

7 กันยายน 2566

ค่าการกลั่นผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว

หมวด

พลังงานและสาธารณูปโภค



Key Investment Highlight

1. ราคาน้ำมันดิบอยู่ในระดับสูง ระดับ USD90/bbl จากสภาวะ supply ที่ตึงตัว
2. ค่าการกลั่นผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว
3. ปริมาณน้ำมัน Diesel จากจีนจะออกมามากในช่วงเดือน ก.ย. - ต.ค. นี้
4. El Niño หน้าหนาวนี้อาจจะไม่หนาวเท่าปีก่อน
5. ยุโรปเตรียมกักตุนน้ำมันดิบไปแล้ว 93%
6. หมดช่วงปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น คาดปริมาณน้ำมันจะออกมาเพิ่มขึ้น
7. ความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ

เราประเมินว่าหุ้นในกลุ่มโรงกลั่นจะ Underperform ในช่วงเดือน ก.ย.-ต.ค. นี้ จากปัจจัยกดดันค่าการกลั่นที่เริ่มปรับลดลง ทั้งจาก Supply ที่เพิ่มมากขึ้น และ Demand ที่เริ่มลดลง โดยในช่วง 3 เดือนราคาน้ำมันกลุ่มโรงกลั่นปรับขึ้นไปสูงสุดกว่า 20-25% เราเชื่อว่าสะท้อนแนวโน้มของค่าการกลั่นที่เป็นจุดสูงสุดไปแล้ว

ทั้งนี้เรายังชื่นชอบ BCP มากที่สุดในกลุ่มโรงกลั่น เพราะยังมีปัจจัยเฉพาะตัวจากกำไรพิเศษจากการซื้อกิจการ ESSO และนำซื้อแก๊สกำไร ราคาเป้าหมาย 40 บาท (ยังไม่รวมผลของการรวม ESSO) และด้วย Synergy ที่ 2-3 พันล้านบาทต่อปี คิดเป็น Upside ได้อีก 7-10 บาทต่อหุ้น



● Oil Price New High

ราคาน้ำมันดิบปรับตัวสูงขึ้นทำจุดสูงสุดใหม่ หลังซาอุฯ ประกาศขยายเวลาลดกำลังการผลิตแบบสมัครใจวันละ 1 ล้านบาร์เรลออกไปจนถึงสิ้นปีนี้ ในขณะที่รัสเซียก็ประกาศขยายเวลาลดการส่งออกน้ำมันของตนเองวันละ 3 แสนบาร์เรลไปจนถึงสิ้นปีนี้เช่นกัน ถือเป็น Action ที่ Surprise ตลาดเนื่องจากก่อนหน้านี้ส่วนใหญ่คาดการณ์ว่ามาตรการดังกล่าวจะถูกขยายเวลาออกไปจนถึงเพียงสิ้นเดือนตุลาคมเท่านั้น

Figure 1: ราคาน้ำมันทำจุดสูงสุดในรอบปี



Source: Bloomberg

Figure 2: ค่าการกลั่นผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว


Source: Bloomberg

ค่าการกลั่นผ่านจุดที่ดีที่สุดของปีนี้ไปแล้ว เราคาดว่าค่าการกลั่นจะเริ่มปรับลดลงในเดือน ก.ย. - ต.ค. นี้ ด้วยปัจจัยทั้งจากราคาน้ำมันดิบที่ปรับเพิ่มขึ้นมาค่อนข้างแรง แต่ในขณะที่ราคาน้ำมันสำเร็จรูปอาจจะถูกกดดันจาก Supply จากประเทศจีนที่ออกมาเพิ่มมากขึ้น และ Demand ในช่วงฤดูหนาวนี้ไม่ได้มีมากจากผลของ El Niño

- Refinery under Pressure

ในกลุ่มโรงกลั่น เราคาดว่าค่าการผ่านจุดสูงสุดไปแล้ว โดยค่าการกลั่นจะปรับลดลงในเดือน ก.ย. นี้จาก

1 โควตาส่งออกน้ำมัน Diesel จากประเทศจีน

โควตาส่งออกน้ำมัน Diesel จากประเทศจีนออกมามากกว่าที่ตลาดคาดไว้ โดยโควตาที่ออกมาล่าสุด อยู่ที่ 12 ล้านตัน มากกว่าที่ตลาดคาดไว้ 10 ล้านตัน และเมื่อเทียบกับตัวเลขโควตาก่อนหน้านี้ เพิ่มขึ้นกว่า 33% ดังนั้นแล้วเราคาดว่าจะมีปริมาณน้ำมัน Diesel ออกมาเพิ่มขึ้นในช่วงของเดือน ก.ย. - ต.ค. ที่จะถึงนี้

