

11 กรกฎาคม 2561

GRM Bottom Out !

หมวดพลังงานและสาธารณูปโภค



● ค่าการกลั่นกลับตัว

เราคาดว่าค่าการกลั่น GRM นั้นจะ Bottom Out ไปแล้ว หลังจากที่ค่าการกลั่นมีการปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ช่วง มี.ค. เป็นต้นมา โดยปรับตัวลดลงจากจุดสูงที่ประมาณ 8 \$/bbl ปรับตัวลดลงมาต่ำสุดที่ประมาณ 4 \$/bbl หรือปรับลดกว่า 50% โดยสาเหตุหลักที่เราเชื่อว่าค่าการกลั่นจะเริ่มกลับตัวเพราะ Supply จากโรงกลั่นจะเริ่มหายไปในช่วงของ ก.ค. นี้ ถ้าไปดูใน Figure 1 เป็นกราฟที่แสดงให้เห็นถึงความสัมพันธ์ระหว่างของค่าการกลั่นและการปิดซ่อมบำรุงของโรงกลั่น (CDU Outage) ซึ่งโรงกลั่นจะมีการเปิดเผยข้อมูลการปิดซ่อมบำรุงและจำนวนที่ปริมาณการกลั่นที่จะหายไป จากกราฟจะเป็นได้ว่าช่วงตั้งแต่เดือน มี.ค. ที่ผ่านจำนวนการหยุดผลิตของโรงกลั่นลดลงจากระดับประมาณ 6 ล้านบาร์เรลต่อวัน เหลือต่ำกว่า 2 ล้านบาร์เรลต่อวัน แสดงถึงปริมาณอุปทานของน้ำมันสำเร็จรูปที่เพิ่มขึ้น แต่หลังจาก ก.ค. สถานการณ์จะแตกต่างจากช่วงที่ผ่านมา กล่าวคือปริมาณอุปทานของน้ำมันสำเร็จรูปจะลดลง เนื่องจากการปิดซ่อมบำรุงของโรงกลั่น และภาพดังกล่าวก็ยิ่งจะสอดคล้องกับ Figure 2 คืออัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่น ซึ่งปัจจุบันอยู่ในระดับ 96% ซึ่งที่ผ่านมาพออัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่นแตะระดับเกินกว่า 90% เป็นระยะเวลาหนึ่ง อัตราการใช้กำลังการผลิตจะเริ่มมีการปรับตัวลงเช่นกัน

● Valuation น่าสนใจ

ราคาหุ้นในช่วง 2 เดือนที่ผ่านมาได้มีการลงมาค่อนข้างรุนแรง ปรับตัวลดลงกว่า 30% ซึ่งอาจจะเป็นความกังวลของนักลงทุนในเรื่องของผลประกอบการในไตรมาส 2 ที่จะออกมาค่อนข้างแย่ ซึ่งถ้าไปดูค่าการกลั่นสิงคโปร์ ก็จะได้เห็นได้อย่างชัดเจนถึงค่าการกลั่นที่ปรับตัวลงหลุดระดับ 5\$/bbl และทำให้ค่าเฉลี่ยทั้งไตรมาสปรับตัวลดลงจากไตรมาสก่อน ประมาณ 0.50 \$/bbl ในขณะที่ต้นทุน Crude Premium ปรับตัวเพิ่มขึ้นเช่นกัน ดังนั้นแล้วไตรมาส 2 ผลประกอบการของกลุ่มโรงกลั่นคงจะออกมาไม่ดีอย่างแน่นอน แต่อย่างไรก็ดีด้วยระดับราคาที่ลงมาค่อนข้างลึกในหุ้นกลุ่มโรงกลั่น ทำให้ Valuation ของกลุ่มโรงกลั่นมีความน่าสนใจ โดยเราได้ลองทำการประเมินมูลค่าของกลุ่มโรงกลั่น (ไม่รวมปิโตรเคมี) ด้วย Replacement Value โดยปัจจุบันค่าก่อสร้างโรงกลั่นใหม่จะอยู่ราว 10,000-20,000 \$/bbl/day โดยประเมินมูลค่า Replacement Valuation ของ TOP ได้ที่ 78 บาท และ SPRC ได้ที่ 19 บาท สำหรับ BCP นั้น ราคาใกล้ 1 เท่า Book Value ของบริษัทที่ 32.72 บาท

