

พลังงาน และ ปิโตรเคมี Neutral

THAILAND EQUITY RESEARCH

SECTOR FOCUS

23 December 2016

ราคาน้ำมันดิบปีหน้ายังขึ้นต่อ แต่ Upside จำกัดมากขึ้น

ย้อนอดีต...ทำไมราคาน้ำมันปี 2016 YTD พุ่งสูงขึ้นกว่า 40%

- ราคาน้ำมันร่วงและจุดต่ำสุดในรอบ 12-13 ปี : ตั้งแต่ช่วงปลายปี 2015 ราคาน้ำมันได้ร่วงลงเพราะโอเปกไม่มีการกำหนดเพดานการผลิตเดิมที่ 30.0 ล้านบาร์เรล/วัน จากนั้นช่วงต้นปี 2016 ราคาน้ำมันก็ได้รับแรงกดดันและทำจุดต่ำในรอบ 12-13 ปี เนื่องจากมีปัจจัยความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจจีนเข้ามาเพิ่มเติมซึ่งทำให้ประเทศผู้ผลิตน้ำมันหลายรายประสบปัญหาด้านเศรษฐกิจอย่างมาก และนำไปสู่การเสนอให้มีการประชุมผู้ผลิตที่กรุงโดฮา ประเทศกาตาร์ ซึ่งในครั้งนั้นสมาชิกยังไม่สามารถหาข้อสรุปใดๆได้
- การร่วมมือกันระหว่างกลุ่มโอเปก และ นอกกลุ่มโอเปก ครั้งแรกในรอบ 15 ปี : ช่วงกลางปี ราคาน้ำมันได้แรงกดดันเพิ่มเติมจากเรื่อง Brexit ทำให้มีการเรียกร้องให้เกิดการรักษาเสถียรภาพราคาน้ำมันอีกครั้ง ซึ่งนำไปสู่การประชุม International Energy Forum (IEF) ที่ประเทศแอลจีเรีย และ สมาชิกกลุ่มโอเปกสามารถบรรลุข้อตกลงร่วมกัน โดยจะลดการผลิตลง 1.2 ล้านบาร์เรล/วัน ขณะที่นอกกลุ่มโอเปกก็จะร่วมลดการผลิตลง 0.56 ล้านบาร์เรล/วัน นับเป็นการร่วมมือกันระหว่างทั้ง 2 กลุ่มครั้งแรกในรอบ 15 ปี และ เป็นการลดการผลิตของสมาชิกนอกกลุ่มโอเปกมากที่สุดที่เคยเกิดขึ้น

ปี 2017 ...ทิศทางยังเป็นบวก แต่ Upside จำกัด : จากการที่ผู้ผลิตน้ำมันทั้ง 2 กลุ่มได้ตกลงกันที่จะลดการผลิตลงรวมราว 1.8 ล้านบาร์เรล/วัน ใน 1H17 ส่งผลให้ตลาดน้ำมันจะเข้าสู่สมดุลเร็วขึ้น อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันน่าจะขยับขึ้นได้ไม่สูงมากนัก เนื่องจากราคาน้ำมันที่ปรับเพิ่มขึ้นจะส่งผลให้อุปทานจากสหรัฐเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ จำนวนสต็อกที่ยังสูง และ ค่าเงินดอลลาร์ที่มีแนวโน้มแข็งค่าจะยังเป็นปัจจัยกดดันราคาน้ำมันต่อไป ดังนั้น เราประเมินราคาน้ำมันปี 2017 เฉลี่ยที่ US\$55/บาร์เรล อย่างไรก็ตาม ในช่วงที่เหลือของปีนี้ตลาดยังไม่มั่นใจต่อมาตรการของผู้ผลิตที่จะลดการผลิตลง ดังนั้น ราคาน้ำมันน่าจะ Sideway ไปจนถึงต้นปี 2017 ซึ่งจะมีรายงานตัวเลขการผลิตจริงของแต่ละประเทศ หากการผลิตลดลงจริงคาดว่าจะเป็ Catalyst ที่สำคัญสำหรับราคาน้ำมันช่วงต่อไป

ประโยชน์โดยตรงต่อธุรกิจ E&P PTTEP ซึ่งเป็นผู้ประกอบการ E&P ปีโตรเลียมรายเดียวในตลาด จะเป็นผู้ได้รับประโยชน์โดยตรงจากราคาน้ำมันที่ปรับขึ้น อย่างไรก็ตาม ผลกระทบของ PTTEP ที่เป็นก๊าซ 70% ซึ่งราคาจะปรับตามหลังราคาน้ำมัน 6-9 เดือน ทำให้ราคาขายเฉลี่ยยังคงถูกกดดัน อีกทั้ง ยังมีโอกาสขาดทุนจาก Oil Hedging และ FX ตามทิศทางราคาน้ำมันและค่าเงินดอลลาร์ ทำให้จบ 4Q16 ถึง 1H17 ยังไม่สดใสนัก

โรงกลั่น และ ธุรกิจปิโตรเคมีบันทึกกำไรดีจากน้ำมันแต่ปัจจัยบวกเพียงระยะสั้น จากระาคาน้ำมันที่ปรับเพิ่มขึ้นโรงกลั่นและปิโตรเคมีจะได้ประโยชน์ผ่านกำไรดีจากกำไรดิบ ทั้งนี้ เป็นปัจจัยในระยะสั้นเท่านั้น แต่ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้ต้นทุนพลังงานเพิ่มขึ้น และ เงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้น อีกทั้ง อาจส่งผลลบต่อความต้องการน้ำมันสำเร็จรูป ทั้งนี้ ตัวขับเคลื่อนหลักของธุรกิจทั้ง 2 คือ ค่าการกลั่น และ ส่วนต่างผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี ซึ่งเรามองว่าปี 2017 ทั้ง 2 ปัจจัยยังไม่มีการพัฒนาการเชิงบวกหรือลบอย่างมีนัยสำคัญ

