



## Fundamental Story

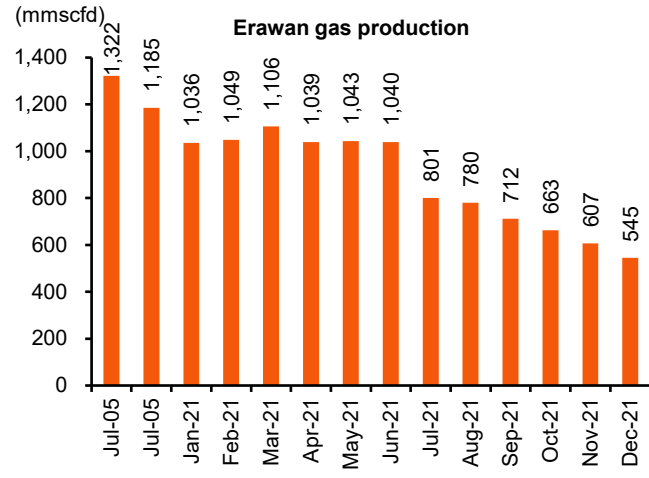
- ผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อพลังงาน: การขั้บรณาคารรัสเซียออกจาก SWIFT จะทำให้พวกเขาไม่สามารถทำธุรกรรมทางการเงินส่วนใหญ่ทั่วโลก และปิดกั้นการนำเข้าและส่งออกของรัสเซียอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งอาจรวมถึงการนำเข้าและส่งออกน้ำมันและก๊าซของรัสเซีย อิหร่านถูกแบนจาก SWIFT ในปี 2012 ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของการคว่ำบาตรโครงการนิวเคลียร์ของประเทศ ประเทศสูญเสียรายได้จากการส่งออกน้ำมันเกือบครึ่งหนึ่ง และสูญเสียราว 30% ของการค้าต่างประเทศ ตามคำชี้แจงของฝ่ายบริหารของไบเดน การขั้บรัสเซียออกจาก SWIFT จะไม่ส่งผลกระทบต่อการค้าสำหรับพลังงาน อย่างไรก็ตาม มีความไม่ชัดเจนสำหรับประเทศอื่น

### ตลาดก๊าซตั้งตัวขึ้นส่งผลต่อต้นทุนพลังงานของไทย

- ราคาก๊าซยุโรปที่พุ่งสูงขึ้นยังส่งผลกระทบต่อตลาด LNG ทั่วโลกอีกด้วย ซึ่งจะทำให้ต้นทุนก๊าซของประเทศไทยสูงขึ้น
- นอกจากมีโอกาสที่อุปทานในยุโรปจะหยุดชะงักในระยะใกล้แล้ว อุปทานในระยะยาวก็มีความเสี่ยงเช่นกัน เมื่อวันอังคาร เยอรมนี ยังหยุดการรับรองโครงการท่อส่งก๊าซ Nord Stream 2 ซึ่งจะเพิ่มความสามารถในการส่งออกท่อส่งก๊าซของรัสเซียผ่านทะเลบอลติกไปยังเยอรมนีเป็นสองเท่า ดังนั้น จึงไม่น่าเป็นไปได้อย่างยิ่งที่ท่อจะได้รับอนุญาตให้ดำเนินการจนกว่าจะพบวิธีแก้ปัญหาทางการทูตต่อวิกฤตยูเครน ซึ่งดูเหมือนว่า มีความเป็นไปได้มากขึ้นที่ Nord Stream 2 จะไม่สามารถดำเนินงานได้ก่อนฤดูหนาวปี 2022-23
- ราคา LNG พุ่งขึ้น ราคาสปอตก๊าซธรรมชาติเหลว (LNG) ในเอเชียพุ่งขึ้นมากกว่า 50% ในสัปดาห์นี้ ตามการเพิ่มขึ้นของราคาก๊าซยุโรปที่พุ่งสูงขึ้นหลังจากการโจมตียูเครนของรัสเซีย ราคา LNG เฉลี่ยสำหรับการส่งมอบเดือนเมษายนไปยังเอเชียตะวันออกเฉียงเหนืออยู่ที่ US\$37.50 ต่อ mmbtu เพิ่มขึ้น 53.6% จากสัปดาห์ก่อนหน้า
- เรามองว่าประเทศไทยจะได้รับแรงกดดันด้านต้นทุนพลังงานสูงขึ้น โดยเฉพาะในปีนี้ เนื่องจากการผลิตที่แหล่งเอราวัณคาดว่าจะลดลงอีก และไทยจะต้องพึ่งพาการนำเข้า LNG มากขึ้น เราคาดว่า การนำเข้า LNG จะเพิ่มขึ้นเป็นเกือบ 30% ในปี 2022 ของอุปทานทั้งหมดจาก 18% ในปี 2021 ราคา gas pool ในประเทศอยู่ที่ US\$8.4/mmbtu ใน 4Q21 เรามองว่า PTT มีความเสี่ยงมากที่สุดสำหรับต้นทุนก๊าซที่สูงขึ้น เนื่องจากการขายให้กับผู้ซื้ออุตสาหกรรม (9% ของยอดขายทั้งหมด) สามารถส่งผ่านต้นทุนได้ อย่างไรก็ตาม จะบรรเทาด้วยราคาน้ำมันที่สูงกว่าคาดในปัจจุบัน เนื่องจากราคาขายสำหรับลูกค้าอุตสาหกรรมมีความเชื่อมโยงกับราคาน้ำมันเตา

