

7 ธันวาคม 2561

**หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค**

**นักวิเคราะห์**

**ณัฐชาติ เมฆมาสิน, CFA, FRM**  
 เลขทะเบียนนักวิเคราะห์: 031379  
 nuttachart@trinitythai.com

**ดร.บุญธรรม รจิตกัญญ์**  
 ผู้ช่วยนักวิเคราะห์  
 boontham@trinitythai.com

**IMO 2020: Who would benefit?**

- กรณี Baseline เหตุการณ์ IMO2020 ที่คาดว่าราคาดีเซลจะนำมาใช้แทนน้ำมันเตากำมะถันสูง จะมีราคาสูงในปี 2020 โดย TOP ที่กำลังดำเนินการเพิ่มประสิทธิภาพโรงกลั่น จะได้ประโยชน์
- ทว่าเรามองว่า Supply ของดีเซลจะสูงขึ้นจนท้ายสุด ราคาของน้ำมัน JET หรือ Gasoline จะสูงขึ้นในปี 2020 แทน ซึ่ง ESSO และ SPRC จะได้ประโยชน์ตามลำดับ

**อะไรคือ IMO2020?**

หมายถึงข้อบังคับใหม่จาก IMO ที่จะมีผลบังคับใช้วันที่ 1 มกราคม 2020 เกี่ยวกับการให้น้ำมันเชื้อเพลิงหรือน้ำมันเตาที่มีสารกำมะถันในน้ำมันเชื้อเพลิงน้อยกว่า 0.5% สำหรับการเดินเรือทั่วโลกนั้นจะทำให้ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงที่ระบุนั้นจะเพิ่มขึ้น 60 ล้านเหรียญสหรัฐต่อปีนับจากปี 2020

เป็นเหตุให้มีการพิจารณาหาทางเลือกเพื่อลดต้นทุนค่าน้ำมันเชื้อเพลิงดังกล่าวและแนวทางที่เป็นไปได้คือเปลี่ยนไปใช้น้ำมัน marine gas oil (MGO) ซึ่งหมายถึงน้ำมันเชื้อเพลิงที่มีสารกำมะถันในน้ำมันเชื้อเพลิงน้อยกว่า 0.5% หรือติดตั้งระบบบำบัดอากาศเสีย (scrubbers) และเป็นเหตุให้จีนน่าจะเป็นตัวเลือกที่ดีที่จะใช้เป็นจุดรับน้ำมันของเรือในหลายบริษัทเพราะจีนเป็นผู้ให้บริการซัพพลาย MGO รายใหญ่ในขณะนี้ ซึ่งคงปรารถนาต้องเสียลูกค้าและต้องเร่งพัฒนาการให้บริการซัพพลาย MGO ให้มีความพร้อมให้ทันในต้นปี 2020 ทั้งหมดเป็นการคาดการณ์ของ Wood Mackenzie ซึ่งเป็นผู้ให้บริการข้อมูลเชิงลึกด้านพลังงาน

**Platts vs. Forward Curve**

S&P Global Platts ประมาณค่าเฉลี่ยระหว่าง clean-dirty spread หรือส่วนต่างของน้ำมันเชื้อเพลิงระหว่างที่มีสารกำมะถันในน้ำมันเชื้อเพลิงสูงและน้อยกว่า 0.5% ในปี 2020-2021 ไว้ที่ 600 ดอลลาร์ต่อเมตริกตัน ในขณะที่ Forward Curve ของสเปรดดังกล่าวแตะจุดสูงสุดที่สุด คือ 400 ดอลลาร์ต่อเมตริกตัน ดังรูปที่ 1 ซึ่งเราให้ Scenario 1 ในการ Simulation สถานการณ์ดังกล่าว