เรามิมองบวกต่อราคาน้ำมันมากขึ้นจากข้อตกลงระหว่างผู้ผลิตน้ำมัน 2 ฝ่าย ทำให้ตลาดน้ำมันเข้าสู่สมดุลเร็วขึ้น อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันยังติดเงื่อนไขจาก Shale Oil ทำให้ Upside จำกัด โดย PTTEP แม้เป็นผู้ได้ประโยชน์โดยตรง แต่ด้วยเหตุผลข้างต้น ก๊าซ 1H17 จึงยังไม่สดใสนัก ดังนั้น เราจึงไม่แนะนำ PTTEP ในเวลานี้ ส่วนโรงกลั่นและปิโตรเคมี แม้จะได้กำไรดีจากราคาน้ำมันทำให้มีกำไรดีจากกำไรดิบ แต่ตัวขับเคลื่อนหลักคือ ค่าการกลั่น และ ส่วนต่างปิโตรเคมี ยังทรงตัวในปีหน้า ดังนั้น เราจึงให้คำแนะนำน้ำหนักลงทุนกลุ่มนี้เพียง Neutral เน้นเลือกลงทุนหุ้นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัว และ Valuation ปัจจุบันยังน่าสนใจ เช่น IRPC BCP PTTGC โดยมี IRPC เป็น Top pick ในกลุ่ม

Analyst: Jitra Amornthum
Register No.: 014530
Assistant Analyst: Parinth Nikornkittikosol
Tel.: +662 646 9966
email: jitra.a@fnsyrus.com
www.fnsyrus.com

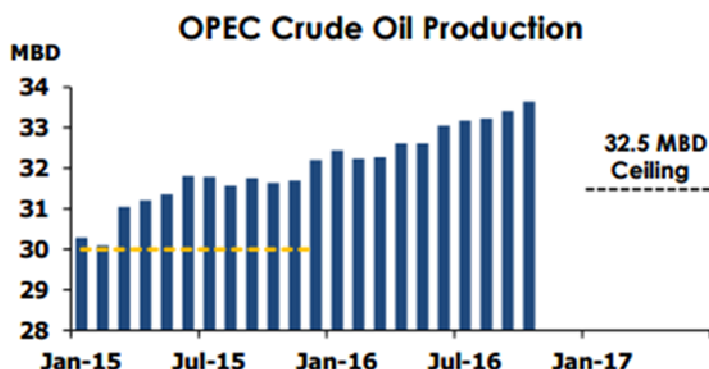
Stock	Rating	Price (Bt)	End-17	Profit Growth (%)		P/E(x)		P/BV(x)		Dividend yield (%)		ROE (%)	
		22-Dec-16	TP	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
BCP	BUY	32.75	38.00	12.3	12.3	9.7	8.6	1.2	1.1	4.6	5.2	12.2	12.5
IRPC	BUY	4.74	5.80	6.2	-9.3	9.7	10.7	1.2	1.1	4.6	4.2	14.0	11.4
PTTGC	BUY	63.00	70.00	25.2	0.1	11.1	11.1	1.1	1.0	4.1	4.1	10.7	9.7
TOP	HOLD	71.00	73.00	56.0	-10.3	7.6	8.5	1.4	1.3	5.9	5.3	17.5	14.5
SPRC	SELL	12.30	12.10	-16.0	-9.4	7.7	8.5	1.3	1.2	6.5	5.9	16.8	14.4
PTTEP	SELL	91.50	86.00	nm	40.9	22.5	16.0	0.9	0.9	2.2	3.1	4.7	5.5

