

Fundamental Story

Energy Sector – Neutral

Yupapan Polpornprasert | Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

เซนต์ิเมนท์เป็นลบสำหรับโรงกลั่น

- สต็อกน้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น
- Gasoline crack spread ลดลง
- รัสเซียยกเลิกการห้ามส่งออกน้ำมันดีเซลส่วนใหญ่
- ซาอุดีอาระเบียปรับเพิ่ม OSP premium เป็นเดือนที่ห้าติดต่อกัน

ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ร่วงลง 11% w-w ท่ามกลางความกังวลต่ออุปสงค์น้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ ที่อ่อนแอ นอกจากนี้ยังส่งผลให้ gasoline crack spread ลดลงในสัปดาห์นี้ด้วย อย่างไรก็ตาม เราคิดว่าค่าการกลั่นจะยังคงได้แรงหนุนจาก diesel crack spread ที่แข็งแกร่ง และมองว่าราคาหุ้นที่อ่อนตัวเป็นโอกาสในการสะสมจากผลดำเนินงาน 3Q23F ที่แข็งแกร่ง เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTTEP, TOP, BCP และ ESSO

สต็อกน้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น

- สำนักงานสารสนเทศด้านพลังงาน (EIA) รายงานว่าการลดลงของสต็อกคงคลังราว 2.2 ล้านบาร์เรลในสัปดาห์นี้ ซึ่งเหนือความคาดหมายของตลาดที่คาดว่าจะลดลง 0.4 ล้านบาร์เรล
- ในส่วนของน้ำมันเชื้อเพลิง สต็อกน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้นอย่างมาก 6.5 ล้านบาร์เรล เนื่องจากความต้องการลดลง เนื่องจากราคาที่สูงขึ้น และการสิ้นสุดฤดูการขับขี่ของสหรัฐฯ สต็อกน้ำมันกลั่นลดลง 1.27 ล้านบาร์เรลในสัปดาห์นี้ เทียบกับการเพิ่มขึ้น 0.4 ล้านบาร์เรลในสัปดาห์ที่แล้ว

Gasoline crack spread ลดลง

- GRM มีแนวโน้มลดลงเนื่องจาก gasoline crack spread ทดุดตัวลง ค่าการกลั่นสิงคโปร์คอมเพล็กซ์ลดลงเหลือ US\$4.6/bbl ในสัปดาห์นี้ จาก US\$7.3/bbl ในสัปดาห์ก่อน โดยมีสาเหตุหลักมาจาก gasoline crack spread ที่ลดลงซึ่งลดลงมาอยู่ที่ US\$7.7/bbl จาก US\$10.9/bbl ในสัปดาห์ก่อน
- ความต้องการน้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ ระดับต่ำสุดในรอบ 25 ปี เราเชื่อว่าสิ่งนี้เกิดขึ้นหลังจากสิ้นสุดฤดูการขับขี่ของสหรัฐฯ ซึ่งนำไปสู่การเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญของสต็อกน้ำมันเบนซิน ขณะนี้สต็อกน้ำมันเบนซินสูงกว่าค่าเฉลี่ยห้าปี 1% ในช่วงเวลานี้ของปี จากค่าเฉลี่ยสี่สัปดาห์ ตัวเลขความต้องการน้ำมันเบนซินของสหรัฐฯ ระดับต่ำสุดตามฤดูกาลนับตั้งแต่ปี 1997
- ผลกระทบ แม้ว่า gasoline crack spread จะอ่อนตัวกว่าคาด แต่ diesel spread ที่แข็งแกร่งเกินคาดจะช่วยชดเชย เราคาดว่า gasoline spread จะอยู่ที่ US\$15/bbl ใน 4Q23F และเราคาดว่า diesel spread จะต้องอยู่ที่ประมาณ US\$22/bbl ใน 4Q23F เพื่อให้ค่าการกลั่นโดยรวมเป็นไปตามคาดของเราใน 4Q23F เรายังคงชอบโรงกลั่นที่มี middle distillate สูง (ดีเซล และน้ำมันอากาศยาน) เช่น TOP และ BCP ซึ่งมี middle distillate yield ที่ 55% และ 62% ตามลำดับ ใน 2Q23