คำถามคือหากคาดการณ์ของ Platts ไม่ได้เกิดขึ้นจริง ซึ่งหากพิจารณาจาก Forward Curve ก็มีโอกาเป็นเช่นนั้น โดยที่ราคาดีเซลซึ่งเป็นตัวแทนของสเปรดดังกล่าว เนื่องจากคาดว่าจะถูกนำมาใช้เป็นส่วนผสมหลักของน้ำมันเชื้อเพลิงหรือน้ำมันเตาที่มีสารกำมะถันในน้ำมันเชื้อเพลิงน้อยกว่า 0.5% อาจจะได้ดีดตัวขึ้นสูงอย่างที่คาดไว้ ดังรูปที่ 2 เนื่องจาก Supply ก็ะขึ้นตามอุปสงค์ที่คาดว่าจะสูงขึ้น โดย Jet และ Gasoline อาจจะเป็น Middle Distillates ที่มีราคาสูงขึ้นแทน ซึ่งเราให้ Scenario 2 และ 3 ในการ Simulation สถานการณ์ดังกล่าว

อย่างไรก็ดี เรายังเชื่อว่า Platts ประมาณการณ์สเปรดระหว่าง HSFO และ Dubai ได้ใกล้เคียงกับสิ่งที่เกิดขึ้นในปี 2020 ที่จะลดลงประมาณ 40 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล เนื่องจากการใช้ HSFO จะลดลงในปี 2020 ถึงราว 3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ดังรูปที่ 3

**ใครได้ประโยชน์จาก IMO2020**

- Scenario 1: ในกรณีที่ราคาดีเซลขึ้นมาราว 40 ดอลลาร์ เทียบกับ Dubai ปรากฏว่า TOP ที่เราคาดว่าสามารถใช้ประโยชน์ CFP ได้ในบางส่วนแล้ว จะได้ประโยชน์สุทธิจาก IMO 2020 ประมาณ 187%
- Scenario 2: ในกรณีที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานของ Platts โดยราคา JET ขึ้นมาราว 40 ดอลลาร์ เทียบกับ Dubai แทนที่จะเป็นดีเซล ปรากฏว่า ESSO จะได้ประโยชน์สุทธิจาก IMO 2020 ประมาณ 100%
- Scenario 3: ในกรณีที่ไม่เป็นไปตามสมมติฐานของ Platts โดยราคา Gasoline ขึ้นมาราว 40 ดอลลาร์ เทียบกับ Dubai แทนที่จะเป็นดีเซล ปรากฏว่า SPRC จะได้ประโยชน์สุทธิจาก IMO 2020 ประมาณ 92%

Figure 1 ค่าเฉลี่ยระหว่าง clean-dirty spread หรือส่วนต่างของน้ำมันเชื้อเพลิงระหว่างที่มีสารกำมะถัน  
ในน้ำมันเชื้อเพลิงสูงและที่น้อยกว่า 0.5%