Source: FSS Estimates

เหตุการณ์สำคัญ

- **ราคาน้ำมันแตะจุดต่ำสุดในรอบ 12-13 ปี** – จากช่วงกลางปี 2014 ที่เป็นยุค Shale Oil Boom ทำให้การผลิตน้ำมันสหรัฐเพิ่มขึ้น ขณะที่โอเปกก็มีนโยบายเพิ่มการผลิตเพื่อรักษาส่วนแบ่งทางตลาด ทำให้เกิดปัญหาอุปทานล้นตลาดกดดันให้ราคาน้ำมันปรับลงต่อเนื่อง โดยในการประชุมโอเปกช่วงปลายปี 2015 ที่ประชุมไม่มีข้อสรุปเกี่ยวกับการกำหนดเพดานการผลิตที่เคยกำหนดไว้ 30 ล้านบาร์เรล/วัน ทำให้ปริมาณการผลิตน้ำมันนอกอู่ตลาดมากขึ้น อีกทั้ง ช่วงต้นปีตลาดยังมีความกังวลเกี่ยวกับเศรษฐกิจจีนที่อ่อนแอ ส่งผลให้ราคาน้ำมันร่วงลงแตะระดับต่ำที่สุดในรอบ 12-13 ปี ส่งผลกระทบรุนแรงต่อเศรษฐกิจประเทศผู้ผลิตน้ำมัน เช่น การขาดดุลการค้า รัฐบาลเริ่มลดสวัสดิการของข้าราชการ ทำให้สถานการณ์ของรัฐบาลประเทศเหล่านั้นเปราะบาง
- **การเรียกร้องจากสมาชิกให้มีการรักษาเสถียรภาพราคาน้ำมัน** – จากนั้นสมาชิกโอเปกบางรายเริ่มเรียกร้องให้กลุ่มผู้ผลิตช่วยกันรักษาเสถียรภาพราคาน้ำมัน โดยมีการประชุมช่วงเดือนเม.ย. ที่เมืองโดฮา ประเทศกาตาร์ ส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับตัวกลับขึ้นมาได้ ทั้งนี้ การประชุมครั้งนั้นไม่สามารถบรรลุข้อตกลงเกี่ยวกับการลดปริมาณการผลิตลงได้ อย่างไรก็ตาม ในช่วงนั้นราคาน้ำมันสามารถขยับขึ้นต่อได้ เพราะมีปัจจัยหนุนจาก Supply disruption ในหลายประเทศ ต่อมา ช่วงกลางปี 2016 ราคาน้ำมันร่วงลงแรงอีกครั้งเพราะแรงหนุนจาก Supply ที่หายไปเริ่มกลับมา ขณะที่มีความกังวลจากผลกระทบของ Brexit เพิ่มเติม ทำให้กลุ่มผู้ผลิตได้เรียกร้องให้เกิดการประชุมกันเพื่อรักษาระดับราคาน้ำมันกันในเดือนก.ย. ที่ประเทศแอลจีเรีย
- **การร่วมมือกันระหว่าง OPEC และ Non-OPEC ครั้งแรกในรอบ 15 ปี** – ในการประชุม International Energy Forum ช่วงปลายเดือนก.ย. ที่ประเทศแอลจีเรีย ผู้ผลิตน้ำมันกลุ่มโอเปกมีข้อสรุปที่จะรักษาระดับการผลิตที่ 32.5-33.0 ล้านบาร์เรล/วัน จากนั้นกลุ่มโอเปกได้มีการประชุมกันอีกครั้งปลายเดือนพ.ย. ซึ่งตกลงที่จะร่วมกันลดการผลิตลง 1.2 ล้านบาร์เรล/วัน ขณะที่กลุ่มผู้ผลิตนอกโอเปกได้สนับสนุนมาตรการดังกล่าวโดยมีการหารือระหว่าง 2 กลุ่มในเดือนธ.ค. ซึ่งกลุ่มผู้ผลิตนอกโอเปกได้ตกลงที่จะร่วมลดการผลิตลง 0.56 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งน้อยกว่าแนวทางเดิมที่โอเปกเคยกำหนดไว้ที่ 0.60 ล้านบาร์เรล/วัน แต่ก็เป็นระดับสูงสุดเท่าที่ผู้ผลิตนอกกลุ่มโอเปกเคยปรับลด และ เป็นการร่วมมือกันระหว่าง 2 กลุ่มที่ไม่เกิดขึ้นบ่อยครั้ง (ล่าสุดปี 2001) โดยสรุปทั้ง 2 กลุ่มตกลงกันที่จะลดการผลิตลง 1.8 ล้านบาร์เรล/วัน ในช่วง 1H17 โดยจะมีระยะเวลาประมาณ 6 เดือน มีวัตถุประสงค์เพื่อลดระดับสต็อกน้ำมัน ซึ่งจะส่งผลให้อุปทานที่ล้นตลาดในปัจจุบันเข้าสู่สมดุลได้เร็วขึ้น
- **แม้ทั้ง 2 กลุ่มมีข้อตกลงกัน แต่ต้องติดตามการผลิตที่จะเกิดขึ้น** – ถึงแม้ว่าทั้ง 2 กลุ่มจะสามารถบรรลุข้อตกลงร่วมกันลดการผลิตลงได้ อย่างไรก็ตาม ปริมาณผลิตจริงของแต่ละประเทศยังเป็นสิ่งที่ต้องติดตามเนื่องจากในอดีตการผลิตจริงของแต่ละประเทศมักแตกต่างจากโควต้าตามข้อตกลง

ปริมาณการผลิตน้ำมันของกลุ่มโอเปก



Source: Thai Oil

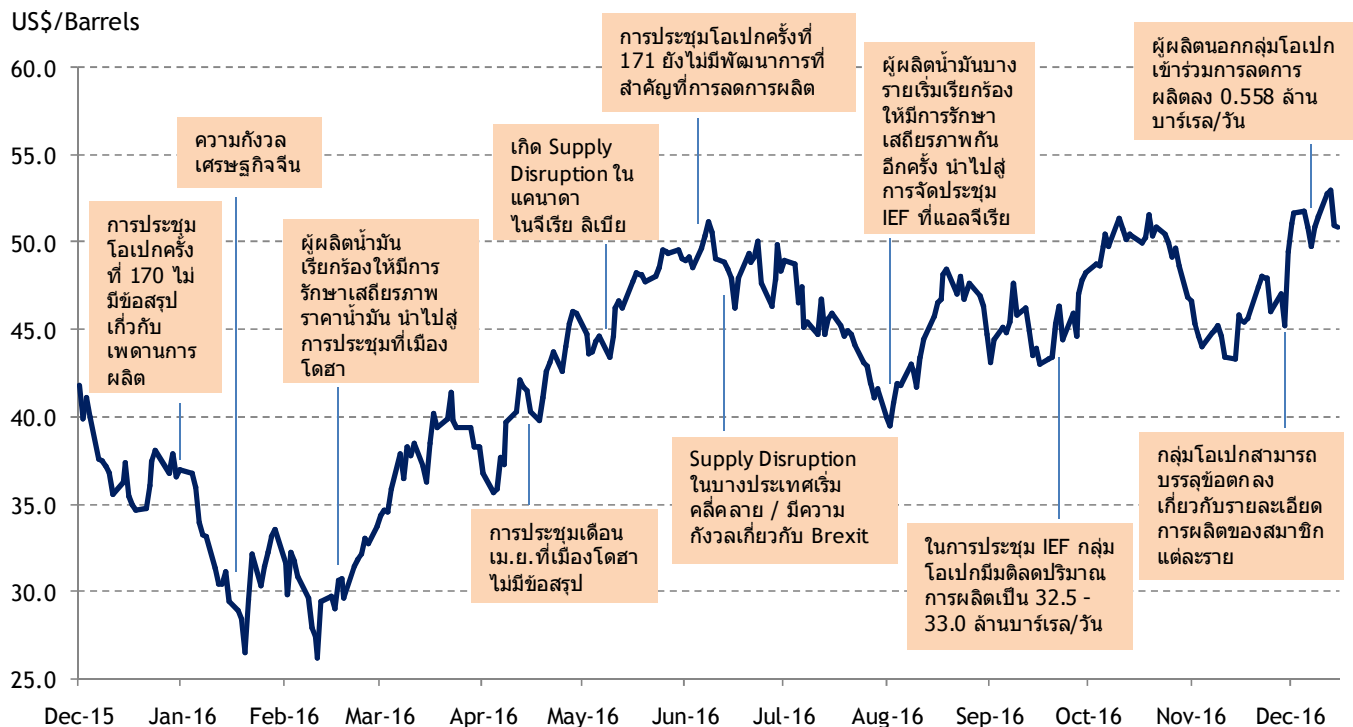
ปริมาณการผลิตของโอเปกตามข้อตกลงที่เกิดขึ้น

