

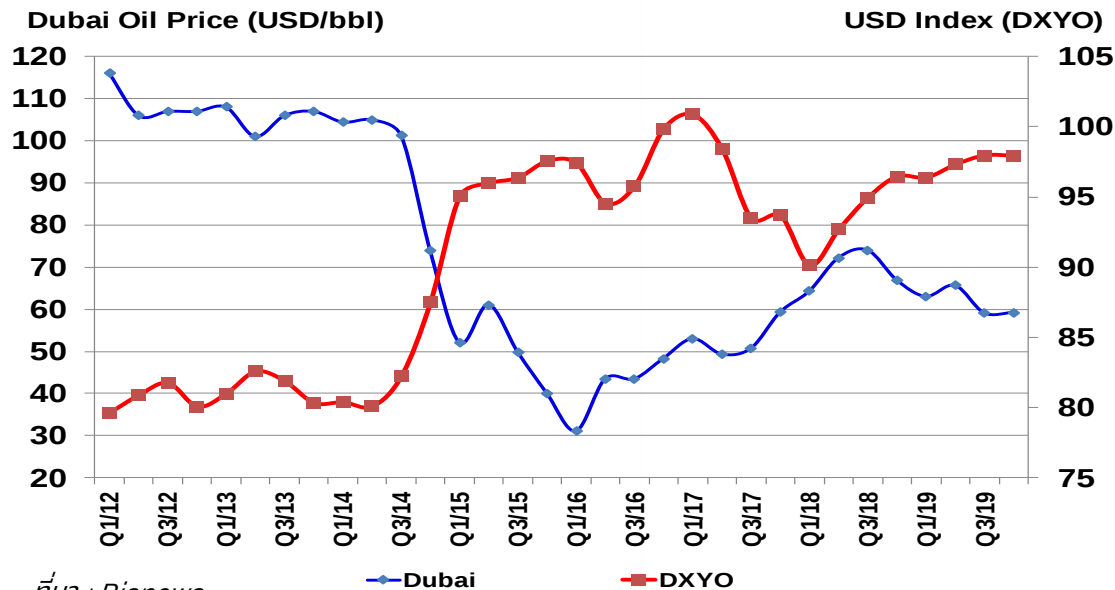
ภาพรวมกลุ่มพลังงาน

2020

โดย ฝ่ายวิเคราะห์หลักทรัพย์
บล.ไอรา จำกัด (มหาชน)

7 มกราคม 2563

กลุ่มน้ำมันและก๊าซ : คาดราคาน้ำมันดิบดูไบจะแกว่งตัว 65-75 USD/bbl



ที่มา : Bisnews

➡ คาดแนวโน้มราคาน้ำมันดิบมีโอกาสปรับตัวสูงขึ้นต่อเนื่อง จากเหตุการณ์ความไม่สงบในตะวันออกกลาง และจากปริมาณความต้องการที่มีทิศทางดีขึ้นตามภาวะเศรษฐกิจโลก จากผลของสงครามการค้าจีน-สหรัฐฯ ที่คลี่คลายลง ประกอบกับการลดปริมาณผลิตของกลุ่ม OPEC+ ส่งผลให้อุปทานเริ่มมีจำกัด ซึ่งส่งผลดีต่อ **PTT และ PTTEP**

➡ แนวโน้มราคาน้ำมันดิบปรับตัวสูงขึ้น เราคาดการณ์ราคาน้ำมันดิบดูไบจะแกว่งตัวอยู่ในช่วง 65-75 USD/bbl ในช่วง 1H/63 อย่างไรก็ตามมีปัจจัยที่ควรจับตา ดังนี้

- 1) การฟื้นตัวของเศรษฐกิจโลก
- 2) การเพิ่ม/ลด ปริมาณผลิตของกลุ่มโอเปก
- 3) การเพิ่มกำลังการผลิตของสหรัฐฯ
- 4) สถานการณ์ความไม่สงบในเขตตะวันออกกลาง
- 5) การอ่อนค่า/แข็งค่าของค่าเงินดอลลาร์สหรัฐฯ
- 6) สต็อกน้ำมันของสหรัฐฯ

