | 0.8 | 5.5 | 4.8 | 12.3 | 9.5 | 5.0 | 5.0 |
| TOP | BUY | 51.00 | 65.00 | 27.5 | 19,443 | 15,163 | 17,848 | -22.0 | 17.7 | -33.9 | 18.6 | 7.5 | 6.4 | 0.7 | 0.6 | 5.6 | 6.2 | 8.8 | 9.7 | 9.4 | 8.0 |
| Sector | | | | | | | | -5.4 | -5.4 | -10.7 | -10.7 | 15.2 | 12.0 | 1.1 | 1.0 | 4.6 | 5.2 | 9.3 | 9.9 | 7.0 | 6.3 |

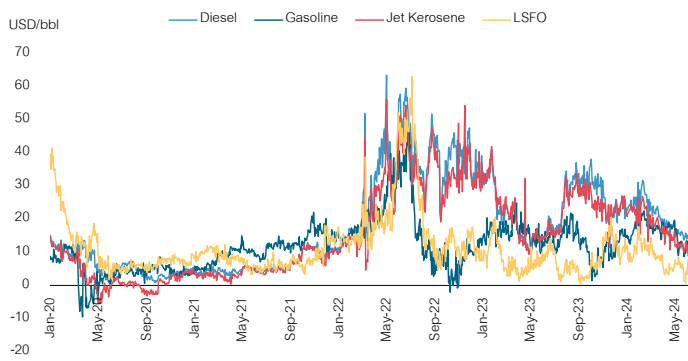
Source: Bloomberg, DAOL

□ คาดกำไรโรงกลั่นจะอ่อนตัว QoQ ใน 2Q24E แต่ crack spread มี downside risk จำกัดพร้อมสำหรับการฟื้นตัวใน 3Q24E

เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะรายงานกำไรที่ลดลง QoQ ใน 2Q24E ตามแนวโน้ม 2Q24E SG GRM QTD ที่ลดลง -53% QoQ มาอยู่ที่ USD3.5/bbl จากอุปทานที่สูงขึ้นจาก 1) การเร่งการผลิตของโรงกลั่นใหม่ๆ เช่น Dangote ของไนจีเรีย ซึ่งมีกำลังการกลั่นติดตั้ง (nameplate capacity) 650 kbd แต่เริ่มดำเนินงานที่ 350 kbd ในเดือน ม.ค.2024 และ Al Zour ของคูเวต (กำลังการกลั่น 615 kbd) และ 2) การกลับมาดำเนินงานของโรงกลั่นในภูมิภาค (โดยเฉพาะที่ปออเมริกาเหนือ ยุโรป และ เอเชีย) หลังมีกิจกรรมซ่อมบำรุงสูงในช่วงเดือน ก.พ.2024-เม.ย.2024 ทั้งนี้ crack spread ของผลิตภัณฑ์หลักได้ปรับตัวลงแรง QTD ใน 2Q24E นำโดย LSFO cracks อยู่ที่ USD2.31/bbl (-61% QoQ) ตามด้วย jet fuel cracks ที่ USD12.5/bbl (-41% QoQ) และ diesel cracks (10 ppm) ที่ USD14.4/bbl (-38% QoQ) โดยได้ปรับลดลงจากค่าเฉลี่ยที่ USD25.6/bbl ใน ก.พ.2024 เหลือ USD13.3/bbl ในเดือน พ.ค.2024 นอกจากนี้ gasoline cracks ก็ปรับตัวลง QTD อยู่ที่ USD14.4/bbl (-20% QoQ) โดยล่าสุด gasoline cracks ปรับตัวลงต่ำกว่า USD10.0/bbl แม้ฤดูกาลขับรถของ US จะได้เริ่มขึ้นตั้งแต่ 27 พ.ค.2024