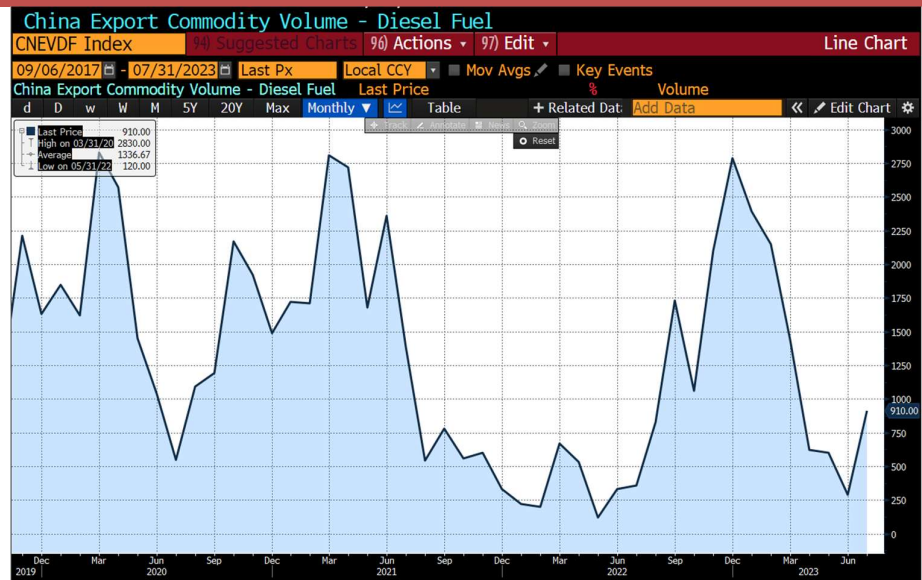
Figure 3: โควตาการส่งออกน้ำมันดีเซลของประเทศจีนเพิ่มขึ้นกว่า 33% QoQ

Unit: tons	First Batch	Interim Batch	Second Batch	Third Batch	YTD
2023	18.99m	None	9m	12m	39.99m
2022	13m	4.5m	5m	13.25m	37.25m
2021	29.5m	None	7.5m	0.61m	37.61m

Source: Bloomberg

และเมื่อไปเทียบกับยอดการส่งออก Diesel ของปีเมื่อปี 2022 ที่ผ่านมามะเห็นได้ว่าปริมาณการส่งออกของน้ำมัน Diesel จากจีนจะเพิ่มมากขึ้นในช่วงตั้งแต่ ก.ย. เป็นต้นไป

Figure 4: ปริมาณส่งออกน้ำมันดีเซลจากประเทศจีนจะเพิ่มขึ้นในช่วงเดือน ก.ย.



Source: Bloomberg

2 Higher Crude Premium

นอกจากนี้แล้ว Crude Premium (Arab Light Crude) ซึ่งเป็นต้นทุนของโรงกลั่นก็เริ่มปรับเพิ่มขึ้น จาก 2Q23 ที่อยู่ระดับ USD2.5-2.75/bbl มาเป็น USD3.2/bbl และแนวโน้มอาจจะปรับเพิ่มขึ้นในช่วง 4Q23 ตามราคาน้ำมันที่ปรับเพิ่มขึ้น