คาดการณ์ความต้องการใช้น้ำมันดิบปี 2563 เพิ่มขึ้น 1.2%

Global Oil Demand (2018-2020)

(million barrels per day)*

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020
Africa	4.3	4.2	4.1	4.3	4.2	4.3	4.3	4.2	4.3	4.3	4.4	4.4	4.3	4.4	4.4
Americas	31.6	31.7	32.3	32.0	31.9	31.6	31.7	32.4	32.4	32.0	31.6	31.9	32.8	32.6	32.2
Asia/Pacific	35.5	35.0	34.6	35.3	35.1	35.9	35.5	35.3	36.5	35.8	36.7	36.3	36.1	37.4	36.6
Europe	14.8	14.9	15.4	14.9	15.0	14.7	14.8	15.5	15.1	15.0	14.7	14.9	15.5	15.2	15.1
FSU	4.5	4.6	4.9	4.8	4.7	4.6	4.8	5.1	5.0	4.9	4.7	4.9	5.1	5.0	4.9
Middle East	8.1	8.4	8.7	8.2	8.4	8.1	8.2	8.7	8.2	8.3	8.0	8.3	8.7	8.2	8.3
World	98.7	98.9	100.0	99.5	99.3	99.3	99.3	101.1	101.4	100.3	100.1	100.7	102.5	102.8	101.5
Annual Chg (%)	2.1	0.6	1.4	0.6	1.1	0.5	0.4	1.1	1.9	1.0	0.8	1.4	1.4	1.4	1.2
Annual Chg (mb/d)	2.0	0.6	1.4	0.6	1.1	0.5	0.4	1.1	1.9	1.0	0.8	1.4	1.4	1.4	1.2
Changes from last OMR (mb/d)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0	-0.2	0.0	0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.0

ที่มา : IEA

- ☞ IEA คาดปริมาณความต้องการน้ำมันดิบปี 2562 และ 2563 เพิ่มขึ้น 1.0 และ 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน ตามลำดับ คิดเป็นการเพิ่มขึ้น เพียง 1.0% และ 1.2% ตามลำดับ โดยการเติบโตส่วนใหญ่ยังคงมาจาก ปริมาณความต้องการที่เพิ่มขึ้นจากจีนและอินเดีย เป็นหลัก
- ☞ ผลกระทบที่คาดว่าจะมีความต้องการใช้เพิ่มขึ้นมาก เช่น LPG&Ethane, น้ำมันอากาศยานและน้ำมันดีเซล โดยคาดการณ์ความต้องการจะเพิ่มขึ้น 14%, 14% และ 8% ตามลำดับ
- ☞ ความเสี่ยงยังคงมาจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ซึ่งกระทบความต้องการใช้ของภาคอุตสาหกรรม ปีโตรเคมีและปริมาณความต้องการใช้น้ำมันเตาที่ใช้เติมเรือขนส่ง