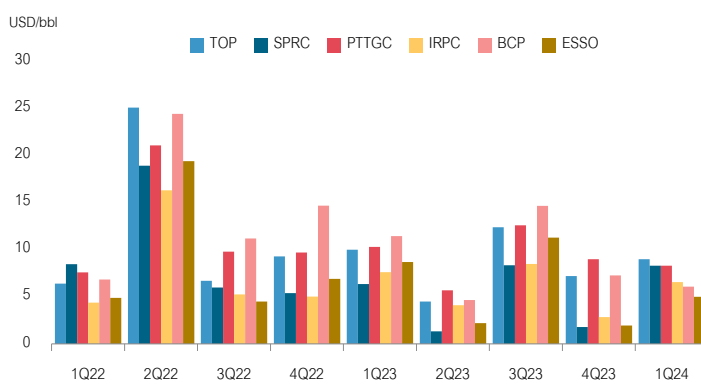
เราคาดว่า crack spread จะกลับมาฟื้นตัว QoQ ได้ใน 3Q24E จากระดับปัจจุบันที่น่าจะมี downside ที่จำกัดแล้ว โดยเราคาดว่าที่ระดับปัจจุบันจะส่งให้โรงกลั่นในภูมิภาคที่มีการผลิตเป็นผลิตภัณฑ์ diesel สูงจะเริ่มลดการใช้กำลังการกลั่นลงมาอย่างต่อเนื่อง โดยก่อนหน้านี้โรงกลั่นในเอเชีย เช่น Formosa Petrochemical Corp (กำลังการกลั่น 540 kbd) และ GS Caltex (กำลังการกลั่น 800 kbd) ได้ประกาศ run cuts ในเดือน พ.ค.2024 อีกทั้ง บริษัท Argus Media (ผู้ให้บริการอิสระชั้นนำในด้านข้อมูลตลาดแก๊สและพลังงานและสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลก) ได้ประเมินว่าโรงกลั่นในยุโรป (ซึ่งถูกห้ามกลั่นน้ำมันดิบรัสเซียที่มีราคาถูก) อาจจะถูกบังคับให้ run cuts หากความสามารถในการทำกำไรยังคงลดลงอยู่ นอกจากนี้ เราเชื่อว่าอุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์น้ำมัน (โดยเฉพาะ gasoline และ jet fuel) ใน 3Q24E จะได้แรงหนุนจากอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้นในช่วงฤดูร้อนของประเทศตะวันตก

Fig 2: Singapore Dubai crack spread trend



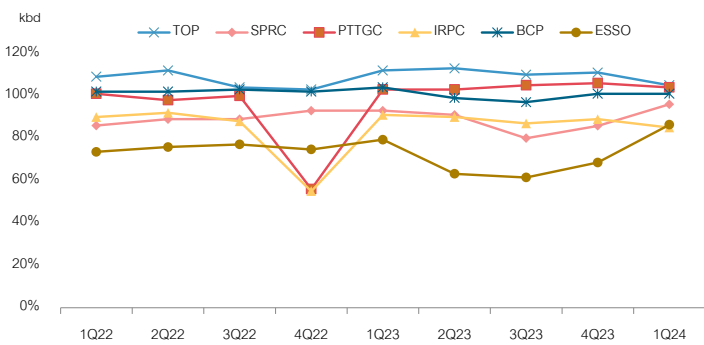
Source: Bloomberg, DAOL

Fig 3: Quarterly market/operating GRM trend



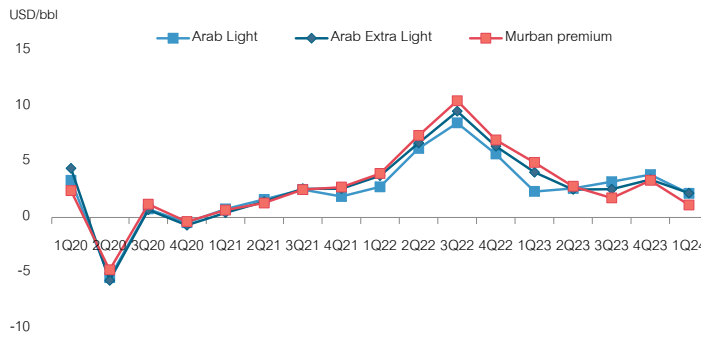
Source: TOP, SPRC, PTTGC, IRPC, BCP, BSRC, DAOL