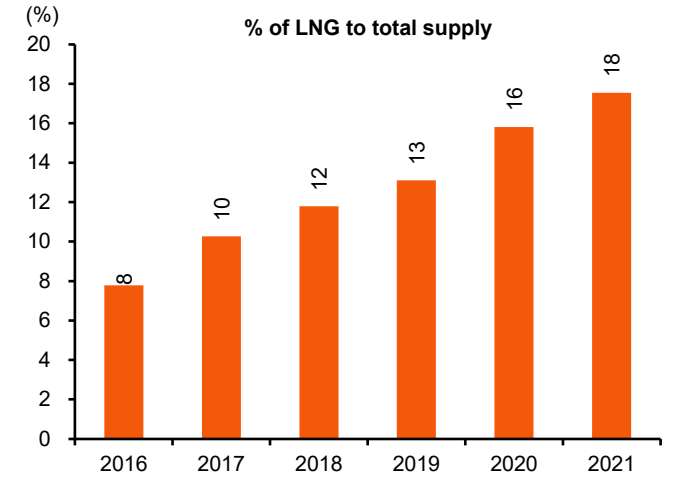
# Fundamental Story

**Ex 4: Key Domestic Gas Field's Output Declines**



Sources: EPPO

**Ex 5: Thailand Becoming More Dependence On LNG**



Sources: EPPO

## ปัญหาการขาดแคลนน้ำมันดีเซลของจีนล่าสุด

- แม้ว่าความตึงเครียดในรัสเซีย-ยูเครนจะเพิ่มมากขึ้น แต่น้ำมันเบนซินในเอเชียลดลงในสัปดาห์นี้ แต่ก็ยังอยู่ใกล้ระดับสูงสุดในรอบหลายปีเมื่อต้นเดือนนี้ Diesel crack spread อยู่ที่ US\$17/bbl เทียบกับ US\$18/bbl ในสัปดาห์ที่แล้ว นอกจากนี้ Jet spread ยังมีแนวโน้มลดลงเป็น US\$12.27/bbl เทียบกับ US\$13.8/bbl ในสัปดาห์ที่แล้ว
- ความต้องการเดินทางท่องเที่ยวในวันหยุดของจีนไม่เป็นไปตามการคาดการณ์อย่างเป็นทางการ การระบาดของโควิด-19 ได้ขัดขวางการเดินทางตามปกติในช่วงวันหยุดในเทศกาลตรุษจีน การเดินทางรายวัน ณ วันที่ 17 กุมภาพันธ์ เฉลี่ยอยู่ที่ 25.5 ล้านทริป ซึ่งคิดเป็นการเพิ่มขึ้น 17% เมื่อเทียบกับปี 2021 แต่ยังคงต่ำกว่าที่กระทรวงคมนาคมคาดการณ์ไว้ก่อนหน้าว่าจะมีการเดินทาง 30 ล้านทริปต่อวัน
- ความต้องการน้ำมันดีเซลยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน เนื่องจากการใช้จ่ายที่อ่อนแอส่งผลกระทบต่อภาระขนส่งสินค้าทางถนน ปริมาณการขนส่งทางถนนลดลง 1% m-m เป็น 616bln tons-km เราคาดว่าความต้องการที่อ่อนแอจะส่งผลกระทบต่ออัตราการดำเนินงานของโรงกลั่นในหลายสัปดาห์ข้างหน้า