Unit : MBD	Reference Production	Adjustment	Production Level effective Jan '17
Algeria	1.09	-0.05	1.04
Angola*	1.75	-0.08	1.67
Ecuador	0.55	-0.03	0.52
Gabon	0.20	-0.01	0.19
Indonesia**	0.72		
Iran	3.71	0.09	3.80
Iraq	4.56	-0.21	4.35
Kuwait	2.84	-0.13	2.71
Libya	0.53		
Nigeria	1.63		
Qatar	0.65	-0.03	0.62
Saudi Arabia	10.54	-0.49	10.06
UAE	3.01	-0.14	2.87
Venezuela	2.07	-0.10	1.97
Total Crude	33.85	-1.18	

* Angola reference production in Sep-16
 ** Indonesia suspended its membership

Source: Thai Oil

เหตุการณ์สำคัญสำหรับราคาน้ำมันปี 2016



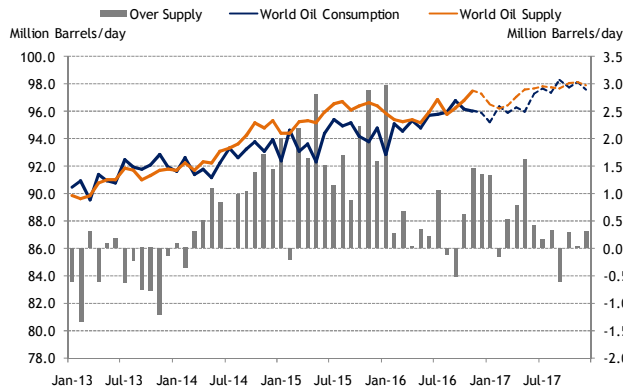
Source: FSS Estimates

ทิศทางราคาน้ำมันปี 2017

จากการที่ผู้ผลิตน้ำมันทั้ง 2 กลุ่มตกลงกันที่จะลดการผลิตลงรวม 1.8 ล้านบาร์เรล/วัน ใน 1H17 ภาพอุปทานและอุปสงค์น้ำมันในตลาดโลกจะเข้าสู่สมดุลมากขึ้น เนื่องจากปัจจุบันอุปทานสูงกว่าอุปสงค์เฉลี่ยวันละ 0.7 ล้านบาร์เรล อย่างไรก็ตามราคาน้ำมันที่ปรับเพิ่มขึ้นที่ระดับสูงกว่า US\$60/บาร์เรล จะทำให้อุปทานจาก Shale Oil กลับมาสู่ตลาดอีกครั้ง โดยหากดูย้อนหลังปริมาณอุปทานจากสหรัฐลดลงจากกลางปี 2015 ที่ 9.6 ล้านบาร์เรล/วัน สู่ระดับต่ำสุด 8.4 ล้านบาร์เรล/วันช่วงกลางปี 2016 ขณะที่หลุมขุดเจาะน้ำมันลดลงจากระดับสูงสุดที่ 1,601 หลุม ตอนปลายปี 2014 สู่ระดับต่ำสุด 316 หลุม ตอนกลางปี 2016 โดยทั้งปริมาณการผลิตและหลุมขุดเจาะได้เพิ่มขึ้นตั้งแต่ช่วงกลางปี 2016 ที่ราคาน้ำมันดิบขยับใกล้ US\$50/บาร์เรล ดังนั้น แม้ราคาน้ำมันจะมีปัจจัยบวกจากนโยบายการปรับลดลงของอุปทานจากทั้ง 2 กลุ่ม แต่ราคาน้ำมันอาจขยับขึ้นได้อย่างจำกัด เพราะ อุปทานจากสหรัฐจะเพิ่มขึ้นมากกดดันราคาน้ำมัน