Fig 4: Quarterly crude run by company



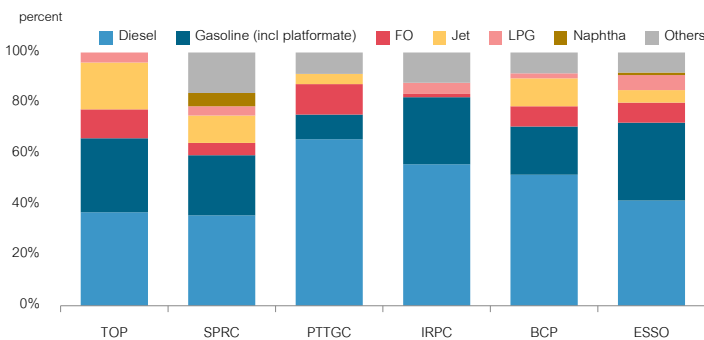
Source: TOP, SPRC, PTTGC, IRPC, BCP, BSRC, DAOL

Fig 5: Crude premium trend



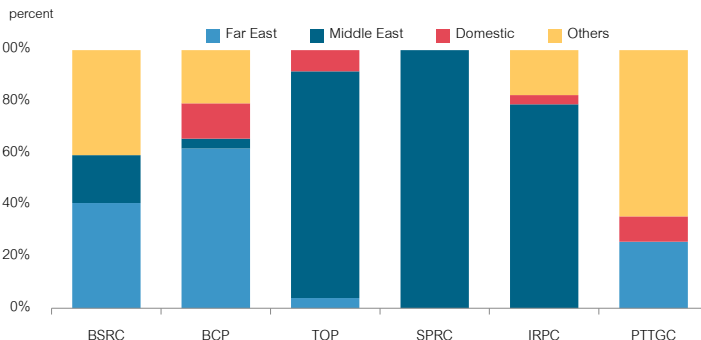
Source: TOP, DAOL

Fig 6: Product yield by company (2023)



Source: TOP, SPRC, PTTGC, IRPC, BCP, BSRC, DAOL

Fig 7: Crude slate by company (April 2024)



Source: Department of Energy Business (DOEB), 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. 3

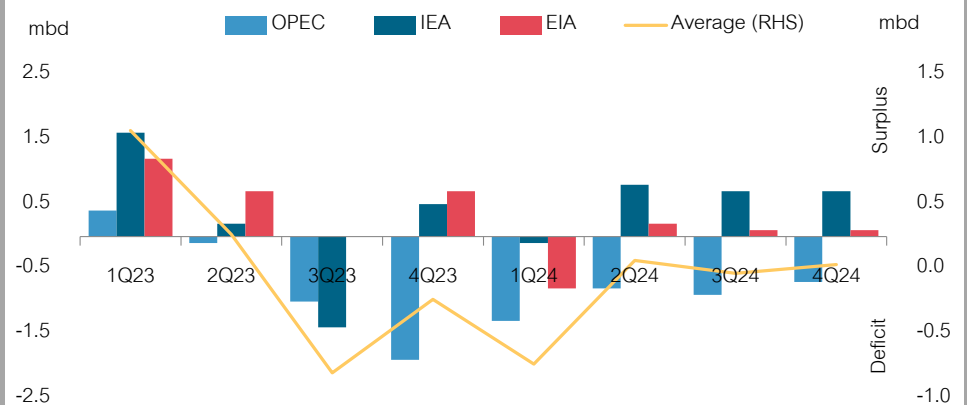
□ หน่วยงานพลังงานยังมีความเห็นต่างในด้านภาพรวมตลาดน้ำมัน; OPEC+ ขยายการลดกำลังการผลิตน้ำมันออกไปในปี 2025E แต่มีแผนการลดขนาดแล้ว

หน่วยงานด้านพลังงานระดับโลกยังคงมีมุมมองที่ต่างกันต่อภาพรวมตลาดน้ำมันใน 2H24E โดย OPEC และสำนักงานพลังงานสากล (IEA) ประเมินว่าตลาดน้ำมันโลกจะอยู่ในภาวะอุปทานขาดแคลน (supply deficit) ในขณะที่สำนักงานสารสนเทศด้านการพลังงานของสหรัฐฯ (US EIA) ประเมินว่าตลาดน้ำมันจะกลับมามีอุปทานส่วนเกิน (supply surplus) โดยหลักๆเป็นผลจากการที่ US EIA ประเมินอุปสงค์การน้ำมันของจีนในระดับที่ช่วงที่ต่ำกว่าที่ 16.2-16.5 mbd เทียบกับ 17.2-17.3 mbd ของ OPEC และ IEA

