

Energy sector

Neutral · Maintained

Key messages

คณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กพช.) จะตัดสินใจเรื่องการปรับขึ้นราคา NGV และ LPG ในการประชุมเดือนนี้ โดยเรคาดว่าค่าการปรับเพิ่มราคา NGV จะส่งผลต่อกำไรสุทธิของ PTT ในปี 2558 ประมาณ 5.8-7.4 พันล้านบาท ในขณะที่การปรับขึ้นราคา LPG จะยังไม่ส่งผลต่อผลประกอบการของ PTT ในระยะสั้น ทั้งนี้การปฏิรูปราคาสำหรับ PTTGC และโรงกลั่นจะอยู่ในระยะต่อไป ในขณะที่ราคาน้ำมันที่ลดลงจนเริ่มเข้าสู่จุดคุ้มทุนของ shale oil จะทำให้ราคาขึ้นอยู่ได้ในระดับนี้ในระยะยาว และเราก็ไม่คาดว่าราคาจะผันผวนในระยะสั้น

PTT จะได้ประโยชน์มากที่สุดจากการปฏิรูปราคา

Event

คณะกรรมการนโยบายพลังงานแห่งชาติ (กพช.) จะตัดสินใจเรื่องการปรับขึ้นราคา NGV และ LPG ในการประชุมเดือนนี้

Impact

รัฐบาลน่าจะค่อยๆ ปรับขึ้นราคาก๊าซจนถึงระดับที่สะท้อนถึงต้นทุนการผลิต

กระทรวงพลังงานได้ประกาศชัดเจนไว้ชัดเจนว่าราคาขายปลีกเชื้อเพลิงควรถูกสะท้อนถึงต้นทุนการผลิต และยกเลิกการอุดหนุนราคาจากภาครัฐ ซึ่งจากการที่เราได้พูดคุยกับผู้บริหารเครือ PTT ทราบว่ารัฐบาลน่าจะทยอยปรับขึ้นราคาขายปลีก LPG เดือนละ 0.50 บาท/กก. และ NGV คราวละ 1 บาท/กก. เหมือนกับการปรับก่อนหน้านี้

การปรับขึ้นราคา NGV จะส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของ PTT ประมาณ 5.8-7.4 พันล้านบาท

หากมีการปรับขึ้นราคา NGV 0.5 บาท/กก. หรือ 1 บาท/กก. ภายในสิ้นเดือนธันวาคมปีนี้ จะส่งผลต่อกำไรสุทธิของ PTT ปี 2558 ประมาณ 5.8-7.4 พันล้านบาท (ประมาณการเฉลี่ยของกำไรสุทธิ PTT ปี 2558 อยู่ที่ 1.05 แสนล้านบาท) และปี 2559 ประมาณ 9.2 พันล้านบาท (ดูภาพที่ 1) ในอีกด้านหนึ่ง เราไม่คิดว่าการปรับขึ้นราคา LPG จะส่งผลกระทบต่อกำไรของ PTT ในระยะสั้นถึงระยะกลาง แต่จะส่งผลหลังจากที่ราคาขายปลีกสะท้อนถึงต้นทุนที่แท้จริงหน้าโรงกลั่นที่ 17.67 บาท/กก. แล้ว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อผลประมาณ ปีละ 9.5 พันล้านบาท

ช่วงต่อไปจะเป็นการปฏิรูปราคาสำหรับ PTTGC

ขั้นตอนต่อไปของการปฏิรูปราคาพลังงานก็คือการปรับขึ้นราคา LPG ที่ขายให้กับบริษัทปิโตรเคมี ซึ่งปัจจุบัน PTTGC ซื้อ LPG จาก PTT ภายใต้รูปแบบของการแบ่งปันรายได้ (revenue sharing scheme) ซึ่งจะคิดเป็นราคาที่มีส่วนลดจากราคาตลาด ถ้าหากบริษัทตั้งชื่อ LPG ที่ราคาตลาด จะทำให้กำไรสุทธิของ PTTGC ลดลงประมาณ 15-20% (ดูภาพที่ 2)