ดังนั้นแล้วเราประเมินว่า ด้วย Replacement Valuation นั้นทั้ง 3 บริษัทน่าสนใจ Downside Risk ที่ต่ำ Dividend Yield ที่ยังคงน่าสนใจ เหมาะสำหรับผู้ลงทุนที่ต้องการลงทุนหุ้นในระยะยาว เพราะเชื่อว่าในอนาคตหุ้นกลุ่ม cyclical จะกลับมา Trade ที่ Valuation ปกติ

โดยสรุป

- 1) มองว่าค่าการกลั่นจะเริ่มฟื้นตัวในช่วงถัดไป
- 2) ราคาปัจจุบันของหุ้นโรงกลั่นมีการ Trade ต่ำกว่าหรือใกล้เคียง Replacement Value หรือ Book Value
- 3) ตลาดรับรู้เรื่องของผลประกอบการที่จะออกมาไม่ดีในช่วงไตรมาส 2
- 4) หุ้นกลุ่มโรงกลั่นมี Dividend ที่ยังน่าสนใจ
- 5) หุ้น Cyclical จะกลับมา Trade ที่ Valuation ปกติในอนาคต
- 6) เหมาะสำหรับนักลงทุนระยะยาวที่ต้องการหุ้นพื้นฐานดี

คำแนะนำ

TOP	BUY	Target Price 101 Baht	Downside (Replacement Value)	78 Baht
SPRC	BUY	Target Price 19.40 Baht	Downside (Replacement Value)	19 Baht
BCP	BUY	Target Price 61 Baht	Downside (Book Value)	32 Baht

Figure 1 ค่าการกลั่นและการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่น

