

Fundamental Story

Energy Sector – Underweight

Earnings Preview

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

4Q24F – GRM เป็นปัจจัยหนุนเพียงอย่างเดียว

- คาดกลุ่มฯ มีผลขาดทุน 9 พันลบ. เทียบกับขาดทุน 33 พันลบ. ใน 3Q24
 - การฟื้นตัวได้รับแรงหนุนจาก GRM ที่สูงขึ้น และขาดทุนจากสต็อกที่ลดลง
 - กำไรจากการกลั่นได้แรงหนุนจากกำไรจากสต็อก และ GRM ที่สูงขึ้น
 - อาจมีการปรับลดกำไรเพิ่มเติม
- เราคาดว่าอุตสาหกรรมพลังงานปลายน้ำของไทยจะรายงานขาดทุนรวม 9 พันลบ. ซึ่งดีขึ้นจากขาดทุน 33 พันลบ. ใน 3Q24 โดยได้แรงหนุนจากค่าการกลั่นที่สูงขึ้น และการขาดทุนจากสต็อกที่ลดลง PTTGC น่าจะมีผลการดำเนินงานที่อ่อนแอที่สุดเนื่องจากด้อยค่าสินทรัพย์และกำไรจากธุรกิจเคมีภัณฑ์ที่ยังคงอ่อนแอ
 - ค่าการกลั่น (GRM) ฟื้นตัวแข็งแกร่ง ค่าการกลั่น (GRM) สิงคโปร์เมื่อเทียบกับน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยอยู่ที่ US\$5.02/bbl ใน 4Q24 เพิ่มขึ้นจาก US\$3.58/bbl ใน 3Q24 โดยได้แรงหนุนจาก diesel spread และ jet fuel spread ที่แข็งแกร่งขึ้น ส่วนพรีเมียมน้ำมันดิบยังคงค่อนข้างทรงตัว q-q โดยพรีเมียมของ Arab Light ลดลงเล็กน้อย US\$0.4/bbl มาอยู่ที่ US\$1.7/bbl ใน 4Q24 สำหรับ PTTGC การซ่อมบำรุงโรงกลั่นบางส่วนอาจส่งผลให้อัตราการกลั่นลดลง และผลผลิตสินค้าที่ให้อัตราผลตอบแทนสูงลดลง ซึ่งส่งผลให้เราคาดว่า market GRM ของ PTTGC จะยังทรงตัวที่ US\$3.7/bbl ใน 4Q24F ซึ่งแตกต่างจากคู่แข่งที่มีค่าการกลั่นที่สูงขึ้น สำหรับการขาดทุนจากสต็อก เราคาดว่าขาดทุนจากสต็อกของอุตสาหกรรมจะลดลงมาอยู่ที่ -3.7 พันลบ. ใน 4Q24 เทียบกับขาดทุน -20 พันลบ. ใน 3Q24
 - ธุรกิจเคมีภัณฑ์ยังคงอ่อนแอ กลุ่มเคมีภัณฑ์คาดว่าจะยังคงเผชิญกับแรงกดดันใน 4Q24F โดยผลการดำเนินงานของผู้เล่นหลักๆ คาดว่าจะอ่อนแอ สำหรับ PTTGC, polyolefin spreads ยังคงอยู่ที่ระดับต่ำสุด ขณะที่ aromatic spreads ลดลงอย่างมาก q-q สเปรดเคมีภัณฑ์ที่ยังคงอ่อนแอ การขาดประโยชน์จากพรีเมียมตลาด การลดลงตามฤดูกาลของปริมาณการขายของ Allnex และการด้อยค่าทรัพย์สินของ PTTAC อีก 4 พันลบ. น่าจะส่งผลต่อผลการดำเนินงาน ส่วน IRPC คาดว่าผลการดำเนินงานของธุรกิจเคมีภัณฑ์จะยังทรงตัว q-q โดย PP-naphtha spread ดีขึ้นบ้าง ขณะที่มาร์จิ้นของอะโรมาติกส์อ่อนแอลง สำหรับ IVL อัตรากำไรของ integrated PET ในเอเชียและตะวันตก คาดว่าจะทรงตัวหรือปรับลดลงเล็กน้อย q-q แต่ปัจจัยฤดูกาลอาจทำให้ปริมาณการขายลดลง ส่วนธุรกิจ MTBE คาดว่าจะอ่อนแอลงจากความต้องการเบนซินที่อ่อนตัวลง เนื่องจาก MTBE spreads หดตัวลง 46% q-q ใน 4Q2024F
 - อาจมีการปรับลดกำไรเพิ่มเติม ค่าการกลั่น และ chemical spreads อ่อนแอกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ในช่วง YTD ซึ่งมีความเสี่ยงที่จะทำให้มีการปรับลดกำไรเพิ่มเติมหากความอ่อนแอยังคงอยู่ ค่าการกลั่นลดลงเหลือ US\$2/bbl ใน QTD (เทียบกับ US\$5/bbl ใน 4Q24F และ US\$6.3/bbl ในคาดการณ์ปี 2025F ของเรา) ขณะที่แรงกดดันต้นทุนน้ำมันดิบกำลังเพิ่มขึ้น—ซาอุดีอาระเบียปรับขึ้นพรีเมียมน้ำมันดิบอาหรับไลท์อย่างมากถึง US\$2.5/bbl มาอยู่ที่ US\$3.9/bbl สำหรับเดือนมีนาคม ขณะที่ HDPE-naphtha spread ลดลงอีก US\$20/tonne q-q มาอยู่ที่ US\$296/tonne ในช่วงต้น 1QTD ซึ่งต่ำกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ที่ US\$350/tonne ในปี 2025F ด้วยแนวโน้มธุรกิจปลายน้ำที่ยังคงถูกกดดัน เราจึงชอบ PTT และ PTTEP จากการมีผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่ง และให้อัตราผลตอบแทนปันผลที่ดี