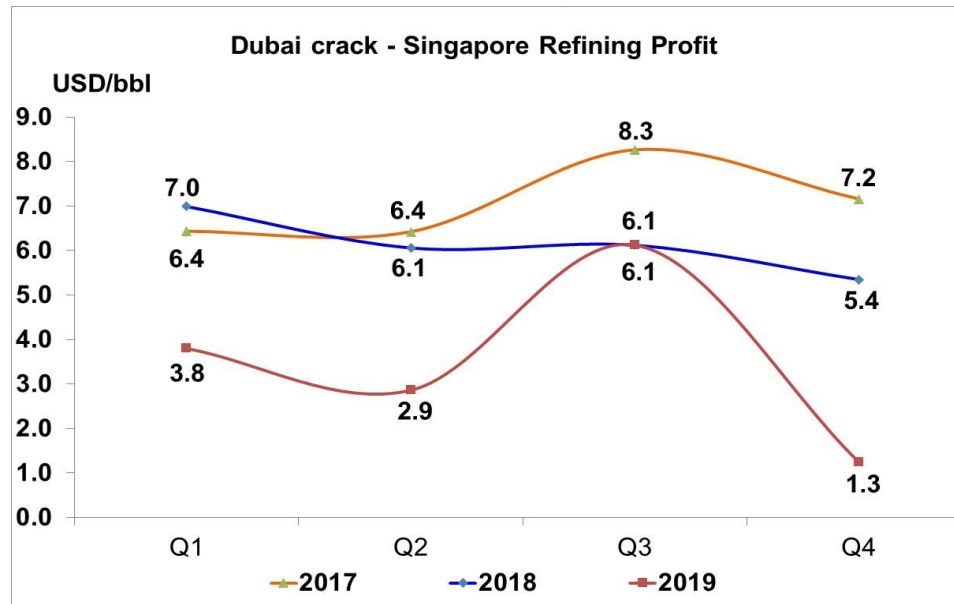
OPEC+ ยังคงเป็นกลุ่มหลักที่กำหนดทิศทางราคาน้ำมัน

OPEC / Non-OPEC Output ¹								
(million barrels per day)								
	Sep 2019 Supply	Oct 2019 Supply	Supply Baseline ²	Agreed Cut	October Compliance	Average Compliance	Sustainable Production Capacity ⁵	Spare Capacity vs Oct Supply ⁶
Algeria	1.02	1.02	1.06	0.032	116%	105%	1.05	0.03
Angola	1.38	1.37	1.53	0.047	336%	268%	1.45	0.08
Congo	0.34	0.32	0.33	0.010	50%	-172%	0.35	0.03
Ecuador ³	0.55	0.46	0.53	0.016	444%	-31%	0.55	0.09
Equatorial Guinea	0.11	0.12	0.13	0.004	175%	453%	0.12	0.00
Gabon	0.19	0.21	0.19	0.006	-383%	-457%	0.22	0.01
Iraq	4.77	4.72	4.65	0.141	-48%	-60%	4.90	0.18
Kuwait	2.65	2.63	2.81	0.085	211%	148%	2.88	0.25
Nigeria ³	1.80	1.77	1.83	0.055	107%	-24%	1.80	0.03
Saudi Arabia	9.02	10.20	10.63	0.322	134%	268%	12.00	1.80
UAE	3.07	3.09	3.17	0.096	81%	99%	3.39	0.30
Total OPEC 11	24.90	25.91	26.85	0.814	115%	149%		
Iran ⁴	2.18	2.15					3.85	-
Libya ⁴	1.12	1.16					1.17	0.01
Venezuela ⁴	0.65	0.69					0.69	0.00
Total OPEC	28.85	29.91					34.42	2.81
Azerbaijan	0.76	0.72	0.797	0.020	395%	143%		
Kazakhstan	1.88	1.94	2.03	0.040	225%	285%		
Mexico	1.98	1.95	2.02	0.040	169%	231%		
Oman	0.98	0.98	1.00	0.025	68%	66%		
Russia	11.60	11.56	11.75	0.230	81%	72%		
Others ⁷	1.27	1.26	1.22	0.028	-154%	-3%		
Total Non-OPEC	18.47	18.41	18.81	0.383	103%	109%		
Total OPEC+	43.37	44.32	45.65	1.197	111%	136%		