โรงกลั่นก็อาจจะได้ประโยชน์ด้วย

การที่รัฐบาลมีเจตนาที่จะปล่อยให้ราคาเชื้อเพลิงขยับไปสู่ราคาตลาด โรงกลั่นต่างๆ ก็จะได้ประโยชน์เนื่องจากในปัจจุบันต้องขาย LPG 24% ที่ราคาที่กำหนดให้กับ PTT ที่ \$333/ตัน เราคิดว่าการปฏิรูปราคาในส่วนนี้จะมีส่วนสุดท้ายที่เกิดขึ้น และจะไม่ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการอย่างมีนัยสำคัญ (ดูภาพที่ 3)

ราคาน้ำมันในตลาดโลกและภาวะเศรษฐกิจโลกเริ่มที่จะส่งผลมากขึ้น

ราคาน้ำมันยังคงมาตั้งแต่เดือนกรกฎาคมจากที่ขึ้นเหนือ \$110/bbl เหลือแค่ไม่ถึง \$80/bbl โดยขณะนี้ยังคงอยู่ในช่วงของการหาจุดต่ำสุดอยู่ โดย PRISM ซึ่งเป็นผู้เชี่ยวชาญด้านน้ำมันของเครือ PTT ประเมินว่าจะอยู่ต่ำกว่า \$80/bbl ซึ่งเป็นระดับที่โครงการผลิตน้ำมันในอเมริกาเหนืออย่างเช่น shale และน้ำมันในทะเลลึกขนาด 1.05 MMBD ซึ่งมีต้นทุนสูงจะได้รับผลกระทบ ซึ่งเป็นระดับที่มีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับภาวะอุปทานส่วนเกินในตลาดโลกที่ระดับ 1.2 ล้าน bbl/วัน (ดูภาพที่ 5) ในอีกด้านหนึ่ง ประมาณ 35% ของการผลิต shale ในสหรัฐมีจุดคุ้มทุนอยู่ระหว่าง US\$60-80/bbl ในขณะที่มีเพียงแค่ 5% เท่านั้นที่สูงกว่า US\$80/bbl (ดูภาพที่ 6) ซึ่งนี่จะเป็นแนวรับที่สำคัญเมื่อราคาปรับลดลงจากระดับปัจจุบัน ในขณะที่ซาอุดีอาระเบียปรับลดราคาขายลงอย่างต่อเนื่อง แทนที่จะทำหน้าที่ควบคุมสมดุลของอุปทานด้วยการปรับลดกำลังการผลิต ทางกลุ่ม OPE จึงจำเป็นต้องทบทวนว่าจะสามารถจับมือกันลดกำลังการผลิตลงได้หรือไม่ เนื่องจากกลุ่มประเทศอย่าง อิรัก ลิเบีย และอิหร่าน ต่างก็ได้รับความเดือดร้อนจากระดับราคาน้ำมันในปัจจุบัน (ดูภาพที่ 7)

Stocks for action

PTT และโรงกลั่นจะได้ประโยชน์จากการปฏิรูปราคาพลังงาน โดย PTT จะได้ประโยชน์มากที่สุด ในขณะที่เรคาดว่า PTTGC จะเสียประโยชน์ ทั้งนี้ราคาน้ำมันที่อ่อนแอส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของหุ้นทุกตัวในกลุ่มพลังงาน

Pitchaya Janyaroj
66.658.8855
Pitchajaj@kgi.co.th

See last page for the important disclosures

Figure 1: NGV price increase to impact PTT net profit

	Impact to 2015 Net Profit (Bt mn)
Net profit increase after tax:	
If increase by Bt0.50/kg each month (Bt mn)	5,775
If increase by Bt1/kg each month (Bt mn)	7,379
Current NGV price (Bt/kg)	11.50
Cost of NGV (Bt/kg)	16.00
Vol of NGV by trucks and private cars (ton/month)	200,522

Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 2: Petrochemical LPG price lift impact to PTTGC

	Volume (Tons/year)	Price (US\$/ton)	Outflow/inflow (mBt/year)
Current arrangement:			
Cost of buying	900,000	620	- 17,856
Revenue from selling to PTT	200,000	687.92*	4,403
Revenue from selling to 3rd party	400,000	900	11,520
Total cash outflow			- 1,933
*(24% x \$333/ton) + (76% x CP)			
Option 1: Continues to sell to PTT and buy all 900KTA			
Cost of buying	900,000	620	- 23,040
Revenue from selling	600,000	688	13,208
Net impact to PTT's consolidated net profit			- 9,832
Difference to current arrangement after tax			- 6,319
PTT stake	48.89%		
Net impact to PTT's consolidated net profit	- 3,089	mBt/year	
Option 2: Uses 600KTA internally and buys only 300KTA			
Cost of buying	300,000	800	- 7,680
Difference to current arrangement after tax			- 4,597
PTT stake	48.89%		
Net impact to PTT's consolidated net profit	- 2,248	mBt/year	
Option 3: Both buying and selling price are at market price			
Cost of buying	900,000	800	- 23,040
Revenue from selling	600,000	800	15,360
Net impact to PTT's consolidated net profit			- 7,680
Difference to current arrangement after tax			- 4,597

Source: Company data, KGI Research estimates

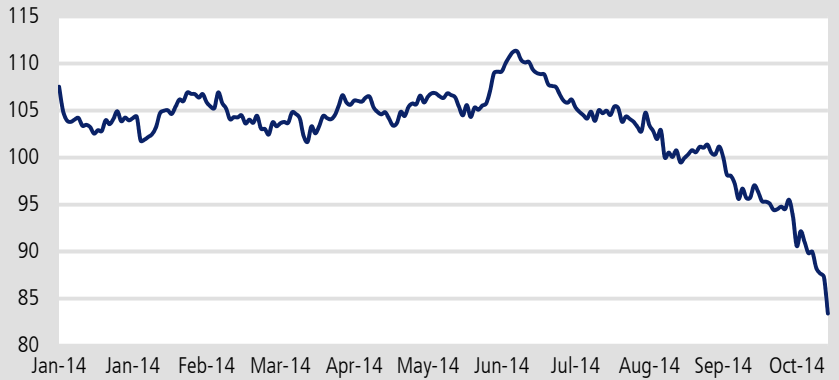
Figure 3: Refineries would benefit from LPG price floatation

	Thai Oil	Bangchak	IRPC
LPG yield	4%	3%	3%
Refinery Intake (KBD)	280	100	180
Volume of LPG sold (k ton/year)	349.6	93.6	168.6
Capped price (\$/ton)	333	333	333
Assumed market price (\$/ton)	800	800	800
Net profit after tax impact (Bt mn)	31.3	8.4	15.1
Consensus 2015E net profit (Bt mn)	8,628	5,183	3,073
% of 2015E net profit	0.4%	0.2%	0.5%