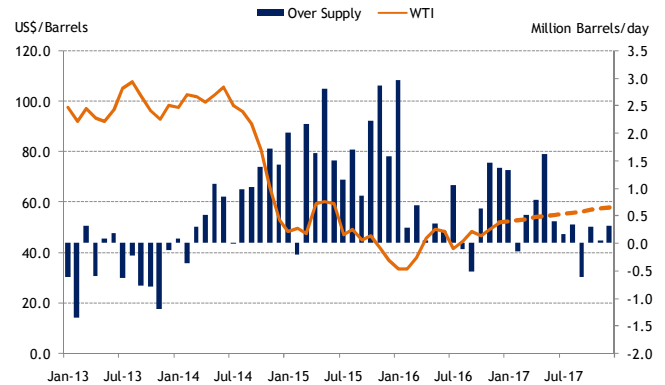
- **ตลาดอยู่ในภาวะสมดุลมากขึ้น** : ปัจจุบันตลาดน้ำมันยังคงอยู่ในภาวะอุปทานล้นตลาดเฉลี่ยวันละ 0.7 ล้านบาร์เรล โดยอุปสงค์โลกอยู่ระดับ 95.4 ล้านบาร์เรล/วัน ขณะที่อุปทานโลกอยู่ระดับ 96.1 ล้านบาร์เรล/วัน โดยอ้างอิงคาดการณ์ของ U.S. Energy Information Administration (EIA) ที่ระบุว่าอุปสงค์น้ำมันปี 2017 จะเติบโต 1.6 ล้านบาร์เรล/วัน โดยหลักมาจากจีน อินเดีย และรัสเซีย ขณะที่อุปทานจะเพิ่มขึ้น 1.3 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งแม้ไม่มีผลจากมาตรการลดการผลิตของผู้ผลิตทั้ง 2 กลุ่ม ตลาดน้ำมันปี 2017 ก็มีแนวโน้มจะปรับตัวสู่สมดุลมากขึ้นอยู่แล้ว โดยการผลิตน้ำมันของสหรัฐน่าจะลดลงจากระดับ 8.9 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2016 เป็น 8.8 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2017 ทำให้ภาวะอุปทานล้นตลาดจะลดลงเหลือ 0.4 ล้านบาร์เรล/วัน สำหรับนโยบายการปรับลดการผลิตของกลุ่มโอเปก และ นอกกลุ่มโอเปกรวม 1.8 ล้านบาร์เรล/วัน น่าจะส่งผลให้ตลาดน้ำมันเข้าสู่สมดุลเร็วขึ้น ส่งผลให้สต็อกน้ำมันโลกที่ระดับสูงมีแนวโน้มลดลง และ จำกัด Downside ของราคาน้ำมัน

ภาวะอุปสงค์ และ อุปทานของตลาดน้ำมัน



Source: FSS Estimates และ EIA

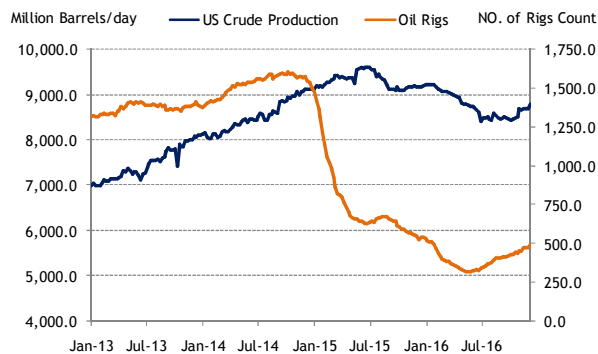
ภาวะอุปทานล้นตลาด กับ ราคาน้ำมัน



Source: FSS Estimates และ EIA

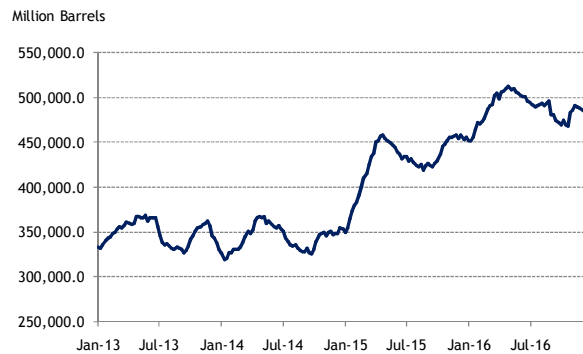
- **ราคาน้ำมันขยับขึ้นได้ แต่ไม่มาก :** แม้ภาวะตลาดปีหน้าจะเข้าสู่สมดุลมากขึ้น ทำให้ทิศทางราคาน้ำมันเป็นขาขึ้นทั้งนี้ Upside ของราคาน้ำมันติดเงื่อนไขจากอุปทานน้ำมันจาก Shale ซึ่งที่ระดับราคา US\$50/บาร์เรล ผู้ผลิต Shale ได้เริ่มกลับสู่ตลาดบ้างแล้ว แต่ที่ระดับเกินกว่า US\$60/บาร์เรล จะทำให้อุปทานไหลเข้าสู่ตลาดอย่างรวดเร็ว เพราะเป็นเหตุผลด้านต้นทุน นอกจากนี้ การปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยของเฟดจะทำให้ค่าเงินดอลลาร์แข็งค่าขึ้น (Dollar Index ปัจจุบันอยู่สูงสุดในรอบ 14 ปี) เป็นลบต่อราคาน้ำมัน ดังนั้น เรามองราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2017 ที่ US\$55/บาร์เรล เพิ่มขึ้นจากปี 2016 ที่ประเมินไว้ที่ US\$43/บาร์เรล
- **ความเสี่ยงที่ต้องติดตาม :** แม้เราเห็นว่านโยบายการปรับลดการผลิตจะเป็นบวกต่อราคาน้ำมันในระยะถัดไป ตั้งแต่ต้นปี 2017 แต่สิ่งที่ต้องติดตามคือการผลิตจริงของผู้ผลิตแต่ละรายจะเป็นไปตามแนวทางที่กำหนดไว้หรือไม่ ซึ่งที่ผ่านมาหลายครั้งผู้ผลิตแต่ละรายมักไม่ได้เคร่งครัดกับข้อตกลงนัก นอกจากนี้ ปัจจัยด้านนโยบายของผู้บริหารสหรัฐฯคนใหม่ยังเป็นอีกหนึ่งประเด็นหลักที่จะทำให้ราคาน้ำมันผันผวน เช่น นโยบายลดการนำเข้าของทรัพยากรและเน้นการผลิตในประเทศ นโยบายการคว่ำบาตรต่ออิหร่าน นโยบายห้ามการส่งออกน้ำมันดิบ ฯลฯ

ปริมาณการผลิตน้ำมันสหรัฐฯ และ จำนวนหลุมขุดเจาะน้ำมัน



Source: FSS Estimates และ EIA

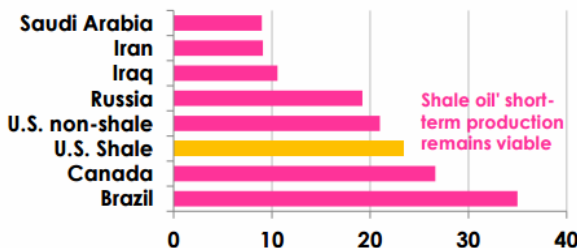
ปริมาณสต็อกน้ำมันดิบคงคลังสหรัฐฯ



Source: FSS Estimates และ EIA

ต้นทุนเงินสดของแต่ละแหล่งผลิต

Average 2016 Cash Cost of Production (ICE BRENT \$/BBL)
Source: Wall Street Journal (Apr' 16)



Source: Thai Oil

Dollar Index

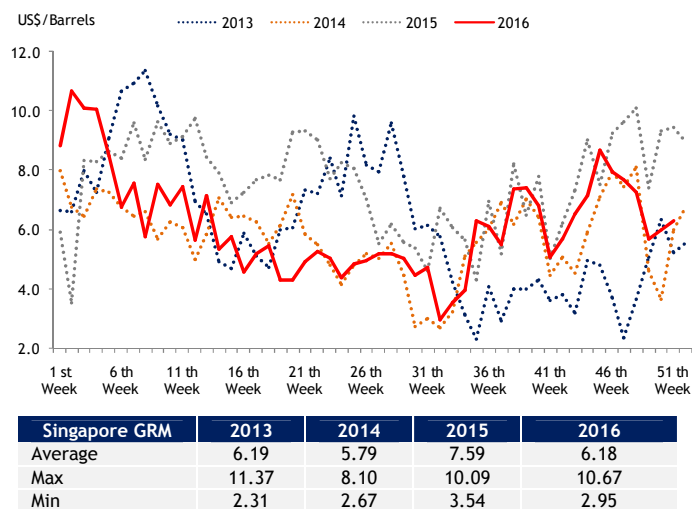


Source: FSS Estimates

ผลกระทบต่อผู้ประกอบการในธุรกิจต้นน้ำ-ปลายน้ำ

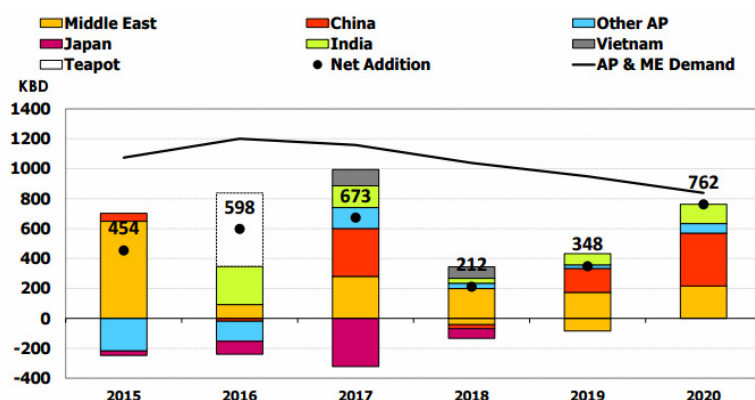
- สำหรับประโยชน์ทางตรงจากทิศทางราคาน้ำมันขาขึ้น ผู้ประกอบการในธุรกิจ E&P ปิโตรเคมีจะเป็นผู้ที่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากราคาน้ำมันที่ปรับเพิ่มขึ้น ซึ่ง Listed Company มีเพียงรายเดียว คือ PTTEP อย่างไรก็ตาม ด้วยเหตุผลเฉพาะตัวของ PTTGC ที่เป็นผู้ประกอบการในธุรกิจปิโตรเคมี ทำให้ PTTGC ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ปรับขึ้นเช่นเดียวกัน
- ธุรกิจปลายน้ำ เช่น โรงกลั่น ปิโตรเคมี ได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ปรับเพิ่มขึ้นจากกำไรสต็อก ทั้งนี้ เป็นปัจจัยหนุนในระยะสั้นเท่านั้น อีกทั้งยังมีโอกาสขาดทุนสต็อกหากไตรมาสถัดไปราคาน้ำมันปรับตัวลดลง นอกจากนี้ ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นยังทำให้ต้นทุนพลังงาน และ เงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้นตามต้นทุนวัตถุดิบ อีกทั้งราคาน้ำมันดิบที่เพิ่มสูงขึ้น จะส่งผลต่อความต้องการน้ำมันสำเร็จรูป
- สำหรับโรงกลั่น แม้ราคาน้ำมันจะขยับตัวสูงขึ้น และมีทิศทางปรับตัวดีขึ้นจากปี 2016 แต่ตัวขับเคลื่อนหลักของธุรกิจโรงกลั่นมาจากค่าการกลั่น ซึ่งหากดูที่ดัชนีอ้างอิงค่าการกลั่นสิงคโปร์ ปี 2016 น่าจะอยู่ที่ US\$6.2/บาร์เรล ผ่านช่วง Peak ตอนต้นปีที่ค่าการกลั่นถือว่าสูงผิดปกติ สำหรับปี 2017 เรามองค่าการกลั่นที่ระดับ US\$6.5/บาร์เรล ค่อนข้างทรงตัวจากปีนี้ โดยอุปสงค์ที่เติบโตแข็งแกร่งน่าจะช่วยดูดซับอุปทานที่เพิ่มขึ้นราว 0.7 ล้านบาร์เรล/วันได้ทั้งหมด ทั้งนี้ กลุ่มโรงกลั่นมีโอกาสที่จะบันทึกกำไรสต็อกน้ำมันตามทิศทางน้ำมันดิบ