Ex 1: Stock Rating And TP

	Rating	Current price (Bt)	Target price (Bt)	Result date
BCP	BUY	34.75	40.00	20-Feb
BSRC	HOLD	5.20	7.00	20-Feb
IRPC	SELL	1.05	1.20	10-Feb
IVL	BUY	22.30	29.00	27-Feb
PTTGC	BUY	19.60	30.00	17-Feb
SPRC	SELL	5.05	5.90	19-Feb
TOP	SELL	24.00	21.00	14-Feb

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimate

Fundamental Story

Ex 2: Net Profit

	Net profit (Bt m)			Change	
	4Q23	3Q24	4Q24F	(y-y%)	(q-q%)
BCP	(977)	(2,093)	132	na	na
BSRC	(1,989)	(1,735)	(600)	na	na
IRPC	(3,417)	(4,881)	(1,852)	na	na
IVL	(12,428)	1,505	254	na	(83)
PTTGC	5,081	(19,312)	(9,662)	na	na
SPRC	(4,590)	(2,216)	391	na	na
TOP	2,944	(4,218)	2,325	(21)	na
Sum	(15,375)	(32,950)	(9,012)	na	na

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 3: Norm Profit

	Normalized profit (Bt m)			Change	
	4Q23	3Q24	4Q24F	(y-y%)	(q-q%)
BCP	1432	711	2,732	91	284
BSRC	(581)	50	520	na	942
IRPC	(2,351)	(2,115)	(974)	na	na
IVL	(1,532)	2,994	1,584	na	(47)
PTTGC	(2,111)	(1,110)	(5,230)	na	na
SPRC	(1,994)	(482)	439	na	na
TOP	5,266	1,179	2,775	(47)	135
Sum	(1,871)	1,227	1,845	na	50

Sources: Company data; Thanachart estimates

Ex 4: Stock Gain/(loss) and Market GRM

	4Q23	3Q24	4Q24F	Change	
				(y-y%)	(q-q%)
Stock gain/(loss)&NRV					
BCP	(276)	(2,419)	(1,000)	na	na
BSRC	(1,291)	(2,632)	(1,400)	na	na
IRPC	(2,606)	(5,000)	(608)	na	na
IVL	(1,799)	(1,323)	(1,330)	na	na
PTTGC	(2,413)	(3,912)	800	na	na
SPRC	(4,175)	(2,827)	(238)	na	na
TOP	1,841	(2,097)	22	(99)	na
Sum		(20,210)	(3,754)		
Market GRM (US\$/bbl)					
BCP	7.3	3.5	5.0	(31)	44
BSRC	2.0	1.6	4.2	110	162
IRPC	1.8	1.2	3.0	65	154
PTTGC	9.0	3.5	3.7	(59)	6
SPRC	1.8	4.2	5.8	222	37
TOP	7.2	3.7	5.1	(29)	38

Sources: Company data; Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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 และบริษัทจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นร่วมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกรร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"