Source: Company data, KGI Research estimates

Figure 4: Dubai crude oil price

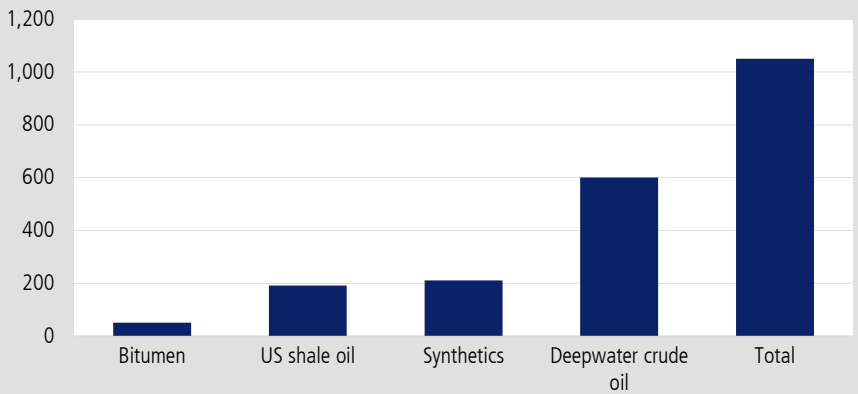
Dubai crude oil price, US\$/barrel



Source: Bloomberg, KGI Research estimates

Figure 5: Production of N. American project types with breakevens above \$80/bbl

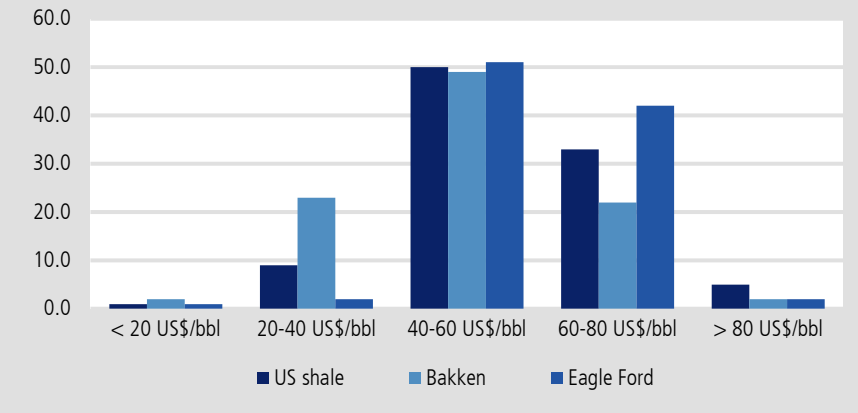
Oil production above US\$80/bbl, thousand barrels per day



Source: Wall Street Journal, KGI Research estimates

Figure 6: Share of shale oil production with various breakeven prices

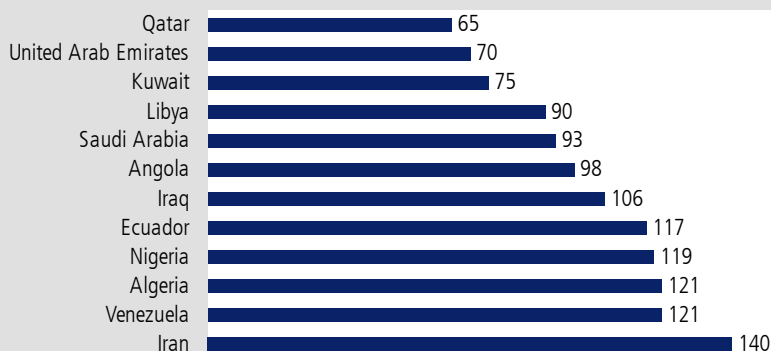
Share of shale oil production in each breakeven prices, percent



Source: PRISM, Financial Times, IEA, Standard Chartered, KGI Research estimates

Figure 7: Fiscal breakeven prices of OPEC countries

Fiscal breakeven, USD/barrel



Source: Wall Street Journal, KGI Research estimates

Figure 8: Global oil demand and supply (mil bbl/day)

	2011	2012	2013	1Q14	2Q14	3Q14E	4Q14E	2015E
Total world demand	88.1	89	90.1	90.1	90.1	92	92.5	92.87
Total non-OPEC supply and OPEC NGLs	57.8	58.4	59.9	61.3	61.6	61.7	62.4	63.61
OPEC crude oil production	29.8	31.1	30.2	29.8	29.7			
Total Supply	87.6	89.6	90.1	91.2	91.3			
Balance	-0.5	0.6	-0.1	1	1.2			

Source: OPEC, IEA, PRISM, KGI Research estimates

Figure 9: Change in Thailand's ex-refinery and retail oil price

	Previous ex-refinery price 24-Jun-14	Current ex-refinery price 6-Nov-14	Change	Total Taxes	Oil Fund	Conservation fund	Marketing Margin	Previous retail price 24-Jun-14	Current retail price 6-Nov-14	Change
ULG	26.95	19.99	-26%	10.89	10.0	0.25	0.66	48.75	42.86	-12%
GASOHOL95 E10	27.12	21.01	-23%	9.59	3.3	0.25	0.46	40.73	35.80	-12%
GASOHOL91	26.89	20.78	-23%	9.43	1.2	0.25	0.50	38.28	33.78	-12%
GASOHOL95 E20	27.21	21.94	-19%	8.50	(1.1)	0.25	0.87	35.78	32.48	-9%
GASOHOL95 E85	26.86	27.10	1%	2.76	(11.6)	0.25	6.31	24.58	22.88	-7%
H-DIESEL	26.40	21.19	-20%	1.96	0.0	0.25	1.24	29.85	29.69	-1%
FO 600 (1) 2%S	21.02	15.93	-24%	2.77	0.1	0.07				
FO 1500 (2) 2%S	20.15	15.26	-24%	2.65	0.1	0.07				
Dubai crude oil price	110.39	79.33	-28%							