Figure 5: Crude Premium เริ่มปรับสูงขึ้น



Source: Bloomberg

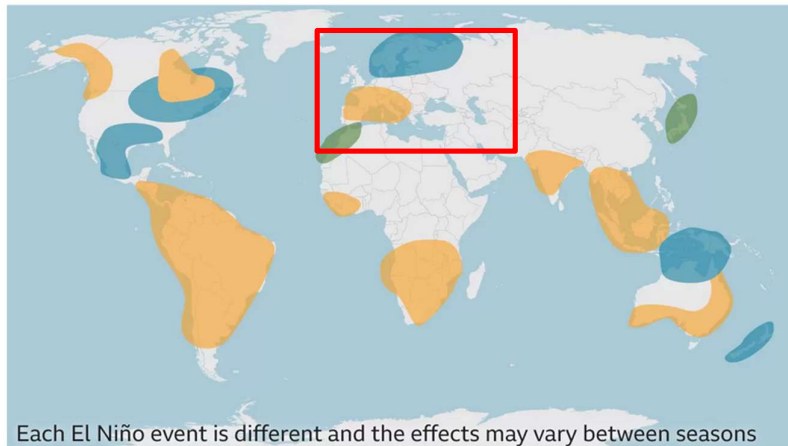
3. El Niño Effect

ปรากฏการณ์ El Niño อาจส่งผลกระทบต่อยุโรปไม่ได้หนาวเท่าปี 2022 จากปรากฏ El Niño ที่เริ่มส่งผลในปี 2023 จากปี 2022 ที่ยังอยู่ใน La Niña จากข้อมูลการคาดการณ์การเกิด El Niño บ่งชี้ว่าโอกาสเกิดนั้นเกือบ 100% ในช่วง 2H23 ซึ่งผลกระทบจาก El Niño จะทำให้อุณหภูมิในแถบอเมริกาใต้, แอฟริกาใต้, อินเดีย, เอเชีย รวมถึงยุโรปตอนใต้ มีอุณหภูมิที่สูงขึ้น ดังนั้นแล้วในช่วงอากาศหนาวของยุโรปปี 2023 จะไม่หนาวเท่ากับปี 2022 ที่ผ่านมา ส่งผลให้ความต้องการน้ำมันเชื้อเพลิงเพื่อให้ความร้อนอย่างกลุ่มน้ำมัน Middle Distillate มีความต้องการใช้ที่น้อยลง ส่งผลให้ค่าการกลั่นของน้ำมันในกลุ่มนี้อาจจะไม่ดีเท่าที่ตลาดคาดไว้

Figure 6: El Niño ส่งผลให้ยุโรปมีอากาศอบอุ่นขึ้น

El Niño temperature impacts

Warmer tendency Colder Mixed (seasonal reversal)

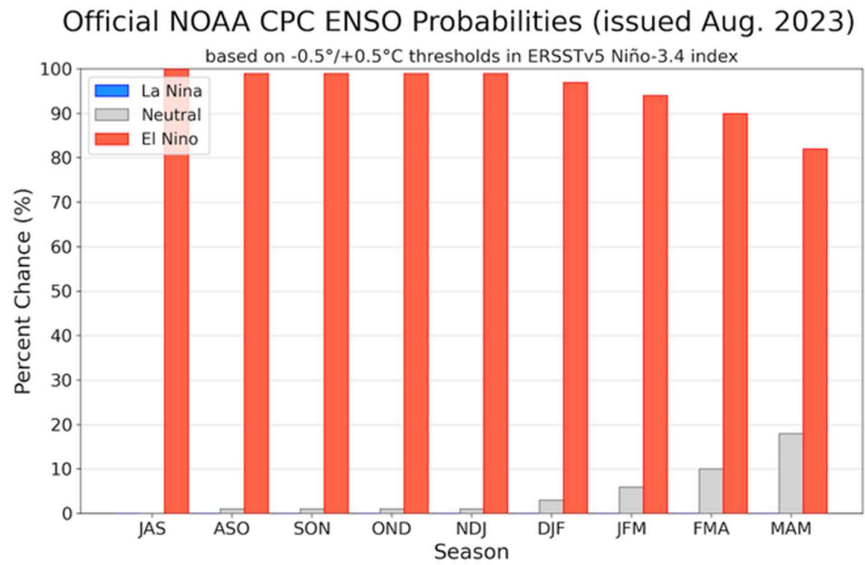


Each El Niño event is different and the effects may vary between seasons

Source: Met Office



Figure 7: ความน่าจะเป็นที่จะเกิด El Niño

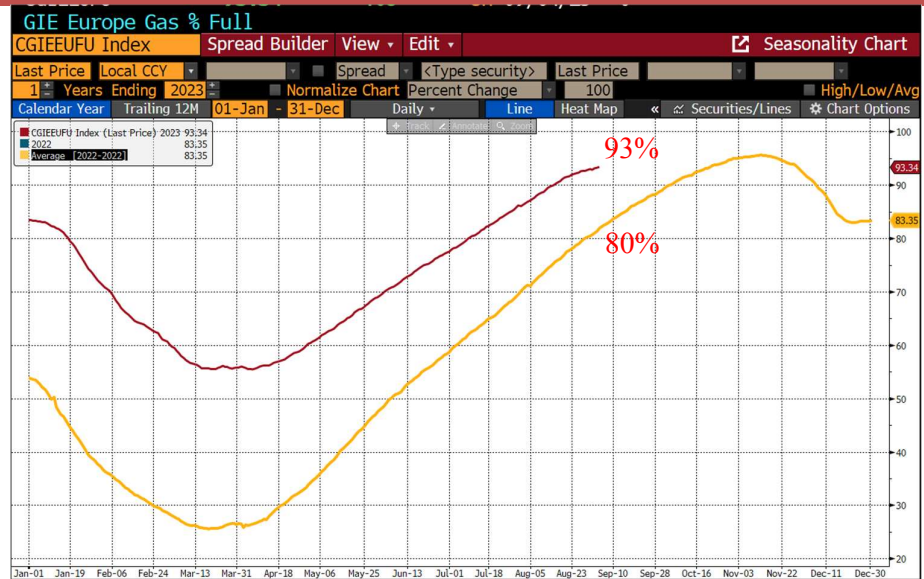


Source: https://iri.columbia.edu/our-expertise/climate/forecasts/enso/current/?enso_tab=enso-cpc_plume