ที่มา : IEA

- กลุ่ม OPEC+ ยังคงมีอิทธิพลในการกำหนดทิศทางราคาน้ำมันดิบโลก จากการประชุมครั้งล่าสุดเมื่อ 5-6 ธ.ค. 2562 มีมติให้ลดปริมาณการผลิตลงอีก 500,000 บาร์เรลต่อวัน รวมเป็น 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน โดยในช่วงเดือน ธ.ค. 2562 ที่ผ่านมา กลุ่ม OPEC+ ได้ปฏิบัติตามข้อตกลงถึง 111% โดยกลุ่ม OPEC+ จะประชุมกันอีกครั้งในวันที่ 5-6 มี.ค. 2563 ซึ่งข่าวดังกล่าวอาจมีการผ่อนคลายการลดปริมาณผลิตบ้าง
- คาดปริมาณการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ จะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง จาก 24.6 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2562 เป็น 26.0 ล้านบาร์เรลต่อวันในปี 2563 เพิ่มขึ้นถึง 1.4 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งหากกลุ่มโอเปกไม่ปรับลดกำลังการผลิต คาดจะส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มลดลง

กลุ่มโรงกลั่น : ค่าการกลั่นน้ำมันสำเร็จรูปจะสูงขึ้นในช่วง 1Q/63



- ❖ IEA คาดปริมาณความต้องการ LPG & Ethane, น้ำมันอากาศยานและน้ำมันดีเซลในปี 2563 จะเพิ่มขึ้น 14%, 14% และ 8% ตามลำดับ
- ❖ ค่าการกลั่นตลาดสิงคโปร์ในช่วง 4Q/62 ลดลงมาอยู่ในระดับต่ำมาก เนื่องจากมาตรการ IMO ที่จะบังคับใช้ตั้งแต่ 1 ม.ค. 2563 ห้ามเรือเดินทะเลใช้น้ำมันเตากำมะถันสูง ส่งผลให้ค่าการกลั่นของน้ำมันเตากำมะถันสูงลดลงไปอยู่ที่ -20 ถึง -25 USD/bbl ซึ่งการคำนวณค่าการกลั่นของตลาดสิงคโปร์ใช้สัดส่วนถึง 20% ดังนั้นค่าการกลั่นตลาดสิงคโปร์จึงต่ำผิดปกติ และไม่สามารถใช้อ้างอิงกับโรงกลั่นในไทยได้
- ❖ คาดค่าการกลั่นของน้ำมันสำเร็จรูป โดยเฉพาะน้ำมันดีเซล จะค่อยๆ ปรับตัวขึ้นในช่วง 1Q/63 หลังจากมาตรการของ IMO มีผลบังคับใช้ โดยล่าสุดค่าการกลั่นของน้ำมันดีเซลและเบนซินอยู่ที่ 13 และ 10 USD/bbl ตามลำดับ ส่งผลดีต่อกลุ่มโรงกลั่น เช่น **TOP, SPRC, ESSO และ BCP**

กลุ่มโรงไฟฟ้า : เน้นไปเติบโตที่ต่างประเทศ

➡ แผนพัฒนากำลังผลิตไฟฟ้าของประเทศไทย 2561-2580 (PDP2018) กำลังการผลิตไฟฟ้าจะเพิ่มจาก 46,090 MW ณ สิ้นปี 2560 เป็น 77,211 MW ณ สิ้นปี 2580 โดยจะมีโรงไฟฟ้าใหม่เพิ่มขึ้น 56,431 MW และปลดระวางโรงไฟฟ้าเดิม 25,310 MW