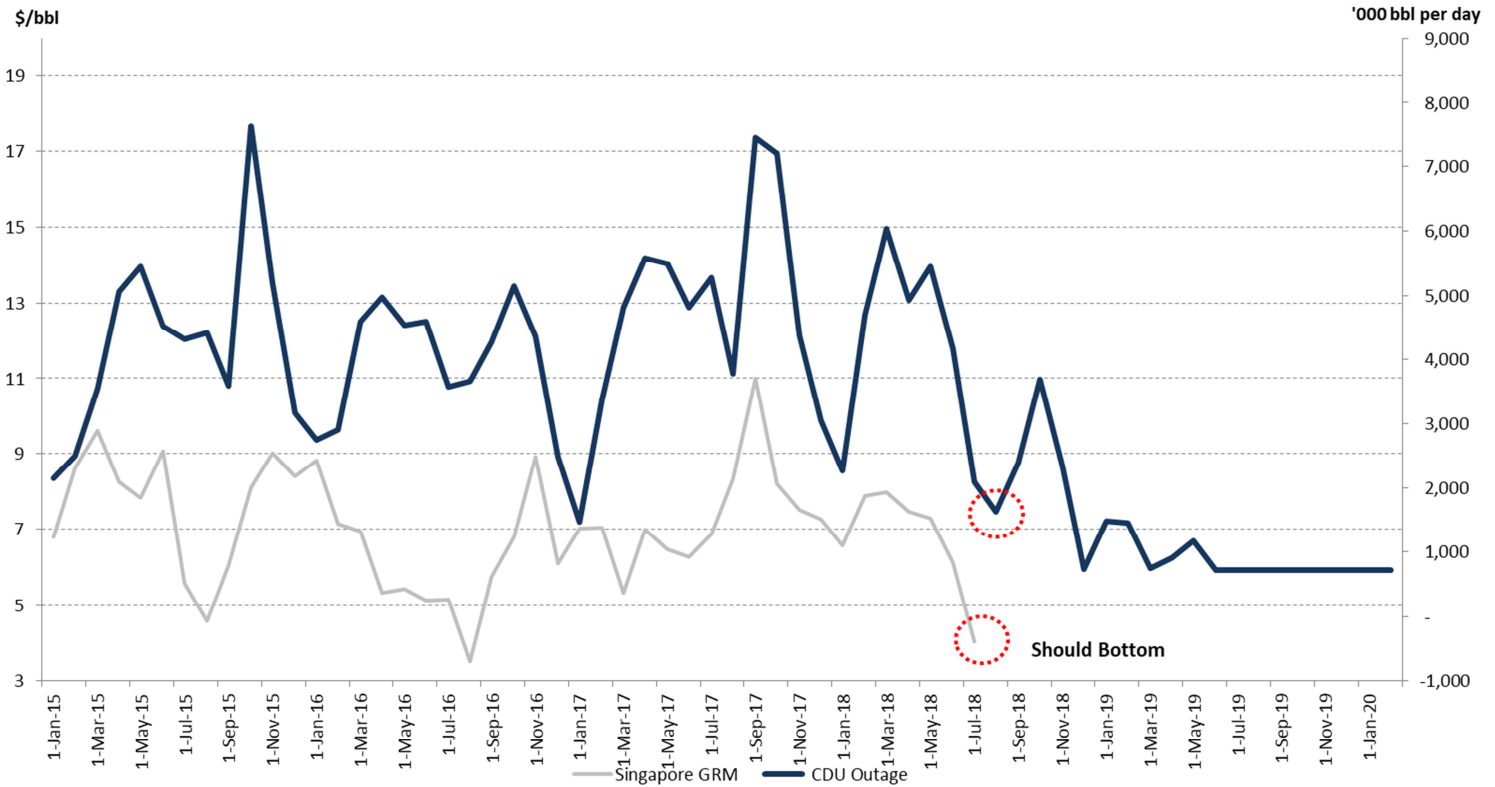
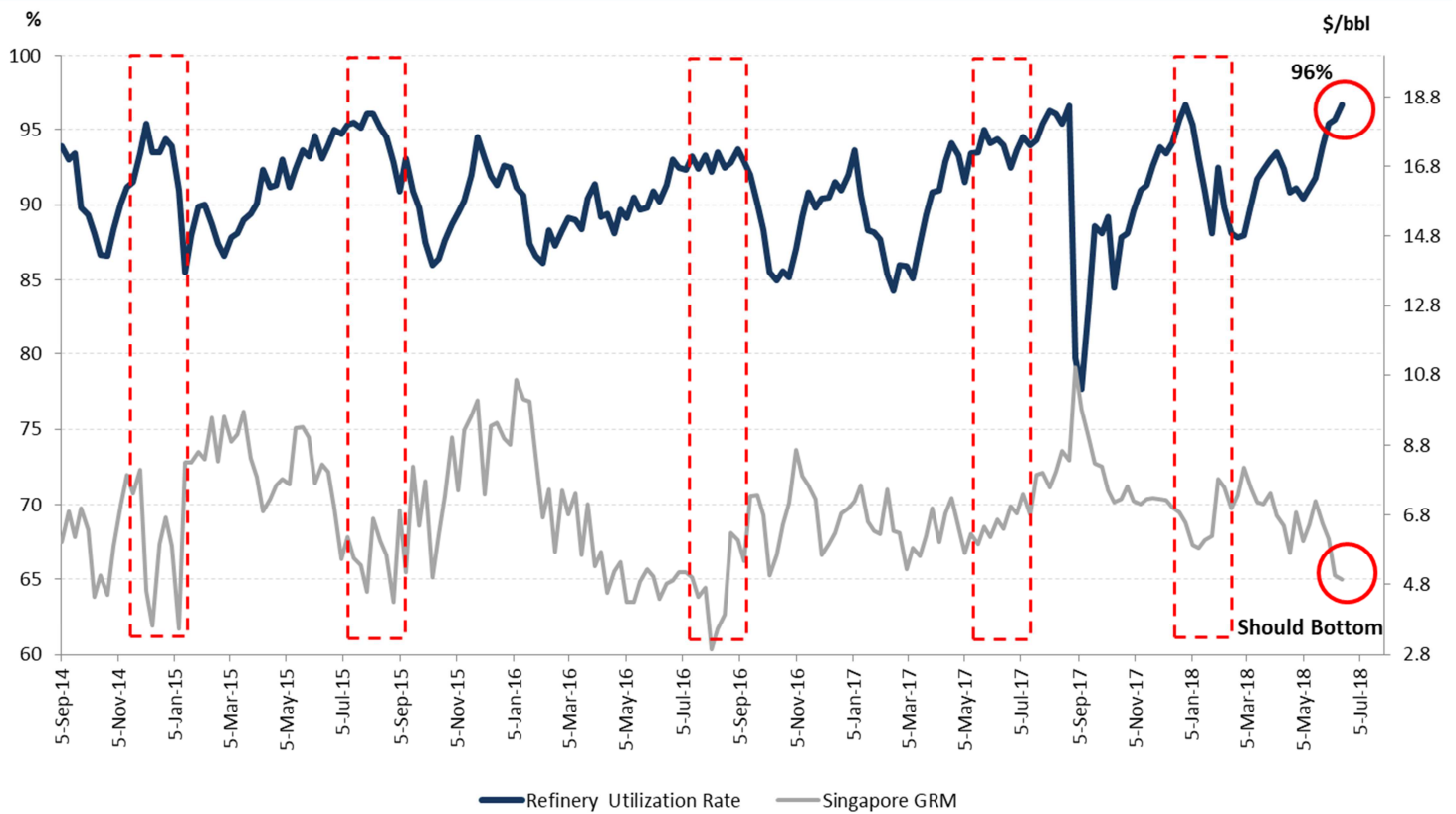