News update

Ex 1: US Weekly data

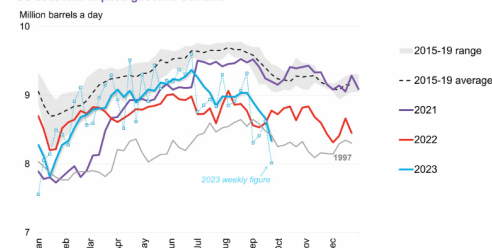
(m bbls)	Weekly change	Consensus	Last week
Crude Oil	-2.224	-0.446	-2.170
Gasoline	6.481	0.161	1.027
Distillates	-1.269	-0.333	0.398

(k bpd)	Weekly change	% Change	Current number
Production	0.0	0.0%	12,900
Refinery Runs	-463	-3.0%	15,602

Source: EIA

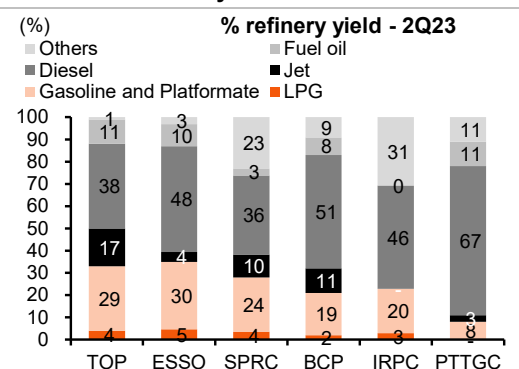
Ex 2: US Gasoline Demand

US seasonal implied gasoline demand



Source: EIA

Ex 3: Thai Refinery Yield – 2Q23



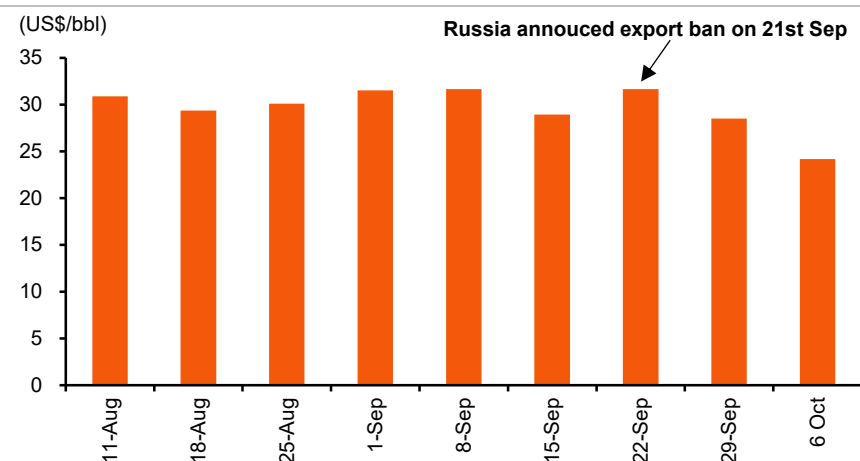
Sources: Company data

Fundamental Story

รัสเซียยกเลิกการห้ามส่งออกน้ำมันดีเซลส่วนใหญ่

- รัสเซียยกเลิกการห้ามส่งออกน้ำมันดีเซลส่วนใหญ่ รัฐบาลรัสเซียกล่าวเมื่อวันศุกร์ว่า ได้ยกเลิกการห้ามส่งออกน้ำมันดีเซลทางท่อส่งผ่านทางท่าเรือแล้ว โดยยกเลิกข้อจำกัดที่มีเมื่อวันที่ 21 กันยายน ข้อจำกัดในการส่งออกน้ำมันเบนซินยังคงมีอยู่ แต่ดีเซลเป็นการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันรายใหญ่ที่สุดของรัสเซีย กฎระเบียบที่ได้รับการปรับปรุงกำหนดให้ไม่เกิน 90% ปริมาณการส่งออกทางทะเลก่อนการห้าม หรือประมาณ 630,000 บาร์เรลต่อวัน ตามการประมาณการของเคปเลอร์