➡ ในช่วงปี 2561-2568 มีโรงไฟฟ้าที่ลงนามมีข้อผูกพันแล้ว ดังนี้

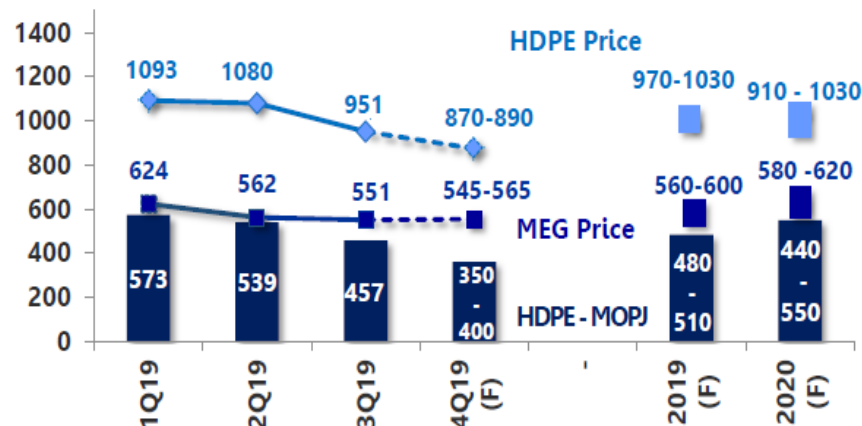
- กฟผ. จำนวนประมาณ 3,900 MW กำหนด COD ในปี 2561-2567
- IPP เป็นของ GULF จำนวน 5,000 MW กำหนด COD ในปี 2564-2567
- IPP ของ RATCH จำนวน 1,400 MW ปี 2567-2568
- SPP จำนวน 85 โครงการ รวมประมาณ 3,700 MW กำหนด COD ปี 2561-2568 (บางส่วนเป็นของ BGRIM)
- ซื้อมาจากต่างประเทศ จำนวนรวมประมาณ 2,400 MW เช่น โครงการไชยะบุรี (EGCO, PTT, CKP), เซเปียนเซ่นน้อย (RATCH), น้ำเจียบ 1 (EGAT) และน้ำเทิน 1 (EGCO)

➡ ดังนั้นโรงไฟฟ้าใหม่ที่จะต้องจัดหาในช่วงปี 2569-2580 จำนวนรวม 37,367 MW ซึ่งเป็นแผนระยะยาว ทำให้ช่วงปี 2563-2568 บริษัทกลุ่มโรงไฟฟ้าที่ต้องการเติบโตจึงเน้นไปที่การเติบโตในต่างประเทศ เป็นหลัก เช่น **GULF, BGRIM และ GPSC**

➡ เมื่อวันที่ 16 ธ.ค. 2562 กพข. เห็นชอบหลักการในโครงการโรงไฟฟ้าชุมชน โดยในปี 2563 จะเปิดรับซื้อไฟฟ้า 700 MW และเป็นพลังงานหมุนเวียนในรูปแบบ Feed-in Tariff ทั้งโรงไฟฟ้าพลังแสงอาทิตย์ ชีวมวล ชีวภาพ และ Hybrid ส่งผลดีต่อ **TPCH**

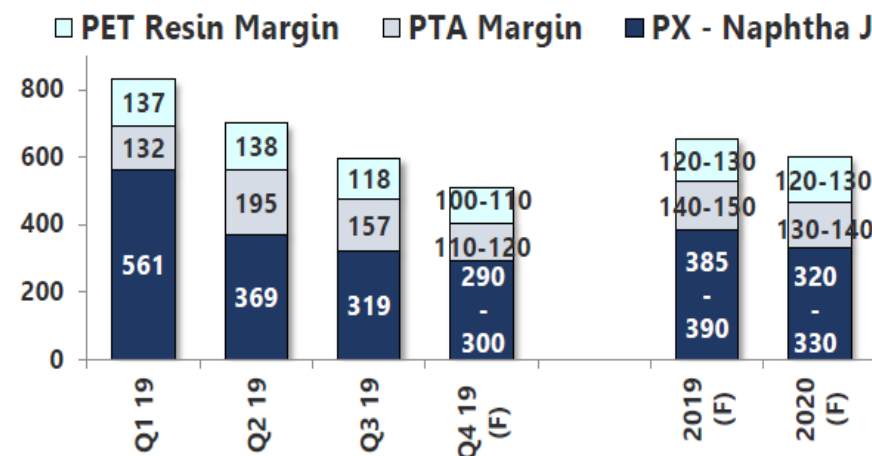
กลุ่มปิโตรเคมี : คาดส่วนต่างปิโตรเคมีมีแนวโน้มฟื้นตัว