ค่าการกลั่นสิงคโปร์



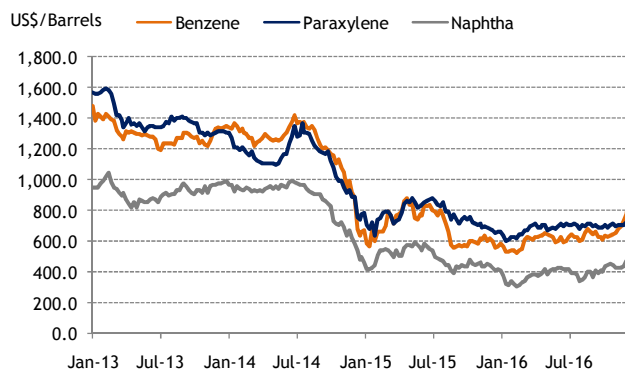
Source: FSS Estimates

อุปสงค์ส่วนเพิ่มของน้ำมันสำเร็จรูป VS อุปทานส่วนเพิ่มของโรงกลั่น

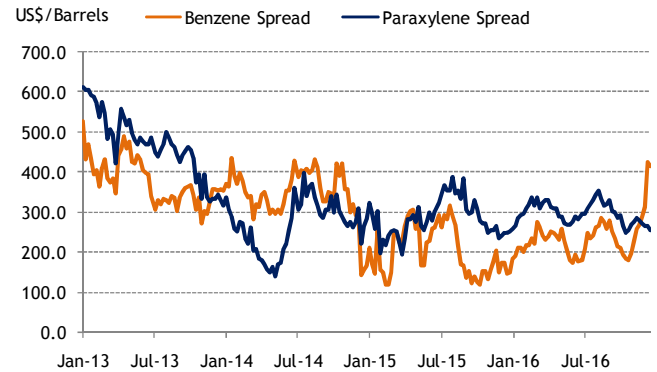


Source: Thai Oil

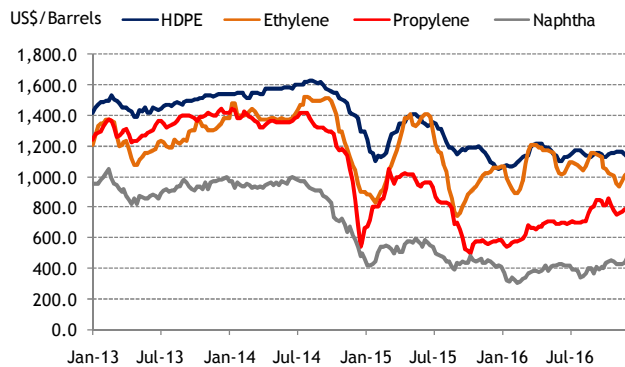
- ด้านธุรกิจปิโตรเคมี สำหรับอะโรมาติกส์ ปี 2017 อาจเป็นปีที่ไม่สดใส** เนื่องจากตัวขับเคลื่อนหลักจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กับวัตถุดิบ ยังมีทิศทางปรับตัวลดลง เพราะ ถูกกดดันจากอุปทานในตลาดที่เพิ่มสูงขึ้น โดยเฉพาะ Paraxylene ที่จะมีอุปทานเพิ่มขึ้นจากการ COD ของโรงปิโตรเคมีของ Reliance และ PetroRabigh สำหรับส่วนต่างราคา Benzene แม้ได้รับผลกระทบจากเหตุผลเดียวกัน แต่อุปสงค์ของ Benzene ที่คาดว่าจะเติบโตได้ดีในจีนจะสามารถดูดซับอุปทานที่เกิดขึ้นใหม่ได้ ดังนั้น ส่วนต่างราคา Benzene น่าจะทรงตัว ส่วนด้านโอเลฟินส์ ส่วนต่างผลิตภัณฑ์หลักอย่าง HDPE มีแนวโน้มลดลงจากปี 2016 ที่คาดว่าจะอยู่ที่ US\$730/ตัน สาเหตุหลักจากต้นทุนราคาน้ำมันดิบที่มีแนวโน้มเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ที่ยังอยู่ในระดับสูง น่าจะทำให้ทรงตัวระดับ US\$700/ตัน ได้ซึ่งจัดว่าค่อนข้างสูงเทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีย้อนหลังที่ US\$633/ตัน