- สอดคล้องกับคาดการณ์ของตลาด diesel-Dubai spread ไม่ขยับขึ้นหลังจากการประกาศข่าวเมื่อวันที่ 21 กันยายน เราเชื่อว่าส่วนหนึ่งเป็นเพราะตลาดคาดว่า การสั่งห้ามจะอยู่เพียงช่วงสั้น อย่างไรก็ตาม เรายังคงคาดว่า diesel crack spread จะยังคงแข็งแกร่ง จากอุปสงค์ฤดูหนาวตามฤดูกาลที่กำลังจะมาถึง

Ex 4: Diesel-Dubai Spread Weekly



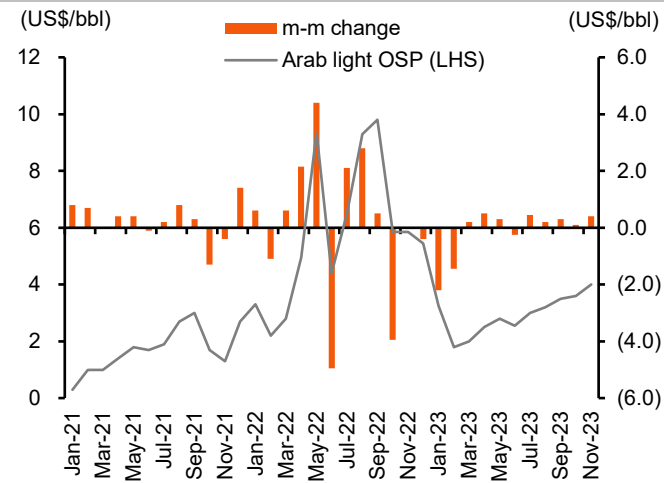
Sources: Bloomberg

ซาอุดีอาระเบียปรับเพิ่ม OSP premium เป็นเดือนที่ห้าติดต่อกัน

- ซาอุดีอาระเบียปรับเพิ่ม OSP premium เป็นเดือนที่ห้าติดต่อกัน Saudi Aramco ได้กำหนดราคาขายน้ำมัน Arab Light อย่างเป็นทางการไปยังเอเชียที่พรีเมียมที่ US\$4/bbl ในเดือนพฤศจิกายน ซึ่งสูงที่สุดนับตั้งแต่เดือนธันวาคมปีที่แล้ว การเพิ่มขึ้น 40 เซนต์ต่อเดือน เทียบกับเพิ่มขึ้น 20 เซนต์ ซึ่งคาดไว้ในการสำรวจของ Bloomberg
- ผลกระทบ ความเคลื่อนไหวนี้คาดว่าจะเกิดขึ้น เนื่องจากซาอุดีอาระเบียยังคงการปรับลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจไว้ที่ 1 ล้านบาร์เรลต่อวันจนถึงสิ้นปีนี้ ซึ่งเราคาดว่าจะนำไปสู่ภาวะตึงตัวของตลาดดีเซลโดยอ้อม เนื่องจากความพร้อมใช้ของเกรดน้ำมันดิบปานกลางลดลง ซึ่งทำให้ middle distillate yield สูง โรงกลั่นอาจต้องเปลี่ยนไปใช้เกรดน้ำมันดิบอื่นที่เบากว่าและทำให้ diesel yield ลดลง นั่นคือ ปริมาณน้ำมันดีเซลที่ลดลง