ทั้งนี้ ในการประชุมระดับรัฐมนตรีของผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ทั้งในและนอกกลุ่มโอเปค (OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting: ONOMM) ครั้งที่ 37 เมื่อวันที่ 2 มิ.ย.2024 มีข้อตกลงที่จะขยายการปรับลดกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจ (voluntary production cuts) ของ 8 ประเทศสมาชิก (รวมถึง ซาอุดีอาระเบีย, รัสเซีย, อิรัก, สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE), คูเวต, คาซัคสถาน, อัลจีเรียและโอมาน) ออกไปจนถึงปี 2025E โดยแบ่งออกเป็น 1) voluntary production cuts จำนวน 1.65 mbd (ซึ่งประกาศมาตั้งแต่ เม.ย.2023) จะมีผลจนถึง ธ.ค.2025 และ 2) voluntary production cuts จำนวน 2.2 mbd (ซึ่งประกาศในเดือน พ.ย.2023) จะขยายเวลาจนถึงเดือน ก.ย.2024 ก่อนที่จะทยอยปรับลดขนาดเป็นช่วงระยะเวลา 1 ปี ตั้งแต่ ต.ค.2024-ก.ย.2025 โดยการปรับเพิ่มรายเดือนสามารถที่จะหยุดหรือกลับรายการได้ขึ้นอยู่กับสภาวะตลาด

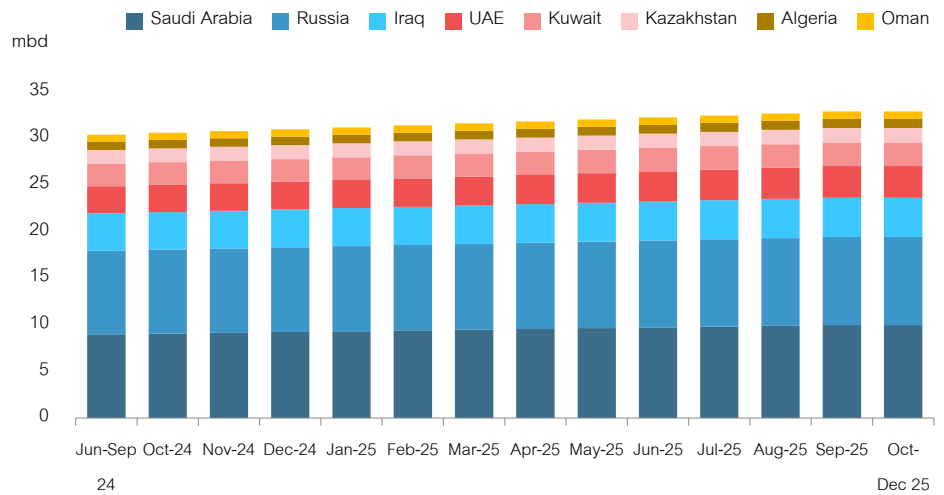
ราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ย YTD อยู่ที่ USD83.6/bbl เทียบกับ USD81.9/bbl ในปี 2023 และสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2024E ของเราที่ USD80.0/bbl โดยเรายังคงมุมมองว่าราคาน้ำมันดิบจะมีแนวโน้มลดลง HoH ใน 2H24E ตามอุปทานน้ำมันที่สูงขึ้น

Fig 8: Key agencies' world oil demand/supply balance forecast



Source: OPEC, IEA, EIA, DAOL

Fig 9: Production levels with phase-out of Nov-23 voluntary cuts for 8 OPEC+ members