# Fundamental Story

## Ex 6: Prices And Spreads

(US\$/bbl)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	QTD	Nov-21	Dec-21	Jan-22	MTD	Last
<b>Oil prices</b>										
Dated Brent	60.84	68.63	72.94	78.40	90.17	80.75	74.27	85.49	95.37	97.68
Dubai	59.70	66.43	71.31	76.02	87.46	79.78	72.69	83.05	92.36	95.23
WTI	58.07	66.10	70.52	76.08	86.97	78.65	71.69	82.98	91.40	91.59
<b>Crack spreads over Dubai</b>										
Gasoline	7.49	10.67	12.41	15.59	15.44	16.31	14.49	14.79	16.16	16.96
Jet fuel	4.25	5.36	5.80	11.02	11.62	9.17	10.37	12.36	11.01	13.36
Diesel	5.37	6.09	7.48	10.12	12.54	8.89	10.71	12.10	13.02	14.52
High-sulfur fuel oil	(4.28)	(6.80)	(5.42)	(5.83)	(8.73)	(8.88)	(6.45)	(7.23)	(10.40)	(11.62)
<b>Refining margins</b>										
FCC / Dubai	1.21	0.95	0.85	5.81	5.69	4.21	5.78	5.93	5.41	5.27
Hydrocracking / Dubai	0.71	0.77	1.11	6.11	6.66	4.50	6.19	6.79	6.51	6.37
FCC / Espo	1.47	1.55	1.24	6.20	6.08	4.60	6.18	6.33	5.81	5.67
FCC / Arab Light	0.56	(0.51)	(0.64)	4.32	4.20	2.72	4.30	4.45	3.92	3.78
Hydrocracking / Murban	2.29	2.81	3.41	8.41	8.95	6.80	8.49	9.08	8.81	8.67
<b>(US\$/tonne)</b>										
<b>Aromatics spreads</b>										
PX-naphtha	185	232	229	127	189	112	119	175	207	208
BZ-naphtha	191	367	350	231	230	193	223	239	217	228
<b>Olefin spreads</b>										
HDPE-naphtha	583	576	462	505	433	510	536	431	435	473
LDPE-naphtha	959	936	821	920	772	962	918	771	772	803
PP-naphtha	771	709	557	562	462	565	538	459	465	493
Ethylene-naphtha	416	406	304	321	207	307	319	156	274	358
Propylene-naphtha	461	436	294	242	240	228	254	240	239	278
Henry Hub Gas (US\$/mmbtu)	2.73	2.97	4.32	3.72	4.36	5.12	3.86	4.26	4.47	4.47
Coal (Newcastle) (US\$/tonne)	87.47	106.49	165.89	169.60	221.00	153.53	164.42	209.07	234.24	238.60