Ethylene & Derivatives Price, \$/T



ที่มา : PTTGC

Paraxylene Value Chain Price, \$/T



ที่มา : PTTGC

- ภาพรวมกลุ่มปิโตรเคมีในปี 2563 ยังคงเผชิญปัจจัยกดดันจากภาวะอุปทานส่วนเกิน แต่ยังมีความคาดหวังว่าสถานการณ์จะดีขึ้น หากสงครามการค้าระหว่างสหรัฐฯ – จีน ผ่อนคลายลง
- ราคา HDPE ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์หลักของ PTTGC ล่าสุดอยู่ที่ 835 USD/ton ต่ำสุดในรอบ 10 ปี หลังได้แรงกดดันจากภาวะอุปทานส่วนเกิน อย่างไรก็ตามคาดว่าราคา HDPE จะค่อยๆ ฟื้นตัวขึ้นในปี 2563 มาอยู่ที่ 910-1,030 USD/ton หลังจากการปรับสมดุลของโรงงานผลิต และการปรับลดอัตราการใช้กำลังผลิตของโรงงานที่ต้นทุนสูง
- คาดส่วนต่างของ Px-Naphtha จะฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ในระดับ 300 USD/ton จากปัจจุบันยังอยู่ในระดับต่ำที่ 160-170 USD/ton จากการปรับสมดุลของโรงงานผลิต
- คาดส่วนต่าง PET จะทรงตัวในปี 2563 แต่ยังคงได้รับผลดี จากต้นทุน Paraxylene และ MEG ที่ยังอยู่ในระดับต่ำ

หุ้นแนะนำ

PTTEP.....ราคาเป้าหมาย 164.00 บาท

- ราคาน้ำมันดิบดูไบเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 66 USD/bbl จากเหตุการณ์ความไม่สงบในตะวันออกกลาง หลังสหรัฐฯ โจมตีกองกำลังของอิหร่านที่ปฏิบัติการในอิรัก ส่งผลให้นายพลคนสำคัญของอิหร่านเสียชีวิต ซึ่งตลาดยังคงจับตาว่าเหตุการณ์จะบานปลายแค่ไหน หลังอิหร่านประกาศจะเอาคืนสหรัฐฯ ซึ่งทำให้ราคาน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น ส่งผลดีโดยตรงต่อ PTTEP ขณะที่คาดหากเหตุการณ์บานปลายราคาน้ำมันดิบดูไบอาจขึ้นไปที่ 80-90 USD/bbl
- นอกจากนี้ราคาน้ำมันดิบยังได้รับปัจจัยบวกจากการลดกำลังผลิตของกลุ่ม OPEC+ อีก 500,000 บาร์เรลต่อวัน เป็น 1.7 ล้านบาร์เรลต่อวัน ถึง 31 มี.ค. 2563
- แผนดำเนินงาน 5 ปี (2563-2567) คาดจะมีปริมาณผลิตเพิ่มขึ้น 6.1% CAGR จาก 348 kboed เป็น 467 kboed ในปี 2567 โดยคาดปริมาณผลิตในปี 2563 จะเพิ่มขึ้น 11% จากการเข้าซื้อกิจการ Murphy Oil Corporation ประเทศมาเลเซีย และการเปิดดำเนินงานแหล่ง Sabah H ในปี 2563 คาดจะเพิ่มกำลังผลิตขึ้นอีก 45 kboed ประกอบกับการเข้าซื้อกิจการของ Partex Holding จะรับรู้ได้เต็มปีในปี 2563 โดยมีปริมาณผลิต 16,000 boed
- ประเมินราคาเป้าหมายปี'63 ที่ 164.00 บาท (DCF) แนะนำ "ซื้อลงทุน"