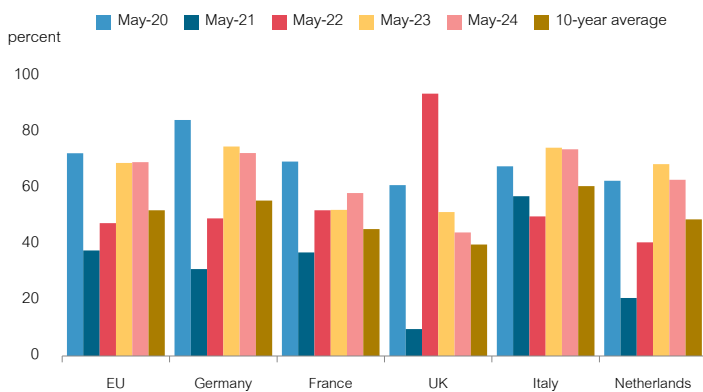
Source: OPEC

□ ปริมาณก๊าซคงคลังที่สูงน่าจะเพียงพอต่ออุปสงค์การใช้ไฟฟ้าในช่วงฤดูร้อน

Gas Infrastructure Europe (GIE) ยังคงปริมาณสำรองก๊าซธรรมชาติของ EU ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดในเดือน พ.ค.2024 อยู่ที่ 69% ของกำลังการกักเก็บ สูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 52% ซึ่งตัวเลขที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยนี้เป็นผลจากผลรวมสะสมของผลกระทบของสงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน และฤดูหนาวเมื่อต้นปีที่ผ่านมาที่อุ่นกว่าปกติ ทั้งนี้ตัวเลขปริมาณสำรองที่สูงนี้สะท้อนให้เห็นถึงอุปทานก๊าซที่มากเกินไปสำหรับความต้องการใช้ในเดือนเดียวกัน ทำให้เราเชื่อว่าปริมาณก๊าซคงคลังที่สูงนี้เป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ราคาถ่านหินและก๊าซยังคงลดลงต่อเนื่อง YoY

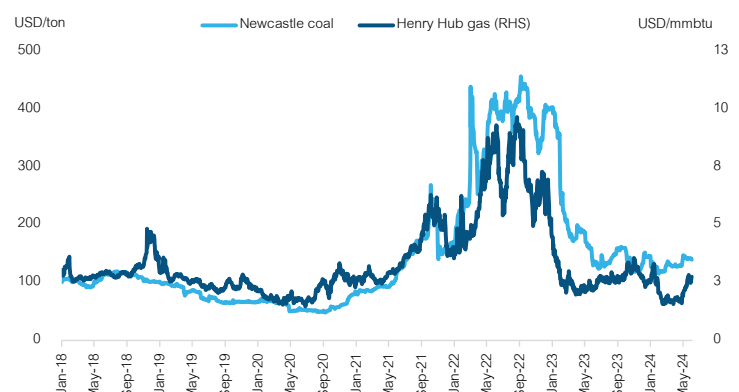
ราคาพลังงานเชื้อเพลิงให้ความร้อนปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องสะท้อนปริมาณก๊าซคงคลังที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวในยุโรป โดยราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าก๊าซ ฮิงแหล่ง Henry Hub QTD ใน 2Q24E ปรับตัวลงเป็น USD2.1/mmbtu (-8% YoY) ในขณะที่ ราคาสัญญาซื้อขายถ่านหินล่วงหน้า ฮิง แหล่ง Newcastle Coal Terminal (NewC) ลดลงเป็น USD137/ton (-15% YoY)

Fig 10: EU gas in storage (select countries) (as of May 2024)



Source: Gas Infrastructure Europe (GIE), DAOL

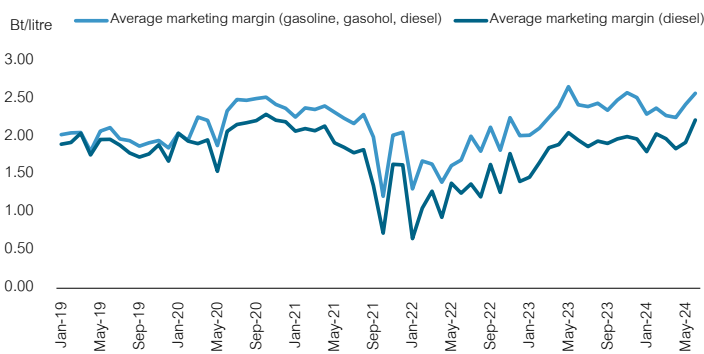
Fig 11: Newcastle coal price vs Henry Hub gas price