ราคาปิโตรเคมีอะโรมาติกส์ – Benzene และ Paraxylene


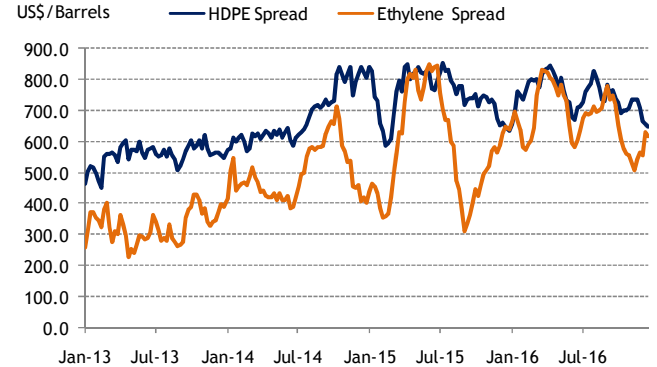
Source: FSS Estimates และ Bloomberg

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ – Benzene และ Paraxylene


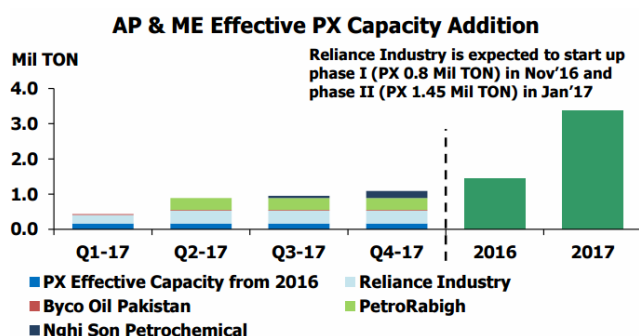
Source: FSS Estimates และ Bloomberg

ราคาปิโตรเคมีโอเลฟินส์ – HDPE Ethylene และ Propylene


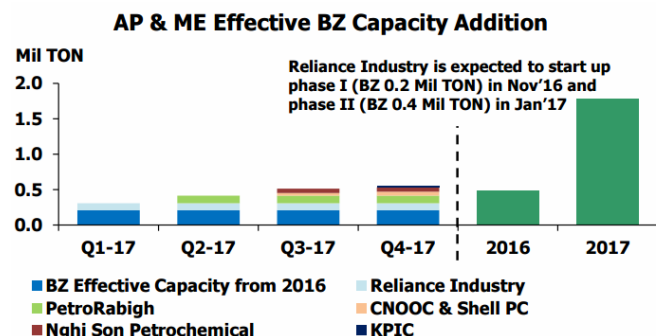
Source: FSS Estimates และ Bloomberg

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ – HDPE และ Ethylene


Source: FSS Estimates และ Bloomberg

กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของ Paraxylene


Source: Thai Oil

กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นของ Benzene


Source: Thai Oil

- จากข้อตกลงของผู้ผลิตน้ำมันที่เกิดขึ้น เรามีมุมมองบวกต่อราคาน้ำมันมากขึ้น เนื่องจากตลาดจะเข้าสู่สมดุลเร็วขึ้น เป็นบวกโดยตรงต่อธุรกิจต้นน้ำ (E&P) แต่เพราะโครงสร้างรายได้ของ PTTEP ที่ส่วนใหญ่เป็นก๊าซและยังมีทิศทางปรับลงจนถึงช่วง 1H17 ประกอบกับราคาดัชนีสะท้อนการปรับขึ้นของราคาน้ำมันจนเต็มมูลค่าแล้ว ดังนั้น เราจึงมองว่ากำไรของ PTTEP ยังไม่เข้าสู่โหมดที่สดใส ขณะที่ธุรกิจปลายน้ำ เช่น โรงกลั่น และ ปิโตรเคมี ได้ปัจจัยบวกระยะสั้นจากการบันทึกกำไรสต็อก ทั้งนี้ ตัวขับเคลื่อนหลักอย่างค่าการกลั่น และ ส่วนต่างปิโตรเคมี ยังไม่มีการพัฒนาการที่สำคัญอย่างมีนัยยะในปีหน้า ประกอบกับราคาดัชนีปัจจุบันส่วนใหญ่สะท้อนปัจจัยบวกไปแล้ว ดังนั้น เราจึงให้น้ำหนักการลงทุนกลุ่มนี้เพียง Neutral โดยแนะนำหุ้นที่มีปัจจัยบวกเฉพาะตัว เช่น IRPC (ราคาเป้าหมาย 5.80 บาท) ที่จะรับรู้ประโยชน์จากโครงการลงทุนที่ผ่านมา PTTGC (ราคาเป้าหมาย 70.0 บาท) จากโครงสร้างธุรกิจที่ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันขาขึ้น และ ปีหน้าจะเติบโตอย่างมีนัยสำคัญจากฐานที่ต่ำในปีนี้เพราะมีประเด็นหยุดซ่อมโรงงาน BCP (ราคาเป้าหมาย 38.0 บาท) ที่เป็นหุ้นที่มีโครงสร้างการกระจายธุรกิจที่น่าสนใจ Valuation ถูก ปัจจุบันซื้อขายบน PE 8.6 เท่าใกล้เคียงโรงกลั่นทั่วไป แต่ BCP มีธุรกิจการตลาดที่มี PE สูงกว่า ดังนั้น มูลค่าปัจจุบันยังไม่ได้สะท้อนธุรกิจดังกล่าวเต็มที่ นอกจากนี้ BCP ยังถือเป็นหุ้น Laggard โดยกลุ่มพลังงาน +35% YTD แต่ BCP -1% YTD

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สำนักงานไทยซัมมิท ทาวเวอร์ (สาขางานสนับสนุน) 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัลมาลิงค์ 25 อาคารอัลมาลิงค์ ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา อัมรินทร์ ทาวเวอร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เซ็นทรัลปิ่นเกล้า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา บางกระบือ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตี้ทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธ 1 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา เคียนหวน (ลินธ 2) 140/1 อาคารเคียนหวน 2 ชั้น 18 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ลินธ 3 130-132 อาคารลินธ ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิทยุ แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร
สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รังสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี	สาขา ไทยซัมมิท 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง จ.กรุงเทพมหานคร	สาขา รัตนธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี จ.นนทบุรี
สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี	สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา ขอนแก่น 3 311/1 ถ.กลางเมือง (หิรัญมิ่ง) ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น	สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรชัย ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี	สาขา เชียงใหม่ 1 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่
สาขาเชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่	สาขาเชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่	สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย	สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย	สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา
สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร	สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.ยิงเป้า ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม	สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดิลลอง ต.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต	สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา
สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา	สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่	สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง	สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วิโรจน์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี	สาขา บิดธานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	“ซื้อ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	“ถือ”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	“ขาย”	เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	“ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น”	เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	“ลงทุนมากกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	“ลงทุนเท่ากับตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	“ลงทุนน้อยกว่าตลาด”	เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) “บริษัท” ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล ที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้นำให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2016

ช่วงคะแนน

100-90
80-89
70-79
60-69
50-59
<50

สัญลักษณ์



ความหมาย

ดีเลิศ
ดีมาก
ดี
ดีพอใช้
ผ่าน
n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator

ระดับ 5	Extended	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นอิสระจากหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่ไม่ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีการบูรณาการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติตามให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator จาก สถาบันไทยพัฒน์ (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)