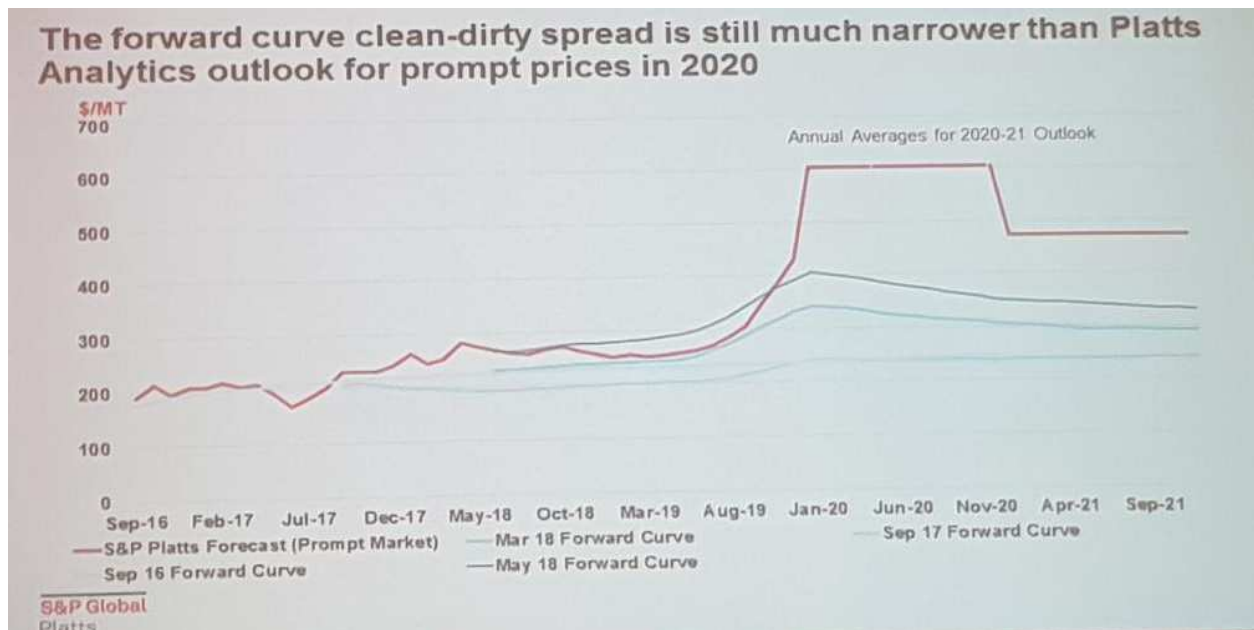


Figure 2 ราคาดีเซลและ Gasoline เทียบกับราคาน้ำมันดิบ ก่อนและหลังปี 2020

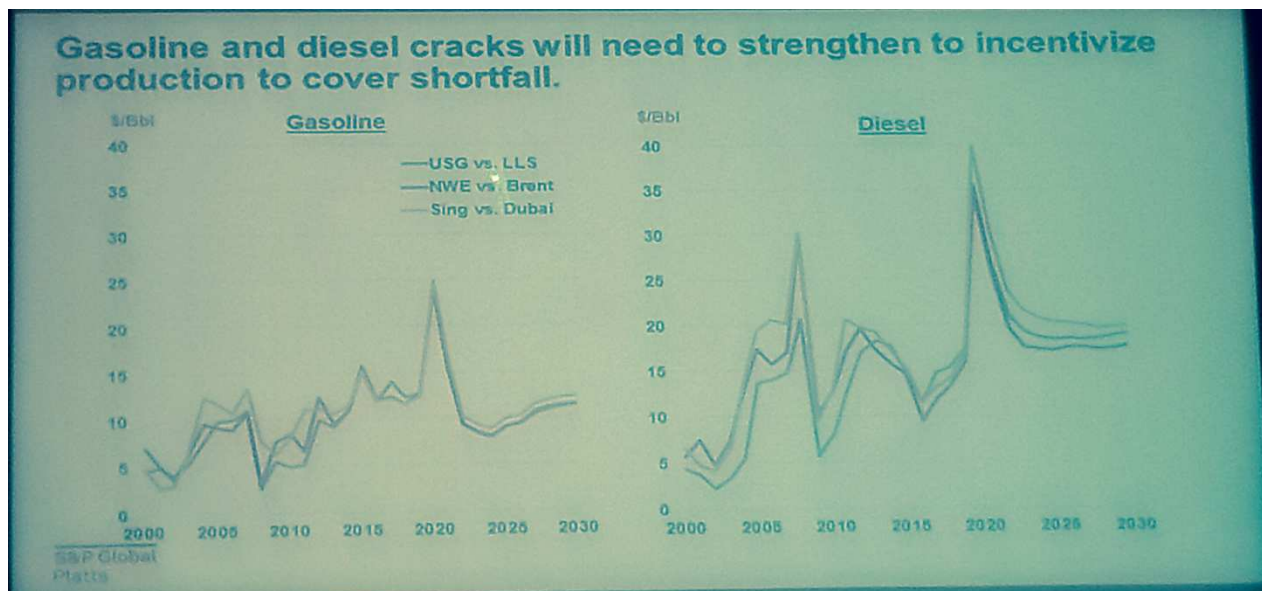
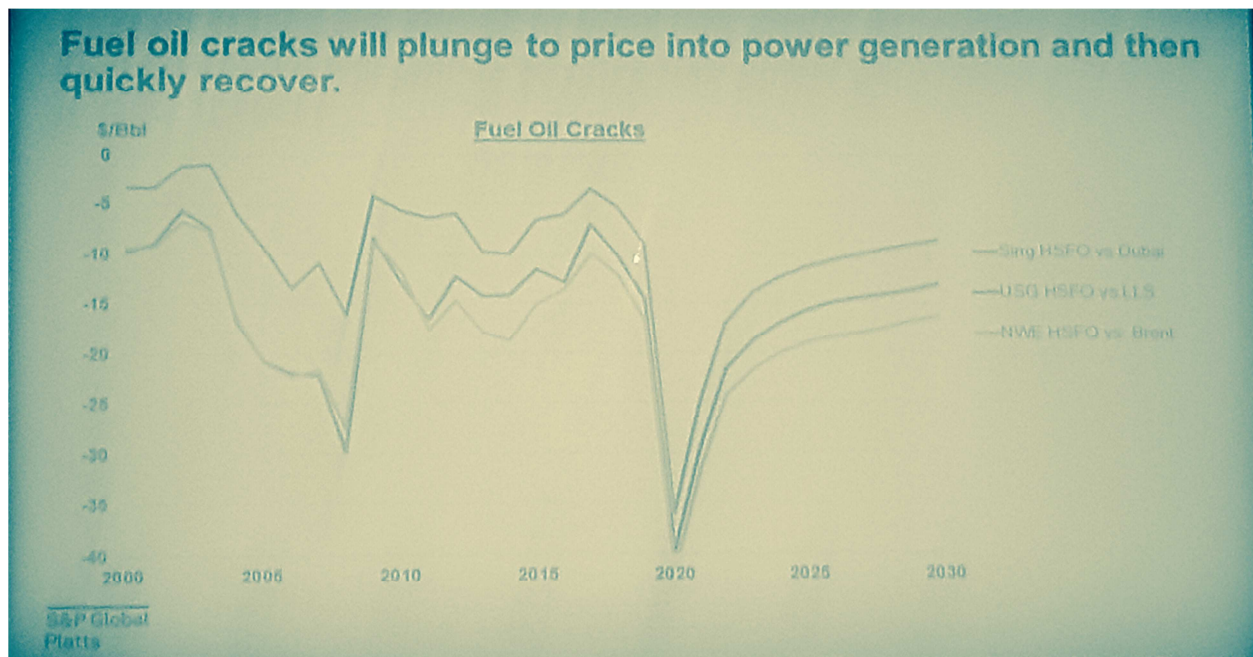


Figure 3 ราคาน้ำมันเตากำมะถันสูง เทียบกับราคาน้ำมันดิบ ก่อนและหลังปี 2020



## TOP wins in Scenario 1

| Type     | BCP | % Change | Overall Impact | IRPC | % Change | Overall Impact | PTTGC | % Change | Overall Impact | TOP (CFP) | % Change | Overall Impact | ESSO | % Change | Overall Impact | SPRC | % Change | Overall Impact |
|----------|-----|----------|----------------|------|----------|----------------|-------|----------|----------------|-----------|----------|----------------|------|----------|----------------|------|----------|----------------|
| Fuel Oil | 12% | -450%    | -54.00%        | 4%   | -450%    | -18.00%        | 15%   | -450%    | -67.5%         | 0%        | -450%    | 0.00%          | 7%   | -450%    | 31.50%         | 10%  | -450%    | 45.00%         |
| Diesel   | 53% | 250%     | 132.50%        | 48%  | 250%     | 120.00%        | 53%   | 250%     | 132.5%         | 50%       | 250%     | 125.00%        | 8%   | 250%     | 20.00%         | 36%  | 250%     | 90.00%         |
| Jet      | 12% | 150%     | 18.00%         | 12%  | 150%     | 18.00%         | 13%   | 150%     | 19.50%         | 12%       | 150%     | 18.00%         | 38%  | 150%     | 57.00%         | 8%   | 150%     | 12.00%         |
| ULG      | 17% | 116%     | 19.72%         | 0%   | 116%     | 0.00%          | 0%    | 116%     | 0.00%          | 38%       | 116%     | 44.08%         | 19%  | 116%     | 22.04%         | 25%  | 116%     | 29.00%         |
|          |     |          | 116%           |      |          | 120%           |       |          | 85%            |           |          | 187%           |      |          | 68%            |      |          | 86%            |

Source:Company and Trinity Research

## ESSO wins in Scenario 2

| Type     | BCP | % Change | Overall Impact | IRPC | % Change | Overall Impact | PTTGC | % Change | Overall Impact | TOP (CFP) | % Change | Overall Impact | ESSO | % Change | Overall Impact | SPRC | % Change | Overall Impact |
|----------|-----|----------|----------------|------|----------|----------------|-------|----------|----------------|-----------|----------|----------------|------|----------|----------------|------|----------|----------------|
| Fuel Oil | 12% | -450%    | -54.00%        | 4%   | -450%    | -18.00%        | 15%   | -450%    | -67.50%        | 13%       | -450%    | -58.50%        | 7%   | -450%    | 31.50%         | 10%  | -450%    | 45.00%         |
| Diesel   | 53% | 170%     | 90.10%         | 48%  | 170%     | 81.60%         | 53%   | 170%     | 90.10%         | 34%       | 170%     | 57.80%         | 8%   | 170%     | 13.60%         | 36%  | 170%     | 61.20%         |
| Jet      | 12% | 250%     | 30.00%         | 12%  | 250%     | 30.00%         | 13%   | 250%     | 32.50%         | 23%       | 250%     | 57.50%         | 38%  | 250%     | 95.00%         | 8%   | 250%     | 20.00%         |
| ULG      | 17% | 116%     | 19.72%         | 0%   | 116%     | 0.00%          | 0%    | 116%     | 0.00%          | 26%       | 116%     | 30.16%         | 19%  | 116%     | 22.04%         | 25%  | 116%     | 29.00%         |
|          |     |          | 86%            |      |          | 94%            |       |          | 55%            |           |          | 87%            |      |          | 99%            |      |          | 65%            |

Source:Company and Trinity Research

## SPRC wins in Scenario 3

| Type     | BCP | % Change | Overall Impact | IRPC | % Change | Overall Impact | PTTGC | % Change | Overall Impact | TOP (CFP) | % Change | Overall Impact | ESSO | % Change | Overall Impact | SPRC | % Change | Overall Impact |
|----------|-----|----------|----------------|------|----------|----------------|-------|----------|----------------|-----------|----------|----------------|------|----------|----------------|------|----------|----------------|
| Fuel Oil | 12% | -550%    | -66.00%        | 4%   | -550%    | -22.00%        | 15%   | -550%    | -82.50%        | 13%       | -550%    | -71.50%        | 7%   | -550%    | -38.50%        | 10%  | -550%    | -55.00%        |
| Diesel   | 53% | 200%     | 106.00%        | 48%  | 200%     | 96.00%         | 53%   | 200%     | 106.00%        | 34%       | 200%     | 68.00%         | 8%   | 200%     | 16.00%         | 36%  | 200%     | 72.00%         |
| Jet      | 12% | 0%       | 0.00%          | 12%  | 0%       | 0.00%          | 13%   | 0%       | 0.00%          | 23%       | 0%       | 0.00%          | 38%  | 0%       | 0.00%          | 8%   | 0%       | 0.00%          |
| ULG      | 17% | 300%     | 51.00%         | 0%   | 300%     | 0.00%          | 0%    | 300%     | 0.00%          | 26%       | 300%     | 78.00%         | 19%  | 300%     | 57.00%         | 25%  | 300%     | 75.00%         |
|          |     |          | 91%            |      |          | 74%            |       |          | 24%            |           |          | 75%            |      |          | 35%            |      |          | 92%            |

Source:Company and Trinity Research

บริษัทหลักทรัพย์ ทรีนีตี้ จำกัด, 179 อาคารบางกอก ซิตี้ ทาวเวอร์ ชั้น 25-26, 29 ถนนสาทรใต้ เขตสาทร กรุงเทพฯ 10120 โทรศัพท์ 0-2088-9100 โทรสาร 0-2088-9399

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรีนีตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่าง ๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

## Corporate Governance Report Rating

| ช่วงคะแนน<br>Score | สัญลักษณ์<br>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 และมิได้มีการใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน 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 และมิได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน

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