Financial Summary

	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Revenue	147,725	171,809	187,846	198,612	203,513
Growth (%)	-1.66%	16.30%	9.33%	5.73%	2.47%
Net Profit	20,579	36,206	46,245	47,454	51,149
Growth (%)	60.03%	75.93%	27.73%	2.61%	7.79%
EPS (Bt.)	5.18	9.12	11.65	11.95	12.88
BV (Bt.)	94.81	98.25	104.08	110.05	116.50
Dividend (Bt.)	4.25	5.00	5.82	5.98	6.44
PE (x)	25.85	14.69	11.50	11.21	10.40
PBV (x)	1.41	1.36	1.29	1.22	1.15
Dividend Yield (%)	3.17%	3.73%	4.35%	4.46%	4.81%

TOP....ราคาเป้าหมาย 88.00 บาท

- ➡ ค่าค่าการกลั่นของน้ำมันดีเซลจะค่อยๆ ปรับตัวสูงขึ้นในช่วง 1Q/63 ซึ่งเป็นผลจากมาตรการของ IMO ที่ห้ามเรือเดินทะเลใช้น้ำมันเตากำมะถันสูง ส่งผลให้เรือเดินทะเลต้องเปลี่ยนมาใช้น้ำมันเตากำมะถันต่ำ หรือ น้ำมันดีเซลแทน ทำให้ล่าสุดค่าการกลั่นของน้ำมันดีเซล และอากาศยานเพิ่มสูงขึ้นมาอยู่ที่ 13.5 และ 13.1 USD/bbl ตามลำดับ ส่งผลดีโดยตรงต่อ TOP ซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมันขนาดใหญ่ที่สุดในประเทศไทย มีผลิตภัณฑ์หลักเป็นน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยาน คิดเป็น 57% ของผลิตภัณฑ์รวมที่ออกจากโรงกลั่น
- ➡ คาดผลการดำเนินงาน 4Q/62 จะฟื้นตัวขึ้นจาก 3Q/62 จากค่าการกลั่นน้ำมันสำเร็จรูปที่สูงขึ้น และกำไรจากสต็อกน้ำมัน ตามราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวขึ้น
- ➡ TOP อยู่ระหว่างทำโครงการ CFP เพื่อปรับปรุงกระบวนการผลิต และคาดว่าจะเพิ่มปริมาณผลิตขึ้นเป็น 400,000 บาร์เรลต่อวัน จาก 275,000 บาร์เรลต่อวัน
- ➡ ธุรกิจไฟฟ้าช่วยลดความผันผวนของโรงกลั่น มีกำไรเข้ามาประมาณ 2,000 ล้านบาทต่อปี จากการถือหุ้น TP, TOP SPP และ GPSC สัดส่วน 74%, 100% และ 24.29% ตามลำดับ
- ➡ ประเมินราคาเป้าหมายปี'63 ที่ 88.00 บาท อิง P/E ที่ 13 เท่า พร้อมคาด Div.Yield ประมาณ 4.3%

Financial Summary

	FY17	FY18	FY19F	FY20F	FY21F
Revenue (MB.)	337,388	389,344	372,524	391,150	410,708
Growth (%)	22.8%	15.4%	-4.3%	5.0%	5.0%
Net Profit (MB.)	24,856	10,149	6,460	13,740	14,155
Growth (%)	17.1%	-59.2%	-36.3%	112.7%	3.0%
EPS (Bt.)	12.18	4.97	3.17	6.74	6.94
BV (Bt.)	60.39	59.66	63.58	66.95	70.42
Dividend (Bt.)	5.25	2.65	1.58	3.37	3.47
P/E (x)	5.81	14.22	22.34	10.50	10.20
P/BV (x)	1.17	1.19	1.11	1.06	1.00
Dividend Yield (%)	7.42%	3.75%	2.24%	4.76%	4.90%