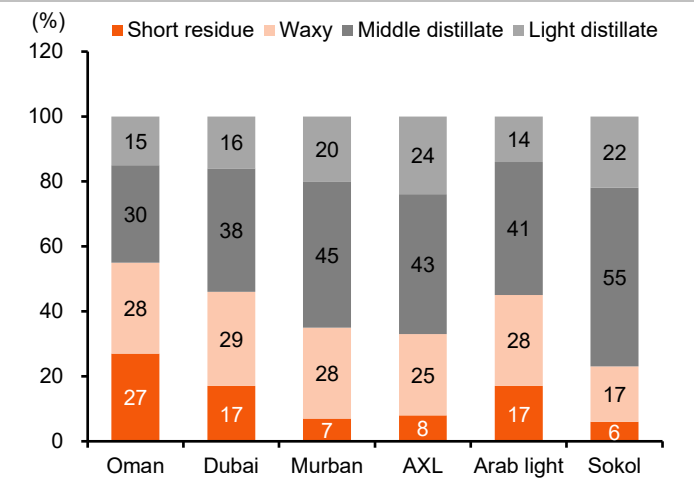
Fundamental Story

Ex 5: Arab Light Premium



Source: Bloomberg

Ex 6: Refinery Product Yield For Key Crudes



Source: TOP

Ex 7: Prices And Spreads

Unit		This	Last	%	Quarterly						Yearly		
		week	week	chg	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	2022	2022	2023
Upstream													
Dubai	(US\$/bbl)	86	93	-7.2%	109	98	84	80	78	87	69	97	81
Brent	(US\$/mmbtu)	85	95	-11.3%	112	98	89	82	78	86	71	99	82
Henry hub	(US\$/mmbtu)	3.3	2.9	14.0%	7.5	7.9	6.1	2.8	2.3	2.7	3.7	6.5	2.6
JKM Spot	(US\$/mmbtu)	12.8	13.7	-6.7%	27.3	46.9	31.2	18.4	11.1	12.3	17.9	34.0	13.9
Dutch TTF	(EUR/MWh)	38	42	-8.7%	101	205	123	53	35	34	47	132	41
NEX coal price	(US\$/tonne)	139	160	-13.5%	365	418	380	255	161	147	136	357	188
Crack spreads over Dubai													
Gasoline	(US\$/bbl)	7.7	10.9	-29%	35.0	13.2	9.4	18.7	16.6	19.5	11.0	18.8	18.2
Jet fuel	(US\$/bbl)	22.0	27.2	-19%	39.2	32.4	33.5	26.5	14.0	26.2	5.8	30.3	22.2
Diesel	(US\$/bbl)	22.0	28.2	-22%	43.1	35.2	39.3	25.2	14.6	26.8	6.7	34.3	22.2
HSFO	(US\$/bbl)	(13.1)	(10.8)	21%	(3.2)	(22.3)	(22.5)	(16.3)	(8.7)	(4.7)	(4.9)	(14.1)	(9.9)
SG GRM	(US\$/bbl)	3.8	7.3	-48%	22.0	6.9	7.0	8.9	5.4	10.9	3.7	11.5	8.4
Aromatics													
PX-naphtha	(US\$/tonne)	453	412	9.8%	353	359	289	318	407	407	193	299	378
BZ-naphtha	(US\$/tonne)	343	297	15.2%	367	298	184	252	275	273	285	267	267
Olefin													
HDPE-naphtha	(US\$/tonne)	403	347	15.9%	445	368	336	373	436	361	532	392	390
LDPE-naphtha	(US\$/tonne)	403	347	15.9%	807	635	523	476	443	363	909	683	427
PP-naphtha	(US\$/tonne)	353	297	18.6%	442	362	301	369	403	305	650	386	359
Others													
Integrated PET	(US\$/tonne)	99	72	37.2%	302	303	212	201	194	119	248	278	171
Phenol-BZ	(US\$/tonne)	135	135	0.0%	193	233	269	87	79	82	264	279	83
BPA -Phenol	(US\$/tonne)	265	265	0.0%	625	369	368	282	299	275	1,711	551	285