Source: Bloomberg, DAOL

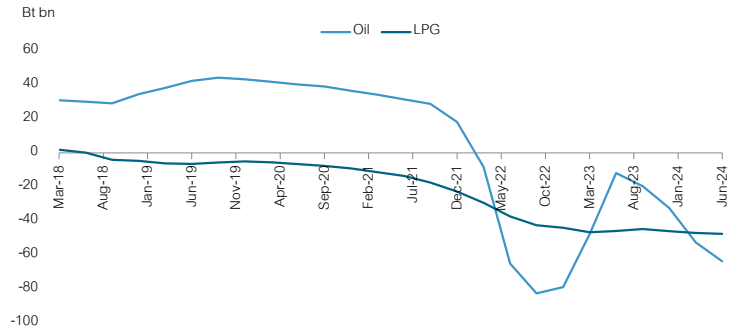
□ **แนวโน้ม marketing margin สูงขึ้น QTD; ผู้ค้าน้ำมันน่าจะได้ประโยชน์จากราคาดีเซลที่สูงขึ้น**
 เราเชื่อว่ากลุ่มค้าปลีกน้ำมันน่าจะได้ประโยชน์จาก 1) แนวโน้ม marketing margin ที่กลับมาฟื้นตัว ใน 2Q24E โดยสำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (EPPO) รายงาน marketing margin เฉลี่ย QTD ของ gasoline gasohol และ diesel ในเดือน พ.ค.2024 อยู่ที่ Bt2.43/litre สูงขึ้นจาก Bt2.32/litre ใน 1Q24 และ 2) Stock gain ที่เป็นไปได้ตามแนวโน้มราคาน้ำมันค้าปลีกดีเซลที่ปรับตัวขึ้นอย่างต่อเนื่อง โดยล่าสุดราคาขายปลีกประเภทน้ำมันดีเซลได้ปรับตัวขึ้นเป็น Bt32.94/litre ตั้งแต่วันที่ 31 พ.ค.2024 จากต้นเดือน พ.ค.2024 ที่ Bt30.94/litre สอดคล้องกับ มติคณะรัฐมนตรีเมื่อวันที่ 7 พ.ค.2024 ที่วางกรอบการตรึงราคาน้ำมันดีเซลไม่ให้เกิน Bt33.0/litre ตั้งแต่วันที่ 20 เม.ย.2024 ถึง 31 ก.ค.2024 และเป็นไปตามมติคณะกรรมการบริหารกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (กบน.) เมื่อวันที่ 27 มี.ค.2024 ที่เห็นชอบในหลักการให้ปรับอัตราเงินชดเชยกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงประเภทน้ำมันดีเซลเพื่อให้ราคาขายปลีกเกินกว่า Bt33.0/litre ได้ตั้งแต่วันที่ 20 เม.ย.2024 เป็นต้นไป สำหรับสถานะกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (oil fuel fund) ล่าสุดสำนักงานกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (OFFO) รายงานสถานะ oil fuel fund ติดลบที่ -1.11 แสนล้านบาท ณ สิ้นวันที่ 2 มิ.ย.2024 เทียบกับ -7.86 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2023 และระดับต่ำสุดที่ 1.33 แสนล้านบาท ณ สิ้นเดือน พ.ย.2022

Fig 12: Monthly average marketing margin



Source: EPPO, DAOL

Fig 13: Oil fund status has been improving



Source: Oil Fuel Fund Office (OFFO), DAOL

□ **คงน้ำหนัก “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน**

เรายังคงน้ำหนักการลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน โดยมีคำแนะนำและราคาเป้าหมายสำหรับหุ้นที่เราดูแลดังนี้