Figure 2 อัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่น



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 โดยไม่ได้เป็นการชี้นำหรือชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

TOP Replacement Value

TOP

Total Replacement Assets	269,220,515	Thousand Baht
Total Liability	108,331,592	Thousand Baht
Net Replacement Assets	160,888,923	Thousand Baht
# Share	2,040,027.87	Thousand
Per Share	78.87	Baht

Source:Company and Trinity Research

SPRC Replacement Value

SPRC

Total Replacement Assets	102,472,677,755	Baht
Total Liability	20,405,752,397	Baht
Net Replacement Assets	82,066,925,358	Baht
# Share	4,335,902,125.00	
Per Share	18.93	Baht

Source:Company and Trinity Research

BCP Book Value

ค่าสถิติสำคัญ ณ วันที่	30/12/2557	30/12/2558	30/12/2559	29/12/2560	18/06/2561
ราคาล่าสุด(บาท)	31.75	33.00	33.50	40.75	34.75
มูลค่าหลักทรัพย์ตามราคาตลาด	43,717.31	45,438.46	46,126.93	56,109.62	47,848.08
วันที่ของการเงินที่ใช้คำนวณค่าสถิติ	30/09/2557	30/09/2558	30/09/2559	30/09/2560	31/03/2561
P/E (เท่า)	11.24	25.62	13.07	10.16	9.88
P/BV (เท่า)	1.22	1.27	1.20	1.32	1.06
มูลค่าหุ้นทางบัญชีต่อหุ้น (บาท)	26.07	25.94	27.91	30.93	32.72
อัตราส่วนเงินปันผลตอบแทน(%)	4.25	3.03	5.97	4.42	6.19

Source:SET

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