Sources: TOP, Bloomberg

Fundamental Story

Ex 8: Valuation

	Rating	Current price (Bt)	Target price (Bt)	Upside/ Downside (%)	Market cap (US\$ m)	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		— P/BV —		— Yield —		— ROE —	
						23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F	23F	24F
						(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BANPU	SELL	7.75	7.00	(9.7)	2,097	(86.8)	(16.8)	8.0	9.6	5.6	5.7	0.6	0.6	3.3	2.6	7.1	5.9
BCP	BUY	38.00	45.00	18.4	1,413	(41.6)	(5.1)	5.8	6.2	3.5	3.9	0.8	0.7	4.1	3.8	13.6	11.9
ESSO	BUY	9.90	11.50	16.2	925	(51.7)	(18.0)	6.4	7.9	5.8	5.6	1.2	1.1	3.0	3.5	18.8	14.2
IRPC	SELL	2.00	1.90	(5.0)	1,104	50.6	(2.2)	14.5	14.8	9.2	9.4	0.5	0.5	1.9	1.6	3.5	3.4
IVL	BUY	25.25	37.00	46.5	3,829	(69.7)	29.4	13.5	10.5	6.5	6.0	0.7	0.7	1.8	2.9	5.5	6.8
OR	SELL	17.90	17.50	(2.2)	5,801	3.8	(1.7)	20.0	20.4	12.2	12.3	1.9	1.8	2.0	1.9	10.0	9.3
PTG	HOLD	9.00	11.40	26.7	406	4.0	18.5	15.6	13.1	4.1	3.5	1.8	1.6	2.9	3.4	11.5	12.8
PTT	SELL	31.75	30.00	(5.5)	24,492	(5.0)	(5.8)	8.8	9.3	4.1	3.7	0.8	0.8	6.3	6.3	9.6	8.7
PTTEP	BUY	162.00	187.00	15.4	17,369	(13.8)	(2.1)	8.2	8.4	2.6	2.5	1.3	1.2	5.6	5.2	16.0	14.4
PTTGC	HOLD	33.25	37.00	11.3	4,049	(72.4)	103.9	31.2	15.3	11.3	9.2	0.5	0.5	2.3	2.4	1.6	3.3
SCC	BUY	302.00	390.00	29.1	9,787	11.5	40.9	15.2	10.8	11.1	8.8	0.9	0.9	5.0	4.6	6.2	8.3
SPRC	HOLD	8.25	9.80	18.8	966	(52.1)	(16.7)	8.7	10.5	4.8	5.3	0.9	0.9	3.7	2.5	10.4	8.3
TOP	BUY	46.75	56.00	19.8	2,820	(57.0)	(28.4)	6.1	8.5	7.6	10.3	0.6	0.6	5.1	3.9	10.7	7.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 19 หลักทรัพย์ ได้แก่ CBG16C2312A, CPALL16C2310A, EA16C2311A, GULF16C2311A, HANA16C2312A, JMT16C2311A, JMART16C2310A, KBANK16C2312A, KBANK16C2310A, KCE16C2401A, PTTEP16C2311A, SAWAD16C2312A, SCB16C2311A, SET5016C2312B, SET5016C2312A, SET5016P2312A, SET5016C2312C, SET5016P2312B, TIDLOR16C2311A underlying securities are (CBG, CPALL, EA, GULF, HANA, JMT, JMART, KBANK, KCE, PTTEP, SAWAD, SCB, SET50, TIDLOR). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อย่างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล 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 มีการรวมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมกัน ได้แก่ นาง อัคริณี โตลังคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: *** “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ทู คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2566 ชุดที่ 1-4 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2568 2569 2571 และ 2576" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”