- **TOP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 65.00 บาท ถึง 2024E PBV ที่ 0.84x (เทียบเท่า -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราคาดว่าบริษัทจะเห็นผลประกอบการที่อ่อนตัว QoQ ตามแนวโน้ม crack spread ที่อ่อนแอใน 2Q24E ก่อนที่จะฟื้นตัวใน 3Q24E ตามแรงหนุนของอุปสงค์การท่องเที่ยวและ run cuts ของโรงกลั่นในภูมิภาค
- **SPRC:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 10.50 บาท ถึง 2024E PBV ที่ 1.13x (เท่ากับ -1.00SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปี) เราเชื่อว่ากำไรของบริษัทน่าจะลดลง QoQ ได้ใน 2Q24E ตามค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ที่อ่อนตัว ก่อนจะได้แรงหนุนจากอุปสงค์การท่องเที่ยวและ run cuts ของโรงกลั่นในภูมิภาคใน 3Q24E
- **BCP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 50.00 บาท ถึง SOTP เราเชื่อว่าบริษัทจะยังคงเห็นกำไรเติบโต YoY ใน 2Q24E โดยมีแรงหนุนจาก 1) การรับรู้ผลประกอบการของ BSRC 2) ปริมาณขายของ OKEA ที่ได้แรงหนุนจากการรับรู้แหล่ง Statfjord และ 3) ปริมาณการจำหน่ายไฟฟ้าส่วนเพิ่มจากโรงไฟฟ้า US CCGT อย่างไรก็ตามกำไรบริษัทน่าจะเห็นกำไรชะลอตัว QoQ ใน 2Q24E ตามแนวโน้ม crack spread ที่อ่อนตัว QTD
- **PTTEP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2024E ที่ 180.00 บาท ถึงวิธี DCF (WACC 6.7%, TG 0%) และราคาน้ำมันดิบระยะยาวที่ USD65.0/bbl ทั้งนี้ เราคาดว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากราคาขายเฉลี่ย (blended ASP) ที่ดีขึ้น QoQ ใน 2Q24E จากความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ และปริมาณขายที่สูงขึ้นจากแหล่ง G1/61 (เอราวัณ)
- **OR:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 21.00 บาท ถึง 2024E PER ที่ 21.4x (-2.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มค้าปลีก) เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นกำไรสูงขึ้น YoY ใน 2Q24E โดยมีแรงหนุนจาก 1)

อัตรากำไรขั้นต้นต่อลิตรที่น่าจะยืนสูงได้ต่อเนื่อง 2) รายได้ธุรกิจ Lifestyle ที่เพิ่มขึ้น และ 3) Lifestyle EBITDA margin ที่ยืนในระดับสูง

- **BANPU:** เราคงคำแนะนำ "ขาย" ที่ราคาเป้าหมายที่ 4.50 บาท ถึง SOTP เราเชื่อว่าบริษัทจะยังคงรายงานขาดทุนปกติใน 2Q24E จากแนวโน้มราคาขายเฉลี่ยถ่วงหิน (coal ASP) และราคาขายเฉลี่ยก๊าซ (gas ASP) ที่ลดลง YoY
- **PTG:** เรายังคงคำแนะนำ "ถือ" ที่ราคาเป้าหมายปี 2024E ที่ 10.00 บาท ถึง 2024E PER ที่ 13.0x (-1.0SD below 5-year average) โดยเราคาดว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากแนวโน้ม marketing margin ที่ดีขึ้น QTD ใน 2Q24E ในขณะที่ปริมาณขายน้ำมันน่าจะเติบโตได้ตามกรอบทั้งปีที่คาดว่าจะได้ +12% YoY

Fig 14: Energy sector's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 15: TOP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 16: SPRC's PBV band



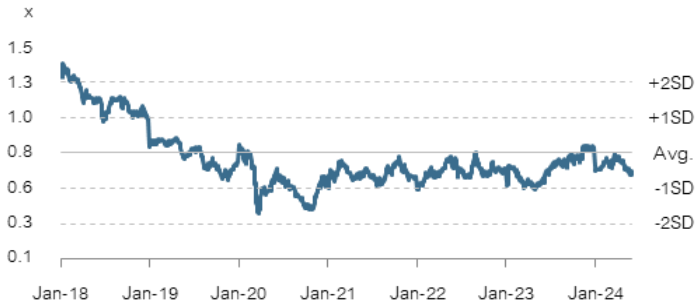
Source: Setsmart, DAOL

Fig 17: PTTEP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 18: BCP's PER band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 19: Commerce PER band (OR's peer comparison)



Source: Setsmart, DAOL

Fig 20: BANPU's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 21: PTG's PER band



Source: Setsmart, DAOL

Corporate governance report of Thai listed companies 2023

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งยังมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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 รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน 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