Source: EPPO, Company data, KGI Research estimates

Peer comparison – Key valuation stats

Name	Rating	Target price (Bt)	Current price (Bt)	Upside (%)	14F BV (Bt)	13 EPS (Bt)	14F EPS (Bt)	15F EPS (Bt)	14F EPS growth (%)	15F EPS growth (%)	14F PER (x)	15F PER (x)	14F PBV (x)	15F PBV (x)
PTTGC*	N	76.0	59.5	27.7	58.3	7.4	7.2	7.8	(2.5)	8.8	8.3	7.6	1.0	0.9
PTTEP*	OP	177.0	146.5	20.8	105.6	14.1	14.4	16.0	1.5	11.5	10.2	9.2	1.4	1.3
PTT*	Unrated	378.1	380.0	(0.5)	263.7	33.1	34.4	36.9	3.7	7.4	11.1	10.3	1.4	1.3
TOP*	Unrated	53.3	44.3	20.4	46.2	5.1	2.4	4.2	(53.7)	78.9	18.8	10.5	1.0	0.9
BCP*	Unrated	37.9	35.3	7.5	27.4	3.4	3.2	3.8	(5.7)	19.0	11.1	9.3	1.3	1.2
IRPC*	Unrated	3.5	3.3	5.3	3.7	0.0	0.0	0.2	(45.0)	581.8	151.8	22.3	0.9	0.9
BANPU*	Unrated	31.5	27.5	14.7	30.2	1.2	1.5	1.8	22.1	19.8	18.5	15.4	0.9	0.9
IVL*	Unrated	26.8	22.8	17.3	13.2	0.3	0.8	1.2	198.9	43.2	27.2	19.0	1.7	1.6
Sector	Neutral													

Source: Bloomberg, KGI Research

KGI Locations

China	Shanghai	Room 1907-1909, Tower A, No. 100 Zunyi Road, Shanghai, PRC 200051
	Shenzhen	Room 24D1, 24/F, A Unit, Zhen Ye Building, 2014 Bao'annan Road, Shenzhen, PRC 518008
Taiwan	Taipei	700 Mingshui Road, Taipei, Taiwan Telephone 886.2.2181.8888 · Facsimile 886.2.8501.1691
Hong Kong		41/F Central Plaza, 18 Harbour Road, Wanchai, Hong Kong Telephone 852.2878.6888 Facsimile 852.2878.6800
Thailand	Bangkok	8th - 11th floors, Asia Centre Building 173 South Sathorn Road, Bangkok 10120, Thailand Telephone 66.2658.8888 Facsimile 66.2658.8014

KGI's Ratings

Rating	Definition
Outperform (OP)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the top 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Neutral (N)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the range between the top 40% and the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).1.3
Under perform (U)	The stock's excess return* over the next twelve months is ranked in the bottom 40% of KGI's coverage universe in the related market (e.g. Taiwan).
Not Rated (NR)	The stock is not rated by KGI Securities.
Restricted (R)	KGI policy and/or applicable law regulations preclude certain types of communications, including an investment recommendation, during the course of KGI's engagement in an investment banking transaction and in certain other circumstances. <i>Excess return = 12M target price/current price-</i>
Note	When an analyst publishes a new report on a covered stock, we rank the stock's excess return with those of other stocks in KGI's coverage universe in the related market. We will assign a rating based on its ranking. If an analyst does not publish a new report on a covered stock, its rating will not be changed automatically.

Disclaimer

KGI Securities (Thailand) Plc. ("The Company") disclaims all warranties with regards to all information contained herein. In no event shall the Company be liable for any direct, indirect or any damages whatsoever resulting from loss of income or profits, arising by utilization and reliance on the information herein. All information hereunder does not constitute a solicitation to buy or sell any securities but constitutes our sole judgment as of this date and are subject to change without notice.