Source: Bloomberg

## Ex 7: Valuation

	Rating	Current price (Bt)	Target price (Bt)	Upside/ (Downside) (%)	Market cap (US\$ m)	Norm EPS growth		— Norm PE —		EV/EBITDA		— Yield —	
						2021F (%)	2022F (%)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (x)	2022F (x)	2021F (%)	2022F (%)
BANPU	BUY	10.90	22.00	101.8	2,270	na	(41.5)	2.7	4.7	4.6	3.7	4.1	7.3
BCP	BUY	31.25	32.00	2.4	1,324	na	(4.2)	9.4	9.8	4.3	7.2	6.4	6.4
ESSO	HOLD	7.55	8.00	6.0	804	na	na	na	11.0	24.6	8.5	0.0	0.0
IRPC	BUY	3.78	4.40	16.4	2,377	na	38.2	19.8	14.3	9.2	8.7	2.1	3.5
IVL	BUY	46.50	60.00	29.0	8,034	260.7	22.9	11.3	9.2	7.6	6.7	5.3	5.5
PTG	BUY	14.30	19.00	32.9	735	(45.8)	50.8	23.7	15.7	6.0	6.9	1.7	3.2
PTT	BUY	39.00	46.00	17.9	34,281	133.3	14.0	12.5	11.0	4.1	4.2	5.1	5.1
PTTEP	BUY	132.50	152.00	14.7	16,188	105.6	32.0	12.0	9.1	3.6	2.8	3.8	4.5
PTTGC	HOLD	55.00	56.00	1.8	7,632	270.7	(13.3)	8.8	10.1	8.3	8.0	6.8	7.3
SPRC	SELL	8.75	8.40	(4.0)	1,168	na	na	na	11.7	15.1	5.7	2.0	3.0
SUSCO	BUY	3.62	5.20	43.6	123	(4.6)	35.0	18.3	13.6	6.6	5.7	3.0	3.7
TOP	SELL	53.50	46.00	(14.0)	3,359	na	16.2	19.5	16.8	15.3	17.7	4.9	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 83 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2203A, AMAT16C2206A, AOT16C2204A, AOT16C2206A, BAM16C2206A, BAM16C2204A, BANP16C2205A, BANP16C2204A, BBL16C2203A, BBL16C2204A, BCH16C2203A, BEC16C2204A, BGRI16C2203A, BGRI16C2205A, BLA16C2205A, CBG16C2204A, CBG16C2205A, COM716C2203A, COM716C2205A, CPAL16C2203A, CPAL16C2204A, CPF16C2205A, CRC16C2204A, DELT16C2203A, DTAC16C2203A, EA16C2206A, EA16C2203A, EA16C2205A, GLOB16C2203A, GPSC16C2206A, GPSC16C2203A, GPSC16C2205A, GULF16C2203A, GULF16C2205A, GUNK16C2206A, GUNK16C2203A, GUNK16C2205A, HANA16C2204A, HANA16C2205A, INTU16C2205A, IRPC16C2205A, IVL16C2203A, IVL16C2206A, JMAR16C2206A, JMAR16C2205A, JMT16C2203A, JMT16C2205A, KBAN16C2206A, KBAN16C2204A, KCE16C2204A, KCE16C2205A, KCE16C2205B, MINT16C2203A, MINT16C2204A, MTC16C2204A, OR16C2203A, OR16C2205A, PTG16C2203A, PTL16C2202B, PTT16C2203A, PTT16C2205A, PTTE16C2203A, RCL16C2205A, RS16C2205A, S5016P2206B, S5016C2203A, S5016C2203B, S5016C2206A, S5016P2203A, S5016P2203B, S5016P2206A, SAWA16C2204A, SAWA16C2205A, SCC16C2204A, STA16C2203A, STEC16C2204A, SYNE16C2206A, TOP16C2206A, TRUE16C2205A, TRUE16C2205A, TRUE16C2203A, TRUE16C2203B, TU16C2204A, WHA16C2204A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, COM7, CPALL, CPF, CRC, DELTA, DTAC, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, INTUCH, IRPC, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, RCL, RS, SAWAD, SCC, SYNTEC, SET50, STA, STEC, TOP, TU, WHA, TRUE). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 21.2 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไฉลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ "หุ้นกู้ บริษัท สหกลอิควิเมนต์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลอิควิเมนต์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: \*\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวอนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวอนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)