4. Full Tank of Gas

นอกจากอากาศที่คาดว่าจะไม่หนาวในช่วงปลายปีแล้ว ยุโรปก็ได้เตรียมเรื่องของปริมาณก๊าซที่จะใช้หน้าหนาวนี้ไว้พร้อมแล้ว โดยปัจจุบันยุโรปได้เตรียมปริมาณก๊าซไว้ที่ 93% ของ Capacity แล้ว ซึ่งเมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีก่อนอยู่เพียงระดับ 80% เท่านั้น ดังนั้นแล้วความต้องการน้ำมัน Middle Distillate ที่จะใช้เพื่อให้ความร้อนแทนก๊าซที่อาจจะไม่พอเพียงนั้น ลดลง

Figure 8: ยุโรปเตรียมความพร้อมของก๊าซไปมากกว่า 90%



Source: Bloomberg

5. Higher Refinery Run Rate

และในช่วงเดือน ก.ย. - ต.ค. นี้ปริมาณการหยุดซ่อมบำรุงของโรงกลั่นทั่วโลกลดลง ดังนั้นแล้วคาดว่าปริมาณ Run Rate ของโรงกลั่นจะเพิ่มขึ้น และจะมีปริมาณน้ำมันสำเร็จรูปที่จะออกมาสู่ตลาดเพิ่มมากขึ้น และโรงกลั่นจะมีการหยุดซ่อมบำรุงอีกครั้งในช่วงเดือน พ.ย. ตามรูป ดังนั้นเรา

Figure 9: การปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นลดลงในเดือน ก.ย.- ต.ค.



Source: EPPO

6. Government Policy Risk

นอกจากปัจจัยความเสี่ยงเรื่องนโยบายพลังงานของรัฐบาลใหม่ ที่อาจจะส่งผลกระทบต่อกลุ่มโรงกลั่นได้ เช่น การเปิดเสรีการนำเข้าน้ำมันสำเร็จรูป หรืออาจจะมึนโยบายอื่นๆ ที่จะควบคุมราคาขายของโรงกลั่นเป็นต้น ซึ่งเราประเมินว่าจะยังมีความเสี่ยงในประเด็นดังกล่าว

In Summary

เราประเมินว่าในช่วงเดือน ก.ย. - ต.ค. หุ่นในกลุ่มโรงกลั่นจะยัง Underperform จากทั้งปัจจัยเรื่อง Demand / Supply ตลาดโลกที่จะกดดัน GRM ให้ปรับลดลง รวมถึงต้นทุนของ Crude ที่ปรับเพิ่มขึ้นและความเสี่ยงจากนโยบายภาครัฐ

ทั้งนี้เรายังชื่นชอบ BCP มากที่สุดในกลุ่มโรงกลั่น เพราะยังมีปัจจัยเฉพาะตัวจากกำไรพิเศษจากการซื้อกิจการ ESSO และจะบันทึกเข้ามาในงบการเงิน 3Q23 นี้ เบื้องต้นเราคาดว่าจะมีกำไรในส่วนดังกล่าว 5 พันล้านบาท ถึง 1 หมื่นล้านบาท (3.5-7.3 บาทต่อหุ้น) ซึ่งบริษัทอาจจะมีการจ่ายปันผลพิเศษจากกำไรดังกล่าวได้ นอกจากนี้ยังมี Synergy ที่ 2-3 พันล้านบาทต่อปี

1 เดือนที่ผ่านมาราคาหุ้นปรับลดลง -6% จากราคาสูงสุดที่ 40 บาท มาอยู่ที่ 37.5 บาท ทำให้มี Upside จากราคาเป้าหมายของเราที่ 40 บาท (ยังไม่รวมผลของการรวม ESSO) และด้วย Synergy ที่ 2-3 พันล้านบาทต่อปี คิดเป็น Upside ได้อีก 7-10 บาทต่อหุ้น

Corporate Governance Report Rating

ช่วงคะแนน Score	สัญลักษณ์ Range Number of Logo	ความหมาย	Description
90 - 100		ดีเลิศ	Excellent
80 - 89		ดีมาก	Very Good
70 - 79		ดี	Good
60 - 69		ดีพอใช้	Satisfactory
50 - 59		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A	N/A

Disclaimer : การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ (MAI) ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน ผลสำรวจดังกล่าวเป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองถึงความถูกต้องครบถ้วนของผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

Anti-corruption Progress Indicators

บริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย แบ่งเป็น 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC

Disclaimer : การเปิดเผยผลการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-Corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งได้อ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารและหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมีได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือเมื่อข้อมูลที่เกี่ยวข้องมีการเปลี่ยนแปลง ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด มิได้ยืนยัน ตรวจสอบ หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด