

2 มิถุนายน 2565

Oil Outlook: 2H22 รัสเซีย-ยูเครนลากยาว Supply น้ำมันตึงตัว แต่ Demand เพิ่มขึ้น

หมวด

พลังงานและสาธารณูปโภค



Key Investment Highlight

- 1) Supply น้ำมันจะตึงตัวจากการแบนการนำเข้าน้ำมันรัสเซียจากกลุ่มประเทศยุโรป
- 2) การเพิ่มกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC เริ่มมีข้อจำกัด ด้วย Spare Capacity ที่เริ่มอยู่ในระดับต่ำ
- 3) Shale Oil เพิ่ม Output ได้ยาก เพราะขาดการลงทุนอย่างต่อเนื่อง
- 4) Demand หนุนเข้าสู่ Driving Season และการเปิดเมือง Shanghai ประเทศจีนหลัง lockdown กว่า 2 เดือน
- 5) ราคาราคาน้ำมันใน 2H22 มีโอกาสที่จะไปถึง USD130-140/bbl ด้วย Supply ที่ยังตึงตัว ในขณะที่ Demand เพิ่มขึ้น
- 6) PTTEP ได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันขาขึ้น และหุ้นกลุ่มโรงกลั่น (BCP, ESSO, SPRC และ TOP) ได้ประโยชน์จาก GRM ที่เพิ่มขึ้น เพราะยุโรปต้องนำเข้าน้ำมันสำเร็จรูปมากขึ้น และเข้าสู่ Driving Season

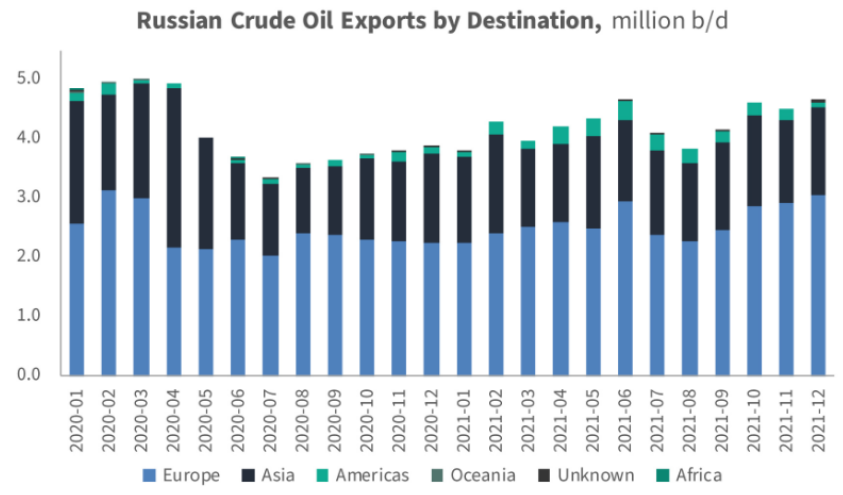
■ Tight Supply

1. รัสเซีย-ยูเครน ยังยึดเยื้อ / ยุโรปแบนน้ำมันจากรัสเซีย

เรายังประเมินสงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครนยังคงยืดเยื้อ โดยทางยูเครนเองยังคงได้รับการสนับสนุน ยุทธโศภกรณ์ จากยุโรปและสหรัฐฯ ในการตอบโต้กับทางรัสเซีย ซึ่งเรามองภาพแล้วสงครามที่เกิดขึ้นนี้เป็นเหมือนครั้งสงครามเย็นที่เกิดขึ้นเมื่อสมัยครั้งโซเวียต คือนี่ไม่ใช่สงครามระหว่างรัสเซียและยูเครน แต่เป็นการทำสงครามระหว่างกลุ่มชาติตะวันตก (สหรัฐฯ และ กลุ่มประเทศยุโรป) กับ รัสเซียและจีน ซึ่งทางรัสเซียเองได้เปรียบจากที่มีจีนเป็นผู้สนับสนุน และจีนถือว่าเป็นประเทศมหาอำนาจเกิดใหม่ที่จะมาทดแทนกับสหรัฐฯ ได้อย่างสมน้ำสมเนื้อ ทางสหรัฐฯ เองก็ไม่อยากให้จีนขึ้นมาเป็นมหาอำนาจเกินกว่าตัวเอง ดังนั้นแล้วสงครามในครั้งนี้เราจึงมองว่ามีโอกาสจะยืดเยื้อไปจนถึงปลายปีก็เป็นได้ และล่าสุดทางยุโรปได้มีการออกมาแบนการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซียทางเรือถึง 2 ใน 3 ซึ่งคิดเป็นปริมาณที่สูงถึง 1.5-2.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน หรือ 1-2% ของปริมาณการผลิตน้ำมันทั่วโลก และภายในสิ้นปี 2022 จะหยุดการนำเข้าให้ได้ 90%



Figure 1: Russian exports 2.5-3 million b/d of oil to Europe



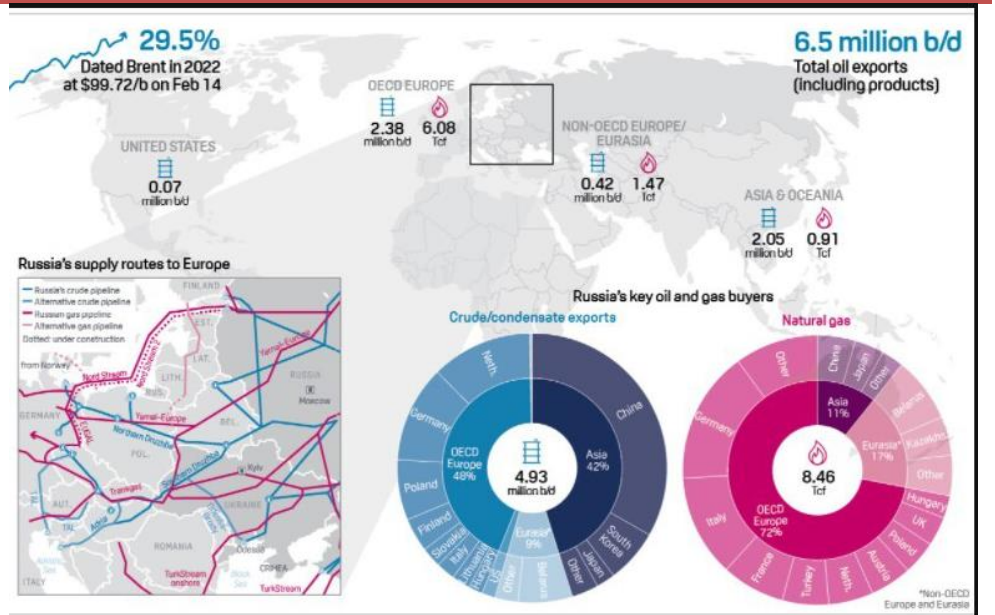
Source: <https://www.csis.org/analysis/oil-market-cannot-afford-lose-russian-supplies>

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

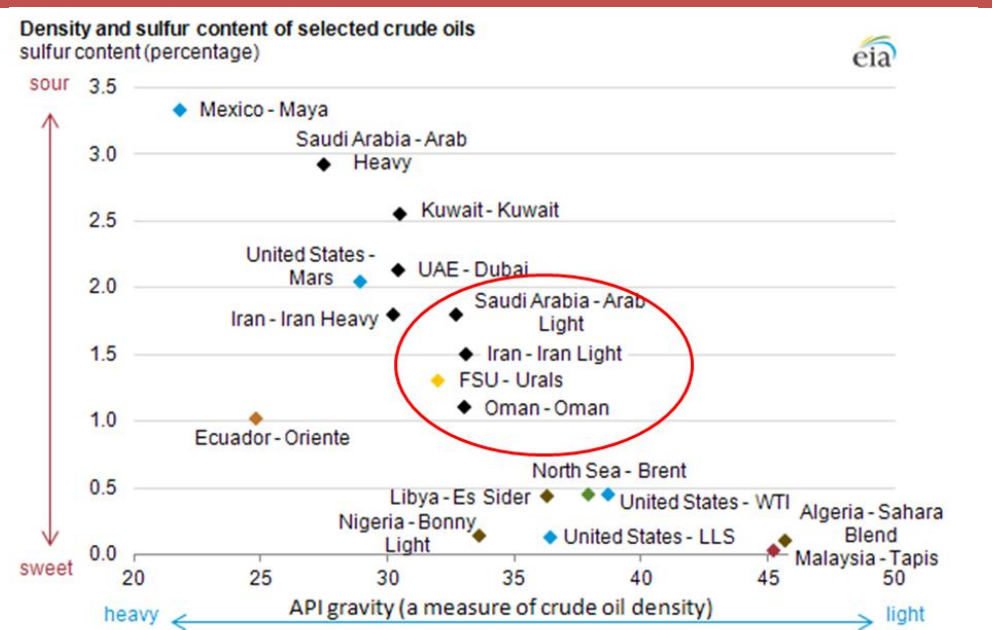
เมื่อยุโรปลดการนำเข้าน้ำมันจากรัสเซียแล้ว จำเป็นต้องไปหาแหล่งน้ำมันจากประเทศอื่นๆ มาทดแทน หรืออาจจะต้องนำเข้าน้ำมันสำเร็จรูปเข้ามาแทน และลักษณะทางกายภาพของน้ำมันรัสเซียเองก็ค่อนข้างคล้ายกับน้ำมันในกลุ่มของ ซาอุดี , UAE และอิหร่าน โดย อิหร่านเองยังโดนเรื่องมาตรการคว่ำบาตรไม่ให้ส่งออกน้ำมัน ในขณะที่ ซาอุดี กับ UAE ก็เหลือ Spare Capacity ที่น้อยรวมกันอยู่เพียง 2 ล้านบาร์เรลต่อวันเท่านั้น (Fig 5-6)

Figure 2: China is major of Russia oil export



Source: S&P Global Platts

Figure 3: Russia Crude Oil Assay

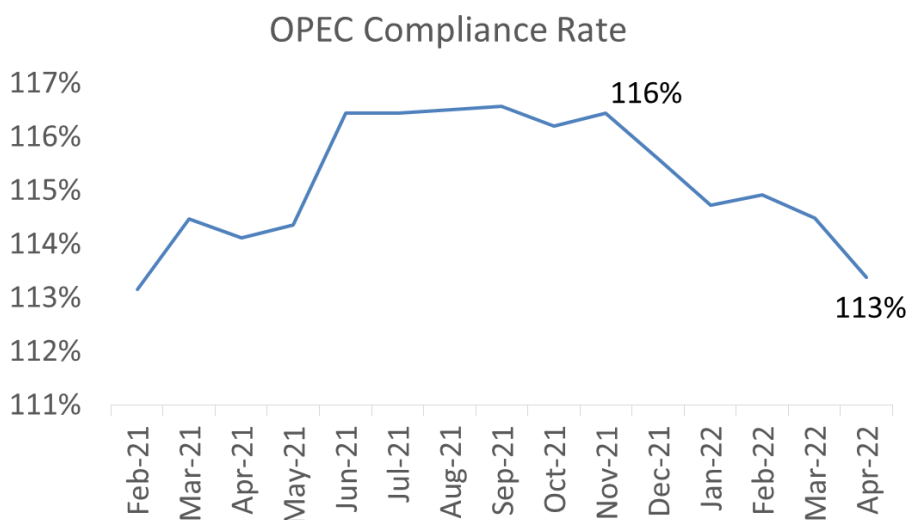


Source: EIA

2. OPEC, Saudi supply ค่อนข้างจำกัด

ปัจจุบันการผลิตน้ำมันของกลุ่ม OPEC ในเดือน เม.ย. นั้นอยู่ราว 28 ล้านบาร์เรลต่อวัน ซึ่งเกินกว่าที่ OPEC ตกลงไว้ โดยมี Compliance อยู่ที่ 113% แต่เป็น อัตราของ Compliance Rate ที่ลดลง (Fig 4) ซึ่งบ่งบอกว่ากลุ่ม OPEC จะเริ่มจะประสบปัญหาในการเพิ่มกำลังการผลิตแล้ว เมื่อเราลงลึกไปดูถึง Production และ Capacity ของประเทศหลักๆ ในกลุ่ม OPEC คือ ซาอุดี, UAE และ คูเวต พบว่า Spare capacity นั้นเหลืออยู่ค่อนข้างน้อย เพียง 5 แสน ถึง 1 ล้านบาร์เรลต่อวันเท่านั้น ดังนั้นแล้ว

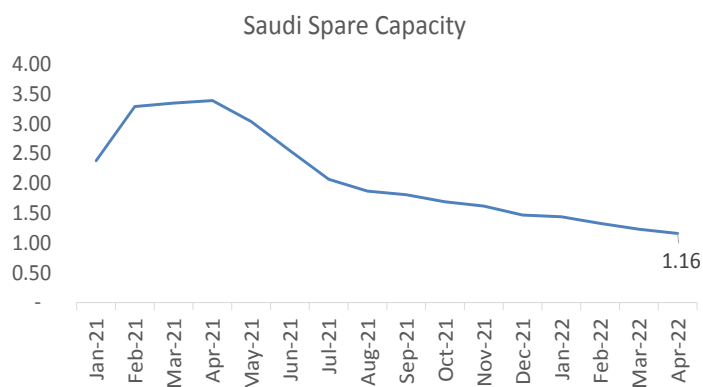
Figure 4: OPEC Compliance Rate Declining



Source: Bloomberg

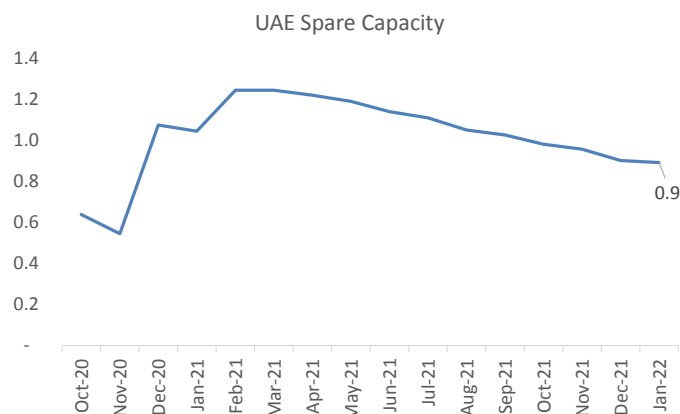
ปริมาณ Spare Capacity ของ ซาอุดีลดลงอย่างต่อเนื่อง จากระดับ 3 ล้านบาร์เรลต่อวันมาเป็น 1.2 ล้านบาร์เรลต่อวัน และ UAE ลดลงเหลือ 0.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน ดังนั้นแล้ว อาจจะเป็นไปได้ยากที่กลุ่ม OPEC จะสามารถชดเชยส่วนน้ำมันที่กลุ่มยุโรปแบนน้ำมันของรัสเซีย

Figure 5: Saudi Spare Capacity is declining



Source: Bloomberg

Figure 6: UAE Spare Capacity is declining

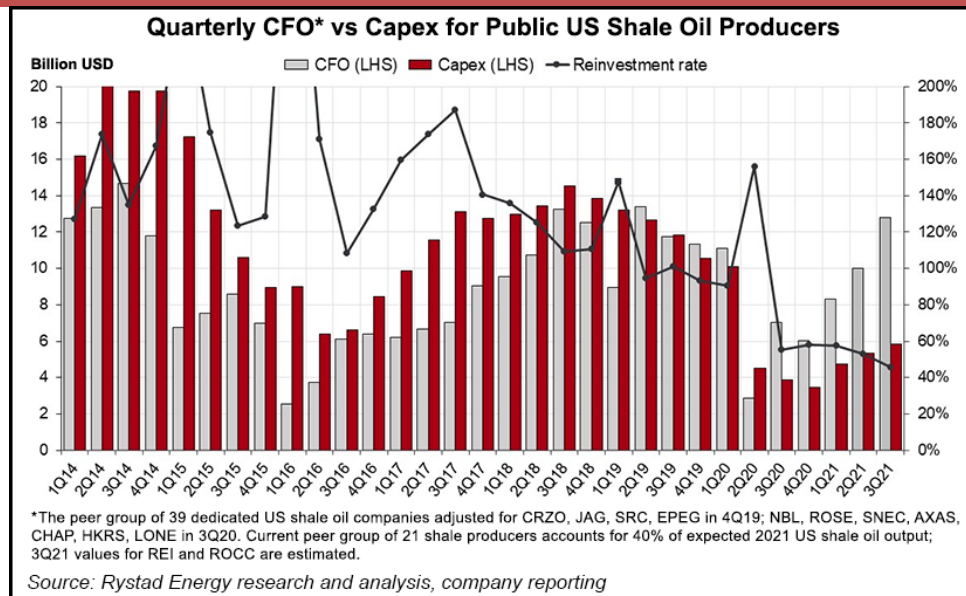


Source: Bloomberg

3. Shale Oil เพิ่ม Output ได้ยาก เพราะขาดการลงทุน

ในส่วนของ Supply น้ำมันจากสหรัฐฯ เองเราก็ยังมองว่าอยู่ในระดับที่จำกัดเช่น กันถึงแม้ราคา น้ำมันที่อยู่สูงถึง USD120/bbl ซึ่งสูงกว่า cash cost ของ Shale Oil ที่ USD40-50/bbl ในผลิตแล้ว ก็ตาม แต่ด้วยที่ บริษัท Shale Oil ขาดการลงทุนในช่วงที่ผ่านมา ทำให้การเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมัน ทันทีนั้นเป็นไปได้ยาก ประกอบกับผู้ถือหุ้นในบริษัท Shale Oil ยังคงต้องการปันผลมากกว่าต้องการ ให้บริษัทนำเงินไปลงทุน จะได้เห็นได้จาก Reinvestment rate เหลือเพียง 40% เมื่อเทียบกับระดับ 140-160% ในช่วงปี 2018

Figure 7: Shale Oil Companies are cautious to invest



Source: Rystad Energy

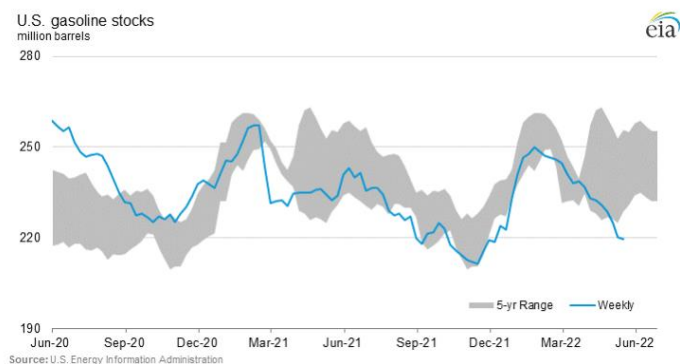
Pull Demand

1. Driving Season

ในสหรัฐฯ เริ่มเข้าสู่ช่วง Driving Season ตั้งแต่ มิ.ย. จนถึงต้น ก.ย. เพราะเริ่มเข้าสู่ฤดูร้อน อากาศอบอุ่น และเดือน ก.ค. ปิดภาคเรียนฤดูร้อน ส่งผลให้มีการท่องเที่ยวในประเทศเพิ่มมากขึ้น โดยจะเป็นช่วงที่มีความต้องการน้ำมันเบนซินซึ่งเป็นน้ำมันหลักในการเดินทางเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ Stock น้ำมันทั้งเบนซินและดีเซลก็อยู่ในระดับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี

Figure 8: Gasoline stocks are lower than 5-yr range

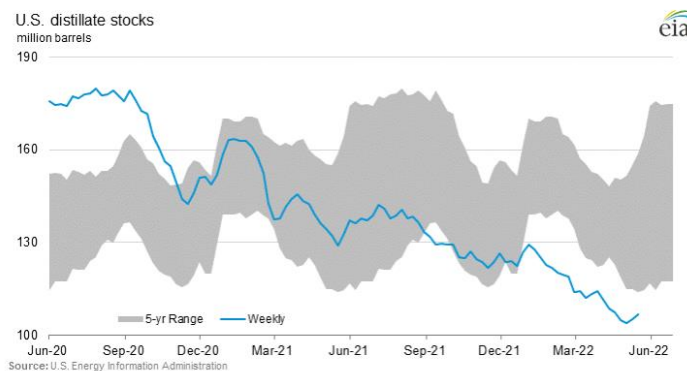
Gasoline stocks (million barrels) and days of supply



Source: EIA

Figure 9: Distillate stocks are lower than 5-yr range

Distillate stocks (million barrels) and days of supply



Source: EIA

Seasonal ของราคาน้ำมันในช่วงเดือน มิ.ย. และ เดือน ส.ค. ให้ผลตอบแทนเฉลี่ย 10 ปี เป็นบวก ด้วยจำนวนปีที่เป็นบวกสูงถึง 70% (7 ปี จาก 10 ปี) ซึ่งสอดคล้องกับช่วง Driving Season ในสหรัฐฯ ดังนั้นแล้วในระยะสั้น 2-3 เดือน มีโอกาสที่น้ำมันจะยังปรับขึ้นได้

Figure 10: Oil Price seasonal

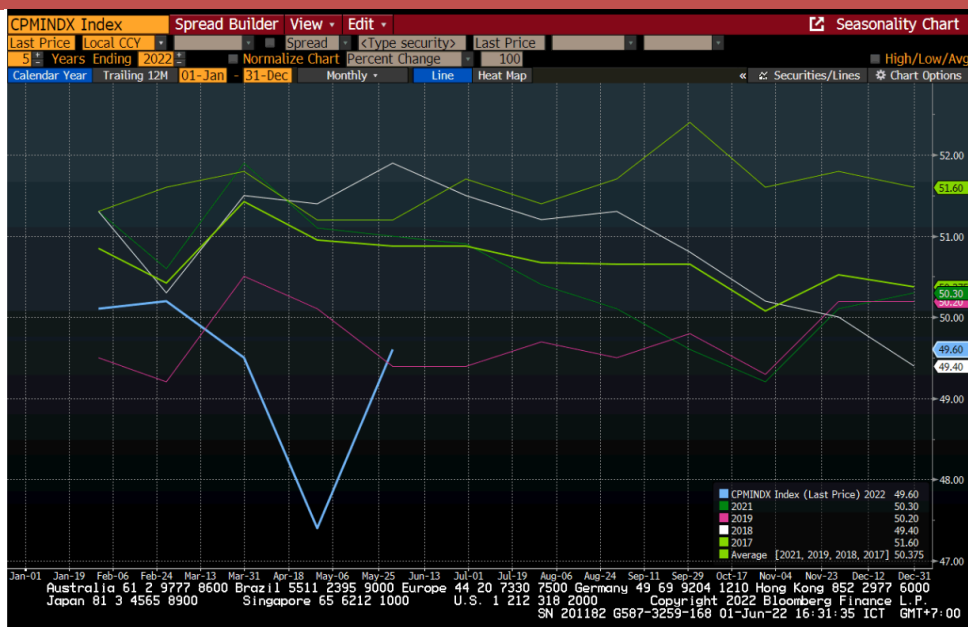
EUCRBDR Index		Spread Builder		View		Edit		Seasonality Chart											
Last Price	Local CCY	barrel	Spread	Type security		Last Price													
10	Years	Ending	2022	Percent Change	Net Change														
Calendar Year	Trailing 12M	01-Jan	31-Dec	Monthly	Line	Heat Map													
		Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec						
10 Yr Avg		-0.40	4.92	-6.58	6.10	3.50	1.63	-1.89	2.39	-1.14	-2.08	-2.19	.08						
2022		17.40	10.87	5.72	-.02	12.60													
2021		7.19	17.48	-3.15	6.62	3.30	9.30	.35	-5.49	10.57	6.55	-16.89	11.05						
2020		-15.20	-11.21	-57.08	10.40	54.57	11.63	4.70	3.68	-7.73	-9.91	27.86	8.46						
2019		14.55	8.02	2.62	6.42	-12.42	2.39	-.47	-7.68	1.09	-.49	3.00	8.30						
2018		3.01	-6.35	7.26	8.30	3.01	1.90	-7.03	5.59	7.51	-10.96	-20.88	-9.02						
2017		-1.32	1.62	-5.13	-3.48	-1.57	-3.69	8.16	-.46	7.87	7.79	3.03	6.43						
2016		-7.13	8.24	7.75	19.72	4.21	-.24	-15.30	12.59	3.31	-2.13	6.79	11.13						
2015		-8.95	21.75	-13.70	21.59	-1.49	-3.96	-17.59	1.40	-8.10	1.05	-10.08	-16.50						
2014		-3.27	1.96	-2.13	1.56	1.85	1.29	-7.30	-2.55	-7.99	-8.98	-18.64	-19.18						
2013		4.11	-4.19	-2.15	-6.83	-1.75	2.13	6.36	6.91	-5.98	-.30	1.55	-.22						
2012		2.96	11.85	-.07	-3.34	-14.70	-4.98	9.22	8.99	-1.91	-3.39	2.38	-.07						

Source: Bloomberg

2. Shanghai Reopening

สำนักข่าวเอพี (AP) รายงานว่า ทางการเซี่ยงไฮ้เตรียมกลับมาเปิดเมืองอีกครั้งในวันพุธ (1 มิ.ย.) หลังจากที่บังคับใช้มาตรการล็อกดาวน์เพื่อควบคุมการระบาดของโรคโควิด-19 มาเป็นเวลา 2 เดือน โดยห้างสรรพสินค้า ซูเปอร์มาร์เก็ต ร้านอาหารและร้านขายยา จะอนุญาตให้เปิดได้โดยมีผู้เข้าใช้บริการไม่เกิน 75% ของจำนวนสูงสุดที่ให้บริการได้ ส่วนของโรงเรียนจะเปิดเรียนบางส่วนขึ้นอยู่กับความสมัครใจของนักเรียน โดยส่วนที่ยังไม่เปิดให้บริการคือโรงพยาบาล คาราโอเกะ และยิม ซึ่งการเปิดเมืองเซี่ยงไฮ้จะทำให้ความต้องการน้ำมันในประเทศจีนเพิ่มขึ้น รายงานของสำนักงานสถิติแห่งชาติจีน (NBS) ซึ่งระบุว่า ดัชนี PMI ภาคการผลิตเดือนพ.ค.อยู่ที่ 49.6 ซึ่งแม้ว่าเพิ่มขึ้นจากระดับ 47.4 ในเดือนเม.ย. แต่ดัชนีที่ต่ำกว่า 50 บ่งชี้ว่าภาคการผลิตอยู่ในภาวะหดตัวซึ่งมาจากผลกระทบมาตรการล็อกดาวน์ แต่แนวโน้มเดือน มิ.ย. น่าจะปรับเพิ่มขึ้นมาสูงกว่า 50 ได้หลังกลับมาเปิดเมืองอีกครั้ง

Figure 11: China PMI recovery in May



Source: Bloomberg

In Summary

เราประเมินว่าราคาน้ำมันมีโอกาสที่จะไปที่ระดับ USD130-140/bbl จาก Supply ที่ยังคงรัดตัวจากการแบนการนำเข้าน้ำมันรัสเซียจากกลุ่มประเทศยุโรป ในขณะที่ Demand ยังคงเพิ่มมากขึ้นเข้าสู่ ช่วง Driving Season และการเปิดเมือง Shanghai หลังจากมีการ lockdown ไปกว่า 2 เดือน และประเมินว่าราคาน้ำมันจะอยู่ที่ระดับไม่ต่ำกว่า USD100/bbl ด้วยสถานการณ์ รัสเซียและยูเครนจะยังคงยึดเยื้อไปจนถึงสิ้นปี 2022 เป็นอย่างเร็ว

PTTEP ได้รับประโยชน์โดยตรงจากน้ำมันที่เป็นขาขึ้น เรายังแนะนำ Trading Buy ราคาเป้าหมาย 152 บาท บนสมมติฐานราคาน้ำมันเฉลี่ย 80 บาท แต่มีแนวโน้มที่เราจะปรับประมาณการและราคาเป้าหมายขึ้นจากสถานการณ์น้ำมันที่จริงตัวมากกว่าคาด ทั้งนี้เราได้จัดทำ Sensitivity Analysis บนช่วงของราคาน้ำมันต่าง

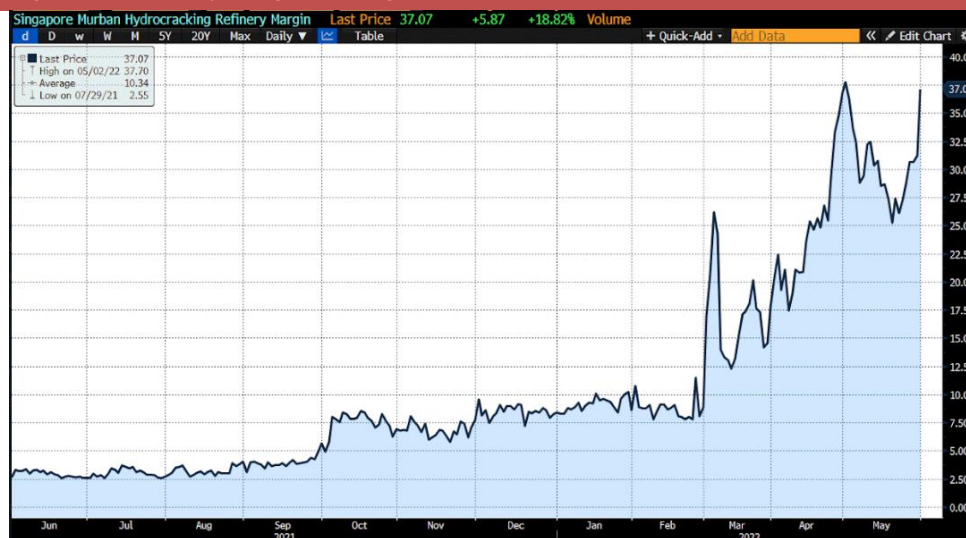
Figure 12: Sensitivity Analysis on Oil Price to PTTEP

Year 2022E	Brent Oil Price (\$/bbl)			
	80.0	100.0	120.0	140.0
EBITDA (Mil Bt)	190,148	219,174	248,200	277,226
Net Profit (Mil Bt)	66,375	85,543	104,711	123,879
Target Price (Bt)	152	174	197	220

Source: Trinity Research

หุ้นกลุ่มโรงกลั่นน่าจะได้ประโยชน์จากค่าการกลั่นที่จะเพิ่มสูงขึ้น ซึ่งได้แก่ BCP (TP: 36.00), ESSO (Consensus:10.77), SPRC(Consensus:12.66) และ TOP (TP:72.00) จากยุโรปที่จะนำเข้าน้ำมันสำเร็จรูปมากขึ้น ซึ่งปัจจุบันค่าการกลั่นขึ้นสูงกว่า USD30/bbl

Figure 13: Refinery Margin Still High of USD30-35/bbl



Source: Bloomberg

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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ 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

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

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้ แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ทรินิตี้ จำกัด ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการต่างๆ ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้แนะหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน