

## บทที่ 4

### ผลการศึกษา

#### 4.1 การวิเคราะห์ปัจจัยพื้นฐานของ บริษัท ไทยออยล์ จำกัด(มหาชน)

##### 4.1.1 การวิเคราะห์ภาพรวมเศรษฐกิจ

###### ภาวะเศรษฐกิจไทยปี 2548

เศรษฐกิจไทยในปี 2548 ชะลอตัวลงจากปี 2547 โดยในปีนี้ เศรษฐกิจไทยต้องเผชิญกับปัจจัยลบหลายประการทั้งจากปัญหาภัยแล้ง เหตุการณ์ภัยธรรมชาติใน 6 จังหวัดชายฝั่งทะเลอันดามัน สถานการณ์ ความไม่สงบในภาคใต้ การระบาดของโรคไข้หวัดนกในสัตว์ปีกรอบใหม่ รวมทั้งปัจจัยลบภายนอกจากราคาน้ำมันในตลาดโลกที่ปรับตัวสูงขึ้น และทิศทางอัตราดอกเบี้ยขาขึ้น อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกที่ช่วยหนุนเศรษฐกิจไว้ได้แก่ ความสามารถในการปรับตัวต่อปัจจัยลบดังกล่าว ทำให้การเติบโตและเสถียรภาพเศรษฐกิจอยู่ในเกณฑ์น่าพอใจ โดยแรงขับเคลื่อนยังคงมาจากอุปสงค์ภายในประเทศและบางส่วนจากการส่งออกที่ปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปีในภาคเกษตร รายได้เกษตรกรจากการขายพืชผลหลักในปี 2548 ขยายตัวร้อยละ 20.2 เทียบกับร้อยละ 17.0 ในปีก่อน จากปัจจัยด้านราคาเป็นสำคัญขณะที่ผลผลิตพืชผลหลักหดตัวลงจากปีก่อนจากปัญหาภัยแล้งในภาคตะวันออกเฉียงเหนือและภาวน้ำท่วมในภาคใต้ ส่วนการผลิตภาคอุตสาหกรรมในปี 2548 ขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงจากปีก่อน โดยเฉพาะในกลุ่มสินค้าที่ผลิตเพื่อจำหน่ายในประเทศตามภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัว ขณะที่กลุ่มสินค้าที่ผลิตเพื่อส่ง ออกยังขยายตัวสูง โดยดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ขยายตัวร้อยละ 9.2 ชะลอตัวลงจากร้อยละ 11.5 ในปีก่อน แต่อย่างไรก็ตามอัตราการใช้จ่าย กำลังการผลิตเฉลี่ยยังคงเพิ่มสูงขึ้น โดยอยู่ที่ระดับร้อยละ 72.6 เทียบกับร้อยละ 70.7 ในปี 2547 ด้านภาคบริการ จำนวนนักท่องเที่ยวชาวต่างประเทศโดยรวม และอัตราเข้าพักโรงแรมเฉลี่ยปรับลดลงจากปีก่อน โดยส่วนหนึ่งเป็นผลจากเหตุการณ์ภัยธรรมชาติใน 6 จังหวัดชายฝั่งทะเลอันดามันและ ปัญหาความไม่สงบใน 3 จังหวัดชายแดนภาคใต้สำหรับการบริโภคภาคเอกชนในปี 2548 ขยายตัว ร้อยละ 4.0 ชะลอตัวลงจากปีก่อน โดยเฉพาะการบริโภคสินค้าในกลุ่มสินค้าคงทน เนื่องจากผู้บริโภคระมัดระวังการใช้จ่ายมากขึ้น ส่วนหนึ่งเป็นผลจากราคาน้ำมันที่ทรงตัวอยู่ในระดับสูง อัตราเงินเฟ้อและอัตราดอกเบี้ยที่ปรับสูงขึ้น สอดคล้องกับดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในปี 2548 ที่ชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับปีก่อน ขณะที่การลงทุนภาคเอกชนขยายตัวร้อยละ 11.0 ชะลอตัวลงจากปี

ก่อนที่ขยายตัวร้อยละ 16.3 โดยการลงทุนในหมวดก่อสร้างชะลอตัวลงตามภาวะธุรกิจ อสังหาริมทรัพย์ สอดคล้องกับดัชนีการลงทุนภาคเอกชนที่ขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงจากปีก่อนหน้าด้านการค้าระหว่างประเทศการส่งออกในปี 2548 ขยายตัว ร้อยละ 15.0 ชะลอตัวลงจากร้อยละ 21.6 ในปีก่อนขณะที่การนำเข้าขยายตัวในอัตราที่สูงใกล้เคียงกับปี ก่อน โดยอยู่ที่ร้อยละ 26.0 เป็นผลจากการนำเข้าที่ขยายตัวสูงขึ้นมากในช่วงครึ่งปีแรก โดยเฉพาะการนำเข้าเหล็ก ทองคำ และ น้ำมัน ส่งผลให้ดุลการค้าขาดดุล 8,578 ล้านดอลลาร์ สหรัฐ. จากที่เกินดุลในปีก่อนส่วนดุลบริการรายได้และเงินโอนเกินดุลลดลง ส่วนหนึ่งเป็นผลกระทบต่อเนื่องจากเหตุการณ์สินามิ ที่ส่งผลกระทบต่อรายรับจากการท่องเที่ยว ส่งผลให้ดุลบัญชีเดินสะพัดขาดดุล 3,714 ล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในปี 2548 จากที่เกินดุลติดต่อกันในช่วง 7 ปีที่ผ่านมาโดยมีการขาดดุลสูงในช่วงครึ่งแรกของปีและดุลบัญชีเดินสะพัดได้ปรับตัวดีขึ้นเป็นเกินดุลในช่วงครึ่งหลังของปี จากการส่งออกที่ปรับตัวดีขึ้น และการนำเข้าที่ชะลอตัวสำหรับภาคการคลังในปีงบประมาณ 2548 รัฐบาลดำเนินนโยบายงบประมาณแบบสมดุล โดยรายได้จัดเก็บรวมของรัฐบาลขยายตัวสูงกว่าประมาณการตามเอกสารงบประมาณ จากรายได้ภาษีที่ขยายตัวดีต่อเนื่องจากปีก่อน โดยเฉพาะภาษีเงินได้นิติบุคคลและภาษีมูลค่าเพิ่ม สำหรับรายจ่ายรวมของรัฐบาลขยายตัวขึ้นเช่นกัน ตามมาตรการเร่งรัดการเบิกจ่ายของรัฐบาลทำให้ในปีงบประมาณ 2548 รัฐบาลเกินดุลเงินสด 16.8 พันล้านบาท หรือคิดเป็นร้อยละ 0.2 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ทางด้านภาคการเงิน อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงินได้ปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. ขณะที่ธนาคารพาณิชย์ส่วนใหญ่ได้เริ่มทยอยปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้เช่นกัน ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงการส่งผ่านนโยบายการเงินไปยังระบบธนาคารพาณิชย์ นอกจากนี้ นโยบาย One Presence ภายใต้อาณัติพัฒนาระบบสถาบันการเงินที่มีการควบรวมและยกฐานะของบริษัทเงินทุนเป็นธนาคารพาณิชย์ แห่งใหม่มีส่วนทำให้อัตราการขยายตัวของเงินฝากและสิทธิเรียกร้องภาคเอกชน ที่ประกอบด้วยสินเชื่อภาคเอกชน และการถือครองหลักทรัพย์ภาคเอกชนของธนาคารพาณิชย์ขยายตัวเร่งขึ้น อย่างไรก็ตามเมื่อหักผลดังกล่าวแล้วพบว่า สิทธิเรียกร้องภาคเอกชนขยายตัวในอัตราที่ชะลอตัวลงเมื่อเทียบกับปี 2547 แต่ได้เริ่มปรับตัวดีขึ้นในช่วงครึ่งหลังของปี ตามภาวะการณ์ทางเศรษฐกิจค่าเงินบาทเฉลี่ยทั้งปี 2548 อยู่ที่ 40.29 บาทต่อดอลลาร์ สหรัฐ. ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยในปี ก่อน โดยค่าเงินบาทได้อ่อนค่าลงในช่วงครึ่งแรกของปีจากปัจจัยลบต่างๆ ทั้งภายในประเทศและนอกประเทศ และได้กลับมาเคลื่อนไหวอย่างมีเสถียรภาพมากขึ้นในช่วงปลายปี โดยมีปัจจัยสนับสนุนสำคัญจาก (1) ตัวเลข GDP ในไตรมาสที่ 3 ของไทยซึ่งออกมาสูงกว่าคาดการณ์ (2) การแข็งค่าขึ้นของสกุลเงินในภูมิภาค และ (3) ความเชื่อมั่นต่อค่าเงินดอลลาร์ สหรัฐ. ที่ลดลง เนื่องจากตลาดคาดว่าวัฏจักรอัตราดอกเบี้ยขาขึ้นของสหรัฐฯ ใกล้จะสิ้นสุดแล้วทั้งนี้ ในปี 2548 เสถียรภาพเศรษฐกิจโดยรวมอยู่ในเกณฑ์ดี ทั้งเสถียรภาพ

ในประเทศและเสถียรภาพต่างประเทศ โดย อัตราเงินเฟ้อทั่วไปเฉลี่ยทั้งปี อยู่ที่ร้อยละ 4.5 และอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานเฉลี่ยทั้งปี อยู่ที่ร้อยละ 1.6 ซึ่งอัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายที่ ร้อยละ 0-3.5 ของกรอบนโยบายการเงิน ขณะที่อัตราการว่างงาน และหนี้ สาธารณะอยู่ในระดับต่ำ สำหรับเสถียรภาพด้านต่างประเทศปรับตัวดีขึ้นเช่นกันแม้ว่าดุลบัญชีเดินสะพัดในปีนี้จะขาดดุล แต่ในช่วงครึ่งหลังของปีดุลบัญชีเดินสะพัดได้กลับมาเกินดุล โดยตลอดส่วนระดับหนี้ต่างประเทศปรับลดลงต่อเนื่อง และเงินสำรองระหว่างประเทศยังคงอยู่ในระดับสูง

### ภาวะเศรษฐกิจไทยปี 2549

เศรษฐกิจไทยในปี 2549 ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อยจากปี 2548 ในปีนี้เศรษฐกิจไทยได้แรงขับเคลื่อนจากการส่งออกซึ่งขยายตัวสูง แม้ว่าอุปสงค์ในประเทศซึ่งเป็นแรงขับเคลื่อนที่สำคัญเมื่อปีก่อนจะชะลอตัวลงอย่างต่อเนื่อง โดยเป็นผลมาจากปัจจัยลบหลายประการ ได้แก่ ราคาน้ำมันโลกที่สูงขึ้น ต่อเนื่องใน 3 ไตรมาสแรกของปี สถานการณ์ความไม่สงบในภาคใต้ ภาวะน้ำท่วมรุนแรงยาวนาน และความไม่แน่นอนทางการเมืองในปี 2549 ดุลบัญชีเดินสะพัดกลับมาเกินดุล จากการส่งออกที่ขยายตัวดีและการนำเข้าที่ขยายตัวชะลอตัวตามอุปสงค์ภายในประเทศ กอปรกับการท่องเที่ยวที่กลับมาขยายตัวได้ดีในภาคการเกษตร รายได้เกษตรกรในปี 2549 ขยายตัวเร่งขึ้นจากปีก่อนที่ร้อยละ 30.3 เนื่องจากช่วงครึ่งแรกของปีสภาพอากาศและปริมาณน้ำเอื้ออำนวย ส่งผลให้ผลผลิตขยายตัวดีในช่วง 3 ไตรมาสแรก กอปรกับราคาพืชผลที่ขยายตัวดี ต่อเนื่อง แม้ว่าผลผลิตในช่วงปลายปีได้รับผลกระทบจากปัญหาอุทกภัยในหลายพื้นที่ ส่วนการผลิตภาคอุตสาหกรรมในปี 2549 ยังคงขยายตัวอยู่ในเกณฑ์ดีโดยเฉพาะอุตสาหกรรมในหมวดอิเล็กทรอนิกส์ อย่างไรก็ตามดัชนีผลผลิตอุตสาหกรรม (MPI) ขยายตัวร้อยละ 7.4 ชะลอตัวจากร้อยละ 9.1 ในปีก่อน จากต้นทุนที่สูงขึ้นและภาวะการแข่งขันจากทั้งในและนอกประเทศ อัตราการใช้กำลังการผลิตในปี 2549 เฉลี่ยอยู่ที่ ร้อยละ 74.2 ด้านภาคบริการโดยรวมปรับตัวดีขึ้นจากปีก่อน โดยจำนวนนักท่องเที่ยวชาวต่างประเทศเพิ่มขึ้นร้อยละ 20.0 ซึ่งสาเหตุสำคัญมาจากการกลับสู่ ภาวะปกติของการท่องเที่ยวตามชายฝั่งทะเลอันดามัน หลังจากได้รับผลกระทบของเหตุการณ์ภัยธรรมชาติในปี 2547 ด้านอุปโภคบริโภคภาคเอกชนในปี 2549 ขยายตัวร้อยละ 3.1 ชะลอตัวจากร้อยละ 4.3 ในปีก่อน เนื่องจากผู้บริโภคมีกระแสวิงการใช้จ่ายมากขึ้นในภาวะที่ราคาน้ำมันอัตราเงินเฟ้อ และอัตราดอกเบี้ยยังคงทรงตัวอยู่ในระดับสูง ทั้งนี้ การใช้จ่ายสินค้าคงทนหดตัวร้อยละ 0.8 จากปีก่อนส่วนการลงทุนภาคเอกชนขยายตัวในอัตราชะลอตัวที่ร้อยละ 3.9 จากที่ขยายตัวร้อยละ 10.9 ในปีก่อนหน้า สอดคล้องกับดัชนีความเชื่อมั่นทางธุรกิจที่ปรับลดลงจากปีก่อนและดัชนีการลงทุนภาคเอกชนที่ชะลอตัวลงจากปี 2548 ทั้งนี้ เป็นการชะลอตัวลงของทั้งเครื่องมือเครื่องจักรและการก่อสร้างนอกจากนี้ ความมั่นใจของภาคเอกชนยังได้รับผลกระทบจากภาวะอุทกภัยและปัญหาความไม่แน่นอนทาง

การเมืองด้วย เช่นกัน ด้านการค้าระหว่างประเทศ การส่งออกในปี 2549 ขยายตัวร้อยละ 17.4 เติบโตขึ้นจากร้อยละ 15.0 ในปีก่อน ขณะที่การนำเข้าขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงโดยอยู่ที่ร้อยละ 7.0 ตามการชะลอตัวของอุปสงค์ในประเทศ ส่งผลให้ดุลการค้ากลับมาเกินดุลที่ 2.2 พันล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในปีนี้ จากที่ขาดดุล 8.5 พัน ล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในปีก่อน ส่วนค่าบริการรายได้และเงินโอนเกินดุล 1.0 พัน ล้านดอลลาร์ สหรัฐ. เพิ่มขึ้นจาก 0.7 พัน ล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในปีก่อน เนื่องจากรายรับจากการท่องเที่ยวกลับมาขยายตัวดี ส่งผลให้ ดุลบัญชีเดินสะพัดในปี 2549 เปลี่ยนจากการขาดดุล 7.9 พัน ล้านดอลลาร์ สหรัฐ. ในปี 2548 มาเกินดุลที่ 3.2 พัน ล้านดอลลาร์สหรัฐ. (หากไม่ปรับ Reinvested Earning บัญชีเดินสะพัดเกินดุลเท่ากับ 7.4 พัน ล้านดอลลาร์ สหรัฐ.) สำหรับภาคการคลัง ในปีงบประมาณ 2549 รัฐบาลดำเนินนโยบายงบประมาณแบบสมดุล โดยรัฐบาลมีรายได้จัดเก็บสุทธิ 1,339.4 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นจากระยะเดียวกันปีก่อนร้อยละ 5.9 ซึ่งต่ำกว่าประมาณการตามเอกสารงบประมาณ (1,360 พันล้านบาท) เป็นผลจากมาตรการลดภาษี สรรพสามิตน้ำมัน การจัดเก็บอากรขาเข้าซึ่งน้อยกว่าประมาณการจากค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นเกินกว่าคาด และการคืนภาษีของกรมสรรพากรที่สูงกว่าประมาณการ ทางด้านรายจ่าย อัตราการเบิกจ่ายในปี 2549 เพิ่มขึ้นเมื่อเทียบกับปีก่อน จากมาตรการเร่งรัดการเบิกจ่ายของรัฐบาล ทั้งนี้ในปีงบประมาณ 2549 ดุลเงินสดของรัฐบาลเกินดุล 4.5 พันล้านบาท ซึ่งคิดเป็นร้อยละ 0.06 ของผลิตภัณฑ์มวลรวมในประเทศ (GDP) ทางด้านภาคการเงิน ในช่วงครึ่งแรกของปี 2549 อัตราดอกเบี้ยระยะสั้นในตลาดเงิน อัตราดอกเบี้ยเงินฝากและเงินกู้ ของธนาคารพาณิชย์ปรับเพิ่มขึ้นตามการปรับขึ้นของอัตราดอกเบี้ยนโยบายของ ธปท. แต่ในช่วงครึ่งหลังของปี อัตราดอกเบี้ยข้างต้นได้ทรงตัวหลังจากที่ ธปท. ได้คงอัตราดอกเบี้ยนโยบายไปถึงสิ้นปี 2549 นอกจากนี้อัตราดอกเบี้ยเงินฝากที่แท้จริงได้เปลี่ยนมาเป็นบวกตั้งแต่เดือนเมษายน อนึ่ง การแข่งขันปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเงินฝากเพื่อรักษาลูกค้าเงินฝากของธนาคารพาณิชย์ ทำให้การขยายตัวของเงินฝากเร่งตัวขึ้นในช่วงครึ่งปีแรก แต่เมื่อพิจารณาทั้งปีแล้ว เงินฝากขยายตัวในอัตราที่ชะลอลงจากปีก่อน สินเชื่อภาคเอกชนและการถือครองหลักทรัพย์ภาคเอกชนของธนาคารพาณิชย์ ชะลอตัวตลอดทั้งปี ซึ่งสอดคล้องกับการลงทุนและความเชื่อมั่นของภาคเอกชน ค่าเงินบาทเฉลี่ยทั้งปี 2549 อยู่ที่ 37.93 บาทต่อดอลลาร์ สหรัฐ. แข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยในปีก่อนที่ 40.29 บาท และเมื่อพิจารณาค่าเงินบาทที่แท้จริงซึ่งสะท้อนความสามารถในการแข่งขันด้าน ราคาของการส่งออกก็อยู่ในทิศทางแข็งค่าขึ้น และแข็งค่าขึ้นอย่างรวดเร็วในช่วงปลายปี โดยมี ปัจจัยภายในประเทศสนับสนุนที่สำคัญได้แก่ (1) ดุลบัญชีเดินสะพัดที่เกินดุลอยู่ในระดับสูงและ (2) เงินทุนไหล เข้าจำนวนมากเพื่อการลงทุนทางตรงและการลงทุนในตลาดหลักทรัพย์ และตลาดพันธบัตรอย่างไรก็ตาม ภายหลังจากที่ทางการได้ ออกมาตรการดำรงเงินสำรองเงินนำเข้าสู่ระยะสั้นเมื่อวันที่ 18 ธันวาคม 2549 การแข็งค่าของเงินบาทได้ชะลอตัวลง

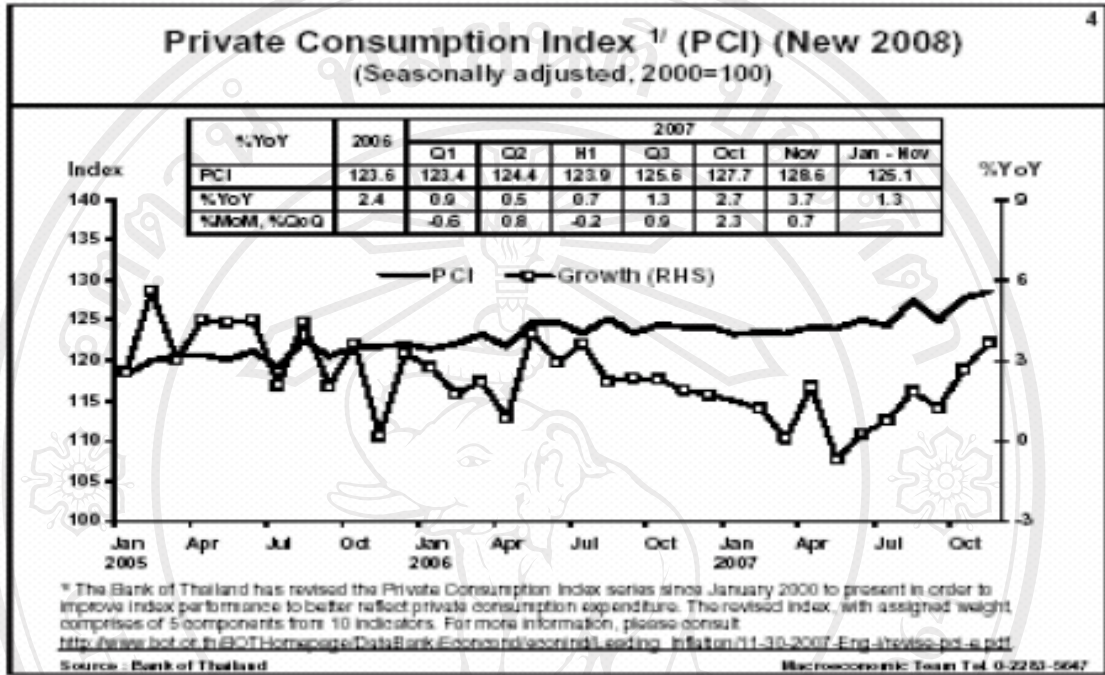
เสถียรภาพเศรษฐกิจไทยในปี 2549 โดยรวมอยู่ในเกณฑ์ดี ด้านเสถียรภาพในประเทศ อัตราเงินเฟ้อพื้นฐานยังคงอยู่ในช่วงเป้าหมายของกรอบนโยบายการเงินที่ร้อยละ 0 - 3.5 โดยเฉลี่ยทั้งปีอยู่ที่ร้อยละ 2.3 ส่วนอัตราการว่างงานและหนี้สาธารณะอยู่ในระดับต่ำ นอกจากนี้อัตราเงินเฟ้อทั่วไป มีแนวโน้มชะลอตัวตั้งแต่ช่วงกลางปี แม้ว่าจะเร่งตัวขึ้นชั่วคราวเนื่องจากภาวะอุทกภัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาพืชผลและอาหารสด สำหรับเสถียรภาพด้านต่างประเทศอยู่ในเกณฑ์ดีเช่นกัน โดยดุลบัญชีเดินสะพัดในปีเกินดุลและแม้ว่าระดับหนี้ ต่างประเทศปรับเพิ่มขึ้นจากปีก่อน แต่สัดส่วนหนี้ต่างประเทศต่อ GDP ยังอยู่ในระดับที่ต่ำและดี ส่วนเงินสำรองระหว่างประเทศต่อหนี้ต่างประเทศระยะสั้นยังคงอยู่ในระดับสูง

### ภาวะเศรษฐกิจไทยปี 2550

GDP ไตรมาส 3 ปี 2550 ที่อิงกับตัวเลขด้านอุปทานขยายตัว 4.9% จากช่วงเดียวกันของปีก่อน โดยได้รับการกระตุ้นจากการผลิตนอกภาคเกษตร อัตราการขยายตัวของการผลิตนอกภาคเกษตรปรับตัวเพิ่มขึ้นด้วยอัตราเร่งสู่ระดับ 5.0% เทียบปีต่อปี จากระดับ 4.0% ในไตรมาส 2 การขยายตัวของการผลิตนอกภาคเกษตรเกิดจากการขยายตัวของการผลิตในสาขาอุตสาหกรรม (5.8%) สาขาตัวกลางทางการเงิน (8.5%) สาขาการไฟฟ้า ก๊าซ และการประปา (6.1%) และสาขาขนส่งและโทรคมนาคม (8.3%) อย่างไรก็ตาม อัตราการขยายตัวของการผลิตภาคเกษตรชะลอตัวลงสู่ระดับ 4.0% เทียบปีต่อปี จากระดับ 7.5% ในไตรมาส 2 โดยมีสาเหตุมาจากการปรับตัวลดลงของการผลิตสาขาพืชผลและสาขาประมงการขยายตัวของอุตสาหกรรมได้รับการสนับสนุนจากการผลิตสินค้าทุนเป็นส่วนใหญ่ ผลผลิต สินค้าทุนและอุตสาหกรรมที่ใช้เทคโนโลยีขั้นสูงขยายตัวเพิ่มขึ้นด้วยอัตราเร่งสู่ระดับ 11.8% เทียบปี ต่อปีในไตรมาส 3 จากระดับ 6.3% ในไตรมาส 2 โดยมีสาเหตุมาจากการขยายตัวของผลผลิตอุปกรณ์สำนักงานที่ระดับ 30.6% เทียบปีต่อปี (โดยเฉพาะ hard disk drive) เครื่องจักรและอุปกรณ์ที่ระดับ 18.8% เทียบปีต่อปี (ส่วนใหญ่เป็นเครื่องปรับอากาศ) และยานยนต์ที่ระดับ 13.3% เทียบปีต่อปี โดยผลผลิต เหล่านี้เป็นกลุ่มที่เน้นการส่งออก อุปสงค์ (ไม่รวมสินค้าคงเหลือ) มีส่วนช่วยให้ GDP ขยายตัวเพียง 3.9% การอุปโภคบริโภคภาคเอกชนขยายตัวเพิ่มขึ้น 1.9% เทียบปีต่อปี รายจ่ายอุปโภคบริโภคภาครัฐขยายตัวเพิ่มขึ้น 9.8% เทียบปี ต่อปี และการลงทุนโดยรวมเพิ่มขึ้น 2.6% เทียบปีต่อปี ส่งผลทำให้อุปสงค์ในประเทศมีส่วนช่วยให้ GDP ขยายตัว 2.7% การส่งออกสุทธิมีส่วนช่วย GDP ขยายตัวอีก 1.2% ลดลงจากระดับ 3.9% ในไตรมาส 2 ส่วนที่เหลือมาจากการเปลี่ยนแปลงในสินค้าคงเหลือที่ขยายตัวเพิ่มขึ้น 53% เทียบปีต่อปี และมีส่วนช่วยให้ GDP ขยายตัว 1.1% ตัวเลขอาจจะดีแต่เศรษฐกิจโดยรวมยังคงดี ตัวอยู่ การส่งออกสินค้าและบริการซึ่งขยายตัว 3.5% ใน real terms ปรับตัวเพิ่มขึ้นเพียง 1.6% ใน nominal terms ซึ่ง บ่งชี้ว่าประเทศไทยผลิตสินค้าในปริมาณที่ มากขึ้นแต่สร้างรายได้ใน

สกุลเงินบาทลดลง และ เป็นสาเหตุอย่างหนึ่งที่ทำให้ เศรษฐกิจโดยรวมยังตึงตัว และอุปสงค์ในประเทศยังไม่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาก

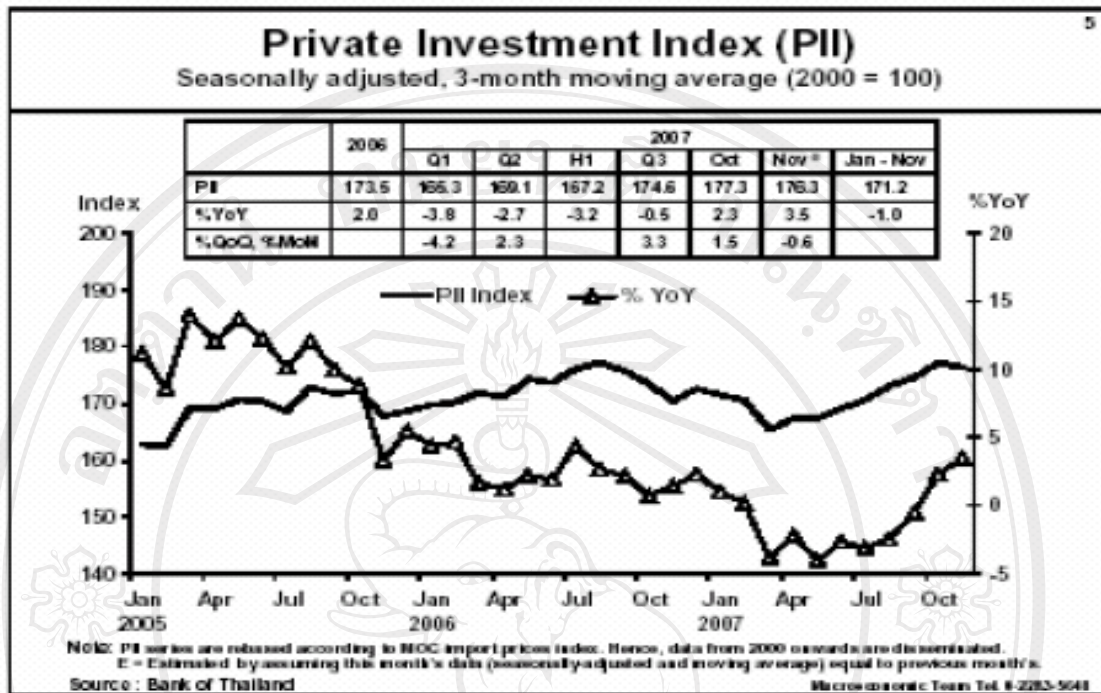
รูปที่ 4.1 ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน



ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (2551)

ดัชนีการอุปโภคบริโภคภาคเอกชน อยู่ที่ร้อยละ 3.7 ในช่วงไตรมาสสุดท้ายของปี 2550 เติบโตขึ้นต่อเนื่องจากร้อยละ 2.7 ในเดือนตุลาคม 2550 และเป็นอัตราเพิ่มสูงสุดในรอบ 18 เดือน โดยมูลค่านำเข้าสินค้าอุปโภคบริโภค ณ ราคาคงที่ และภาษีมูลค่าเพิ่ม เติบโตถึงร้อยละ 29.2 และ 9.8 ตามลำดับ

รูปที่ 4.2 ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน



ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (2551)

ดัชนีการลงทุนภาคเอกชน ยังคงเพิ่มขึ้นจากเดือนเดียวกันปีก่อนร้อยละ 3.5 ตามการขยายตัวของเครื่องจักรมือเครื่องจักรที่ยังอยู่ในเกณฑ์ดี แม้จะชะลอลงจากเดือนก่อน โดยมูลค่านำเข้าสินค้าทุน ณ ราคาคงที่ และปริมาณจำหน่ายรถยนต์เชิงพาณิชย์เพิ่มขึ้นร้อยละ 9.0 และ 5.5 ตามลำดับ

ด้านการค้าต่างประเทศ มูลค่าการค้าเกินดุลจำนวน 1,964 ล้านดอลลาร์สหรัฐ. เพิ่มขึ้นจากที่เกินดุล 1,440 ล้านดอลลาร์สหรัฐ. ในช่วงไตรมาส 3 เนื่องจากการส่งออกยังมีมูลค่าสูงถึง 14,611 ล้านดอลลาร์สหรัฐ. และขยายตัวได้สูงกว่าร้อยละ 24 แม้จะชะลอลงจากร้อยละ 27.9 ในช่วงไตรมาส 3 โดยสินค้าหมวดสำคัญต่างขยายตัวได้ในเกณฑ์ดี ไม่ว่าจะเป็นสินค้าเกษตร อุตสาหกรรม และประมง นอกจากนี้ ราคาสินค้าส่งออกของไทยยังสูงขึ้นต่อเนื่องจากเดือนก่อน เป็นสัญญาณที่ดีว่าผู้ประกอบการไทยเริ่มมีอำนาจต่อรองในการเพิ่มราคาขายในรูปดอลลาร์ได้มากขึ้น ขณะที่ด้านการนำเข้า ซึ่งมีมูลค่ารวม 12,647 ล้านดอลลาร์สหรัฐ. ขยายตัวร้อยละ 17.1 ชะลอลงจากร้อยละ 22.2 ในช่วงเดียวกันของปีก่อนที่มีการนำเข้าเครื่องบิน 3 ลำ อย่างไรก็ตาม สินค้าหมวดอื่นๆ อาทิ สินค้าอุปโภคบริโภค ยานพาหนะและชิ้นส่วน รวมทั้งน้ำมัน ล้วนขยายตัวสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับเดือนก่อน โดยขยายตัวถึงร้อยละ 36.2, 34.5 และ 52.2 ตามลำดับ ซึ่งสะท้อนว่าอุปสงค์ในประเทศมีแนวโน้มฟื้นตัว

ตารางที่ 4.1 ภาวะการส่งออกของประเทศไทยเปรียบเทียบ ปี 2006-2007

Export Growth (in terms of US\$)								
Oct 2007 = \$ 14.5 Bn (27.9%) Nov 2007 = \$ 14.6 Bn (24.5%)								
%YoY	2006	2007						
		Q1	Q2	H1	Q3	Oct	Nov	Jan- Nov
Agriculture	30.5	14.2	17.6	15.9	2.6	28.1	23.3	13.8
Fishery	13.1	20.6	15.8	18.0	4.5	6.7	9.2	11.7
Manufacturing	16.1	18.8	18.4	18.6	13.8	29.2	27.4	19.1
Labor	6.8	6.9	3.5	5.2	26.6	52.0	38.2	18.8
High – tech	17.8	18.6	18.4	18.5	12.0	27.4	24.9	18.1
Resource	13.8	26.4	26.6	26.5	13.8	22.3	20.1	21.7
Total	17.0	17.9	18.0	17.9	12.6	27.9	24.5	18.0
Price	5.2	4.7	5.1	4.9	4.5	7.3	9.3	5.4
Quantity	11.2	12.7	12.2	12.5	7.8	19.1	13.9	12.0

ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (2551)



ตารางที่ 4.2 ภาวะการนำเข้าของประเทศไทยเปรียบเทียบกับ ปี 2006-2007

Import Growth (in terms of US\$)								
Oct 2007 = \$ 13.0 Bn (22.2%) Nov 2007 = \$ 12.6 Bn (17.1%)								
%YoY	2006	2007						
		Q1	Q2	H1	Q3	Oct	Nov	Jan-Nov
Consumer	15.3	7.2	9.7	8.5	10.3	35.1	36.2	14.0
Raw material	5.7	15.3	12.2	13.7	13.4	24.6	23.7	15.5
Capital	5.5	-1.7	7.5	3.0	9.3	29.5	-10.2	5.6
Vehicles & parts	-5.8	2.0	17.9	9.9	22.2	34.1	34.5	17.9
Oil	20.3	-4.0	-2.9	-3.4	-3.3	9.1	52.2	2.0
Total	7.9	5.9	7.3	6.7	8.4	22.2	17.1	9.5
Price	6.5	3.4	3.4	3.4	4.1	8.6	10.7	4.7
Quantity	1.4	2.4	3.8	3.2	4.1	12.5	5.8	4.6

ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (2551)

#### ภาวะเศรษฐกิจปี 2551 ไตรมาสที่ 1

เศรษฐกิจไทยในไตรมาสแรกปี 2551 ขยายตัวร้อยละ 6.0 สูงกว่าการขยายตัวเฉลี่ยร้อยละ 4.8 ในปี 2550 และการขยายตัวเริ่มมีความสมดุลมากขึ้น จากการฟื้นตัวของการใช้จ่ายและการลงทุนภาคเอกชนที่มีความชัดเจนมากขึ้นในขณะที่การส่งออกสุทธิสนับสนุนการขยายตัวได้น้อยลงอันเป็นผลจากการที่ปริมาณการนำเข้าเพิ่มขึ้นเร็วกว่าปริมาณการส่งออก ในไตรมาสแรกการเบิกจ่ายงบลงทุนรัฐวิสาหกิจเพิ่มขึ้น แต่การเบิกจ่ายรัฐบาลต่ำกว่าช่วงเดียวกันของปี 2550 ซึ่งเป็นช่วงที่เพิ่งประกาศใช้พระราชบัญญัติงบประมาณ 2550 จึงมีการเบิกจ่ายส่วนที่ค้างมาจากความล่าช้าของพ.ร.บ. งบประมาณปี 2550

ภาพรวมเศรษฐกิจยังมีเสถียรภาพแต่แรงกดดันเงินเพื่อเพิ่มมากขึ้นมาก ในไตรมาสแรกอัตราเงินเฟ้อทั่วไปเท่ากับร้อยละ 5.0 สูงขึ้นมากจากร้อยละ 2.9 ในไตรมาสที่สี่ปี 2550 ดุลบัญชีเดินสะพัดเกินดุล 3,068 ล้านดอลลาร์ สรอ. ต่ำกว่าการเกินดุล 4,689 ล้านดอลลาร์ในไตรมาสแรกปี 2550 และอัตราการว่างงานเฉลี่ยเท่ากับร้อยละ 1.6

อัตราดอกเบี้ย ณ ราคาตลาดในตลาดเงินทรงตัว แต่อัตราดอกเบี้ยแท้จริงลดลงเนื่องจากเงินเฟ้อที่สูงขึ้น สินเชื่อเร่งตัวมากขึ้น ในขณะที่เงินฝากยังอยู่ในช่วงชะลอตัว ทำให้สภาพ

คล่องเริ่มลดลง แต่โดยรวมสภาพคล่องยังอยู่ในระดับสูง ค่าเงินบาทแข็งค่าขึ้นเมื่อเทียบกับเงินดอลลาร์ สรอ. แต่ดัชนีค่าเงินบาทที่แท้จริงอ่อนค่าลง ดัชนีราคาตลาดหลักทรัพย์โดยเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้นแม้ว่าจะมีความผันผวนเป็นช่วง ๆ ตามการเคลื่อนย้ายเงินทุนของนักลงทุนต่างชาติ

ฐานะการคลังขาดดุลงบประมาณและขาดดุลเงินสดต่อเนื่องจากไตรมาสที่แล้ว ซึ่งเป็นไปตามการดำเนินนโยบายการคลังแบบขาดดุลเพื่อกระตุ้นเศรษฐกิจ สัดส่วนหนี้สาธารณะต่อ GDP ณ สิ้นเดือนกุมภาพันธ์ 2551 เท่ากับร้อยละ 36.35 ลดลงเล็กน้อยจากร้อยละ 37.97 ณ สิ้นปี 2550

ปัจจัยสนับสนุนการขยายตัวของเศรษฐกิจในไตรมาสแรก ประกอบด้วย การปรับเพิ่มเงินเดือนและค่าจ้างขั้นต่ำรายได้เกษตรกรเพิ่มขึ้นจากการเพิ่มขึ้นของราคาสินค้าเกษตรเศรษฐกิจของประเทศคู่ค้าสำคัญของไทยยังขยายตัวดีและสนับสนุนการส่งออกของไทย อัตราดอกเบี้ยต่ำลง และความเชื่อมั่นผู้บริโภคและภาคธุรกิจเริ่มดีขึ้นตั้งแต่ช่วงปลายปีที่แล้ว

ในปี 2551 คาดว่าเศรษฐกิจไทยจะขยายตัวร้อยละ 4.5 - 5.5 เท่าที่คาดการณ์ไว้เดิม แม้ว่าราคาน้ำมันและอัตราเงินเฟ้อจะสูงขึ้น เนื่องจากเศรษฐกิจไตรมาสแรกขยายตัวสูง จากการใช้จ่ายและการลงทุนเอกชนฟื้นตัวเร็วกว่าที่คาดไว้เดิม ในขณะที่การส่งออกสินค้าและบริการยังขยายตัวได้ดีกว่าที่คาดไว้เช่นกัน มาตรการของรัฐบาลเพื่อสนับสนุนการฟื้นตัวของการใช้จ่ายและการลงทุนภาคเอกชนให้ต่อเนื่องในระยะต่อไปรวมทั้งการบรรเทาผลกระทบจากราคาน้ำมันและภาวะเงินเฟ้อสูง ประกอบด้วย การดำเนินมาตรการด้านภาษี เพื่อกระตุ้นการใช้จ่ายและการลงทุน การวาง เป้าหมายการขยายสินเชื่อ SMEs และกลุ่มผู้มีรายได้น้อย การปรับเพิ่มเงินเดือนข้าราชการขั้นผู้น้อย และการปรับเพิ่มค่าแรงขั้นต่ำ และปัจจัยสนับสนุนการขยายตัวทางเศรษฐกิจ อื่น ๆ ได้แก่ การดำเนินนโยบายงบประมาณขาดดุลและการดำเนินนโยบายเร่งด่วนเพื่อสร้างความเข้มแข็งของเศรษฐกิจ อัตราดอกเบี้ยต่ำ และอัตราการว่างงานต่ำ

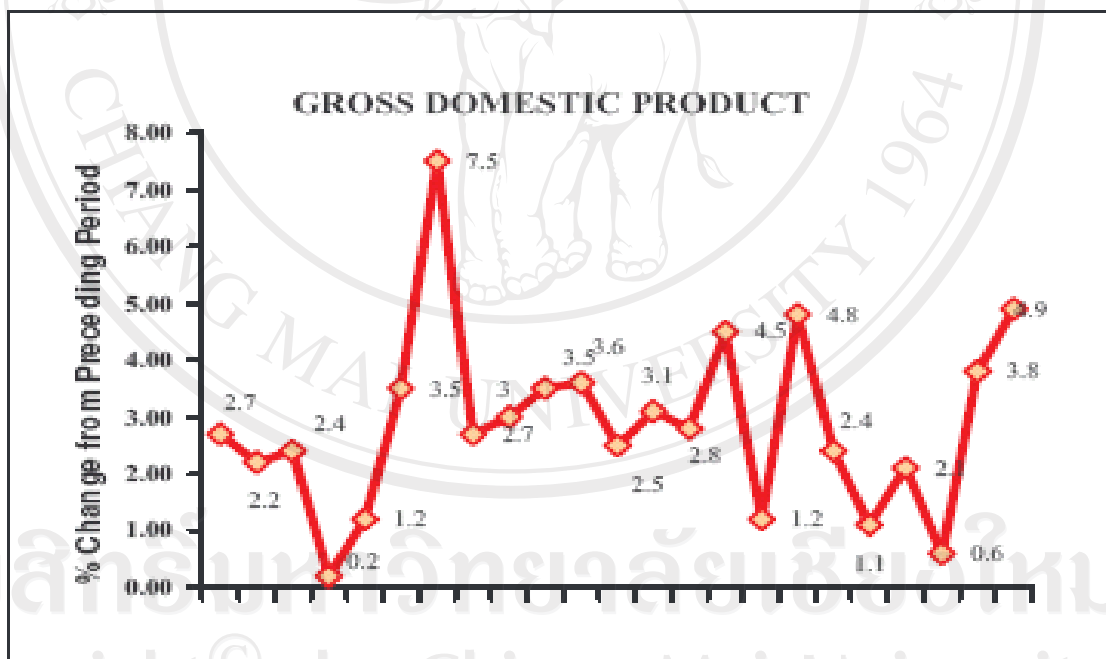
ประเด็นความเสี่ยงที่ต้องมีการบริหารจัดการ ประกอบด้วยภาวะเงินเฟ้อและผลกระทบโดยเฉพาะกลุ่มเร่งด่วนซึ่งคาดว่าอัตราเงินเฟ้อทั้งปีจะสูงร้อยละ 5.3 - 5.8 เนื่องจากราคาน้ำมัน ราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ราคาอาหาร และราคาวัตถุดิบ สูงขึ้น ในขณะที่เงินบาทเริ่มมีสัญญาณอ่อนลงผลกระทบจากการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลกต่อการส่งออกและการเกินดุลบัญชีเดินสะพัดลดลง ซึ่งคาดว่าจะเกินดุลประมาณร้อยละ 2.0 ของ GDP และประสิทธิภาพการใช้พลังงานซึ่งจำเป็นต้องส่งเสริมให้เพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

### ภาวะเศรษฐกิจโลกปี 2550

ภาพรวมเศรษฐกิจโลกในปี 2550 ยังมีทิศทางชะลอตัวต่อเนื่อง พิจารณาจากดัชนี Global Purching Manager Index : PMI ของ JP Morgan ซึ่งเป็นดัชนีชี้วัดผลผลิตของโลก ในช่วงเดือนธันวาคมยังคงลดลงจากระดับ 54.0 ในเดือนก่อน มาอยู่ที่ระดับ 53.5 โดยดัชนีภาคอุตสาหกรรมและภาคบริการต่างปรับตัวลดลง จากระดับ 53.4 และ 54.2 ในเดือนก่อน มาอยู่ที่ระดับ 52.2 และ 53.8 ตามลำดับ

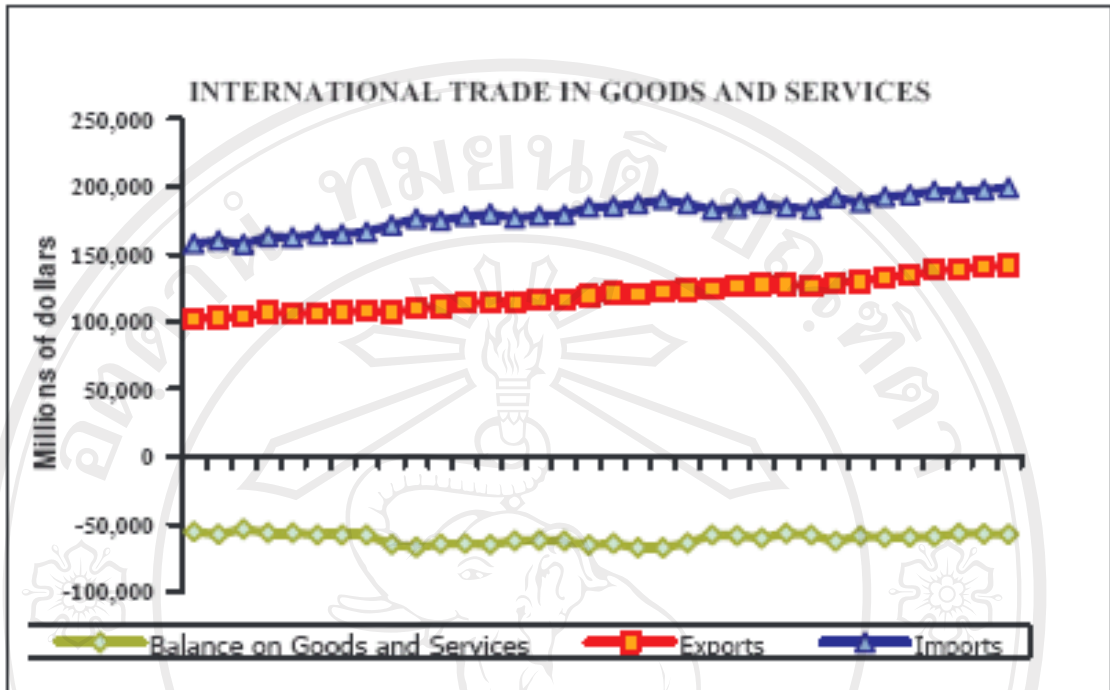
OPEC เชื่อว่าราคาน้ำมันในปี 2551 จะปรับตัวขึ้นต่อเนื่องจากช่วงสิ้นปี 2550 แม้ว่าอุปสงค์ในตลาดโลกที่มีสูง แต่อุปทานที่มีอยู่ในปัจจุบันยังคงเพียงพอ อย่างไรก็ตาม หากอุปสงค์เพิ่มขึ้น ก็มีความเป็นไปได้ที่กลุ่ม OPEC อาจตัดสินใจเพิ่มปริมาณการผลิตให้มากขึ้นในการประชุมเดือน กุมภาพันธ์ 2551

รูปที่ 4.3 ดัชนีชี้วัดผลผลิตของโลก



ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (2550)

รูปที่ 4.4 ดัชนีภาคอุตสาหกรรมและบริการ



ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ กิมเอง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (2550)

4.1.2 การวิเคราะห์อุตสาหกรรม

1) อุปสงค์พลังงาน

ความต้องการใช้พลังงานเชิงพาณิชย์ขั้นต้น ของไทยในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2550 อยู่ที่ระดับ 1,598 เทียบเท่าพันบาร์เรลน้ำมันดิบต่อวัน เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนร้อยละ 3.1 โดยความต้องการใช้ก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้นร้อยละ 8.7 ถ่านหินนำเข้าเพิ่มขึ้นร้อยละ 33.2 ไฟฟ้าพลังน้ำและไฟฟ้านำเข้าเพิ่มขึ้นร้อยละ 9.7 ในขณะที่ความต้องการใช้ถ่านหินในถลลดร้อยละ 14.2 เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีที่แล้ว และความต้องการใช้น้ำมันลดลงร้อยละ 4.3 เมื่อเทียบกับช่วงเดียวกันของปีที่แล้วเนื่องจากราคาน้ำมันยังคงทรงตัวในระดับสูง

ตารางที่ 4.3 สัดส่วนการใช้พลังงานเชิงพาณิชย์ ช่วง 6 เดือนแรกของปี 2550

การใช้พลังงาน	สัดส่วน(%)
น้ำมัน	42
ก๊าซธรรมชาติ	38
ถ่านหิน/ถ่านหิน	17
พลังน้ำ/ไฟฟ้านำเข้า	3

ที่มา : สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (2550)

## 2) อุปทานพลังงาน

การผลิตพลังงานเชิงพาณิชย์ขั้นต้น ในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2550 อยู่ระดับ 796 เทียบเท่าพันบาร์เรลน้ำมันดิบต่อวัน เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนร้อยละ 3.2 โดยการผลิตก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้นร้อยละ 6.4 การผลิตน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.4 การผลิตไฟฟ้าพลังน้ำเพิ่มขึ้นร้อยละ 14.4 และการผลิตคอนเดนเสทเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.3 ในขณะที่การผลิตถิกไนต์ลดลงร้อยละ 8.8

การนำเข้า(สุทธิ) พลังงานเชิงพาณิชย์ขั้นต้นอยู่ที่ระดับ 992 เทียบเท่าพันบาร์เรลน้ำมันดิบต่อวัน ลดลงจากช่วงเดียวกันของปี 2549 ร้อยละ 0.2 โดยการนำเข้าถ่านหินเพิ่มขึ้นร้อยละ 27.5 และก๊าซธรรมชาตินำเข้าเพิ่มขึ้นร้อยละ 15.9 ในขณะที่การนำเข้าน้ำมันดิบ ซึ่งเป็นสัดส่วนมากที่สุดคิดเป็นร้อยละ 76 ของปริมาณการนำเข้าสุทธิทั้งหมดมีการนำเข้าลดลงร้อยละ 1.8 และการนำเข้าไฟฟ้าจากประเทศลาวและมาเลเซียลดลงร้อยละ 10.1 ส่วนการส่งออกน้ำมันสำเร็จรูปเพิ่มขึ้นร้อยละ 81.6 อัตราการพึ่งพาพลังงานจากต่างประเทศต่อความต้องการใช้อยู่ที่ร้อยละ 62 ลดลงจากช่วงเดียวกันของปี 2549 ซึ่งอยู่ที่ระดับร้อยละ 64

ตารางที่ 4.4 การใช้ การผลิต และการนำเข้าพลังงานเชิงพาณิชย์ขั้นต้น<sup>1</sup>

หน่วย : เทียบเท่าพันบาร์เรลน้ำมันดิบ/วัน

	2549	2550 (ม.ค. – มิ.ย.)	เปลี่ยนแปลง%(ม.ค. – มิ.ย.)	
			2549	2550
การใช้ <sup>2</sup>	1,539.9	1,597.9	-0.6	3.1
การผลิต	765.1	796.1	5.8	3.2
การนำเข้า (สุทธิ)	971.4	992.1	-5.9	-0.2
การเปลี่ยนแปลงสต็อก	-17.7	-28.8	-	-
การใช้ที่ไม่เป็นพลังงาน	214.3	219.1	-4.1	1.9
การนำเข้า/การใช้ (%)	63	62	-	-

ที่มา : สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (2550)

หมายเหตุ <sup>1</sup> พลังงานเชิงพาณิชย์ ประกอบด้วย น้ำมันดิบ ก๊าซธรรมชาติ คอนเดนเสท ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป ไฟฟ้าจากพลังน้ำ และถ่านหิน/ถิกไนต์

<sup>2</sup> การใช้ไม่รวมการเปลี่ยนแปลงสต็อก และการใช้ที่ไม่เป็นพลังงาน(Non Energy use) ได้แก่ การใช้ขางมะตอย NGL Condensate LPG และ Naphtha เป็นวัตถุดิบในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี

การใช้พลังงานเชิงพาณิชย์ขั้นสุดท้าย ในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2550 อยู่ที่ 1,090 เทียบเท่าพันบาร์เรลน้ำมันดิบต่อวัน เพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อนร้อยละ 2.4 การใช้พลังงานเกือบทุกชนิดเพิ่มขึ้น กล่าวคือการใช้้ำมันสำเร็จรูปเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.7 การใช้ก๊าซธรรมชาติเพิ่มขึ้น

ร้อยละ 25.5 การใช้อ่านหินนำเข้าเพิ่มขึ้นร้อยละ 1.0 และการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นร้อยละ 4.8 ในขณะที่การใช้ถ่านหินลดลงร้อยละ 34.1

#### ตารางที่ 4.5 การใช้พลังงานเชิงพาณิชย์ขั้นสุดท้าย

หน่วย : เทียบเท่าพันบาร์เรลน้ำมันดิบ/วัน

	2547	2548	2549	2550 (ม.ค.-มิ.ย.)
<b>การใช้</b>	<b>1,021</b>	<b>1,046</b>	<b>1,048</b>	<b>1,090</b>
น้ำมันสำเร็จรูป	661	654	637	665
ก๊าซธรรมชาติ	54	55	59	72
ถ่านหินนำเข้า	67	81	100	98
ถ่านหิน	37	42	29	22
ไฟฟ้า	202	214	223	232
<b>อัตราการเปลี่ยนแปลง (%)</b>				
<b>การใช้</b>	<b>9.8</b>	<b>2.5</b>	<b>0.2</b>	<b>2.4</b>
น้ำมันสำเร็จรูป	8.1	-1.2	-2.6	1.7
ก๊าซธรรมชาติ	17.5	2.2	7.1	25.5
ถ่านหินนำเข้า	9.3	21.6	22.9	10
ถ่านหิน	54	13.5	-31.3	34.1
ไฟฟ้า	7.1	5.9	4.5	4.8

ที่มา : สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (2550)

### 3) มูลค่าการนำเข้าพลังงาน

การนำเข้าพลังงานในช่วง 6 เดือนแรกของปี 2550 มีมูลค่าการนำเข้าทั้งหมด 400 พันล้านบาท ลดลงจากช่วงเดียวกันของปีที่แล้วร้อยละ 13.0 โดยมูลค่าการนำเข้าน้ำมันและไฟฟ้าลดลง ขณะที่การนำเข้าก๊าซธรรมชาติและถ่านหินเพิ่มขึ้น ทั้งนี้มูลค่าการนำเข้าน้ำมันดิบมีสัดส่วนสูงสุดที่สุดคิดเป็นร้อยละ 80 ของมูลค่าการนำเข้าทั้งหมดอยู่ที่ระดับ 322 พันล้านบาท ลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อนร้อยละ 2.8 และราคาน้ำมันดิบที่ลดลงร้อยละ 3.2 น้ำมันสำเร็จรูปมีมูลค่าการนำเข้า 21 พันล้านบาท ลดลงจากช่วงเดียวกันของปีก่อนร้อยละ 36.4 เนื่องจากปริมาณที่ลดลงจาก 35 พันบาร์เรลต่อวันมาอยู่ที่ 18 พันบาร์เรลต่อวัน และราคาที่สูงขึ้นจาก 65 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล มาอยู่ที่ 74 เหรียญสหรัฐต่อบาร์เรล ไฟฟ้านำเข้ามีมูลค่าการนำเข้า 3 พันล้านบาท มูลค่า

การนำเข้าลดลงร้อยละ 8.3 โดยมีปริมาณการนำเข้าลดลงจาก 2,335 กิกะวัตต์ชั่วโมง มาอยู่ที่ระดับ 2,099 กิกะวัตต์ ในช่วง 6 เดือนแรกของปีนี้

ก๊าซธรรมชาติมีมูลค่าการนำเข้า 39 พันล้านบาทเพิ่มขึ้นจากช่วงเดียวกันของปีก่อน ร้อยละ 4.2 เพิ่มขึ้นจาก 853 ล้านดอลลาร์ฟุตต่อวัน มาอยู่ที่ระดับ 901 ล้านดอลลาร์ฟุตต่อวัน และ ถ่านหินมีมูลค่าการนำเข้า 15 พันล้านบาท เพิ่มขึ้นร้อยละ 63.5 โดยปริมาณเพิ่มขึ้นจาก 5 ล้านตัน มาอยู่ที่ระดับ 7 ล้านตัน

ตารางที่ 4.6 มูลค่าการนำเข้าพลังงาน

หน่วย : พันล้านบาท

ชนิด	2549	2550 (ม.ค.-มิ.ย.)	2550 (ม.ค.-มิ.ย.)	
			การเปลี่ยนแปลง(%)	สัดส่วน (%)
น้ำมันดิบ	754	322	-14.6	80
น้ำมันสำเร็จรูป	60	22	-36.4	6
ก๊าซธรรมชาติ	78	39	4.2	10
ถ่านหิน	19	15	63.5	4
ไฟฟ้า	8	3	-10.5	1
รวม	919	400	-13.0	100

ที่มา : สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (2550)

#### 4) แนวโน้มสถานการณ์น้ำมันปี 2551

เนื่องจากราคาน้ำมันที่สูง ได้รับการกระตุ้นจากปัจจัยพื้นฐานและมีแนวโน้มที่จะทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อไปอีก ทั้งนี้สาเหตุหลักๆ คือ อุปสงค์น้ำมันในตลาดโลกยังคงมีอัตราการขยายตัวสูงอยู่ถึงแม้ว่าราคาปรับตัวสูงขึ้น อุปทานจากกลุ่มประเทศนอกโอเปคปรับตัวเพิ่มขึ้น

#### 5) อุตสาหกรรมน้ำมันของโลก ปี 2550

สถานการณ์อุตสาหกรรมพลังงานโลกในช่วงหลายเดือนที่ผ่านมา เต็มไปด้วยความคุกรุ่นและตึงเครียดรุนแรงจากปัจจัยด้านราคาที่พุ่งทะยานต่อเนื่อง สร้างแรงกดดันต่อประเทศต่างๆ โดยเฉพาะประเทศผู้นำเข้าน้ำมันต้องเผชิญปัญหาต้นทุนพลังงานที่เพิ่มขึ้น

รูปที่ 4.5 ราคาน้ำมัน Wti Cush Fob Cushing Us USD/BBL



ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ กิมเอง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) (2550)

#### 6) คู่แข่งขันในกลุ่มอุตสาหกรรม

บริษัทโรงกลั่นน้ำมันระยองจำกัด (มหาชน); RRC ประเภทกิจการและลักษณะการดำเนินงานธุรกิจหลัก บริษัทฯ เป็นผู้กลั่นน้ำมันและจัดหาผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปชั้นนำรายหนึ่งของประเทศไทยโดยบริษัทฯ เชื่อว่าบริษัทฯ เป็นเจ้าของและเป็นผู้ดำเนินการ (โดยผ่านทางบริษัท อัลตราแอนซ์ รีไฟน์นิ่ง จำกัด (ARC)) โรงกลั่นน้ำมันแบบ Complex ที่ทันสมัยที่สุดและมีประสิทธิภาพในการใช้พลังงาน (Energy Efficient) ที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศและในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้ ณ วันที่ 31 ธันวาคม 2547 โรงกลั่นน้ำมันของบริษัทฯ มีกำลังการผลิตติดตั้ง (Nameplate Capacity) เพื่อกลั่นน้ำมันดิบจำนวน 145,000 บาร์เรลต่อวัน รายได้หลักของบริษัทฯ มาจากการกลั่นปิโตรเลียม โดยบริษัทฯ สามารถจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปคุณภาพสูงได้หลายประเภท ซึ่งรวมถึง (1) น้ำมันสำเร็จรูปชนิดเบา ประกอบด้วย ก๊าซปิโตรเลียมเหลว แนฟทาชนิดเบา โพรไพลีน รีฟอร์มเมต และน้ำมันเบนซิน (2) น้ำมันสำเร็จรูปกึ่งหนักกึ่งเบา ซึ่งประกอบด้วยน้ำมันอากาศยาน และน้ำมันดีเซล (3) น้ำมันสำเร็จรูปชนิดหนัก ซึ่งประกอบด้วยน้ำมันเตา และยางมะตอยโดยบริษัทฯ ได้จัดผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปของบริษัทฯ ออกเป็นผลิตภัณฑ์หลักของผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูป ซึ่งรวมถึง ก๊าซปิโตรเลียมเหลว น้ำมันเบนซิน น้ำมันดีเซล น้ำมันอากาศยาน และน้ำมันเตา และผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปชนิดพิเศษ Specialty Refined Petroleum Product ซึ่งรวมถึง รีฟอร์มเมต แนฟทาชนิดเบา และโพรไพลีน



**บริษัท บางจากปิโตรเลียม จำกัด (มหาชน); BCP** ธุรกิจหลัก/ผลิตภัณฑ์หลัก บริษัทดำเนินธุรกิจกลั่นน้ำมัน นำเข้าน้ำมันสำเร็จรูปและจำหน่ายผลิตภัณฑ์ น้ำมันเชื้อเพลิงและไม่ใช่เชื้อเพลิง (ผลิตภัณฑ์พลอยได้) อื่นๆ ที่ได้จากการกลั่นน้ำมัน ทั้งในระบบขายส่งและขายปลีก ผลิตภัณฑ์น้ำมันเชื้อเพลิง ได้แก่ น้ำมันเบนซินไร้สารตะกั่ว/พิเศษ/ธรรมดา น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินไอพ่น น้ำมันก๊าด น้ำมันดีเซลหมุนเร็ว น้ำมันเตา สำหรับผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่น้ำมันเชื้อเพลิง (ผลิตภัณฑ์พลอยได้) ได้แก่ สารละลายเคมีภัณฑ์ 400 น้ำมันหล่อลื่นและสารกำมะถัน โดยมีสัดส่วนการจำหน่ายผลิตภัณฑ์น้ำมันเชื้อเพลิง : ผลิตภัณฑ์ที่ไม่ใช่น้ำมันเชื้อเพลิง เท่ากับ 90 : 3 ปัจจุบันบริษัทมีส่วนแบ่งตลาดประมาณร้อยละ 20 ของมูลค่าการจำหน่ายน้ำมันสำเร็จรูปในประเทศ แต่โดยขนาดของธุรกิจของ BCP จะมีขนาดเล็กกว่า RRC และ TOP ดังนั้นเราจึงไม่นำ BCP มาเป็นคู่แข่งชั้นของธุรกิจการกลั่นน้ำมัน

**ตารางที่ 4.7** มูลค่าหุ้นจดทะเบียน

	TOP	RRC	BCP
จำนวนหุ้นจดทะเบียนกับกระทรวงพาณิชย์ (หุ้น)	2,040,027,904	2,924,382,720	1,531,643,520
จำนวนหุ้นจดทะเบียนกับตลาดหลักทรัพย์ (หุ้น)	2,040,027,904	2,866,382,592	1,119,132,032
จำนวนหุ้นที่เรียกชำระแล้ว (หุ้น)	2,040,027,904	2,866,382,592	1,119,132,032
มูลค่าที่ตราไว้ (บาท)	10	10	1

ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (2551)

**ตารางที่ 4.8** ข้อมูลหลักทรัพย์

Symbol	Par Value	MKT CAP MnBht	P/E Ratio	P/BOOK Value	DIV YIELD
SECTOR		2,128,001	10.06	2.24	3.79
TOP	10.00	106,081	6.41	1.48	8.65
PTTAR (RRC)	10.00	68,163	4.54	3.98	1.61

ที่มา: บริษัท หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (2551)

จากข้อมูลที่ได้มา สังเกตได้ว่า ค่า P/E Ratio ของหลักทรัพย์ TOP เท่ากับ 6.67 ถือว่าอยู่ในเกณฑ์ปกติ และยังมีค่าต่ำกว่าค่า P/E ของกลุ่มพลังงานซึ่งเท่ากับ 10.06 แต่ในหลักทรัพย์ PTTAR หรือ RRC เดิม มีค่า P/E เท่ากับ 4.64 นั้นแสดงถึงราคาที่ยังค่อนข้างต่ำเมื่อเทียบกับกำไรของบริษัท แต่ในส่วนของหลักทรัพย์ TOP ได้มีการจ่ายเงินปันผลที่ประมาณ 7.96% ซึ่งถือว่าเป็นผลตอบแทนที่น่าพอใจรวมถึงผลตอบแทนจากราคาหลักทรัพย์ที่เพิ่มขึ้นด้วย

#### 4.1.3 การวิเคราะห์บริษัท

##### 1) ข้อมูลจำเพาะของบริษัทไทยออยล์ จำกัด(มหาชน)

บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันประเภท Complex Refinery ที่มีกระบวนการผลิต ที่ทันสมัย และเชื่อมโยงกับหน่วยผลิตปิโตรเคมีที่เกี่ยวข้องเพื่อผลิตและจำหน่าย น้ำมันปิโตรเลียมสำเร็จรูป ป้อนตลาดในประเทศเป็นส่วนใหญ่ โดยมีการขยายการลงทุนให้ครอบคลุมการผลิต ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน รวมถึงการลงทุนในธุรกิจไฟฟ้า ตลอดจนธุรกิจขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและปิโตรเคมีทางเรือ และธุรกิจขนส่งผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปทางท่อ โดยมีที่ตั้งอยู่ที่ เลขที่ 123 อาคารชั้นทาวเวอร์ส บี ชั้น 16 ถนนวิภาวดีรังสิต แขวงจอมพล เขตจตุจักร กรุงเทพฯ 10900 โทรศัพท์ 02-2990000 <http://www.thaioil.co.th>

##### 2) ความเป็นมาและพัฒนาการที่สำคัญ

บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ประกอบธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันปิโตรเลียมเพื่อจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูป ที่ใหญ่ที่สุดในประเทศ โดยโรงกลั่นน้ำมันของบริษัทฯ ซึ่งตั้งอยู่ที่อำเภอศรีราชา จังหวัดชลบุรี เป็นโรงกลั่นที่มีประสิทธิภาพสูงสุดแห่งหนึ่งในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกปัจจุบันบริษัทฯ มีกำลังการกลั่นน้ำมันปิโตรเลียม ประมาณ 220,000 บาร์เรลต่อวัน คิดเป็นประมาณร้อยละ 21 ของกำลังการกลั่นน้ำมันปิโตรเลียมทั้งหมดในประเทศ นอกจากนี้ บริษัทฯ ยังประกอบธุรกิจอื่นผ่านการถือหุ้นในบริษัทต่างๆ ซึ่งประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้า ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน ธุรกิจการผลิตพาราไซลีน และธุรกิจขนส่งน้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี

**พ.ศ.2504** บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) ได้จัดตั้งขึ้น โดยได้เข้าทำสัญญาจัดสร้าง และประกอบกิจการ โรงกลั่นน้ำมันที่อำเภอศรีราชาในรูปแบบการสร้าง-บริหาร-โอน (Build-Operate-Transfer : BOT) เป็นระยะเวลาสี่ปีจากกระทรวงอุตสาหกรรม

**พ.ศ.2507** บริษัทฯ เริ่มดำเนินกิจการ โรงกลั่นน้ำมัน เมื่อการก่อสร้างโรงกลั่นน้ำมันหน่วยแรก (TOC-1) แล้วเสร็จ ด้วยกำลังการกลั่นน้ำมันดิบจำนวน 35,000 บาร์เรลต่อวัน พร้อมใช้หน่วยแตกโมเลกุล ด้วยสารเร่งปฏิกิริยา (Fluidized Catalytic Cracking Unit)

**พ.ศ.2510** บริษัทฯ ได้รับอนุมัติจากรัฐบาลในการขยายโรงกลั่นน้ำมัน

**พ.ศ.2513** บริษัทฯ สามารถเพิ่มกำลังการกลั่นน้ำมันอีก 30,000 บาร์เรลต่อวัน โดยการสร้างโรงกลั่นน้ำมันหน่วยที่สอง (TOC-2) พร้อมหน่วยแตกโมเลกุลด้วยความร้อน (Thermal Cracking Unit) ทำให้บริษัทฯ มีกำลังการกลั่นน้ำมันรวมทั้งสิ้น 65,000 บาร์เรลต่อวัน

**พ.ศ.2524** ครอบอายุของสัมปทานใน ในวันที่ 18 กันยายน 2524 บริษัทฯ ได้ทำการโอนคืนทรัพย์สินของบริษัทฯ ซึ่งได้แก่กรรมสิทธิ์ในที่ดินและโรงกลั่นน้ำมัน TOC-1 และ TOC-2 ให้แก่กระทรวงอุตสาหกรรม ตามเงื่อนไขในสัญญาจัดสร้างและประกอบกิจการ ในปีเดียวกันนี้เองรัฐบาลได้ตัดสินใจที่จะขยายกิจการการกลั่นน้ำมัน และดำเนินกิจการดังกล่าว โดยการเข้าร่วมถือหุ้นในบริษัทฯ ในอัตราร้อยละ 49 ในนามของหน่วยงานน้ำมันของภาครัฐ ซึ่งต่อมาเปลี่ยนเป็น บมจ. ปตท. ส่วนโครงสร้างผู้ถือหุ้นของบริษัทฯ ในขณะนั้น ได้แก่ บริษัท เชลล์ ปีโตรเลียม เอ็น.วี. (Shell Petroleum N.V.) ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 15 บริษัท คาลเท็กซ์ เทรคคิง แอนด์ ทรานสปอร์ต เติชั่น คอร์ปอเรชั่น (Caltex Trading & Transportation Corporation) ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 5 สำนักงานทรัพย์สินส่วนพระมหากษัตริย์ ถือหุ้นในอัตราร้อยละ 2 และผู้ถือหุ้นเดิมและผู้ถือหุ้นเอกชนรายย่อยอื่น ๆ ถือหุ้นรวมกันในอัตราร้อยละ 29 และจากนั้นบริษัทฯ ได้ขอเช่าที่ดิน และโรงกลั่นน้ำมันจากกระทรวงอุตสาหกรรม

**พ.ศ.2532** หลังจากที่บริษัทฯ ได้ทำการติดตั้งหน่วยแตกโมเลกุล ด้วยสารเร่งปฏิกิริยาโดยใช้ไฮโดรเจนร่วม (Hydrocracking Complex) และหน่วยผลิตอื่น ๆ แล้ว ทำให้บริษัทฯ มีกำลังการกลั่นน้ำมันเพิ่มขึ้น จาก 65,000 บาร์เรลต่อวันเป็น 90,000 บาร์เรลต่อวัน

**พ.ศ.2535** วันที่ 11 กันยายน บริษัทฯ ได้ทำการซื้อทรัพย์สินโรงกลั่นน้ำมันทั้งหมดที่บริษัทฯ เช่าอยู่ คือโรงกลั่นน้ำมัน TOC-1 และ TOC-2 จากกระทรวงอุตสาหกรรม และได้เข้าทำสัญญาเช่าที่ดินจากกรมธนารักษ์เป็นระยะเวลา 30 ปี สิ้นสุดวันที่ 10 กันยายน 2565

**พ.ศ.2536** ภายหลังจากการขยายกิจการโรงกลั่นน้ำมันครั้งที่ 2 เป็นที่เรียบร้อย โรงกลั่นน้ำมันของบริษัทฯ กลายเป็นโรงกลั่นน้ำมันเดี่ยว (Single-Site) ที่ใหญ่ที่สุด และเป็นโรงกลั่นน้ำมันแบบคอมเพล็กซ์ (Complex Refinery) ที่ดีที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศ ด้วยกำลังการกลั่นน้ำมันดิบถึง 190,000 บาร์เรลต่อวัน โดยมีหน่วยเพิ่มออกเทนด้วยสารเร่งปฏิกิริยา (Continuous Catalyst Regeneration Platformer) จำนวน 2 หน่วย และหน่วยเปลี่ยนแปลงสภาพโมเลกุล (Conversion Unit) ที่สำคัญจำนวน 3 หน่วย เพื่อช่วยยกระดับคุณภาพของผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ซึ่งได้แก่ หน่วยแตกโมเลกุลด้วยสารเร่งปฏิกิริยาโดยใช้ไฮโดรเจนร่วม (Hydrocracking Unit) หน่วยแตกโมเลกุลด้วยสารเร่งปฏิกิริยา (Fluidized Catalytic Cracking Unit) และหน่วยแตกโมเลกุลด้วยความร้อน (Thermal Cracking Unit)

**พ.ศ.2537** นอกจากนี้ บริษัทฯ ได้เพิ่มกำลังการผลิตของหน่วยกลั่นน้ำมันดิบ (Crude Distillation Unit) ให้มีกำลังการกลั่นน้ำมันอีก 15,000 ต่อดังนั้น ภายหลังจากที่บริษัทฯ ได้ติดตั้งหน่วยแตกโมเลกุลด้วยสารเร่งปฏิกิริยาโดยใช้ไฮโดรเจนร่วม (Hydrocracking Complex) หน่วยที่สองและหน่วยผลิตอื่น ๆ เป็นที่เรียบร้อยแล้ว ทำให้กำลังการกลั่นน้ำมันดิบ ซึ่งรวมกระบวนการกลั่นวัตถุดิบชั้นกลางของบริษัทฯ เพิ่มขึ้นจาก 205,000 บาร์เรลต่อวัน เป็น 220,000 บาร์เรลต่อวันในปัจจุบัน

**พ.ศ.2538** วันที่ 6 มกราคม บริษัทฯ ทำพิธีเปิดหน่วยกลั่นที่ 4 (TOC-4) พร้อมวางศิลาฤกษ์หน่วยไฮโดรแครกเกอร์ หน่วยที่ 2 โดยมีคุณชวน หลีกภัย นายกรัฐมนตรี เป็นประธานในพิธี

**พ.ศ.2540** วันที่ 28 พฤศจิกายน บริษัทฯ มีโอกาสได้รับพระมหากรุณาธิคุณ จากสมเด็จพระเทพรัตนราชสุดาฯ สยามบรมราชกุมารีเสด็จพระราชดำเนิน ทรงประกอบพิธีวางศิลาฤกษ์โรงไฟฟ้า พลังงานความร้อนร่วม และโรงงานผลิตสารพาราไซลีน ตลอดจนทรงเปิดโรงกลั่นน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน

**พ.ศ.2541** ผลจากการที่รัฐบาลประกาศลอยตัวค่าเงินบาทเมื่อวันที่ 2 กรกฎาคม 2540 ทำให้หนี้เงินกู้ต่างประเทศของบริษัทฯ ในมูลค่าเงินบาทเพิ่มสูงขึ้น รวมทั้งภาวะวิกฤติเศรษฐกิจส่งผลกระทบต่อความต้องการใช้น้ำมันลดลง บริษัทฯ ประสบปัญหาทางการเงิน และมีความจำเป็นต้องประกาศพักชำระหนี้อย่างเป็นทางการ รวมทั้งจัดประชุมเจ้าหนี้เพื่อขอเจรจาปรับปรุงโครงสร้างหนี้ในเดือนพฤศจิกายน

**พ.ศ.2543** ศาลล้มละลายกลางได้อนุมัติแผนฟื้นฟูกิจการของบริษัทฯ ในเดือนมีนาคม และต่อมาในเดือนเมษายน บริษัทฯ ได้บรรลุข้อตกลงในสัญญาหลักในการปรับโครงสร้างหนี้

**พ.ศ.2544** วันที่ 11 มกราคม บริษัทฯ สนองพระราชดำริของพระบาทสมเด็จพระเจ้าอยู่หัวฯ โดยร่วมมือกับการปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย และโครงการส่วนพระองค์ สวนจิตรลดา นำร่องผลิตแก๊สโซฮอล์ เพื่อเป็นทางเลือกใหม่ของพลังงานไทย ภายใต้โครงการ “จำหน่ายแก๊สโซฮอล์ เพื่อประชาชน” ในเดือนธันวาคม บริษัทฯ ได้ซื้อหนี้คืนก่อนกำหนดในราคาส่วนลดด้วยเงินสดรวมทั้งสิ้น 4,953 ล้านบาท

**พ.ศ.2546** นำร่องผลิตน้ำมันดีเซลก๊ามะถันต่ำ (350 ส่วนในล้านส่วน) เพื่อรองรับข้อกำหนดคุณภาพน้ำมันดีเซลใหม่ซึ่งจะมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ปี 2547 ในเดือนกันยายน บริษัทฯ ซื้อหนี้คืนก่อนกำหนดในราคาส่วนลดด้วยเงินสด และชำระหนี้ระยะยาวก่อนกำหนด รวมทั้งสิ้น 6,278 ล้านบาท

**พ.ศ.2547** เดือนเมษายน บริษัทฯ ได้จัดหาเงินกู้ยืมใหม่ (Refinance) ซ้ำหนี้คืนและแลกเปลี่ยนหนี้เงินกู้ยืมระยะยาวเพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในทางการเงิน และลดต้นทุนเงินกู้ยืมในอัตราสะท้อนสินเชื่อก่อนที่แข็งแกร่งขึ้นตามลำดับ นอกจากนี้แล้ว ในเดือนมิถุนายน บริษัทฯ ชำระหนี้ก่อนกำหนดประมาณ 100 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ วันที่ 9 สิงหาคม บริษัทฯ ได้แปรสภาพเป็นบริษัทมหาชนจำกัด และเปลี่ยนชื่อเป็น บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) วันที่ 20 ตุลาคม บริษัทฯ ลงนามในสัญญาซื้อหุ้น บจ.ไทยพาราไซตินและ บมจ.ไทยลูปเบตจากผู้ถือหุ้นรายอื่น ส่งผลให้บริษัทฯ เป็นผู้ถือหุ้นทั้งหมดในบริษัททั้งสอง วันที่ 26 ตุลาคม บริษัทฯ เข้าจดทะเบียนเพื่อทำการซื้อขายหลักทรัพย์ในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (ตลท.) เป็นวันแรก ราคาเปิดที่ 42 บาทต่อหุ้น สูงกว่าราคาจอง (32 บาทต่อหุ้น) ร้อยละ 31 และ วันที่ 16 ธันวาคม บริษัทฯ ลงนามในสัญญาซื้อขายหุ้น บจ.ผลิตไฟฟ้าอิสระ ร้อยละ 24 จากบริษัท ยูโนแคล เอเชีย แปซิฟิก เวเนเจอร์ส ส่งผลให้บริษัทฯ ถือหุ้นใน บจ.ผลิตไฟฟ้าอิสระทั้งสิ้นร้อยละ 55

**พ.ศ.2548** บริษัทฯ ประสบความสำเร็จในการเสนอขายหุ้นกู้ในตลาดต่างประเทศ ซึ่งได้แก่ สิงคโปร์ ฮองกง และกรุงลอนดอน ประเทศอังกฤษ เมื่อระหว่างวันที่ 30 พฤษภาคม – 1 มิถุนายน ด้วยวงเงินรวม 350 ล้านดอลลาร์สหรัฐฯ (ประมาณ 14,000 ล้านบาท) และบริษัท มูดีส์ อินเวสเตอร์ เซอร์วิส ยังได้ประกาศให้หุ้นกู้ของบริษัทฯ ได้เครดิตเฉพาะกาลหุ้นกู้สกุลเงินดอลลาร์ที่ระดับ (P) Baa1 ซึ่งเทียบเท่ากับ BBB+ ขณะที่ S&P ได้จัดลำดับความน่าเชื่อถือของบริษัทฯ ไว้ที่ BBB

### 3) ลักษณะการประกอบธุรกิจ

เพื่อรองรับการขยายตัวไปสู่การเป็นผู้นำในธุรกิจการกลั่นน้ำมัน การผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี และน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก รวมถึงการเป็นผู้ผลิตกระแสไฟฟ้าสำคัญของประเทศ ซึ่งปัจจุบันไทยออยล์ประกอบธุรกิจต่างๆ มากมาย ได้แก่

#### ธุรกิจการกลั่น (Refinery)

บริษัทฯ ได้ทำการก่อสร้างโรงกลั่นด้วยมาตรฐานเทคโนโลยีระดับโลกของ Shell และ UOP นอกจากนั้นยังมี Shell Global Solution International (SGSI) เป็นที่ปรึกษาด้านเทคนิคเพื่อช่วยให้การบริหารโรงกลั่น เกิดประสิทธิภาพสูงสุดอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น การพัฒนาโรงกลั่นตลอดระยะเวลากว่า 40 ปีที่ผ่านมา จึงทำให้ ไทยออยล์ก้าวสู่โรงกลั่นน้ำมันแบบเดี่ยวที่ใหญ่ที่สุดและเป็นโรงกลั่นประเภท Complex Refinery ที่ดีที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศ ด้วยกำลังการกลั่นสูงสุดถึง 220,000 บาร์เรลต่อวัน (ประมาณ 12,000 ล้านลิตรต่อปี) หรือประมาณร้อยละ 21 ของกำลังการกลั่นรวมภายในประเทศ สามารถตอบสนองความต้องการน้ำมันสำเร็จรูป ในประเทศได้ร้อยละ 35 เมื่อโครงการขยายกำลังการผลิตเป็น 270,000 บาร์เรลต่อวัน แล้วเสร็จในปลายปี 2550 จะส่งผลให้

ไทยออยล์เป็น 1 ใน 5 ของโรงกลั่นที่มีขนาดใหญ่ที่สุดในภูมิภาค นอกจากศักยภาพด้านกำลังการผลิตแล้ว โรงกลั่นไทยออยล์ยังได้รับการออกแบบ ให้สามารถสร้างมูลค่าสูงสุด จากกระบวนการผลิตได้อย่างเต็มที่ และด้วยเหตุที่เป็นโรงกลั่น Complex Refinery ดังกล่าว จึงมีกระบวนการกลั่นหลายขั้นตอน คือมีทั้งหน่วยกลั่นน้ำมันดิบ หน่วยเพิ่มคุณภาพ และหน่วยเพิ่มคุณค่าผลิตภัณฑ์ ซึ่งสามารถผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูป ที่มีคุณค่าสูงในสัดส่วนที่สูงมากที่สุดแห่งหนึ่ง ในเอเชียแปซิฟิก นอกจากนี้ยังมีความยืดหยุ่นสูง ในการใช้วัตถุดิบหรือน้ำมันดิบจากแหล่งต่างๆ สามารถปรับเปลี่ยนระดับการผลิตผลิตภัณฑ์ ปิโตรเลียมสำเร็จรูปแต่ละชนิด ให้สอดคล้องกับความต้องการของตลาดภายในประเทศ

โรงกลั่นไทยออยล์ประกอบด้วยหน่วยกลั่นหลักๆ 4 ประเภท ดังนี้

1. หอกลั่นน้ำมันดิบ (Crude Distillation Units) ทำหน้าที่กลั่นน้ำมันดิบ เป็นน้ำมันสำเร็จรูปชนิดต่างๆ โดยแยกประเภทตามอุณหภูมิที่ต่างกัน
2. หน่วยกลั่นน้ำมันสำเร็จรูปหนักเป็นน้ำมันสำเร็จรูปเบา (Conversion Units) ซึ่งมีมูลค่าที่สูงกว่ามีบทบาท ในการเปลี่ยนโครงสร้าง น้ำมันเตาที่มีคุณภาพต่ำ ให้เป็นน้ำมันเบาซึ่งมีมูลค่าการตลาดสูง เช่น น้ำมันเบนซิน น้ำมันดีเซล
3. หน่วยเพิ่มคุณภาพน้ำมัน (Reforming Units) เพื่อให้ผลิตภัณฑ์มีค่าออกเทน และคุณภาพที่เหมาะสม สำหรับการนำไปใช้ เพื่อผสมน้ำมันเบนซิน ให้ได้มาตรฐานตามข้อกำหนดต่อไป
4. หน่วยปรับปรุงคุณภาพน้ำมัน (Treatment) เป็นกระบวนการปรับปรุงคุณภาพของน้ำมันเบา เพื่อกำจัดสารปนเปื้อนต่างๆ ออกจากน้ำมัน

โรงกลั่นน้ำมันของบริษัทฯ ตั้งอยู่ใกล้ท่าเรือน้ำลึกแหลมฉบังที่อำเภอศรีราชา จังหวัดชลบุรี สามารถเชื่อมต่อเครือข่ายการส่งมอบผลิตภัณฑ์ได้อย่างมีประสิทธิภาพทั้งทางทะเล รถไฟ รถบรรทุก และผ่านระบบท่อลำเลียงที่สามารถขนส่งผลิตภัณฑ์ได้หลายชนิด (Multi-Product Pipeline) ของ บจ. ท่อส่งปิโตรเลียมไทย ดังนั้น บริษัทฯ จึงสามารถอำนวยความสะดวกในการส่งมอบผลิตภัณฑ์ตามความต้องการของลูกค้า ได้อย่างมีประสิทธิภาพ และด้วยต้นทุนที่เหมาะสม ตลอดระยะเวลาที่ผ่านมา บริษัทฯ ได้พัฒนาเทคโนโลยีการกลั่นน้ำมันให้เจริญก้าวหน้า เพื่อยกระดับ มาตรฐานอุตสาหกรรมการกลั่นของบริษัทฯ ให้อยู่ในระดับสากลมาโดยตลอด แต่เพื่อสะท้อนถึงความมุ่งมั่นของบริษัทฯ ซึ่งให้ความสำคัญกับการพัฒนาอย่างต่อเนื่อง และเพื่อเสริมสร้างความเชื่อถือในผลิตภัณฑ์และบริการที่มีคุณภาพเป็นเลิศแก่ลูกค้า บริษัทฯ จึงได้นำระบบมาตรฐาน ISO 9001 : 9002 และ ISO/IEC 17025 เป็นเครื่องมือในการบริหารการผลิต และการรับรองห้องปฏิบัติการในการทดสอบผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป ตามลำดับ โดยบริษัทฯ ได้รับการ

รับรองทั้ง 2 ระบบแล้ว จากสถาบันรับรองมาตรฐานไอเอสโอ (สรอ.) มาตั้งแต่ปี 2539 และยังคงได้รับการรับรองต่อเนื่องมาจนถึงปัจจุบัน

บริษัทฯ มุ่งมั่นเพื่อความเป็นเลิศขององค์กรอย่างต่อเนื่อง นอกจากการพัฒนากระบวนการผลิตทั้งด้านประสิทธิภาพและคุณภาพ ด้วยวิทยาการที่ทันสมัยอุตสาหกรรมชั้นนำของโลก ยังปรับตัวให้สอดคล้องกับเงื่อนไขความต้องการของตลาด นับตั้งแต่การวางแผนและควบคุมการผลิต จนกระทั่งแปรสภาพเป็นผลิตภัณฑ์และบริการที่สามารถส่งมอบคุณค่า เพื่อตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้อย่างแท้จริง บริษัทฯ จึงมีลูกค้าที่ให้การยอมรับและมีความผูกพันมายาวนาน เช่น ปตท. ซึ่งเป็นทั้งผู้ถือหุ้นใหญ่และเป็นลูกค้าที่แสดงเจตนารมณ์ชัดเจนที่จะให้บริษัทฯ เป็นโรงกลั่นหลักของ ปตท. โดยรับซื้อผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปจากบริษัทฯ ประมาณ 50% ส่วนที่เหลือ บริษัทฯ จำหน่ายให้แก่ลูกค้าตามมาตรา 7 และส่งออกเป็นบางส่วน

#### ธุรกิจปิโตรเคมี (Petrochemical)

**ไทยพาราไซลีน (TPX)** โรงงานผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีของ บจ.ไทยพาราไซลีน ซึ่งไทยออยล์ถือหุ้นทั้งหมด จะมีบทบาทในการสร้างรายได้ สัดส่วนที่สูงขึ้น ตั้งแต่ปี 2548 เป็นต้นไป นอกจากนั้นยังจะสร้างให้เกิดเสถียรภาพ ในการสร้างรายได้รายได้ของ ไทยออยล์ และบริษัทฯ ย่อยเริ่มผลิตเชิงพาณิชย์ พ.ศ. 2545 กำลังการผลิต ผลิตสารพาราไซลีน 289,000 ตันต่อปี แต่หลังจากเปลี่ยนสารเร่งปฏิกิริยาเคมีเมื่อต้นปี 2548 ก็สามารถเพิ่มการผลิตเป็น 348,000 ตันต่อปี ปัจจุบันอยู่ระหว่างการขยายกำลังการผลิตขั้นที่ 2 เป็น 407,000 ตันต่อปี คาดว่าจะดำเนินการแล้วเสร็จในกลางปี 2549

#### ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน (Lubebase)

**ไทยลูบเบส (TLB)** ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน น้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน ขนาด 270,000 ตันต่อปี ยางมะตอย 400,000 ตันต่อปี และผลิตผลพลอยได้อื่นๆ 270,000 ตันต่อปี ปัจจุบันกำลังดำเนินโครงการปรับปรุง ประสิทธิภาพเพื่อเพิ่มผลกำไร (**Hydrocarbon Management**) และเตรียมแผนการลงทุน เพื่อผลิตน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานกลุ่มที่ 2 และ 3 ซึ่งมีคุณภาพและมูลค่าสูงขึ้น

## ธุรกิจขนส่ง (Transportation)

## ไทยออยล์มาร์ริน (TM)

เริ่มผลิตเชิงพาณิชย์	พ.ศ. 2541
ประเภทธุรกิจ	ธุรกิจเดินเรือขนส่งผลิตภัณฑ์น้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีทั้งภายในและต่างประเทศ
ขนาดธุรกิจ	เป็นเจ้าของเรือบรรทุกน้ำมันและปิโตรเคมีขนาดใหญ่ จำนวน 7 ลำ ขนาดบรรทุกรวม 43,340 ตันบรรทุก (Dead weight Ton)
โครงสร้างผู้ถือหุ้น	บมจ. ไทยออยล์ ร้อยละ 100

## ท่อส่งปิโตรเลียมไทย (THAPPLINE)

เริ่มผลิตเชิงพาณิชย์	พ.ศ. 2537
ประเภทธุรกิจ	การขนส่งน้ำมันทางท่อ
กำลังการส่ง	26,000 ล้านลิตรต่อปี
ผลิตภัณฑ์น้ำมันที่ส่งผ่านท่อ	น้ำมันเบนซินไร้สารตะกั่ว น้ำมันเบนซินธรรมดาไร้สารตะกั่ว น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน และน้ำมันดีเซล
ระยะทางการส่ง	โรงกลั่นน้ำมันไทยออยล์และเอสโซ่ อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี ไปยังคลังน้ำมัน คอนเมือง กรุงเทพมหานคร คลังน้ำมัน อ.ลำลูกกา จ.ปทุมธานี และคลังน้ำมัน อ.เสนาให้ จ.สระบุรี รวมระยะทาง 255 กิโลเมตร ปัจจุบันอยู่ระหว่างดำเนินการเชื่อมท่อส่งน้ำมัน ไปยังสนามบินสุวรรณภูมิ และมาบตาพุด
โครงสร้างผู้ถือหุ้น	บมจ. ปตท. ร้อยละ 30.60 บจ. เอสโซ่ ร้อยละ 20.78 บจ. เชลล์ ร้อยละ 15.00 บจ. คาลเพ็กซ์ ร้อยละ 10.00 บมจ. ไทยออยล์ ร้อยละ 8.69 คูเวตปิโตรเลียม ร้อยละ 5.00 บริษัทเงินทุนฯ ร้อยละ 4.34 บีพี ร้อยละ 3.04 ทีซีพีแอล ร้อยละ 2.55



### ธุรกิจการผลิตไฟฟ้า (Power)

**ไทยออยล์เพาเวอร์ (TP) โรงไฟฟ้าพลังความร้อนร่วมแบบโคเจนเนอเรชันโดยใช้  
ก๊าซธรรมชาติเป็นเชื้อเพลิง (Combined-Cycle Co-generation Power Plant)**

เริ่มผลิตเชิงพาณิชย์	พ.ศ. 2540
ประเภทธุรกิจ	ธุรกิจผลิตไฟฟ้า
กำลังการผลิต	พลังงานไฟฟ้าขนาด 118 เมกะวัตต์ และไอน้ำ 168 ตันต่อชั่วโมง
ผลิตภัณฑ์	จำหน่ายไฟฟ้าให้แก่ กฟผ. จำนวน 41 เมกะวัตต์ ด้วยสัญญาซื้อขายเป็นเวลา 25 ปี โดยไฟฟ้าส่วนที่เหลือและไอน้ำที่ผลิตได้จำหน่ายให้แก่ บมจ. ไทยลูปเบส และ บมจ. ไทยออยล์
โครงสร้างผู้ถือหุ้น	บมจ. ไทยออยล์ ร้อยละ 55 บมจ. ปตท. ร้อยละ 26 J-Power ร้อยละ 19

**บริษัท ผลิตไฟฟ้าอิสระ (ประเทศไทย) จำกัด (IPT) โรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วมที่ใช้ก๊าซธรรมชาติ เป็นเชื้อเพลิงในการผลิต เป็นธุรกิจผลิตกระแสไฟฟ้าตามโครงการรับซื้อไฟฟ้าจากผู้ผลิตไฟฟ้าอิสระรายใหญ่ (Independent power Producer: IPP) ของการไฟฟ้าฝ่ายผลิตแห่งประเทศไทย (กฟผ.) นับเป็นโรงไฟฟ้าเอกชนรายแรกของประเทศที่ได้รับคัดเลือกและลงนามในสัญญาซื้อขายไฟฟ้ากับ กฟผ. ภายใต้โครงการ IPP**

เริ่มผลิตเชิงพาณิชย์	พ.ศ. 2543 แต่เดินเครื่องเต็มกำลังการผลิตเมื่อกุมภาพันธ์ 2548
ประเภทธุรกิจ	ธุรกิจผลิตกระแสไฟฟ้า
กำลังการผลิต	กระแสไฟฟ้าขนาด 700 เมกะวัตต์
ผลิตภัณฑ์	จำหน่ายกระแสไฟฟ้าที่ผลิตได้ทั้งหมด ให้แก่ กฟผ. ตามสัญญาซื้อขายไฟฟ้า ซึ่งมีระยะเวลา 25 ปี โดยจ่ายกระแสไฟฟ้าเข้าสู่ระบบไฟฟ้า กฟผ. ผ่านสายส่งไฟฟ้าแรงสูงขนาด 230 กิโลโวลต์ ไปยังสถานีไฟฟ้าแรงสูงอ่าวไผ่ของ กฟผ. อ.ศรีราชา จ.ชลบุรี
โครงสร้างผู้ถือหุ้น	บจ. ไทยออยล์เพาเวอร์ ร้อยละ 56 บมจ. ไทยออยล์ ร้อยละ 24 บมจ. ปตท. ร้อยละ 20

#### 4) ปัจจัยความเสี่ยงและการบริหารความเสี่ยง

แม้ว่าบริษัทฯ ได้ให้ความสำคัญในการบริหารความเสี่ยงอย่างเป็นระบบ แต่ด้วยลักษณะเฉพาะธุรกิจทำให้บริษัทฯ ไม่สามารถหลีกเลี่ยงปัจจัยเสี่ยงที่อาจมีผลกระทบต่อเป้าหมายของบริษัทฯ หากไม่มีการควบคุมและจัดการที่ดี ซึ่งผลการวิเคราะห์ความเสี่ยง ปรากฏว่ามีความเสี่ยงที่สำคัญในการดำเนินธุรกิจของบริษัทฯ ตลอดจนการบริหารการจัดการ สรุปได้ดังนี้

**4.1) การจัดหาวัตถุดิบอาจไม่เพียงพอต่อกระบวนการผลิตในกรณีที่เกิดวิกฤติขาดแคลนน้ำอย่างรุนแรง** – น้ำเป็นวัตถุดิบสำคัญในการกลั่นน้ำมันและผลิตกระแสไฟฟ้า แต่ในช่วงปีที่ผ่านมาเกิดภาวะขาดแคลนน้ำในเขตภาคตะวันออกเฉียงของประเทศไทย ส่งผลกระทบต่อธุรกิจเอกชนที่มีโรงงานอยู่ในจังหวัดระยองและแถบตะวันออกเฉียงเป็นส่วนใหญ่ บริษัทฯ และบริษัทย่อยไม่ได้รับผลกระทบที่เป็นสาระสำคัญจากวิกฤติการณ์ดังกล่าว เพราะนอกจากการให้น้ำจากอ่างเก็บน้ำบางพระและอ่างเก็บน้ำในบริเวณจังหวัดระยองแล้ว บริษัทฯ ยังมีหน่วยกลั่นน้ำทะเลเป็นน้ำจืด (Sea water desalination unit) ซึ่งสามารถกลั่นน้ำทะเลให้เป็นน้ำจืดในปริมาณที่เพียงพอต่อการใช้ในกระบวนการผลิตของบริษัทฯ อย่างไรก็ตาม หากเกิดเหตุการณ์ขาดแคลนน้ำอย่างรุนแรงขึ้นในอนาคต ก็อาจจะส่งผลกระทบต่อธุรกิจของบริษัทฯ และบริษัทย่อย โดยเฉพาะ บจ.ผลิตไฟฟ้าอิสระ (ประเทศไทย) เนื่องจากโรงไฟฟ้ามีความต้องการใช้น้ำดิบเป็นจำนวนมาก ขณะนี้ บริษัทฯ ยังคงติดตามและศึกษาแนวทางป้องกันปัญหานี้อย่างใกล้ชิด เพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทฯ จะมีความมั่นคงในการจัดหาวัตถุดิบ เพื่อใช้ในกระบวนการผลิตในระยะยาวได้ นอกเหนือจากมาตรการต่างๆ ที่ทางภาครัฐและหน่วยงานราชการที่รับผิดชอบได้ดำเนินการแก้ไขและป้องกันปัญหาน้ำขาดแคลนไปบ้างแล้ว

**4.2) การมีแหล่งผลิตรวมกันอยู่เพียงแห่งเดียว** – เนื่องจากมีโรงกลั่นรวมกันอยู่ที่เดียว ซึ่งหากมีเหตุการณ์ไม่ปกติหรือการก่อวินาศกรรมเป็นเหตุให้หยุดการกลั่นกะทันหันอาจส่งผลกระทบต่อการผลิต ผลิตภัณฑ์ตามที่ได้ตกลงส่งมอบให้กับลูกค้า รวมทั้งการสำรองวัตถุดิบตามกฎหมาย (Legal Reserve) บริษัทฯ จึงได้ดำเนินมาตรการรักษาความปลอดภัยที่เข้มงวดตลอดเวลา สร้างความสัมพันธ์ใกล้ชิดกับแหล่งข่าวเพื่อรับข่าวสารจากชุมชนและหน่วยงานราชการ มีการฝึกซ้อมอพยพเมื่อมีเหตุฉุกเฉินเพื่อให้มั่นใจว่าบริษัทฯ พร้อมรับสถานการณ์ฉุกเฉินได้อย่างเหมาะสม

**4.3) การพึ่งพาวัตถุดิบจากต่างประเทศ** - บริษัทพึ่งพาน้ำมันดิบและวัตถุดิบอื่น ๆ จากแหล่งในต่างประเทศ โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากภูมิภาคตะวันออกเฉียง และหากมีปัจจัยใดที่ทำให้บริษัทฯ ไม่ได้รับน้ำมันดิบและวัตถุดิบอื่น ๆ อาจทำให้กำไรและผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ลดลง

**4.4) การเปลี่ยนแปลงกฎหมายข้อกำหนดที่มีผลกระทบต่อธุรกิจ - บริษัทฯ และ** บริษัทย่อยดำเนินธุรกิจภายใต้กรอบของกฎหมาย กฎระเบียบและข้อกำหนดของหน่วยงานราชการ โดยเฉพาะด้านความมั่นคงและพลังงานของชาติ บริษัทฯ จึงได้จัดตั้งคณะกรรมการติดตามผลกระทบต่อธุรกิจอันเนื่องจากการกำหนดกฎหมายขึ้นใช้ใหม่หรือเพิ่มเติม ที่อาจมีผลต่อธุรกิจของบริษัทและกลุ่มบริษัทไทยออยล์โดยรวม เพื่อให้ผู้บริหารสามารถกำหนดแผนปฏิบัติงานเพื่อลดความเสี่ยงที่เกิดจากการเปลี่ยนแปลงของกฎหมายได้ชัดเจน

**4.5) ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน - บริษัทฯ** ดำเนินธุรกรรมส่วนใหญ่ในรูปของเงินบาท อย่างไรก็ตาม รายได้และรายจ่ายของบริษัทฯ ทั้งหมดที่สำคัญ อิงโดยตรงกับสกุลดอลลาร์สหรัฐและบางส่วนอยู่ในรูปเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐ ซึ่งจะถูกแปลงค่าเป็นเงินบาทเพื่อบันทึกในงบการเงินของบริษัทฯ ด้วยเหตุนี้ ความผันผวนของค่าเงินบาทเมื่อเทียบกับเงินสกุลดอลลาร์สหรัฐอาจส่งผลกระทบต่อฐานะการเงินและผลการดำเนินงานของบริษัทฯ ได้

**4.6) ความผันผวนของกำไรจากการกลั่นขั้นต้น (Gross Refining Margin)-** ในอุตสาหกรรมการกลั่นน้ำมันอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานในอนาคตของบริษัทฯ และอาจทำให้กระแสเงินสดของบริษัทฯ ลดลง ความสัมพันธ์ หรือ ส่วนต่างระหว่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปกับราคาของน้ำมันและวัตถุดิบอื่น ๆ ที่ใช้ในการกลั่นน้ำมันเป็นปัจจัยหลักที่ส่งผลกระทบต่อผลประกอบการทางการเงินของบริษัทฯ ทั้งนี้ ต้นทุนในการซื้อน้ำมันดิบและวัตถุดิบอื่น ๆ ที่ใช้ในการกลั่นน้ำมันและราคาขายของผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปขึ้นอยู่กับปัจจัยหลายประการซึ่งอยู่นอกเหนือการควบคุมของบริษัทฯ ในอดีตที่ผ่านมา กำไรจากการกลั่นน้ำมันมักจะผันผวนและคาดว่าจะยังคงผันผวนต่อไปในอนาคต ความผันผวนที่อาจเกิดขึ้นในอนาคตดังกล่าวอาจส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานของบริษัทฯ เนื่องจากส่วนต่างระหว่างราคาขายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปและราคาซื้อน้ำมันดิบและวัตถุดิบอื่นๆ อาจลดต่ำลงจนทำให้บริษัทฯ ไม่ได้รับกระแสเงินสดในปริมาณที่เพียงพอต่อความต้องการของบริษัทฯ

**4.7) ความขัดแย้งด้านผลประโยชน์ - บริษัทฯ** พึ่งพา บมจ. ปตท. ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทฯ และอาจเกิดความขัดแย้งทางผลประโยชน์ระหว่าง บมจ.ปตท. บริษัทฯ และผู้ถือหุ้นรายย่อยของบริษัทฯ ในอนาคต

**4.8) การจำหน่ายสินค้า - บริษัทฯ** จำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมสำเร็จรูปในประเทศให้แก่บริษัทน้ำมันขนาดใหญ่ 3 ราย ประกอบด้วย บมจ.ปตท. เชลล์ และ คาลเท็กซ์ คิดเป็นสัดส่วนรวมร้อยละ 44 ร้อยละ 51 ร้อยละ 63 และร้อยละ 60 ของมูลค่าขายสุทธิของบริษัทฯ บริษัทฯ คาดว่าบริษัทฯ จะยังคงขายผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ของบริษัทฯ ให้กับลูกค้ารายใหญ่ข้างต้นต่อไป และจะยังคงขายหรือขยายการขายไปยังผู้ซื้อรายอื่นด้วย แต่บริษัทฯ ไม่อาจรับรองได้ว่าลูกค้าเหล่านี้

จะไม่ประสบปัญหาในด้านการจัดจำหน่ายสินค้าหรือจะไม่มีปัญหาทางการเงิน หรือว่าจะสามารถซื้อผลิตภัณฑ์ของบริษัทฯ ต่อไปได้ตามปริมาณที่เคยซื้อมาในอดีตหรือจะยังคงซื้อจากบริษัทฯ ต่อไป

#### 5) การวิเคราะห์งบการเงิน

อัตราส่วนทางการเงินสามารถแบ่งตามจุดมุ่งหมายในการใช้ได้ 4 ประเภท ดังนี้

**5.1) อัตราส่วนสภาพคล่อง (Liquidity ratio)** เพื่อดูความสามารถในการชำระหนี้สินหมุนเวียนของกิจการ ประกอบด้วย

**5.1.1) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current ratio)** อัตราส่วนนี้ใช้วัดความสามารถและความเพียงพอของสินทรัพย์หมุนเวียนในการชำระหนี้สินหมุนเวียน การคำนวณนี้ถ้ามีค่ามากก็แสดงถึงความมั่นใจของเจ้าหนี้ในระยะสั้น คือการมีโอกาสได้รับชำระหนี้สินมีอยู่มาก ตามโอกาสส่วนที่เกิดขึ้น

ตารางที่ 4.9 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน	2.54	2.56	1.93

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียน (Current ratio) ของหลักทรัพย์นี้อยู่ในเกณฑ์ที่ดีแต่มีแนวโน้มปรับตัวลงเล็กน้อย แต่ก็หมายความว่า เจ้าหนี้มีความมั่นใจ ในโอกาสในการชำระหนี้สิน ระดับที่ดี (มากกว่า 1 แสดงว่าสัดส่วนของสินทรัพย์มากกว่าหนี้สิน)

**5.1.2) อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว (Quick ratio)** อัตราส่วนนี้จะเรียกว่า acid-test ก็ได้ อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนที่แสดงสภาพคล่องที่แท้จริงของกิจการ โดยการตัดสินค้าคงคลังออก เนื่องจากสินค้าคงคลังเป็นสินทรัพย์ระยะสั้นที่มีความคล่องตัวในการเปลี่ยนเป็นเงินต่ำสุด

ตารางที่ 4.10 อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราส่วนเงินทุนหมุนเวียนเร็ว	1.47	1.36	1.07

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนหมุนเวียนเร็ว (Quick ratio) ของหลักทรัพย์นี้ ยังอยู่ในระดับคงที่และไม่ห่างจากปีแรกที่ทำการศึกษาปี 2548 คือ 1.47 เท่า แต่อาจจะมีการปรับลดลงเพียงเล็กน้อยในปี 2550 เท่ากับ 1.07 แต่โดยรวมแล้วสภาพคล่องอยู่ในระดับเกณฑ์ที่ดี (มากกว่า 1 เท่า)

## 5.2) อัตราส่วนประสิทธิภาพในการดำเนินงาน (Activity ratio)

### 5.2.1) อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงคลัง (Inventory turnover)

อัตราส่วนนี้แสดงความสามารถในการเปลี่ยนสินค้าเป็นจำนวนเงิน นับแต่สินค้าถึงบริษัทจนถึงวันจำหน่ายสินค้านั้นออกไป และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการว่าได้ถือครองสินค้าคงคลังไว้ในระดับที่น่าพอใจหรือถือมากเกินไป โดยถ้ายิ่งจำนวนรอบมากก็แสดงว่าฝ่ายจัดการมีประสิทธิภาพมาก

ตารางที่ 4.11 อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงคลัง

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงคลัง	11.88	12.91	8.81

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราการหมุนเวียนของสินค้าคงคลังของหลักทรัพย์นี้ มีแนวโน้มเพิ่มขึ้นจากปีแรกของการศึกษา ปี 2548 เท่ากับ 11.88 ปี 2549 เท่ากับ 12.91 และปี 2550 คาดว่าจะมีแนวโน้มปรับลงเล็กน้อย เพราะตัวเลขในปี2550 เท่ากับ 8.81 แสดงว่า ความสามารถในการเปลี่ยนสินค้าเป็นจำนวนเงิน นับตั้งแต่สินค้าถึงบริษัทจนถึงวันจำหน่ายสินค้านั้นออกไปมีแนวโน้มปรับตัวลง และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการที่อาจมีปัญหา

### 5.2.2) อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ (Account receivable turnover)

อัตราส่วนนี้แสดงสภาพคล่องของลูกหนี้ว่าจะหมุนเวียนเปลี่ยนสภาพจากลูกหนี้มาเป็นเงินสดได้รวดเร็วเพียงใด และยังแสดงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการในการจัดการลูกหนี้เกี่ยวกับนโยบายการให้เครดิตและนโยบายในการเรียกเก็บหนี้ ดังนั้น หากธุรกิจใด เกิดอัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้ต่ำหรือมีระยะเวลาในการเก็บหนี้โดยเฉลี่ยหลายวัน แสดงว่านโยบายในการเรียกเก็บของธุรกิจไม่มีประสิทธิภาพ หรืออาจเป็นเพราะธุรกิจมีนโยบายการให้เครดิตแก่ลูกหนี้ยาวนาน

ตารางที่ 4.12 อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราการหมุนเวียนของลูกหนี้	13.98	14.87	12.52

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราการหมุนเวียนเปลี่ยนสภาพจากลูกหนี้มาเป็นเงินสดมีแนวโน้มที่รวดเร็วเพิ่มขึ้น โดยปี 2548 เท่ากับ 13.98 ปี 2549 เท่ากับ 14.87 และคาดว่าในปี 2550 จะปรับลดลงเนื่องจากข้อมูลปี 2550 ยังอยู่ที่ 12.52 แสดงถึงประสิทธิภาพของฝ่ายจัดการในการจัดการลูกหนี้เกี่ยวกับนโยบายการให้เครดิต และนโยบายการเรียกเก็บหนี้ ที่มีแนวโน้มลดลงหรือมีประสิทธิภาพลดลงนั่นเอง

### 5.2.3) อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed asset turnover)

อัตราส่วนนี้ใช้วัดว่าการลงทุนในสินทรัพย์ถาวรก่อให้เกิดประโยชน์จากสินทรัพย์เหล่านั้นเท่าใด ซึ่งถ้าต่ำแสดงว่าธุรกิจไม่สามารถใช้สินทรัพย์ถาวรที่มีอยู่อย่างเต็มประสิทธิภาพ

ตารางที่ 4.13 อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร	3.49	3.76	3.99

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราการหมุนเวียนของสินทรัพย์ถาวร (Fixed asset turnover) อัตราส่วนนี้ ในปี 2548 เท่ากับ 3.49 และเพิ่มขึ้นในปี 2549 เท่ากับ 3.76 และในปี 2550 ตัวเลขปรับตัวขึ้นเล็กน้อย เท่ากับ 3.99 แสดงให้เห็นว่าธุรกิจอาจใช้สินทรัพย์ถาวรที่มีอยู่ มีประสิทธิภาพดีขึ้น

5.3) อัตราส่วนโครงสร้างเงินทุน หรือภาระหนี้สิน (Leverage ratio) เพื่อดูแหล่งที่มาของเงินทุน และภาระผูกพันของกิจการในระยะยาวประกอบด้วย

5.3.1) อัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Debt to total assets ratio) อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นสัดส่วนการลงทุนว่า สินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมีอยู่นั้น ใช้เงินทุนจากหนี้สินกี่ส่วน เพื่อเป็นการวัดความเสี่ยงเกี่ยวกับภาระหนี้ในอนาคตของกิจการนั้น ๆ

ตารางที่ 4.14 อัตราหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	0.46	0.42	0.48

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินทั้งหมดต่อสินทรัพย์ทั้งหมด (Debt to total assets ratio) มีการเปลี่ยนแปลงเพียงเล็กน้อย ในปีที่ได้ทำการศึกษาโดยปี 2548 เท่ากับ 0.46 ปี 2549 เท่ากับ 0.42 และปี 2550 เท่ากับ 0.48 แสดงว่าสัดส่วนการลงทุน ในสินทรัพย์ทั้งหมดที่กิจการมีอยู่นั้นใช้เงินทุนจากหนี้สิน ในสัดส่วนที่เปลี่ยนแปลงไม่มากนัก

### 5.3.2) อัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio)

อัตราส่วนนี้ใช้สำหรับวัดธุรกิจว่าได้มีการใช้เงินทุนภายนอกต่อเงินทุนภายใน (ส่วนของผู้ถือหุ้น) เป็นอย่างไร โดยเป็นอัตราส่วนที่แสดงให้เห็นถึงความเสี่ยงทั้งในด้านเจ้าของและเจ้าหนี้ของกิจการ ถ้าอัตราส่วนนี้ยังสูงแสดงว่ากิจการนี้มีความเสี่ยงสูง เนื่องจากมีการกู้ยืมเงินมาใช้ในกิจการมาก อย่างไรก็ตาม ในการวิเคราะห์จะต้องพิจารณาถึงสัดส่วนดังกล่าวของบริษัทเมื่อเปรียบเทียบกับอุตสาหกรรม ถ้าสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทต่ำกว่าอุตสาหกรรม แสดงว่าความเสี่ยงทางการเงินยังไม่อยู่ในระดับที่น่าเป็นห่วง

ตารางที่ 4.15 อัตราหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราหนี้สินทั้งหมดต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	0.86	0.71	0.90

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (Debt to equity ratio) ในปี 2548 เท่ากับ 0.86 ปี 2549 เท่ากับ 0.71 และในปี 2550 เท่ากับ 0.90 อัตราส่วนนี้ ต่ำกว่า 1 เท่า แสดงให้เห็นว่าสัดส่วนหนี้สินต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของบริษัทต่ำกว่าอุตสาหกรรม แสดงว่าความเสี่ยงทางการเงินยังไม่อยู่ในระดับที่น่าเป็นห่วง

5.3.3) อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Time interest earned ratio) อัตราส่วนนี้แสดงถึงความสามารถในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธุรกิจ ซึ่งควรมีค่าไม่ต่ำกว่า 3 และยิ่งสูงก็ยิ่งแสดงความมั่นใจแก่เจ้าหนี้ในการที่จะได้รับชำระดอกเบี้ย และถ้ากำไรจากการดำเนินงานใกล้เคียงกับดอกเบี้ยจ่าย เป็นเครื่องชี้ว่ากิจการกู้เงินมาลงทุนมากเกินไป โดยกำไรที่หามาได้ต้องจ่ายเป็นดอกเบี้ย ซึ่งเจ้าของจะไม่ได้รับส่วนแบ่งกำไรในรูปแบบเงินปันผล ดังนั้นธุรกิจสมควรที่จะลดภาระหนี้ หรือมีการเพิ่มทุน อย่างไรก็ตามดอกเบี้ยนี้ ธุรกิจจะต้องจ่ายเป็นเงินสด ดังนั้น จึงต้องดูการหมุนเวียนของเงินสด (cash flow) ประกอบด้วย

**ตารางที่ 4.16** อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย	11.69	9.68	15.41

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนความสามารถในการชำระดอกเบี้ย (Time interest earned ratio) อยู่ในเกณฑ์ที่ดี แสดงว่าความสามารถในการชำระดอกเบี้ยเงินกู้ยืมของธุรกิจ และความมั่นใจแก่เจ้าหนี้ที่จะได้รับชำระดอกเบี้ย ดีมาก (ซึ่งมีค่ามากกว่า 3)

**5.4) อัตราส่วนความสามารถในการหากำไร (Profitability ratio)**

**5.4.1) อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (Gross profit margin)**

อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจเกี่ยวกับนโยบายในการผลิตและนโยบายการตั้งราคา

**ตารางที่ 4.17** อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย	10	8	10.19

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนกำไรขั้นต้นต่อยอดขาย (Gross profit margin) ปี 2548 เท่ากับ 10% ปี 2549 เท่ากับ 8% ปี 2550 เท่ากับ 10.19% แสดงว่ามีประสิทธิภาพในการดำเนินงานของธุรกิจเกี่ยวกับนโยบายในการผลิตและนโยบายการตั้งราคาอยู่ในเกณฑ์ที่ดี

**5.4.2) อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย (Net profit of sale or profit margin of sale)** อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงความสามารถในการหากำไรของธุรกิจภายหลังจากที่คิดต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมดรวมทั้งภาษีเงินได้แล้ว ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าประสิทธิภาพในการผลิตและการขายของฝ่ายจัดการสูง

**ตารางที่ 4.18** อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย	8	6	7.27

ที่มา : จากการคำนวณ



จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนผลตอบแทนสุทธิต่อยอดขาย (Net profit of sale or profit margin of sale) มีการเปลี่ยนแปลงไม่มากนัก แสดงให้ทราบถึงความสามารถในการหากำไรของธุรกิจ ภายหลังจากที่คิดต้นทุนและค่าใช้จ่ายทั้งหมดรวมทั้งภาษีเงินได้ มีประสิทธิภาพในการผลิตและการขายของฝ่ายจัดการสูง ซึ่งก็ยังคงอยู่ในเกณฑ์ปกติ

**5.4.3) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด(return on assets : ROA)** อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงผลตอบแทนที่จะได้รับจากการบริหารเงินทุนของกิจการหรือสินทรัพย์ทั้งหมดของกิจการที่มีอยู่ ถ้าอัตราส่วนนี้สูง แสดงว่าธุรกิจมีการใช้เงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

**ตารางที่ 4.19** อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด	15	13	15.5

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อสินทรัพย์ทั้งหมด อยู่ในเกณฑ์ปกติแต่อาจมีแนวโน้มลดลงเพียงเล็กน้อยในปี 2549 โดยตัวเลขใน ปี 2550 เท่ากับ 15.5% แสดงว่าธุรกิจมีการใช้เงินทุนอย่างมีประสิทธิภาพ

**5.4.4) อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น (return on equity : ROE)** อัตราส่วนนี้แสดงให้เห็นถึงเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของที่นำมาลงทุน ซึ่งเจ้าของได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของกิจการนั้นที่เปอร์เซ็นต์ โดยอาจนำไปเปรียบเทียบกับผลตอบแทนที่จะได้รับจากการลงทุนในกิจการอื่น ๆ

**ตารางที่ 4.20** อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น

	ปี2548	ปี2549	ปี2550
อัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น	28.05	22.79	26.67

ที่มา : จากการคำนวณ

จากการศึกษาจะเห็นได้ว่าอัตราส่วนผลตอบแทนต่อส่วนของผู้ถือหุ้น มีแนวโน้มปรับตัวลงเล็กน้อย โดยปี 2548 เท่ากับ 28.05% ปี 2549 เท่ากับ 22.79% แต่ปี 2550 เท่ากับ 26.67% แสดงให้เห็นถึงเงินลงทุนในส่วนของเจ้าของที่นำมาลงทุน ซึ่งเจ้าของได้รับผลตอบแทนกลับคืนมาจากการดำเนินงานของกิจการนั้นมีการปรับตัวขึ้นมาอีกครั้ง

## 6) การวิเคราะห์หุ้นสามัญตามหลักพื้นฐาน

### 6.1) ความพอเพียงของรายได้

รายได้ของหุ้นสามัญ คือ เงินปันผล โดย บริษัท ไทยออยล์ จำกัด(มหาชน) มีนโยบายการจ่ายเงินปัน โดยพิจารณาจากผลการดำเนินงานของบริษัทฯ เป็นรายปีและรายครึ่งปี (รอบระยะเวลา 6 เดือน) โดยมีข้อกำหนดโดยจะจ่ายเงินปันผลไม่น้อยกว่าร้อยละ 25 ของกำไรสุทธิของงบการเงินรวมภายหลังจากการหักทุนสำรองต่างๆ ทุกประเภทตามที่ได้กำหนดไว้ในข้อบังคับของบริษัทฯและตามกฎหมาย ทั้งนี้ การจ่ายเงินปันผลดังกล่าวจะขึ้นอยู่กับกระแสเงินสดของบริษัทฯ

ตารางที่ 4.21 การจ่ายเงินปันผลของ บริษัทไทยออยล์จำกัด(มหาชน) (หน่วย : บาท/หุ้น)

รอบผลประกอบการ	เงินปันผล(บาท/หุ้น)	วันจ่ายปันผล	อัตราส่วนเงินปันผลต่อผลตอบแทน(%)
01/01/2547-31/12/2547	1.80	20/05/2548	2.83
01/01/2548-31/12/2548	3.50	04/05/2549	5.51
01/01/2549-30/06/2549	1.50	04/10/2549	5.83
01/07/2549-31/12/2549	2.00	16/03/2550	6.14
01/01/2550-30/06/2550	1.75	11/10/2550	4.09
01/07/2550-31/12/2550	2.75	25/04/2551	6.21

ที่มา : บริษัท หลักทรัพย์ไทยพาณิชย์ จำกัด (2551)

จากการพิจารณาผลการดำเนินงานและฐานะการเงินของบริษัทฯ โดยรวม คณะกรรมการบริษัทฯ มีมติให้เสนอที่ประชุมผู้ถือหุ้นสามัญเพื่ออนุมัติจ่ายเงินปันผลสำหรับรอบครึ่งปี 2550 (01/07/2550-31/12/2550) ในอัตราหุ้นละ 2.75 บาท สำหรับตัวเลขการจ่ายเงินปันผลในช่วงที่ผ่านมาของบริษัท ไทยออยล์ จำกัด(มหาชน) เป็นดังนี้

### 6.2) การกู้ยืมของธุรกิจ (Leverage)

สถานะหนี้สินสุทธิ (หนี้สินที่มีดอกเบี้ย หักเงินสด รายการเทียบเท่าเงินสด และเงินลงทุนชั่วคราว) ของบริษัทฯ และบริษัทย่อย ณ สิ้นไตรมาสที่ 3 ปี 2550 เท่ากับ 24,998,753 บาท เพิ่มขึ้นจากสิ้นปี 2549 เท่ากับ 5,970,199 บาทโดยในระหว่างปีได้มีการรวมหนี้สินสุทธิของบริษัท ปตท จำกัด(มหาชน) แล้ว หนี้สินระยะยาวส่วนที่เหลือส่วนใหญ่เป็นเงินกู้ยืมที่เป็นเงินตราต่างประเทศ ซึ่งเกือบทั้งหมดได้มีการทำธุรกรรมอนุพันธ์ทางการเงินเพื่อลดความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยน บริษัทฯ และบริษัทย่อยได้ทำสัญญาแลกเปลี่ยนหนี้ต่างสกุลเงินกับธนาคารต่างประเทศ

สำหรับหนี้ระยะยาวที่เป็นเงินตราต่างประเทศเกือบทั้งหมด โดยบริษัทฯ และบริษัทย่อยจะจ่ายชำระคืนหนี้เงินกู้เป็นอัตราเงินตราต่างประเทศอีกสกุลหนึ่งตามที่ตกลงไว้ในสัญญา

มีทางเลือกใช้เงิน 4 ทาง บริษัทฯ จะมีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนเท่ากับศูนย์ตั้งแต่ปีหน้าเป็นต้นไปและจะมี EBITDA จำนวนมากถึงปีละ 700 ล้านดอลลาร์สหรัฐถึง 1 พันล้านดอลลาร์สหรัฐ มองว่ามีทางเลือก 4 ทางที่บริษัทจะนำเงินสดไปใช้ ไ้ไ้เรียงจากความน่าจะเป็นสูงที่สุดไปจนถึงต่ำที่สุด เปรอ์เซ็นต์ความน่าจะเป็น (Probability) ในที่นี้ถูกนำมาใช้เพื่อวัตถุประสงค์ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

- (1) จ่ายเงินปันผลมากกว่าคาด ซึ่งจะให้ผลตอบแทนจากเงินปันผลมากกว่า 6%
- (2) ขยายกำลังการผลิตอะโรแมติกส์เพิ่มขึ้น แนวทางนี้เป็นความคิดที่ดี แต่มีความเสี่ยงถ้าการขยายกำลังการผลิตแล้วเสร็จในช่วง Cycle ขาลง
- (3) ในส่วนของการซื้อหรือรวมกิจการกับ IRPC, PTT Aromatics (RRC+ATC), BCP, และโรงกลั่นอื่นๆในต่างประเทศนั้น การซื้อหรือรวมกิจการกับ IRPC เป็นตัวเลือกที่ดีที่สุด เนื่องจากการศึกษาในเบื้องต้นพบว่า การเข้าซื้อหรือรวมกิจการกับ IRPC น่าจะทำให้บริษัทฯ มีผลประโยชน์ตอบแทนเพิ่มเติมปีละประมาณ 40-50 ล้านดอลลาร์สหรัฐ
- (4) การซื้อหุ้นคืนเป็นทางเลือกสุดท้าย

### 6.3) อัตราส่วนราคาหุ้นต่อกำไรสุทธิ (Price – Earning Ratio)

อัตราส่วนนี้เป็นอัตราส่วนเปรียบเทียบ ระหว่างราคาซื้อขายต่อหุ้น กับกำไรสุทธิต่อหุ้น ส่วนกลับของ P/E ratio จะได้ค่า earning yield หรืออัตราผลตอบแทนสุทธิต่อราคาซื้อขาย ซึ่งการเปลี่ยนแปลงกำไรสุทธิต่อหุ้นจะส่งผลต่อการเปลี่ยนแปลงของราคาไม่เท่ากัน โดยจะส่งผลต่อการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ของนักลงทุน โดยในปี 2550 ปีไตรมาสที่ 3 บริษัทฯ มียอดขายเท่ากับ 199,810 ล้านบาท ในขณะที่มีกำไร 14,555 ล้านบาท (กำไรต่อหุ้น 7.13 บาท) P/E ปี 2550 เท่ากับ 9.89 เท่า สำหรับ P/E ของกลุ่มอุตสาหกรรม เท่ากับ 11.39 เท่า จะเห็นได้ว่า P/E ของหลักทรัพย์นั้นยังคงต่ำกว่า P/E ของกลุ่มอุตสาหกรรม ซึ่งถือว่ายังอยู่ในเกณฑ์ที่ดี

### 6.4) ราคามูลค่าหุ้นตามหลักบัญชี (Book value)

คือจำนวนเงินต่อหุ้นที่ผู้ถือหุ้นจะได้รับถ้า บริษัทเลิกกิจการ ณ วันนั้น โดยสินทรัพย์ต่าง ๆ สามารถขายได้ในราคาที่ปรากฏ ในบัญชีของบริษัท และเป็นการพิจารณาความสัมพันธ์ระหว่างราคามูลค่าหุ้นสามัญตามหลักบัญชี (book value) กับราคาตลาด (market price) ผู้ลงทุนใช้ราคาตลาดประเมินได้ในอนาคต หุ้นสามัญส่วนมากจะขายราคาตลาดสูงกว่ามูลค่า

ตามหลักบัญชี และถ้าราคาตลาดต่ำกว่าราคามูลค่าตามหลักบัญชีแสดงว่าธุรกิจนั้นใกล้จะล้มละลาย ซึ่งมูลค่าตามบัญชีต่อหุ้นของปี 2550 เท่ากับ 36.77 บาท/หุ้น ต่ำกว่าราคาตลาดที่เท่ากับ 80 บาท ซึ่งถือว่าธุรกิจปกติ ไม่มีความเสี่ยงว่าจะล้มละลาย

#### 4.2 การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์ ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน)

##### 4.2.1 ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model)

###### 1) การประเมินอัตราผลตอบแทนที่คาดหวังและความเสี่ยง

โดยใช้ทฤษฎี CAPM (Capital Asset Pricing Model) เพื่อกำหนดอัตราลดค่า (discount rate) ที่เหมาะสมอัตราผลตอบแทนที่ผู้ลงทุนต้องการถูกกำหนดจากปัจจัย 2 อย่าง คือ (เพชรี ชุมทรัพย์, 2544)

(1) อัตราดอกเบี้ยของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เช่น พันธบัตรรัฐบาล เงินฝากของธนาคารออมสิน เป็นต้น

(2) ผลตอบแทนส่วนเกินที่ผู้ลงทุนต้องการจะได้ เพื่อชดเชยกับความเสี่ยงที่คาดว่าจะเกิดขึ้นกับการลงทุนครั้งนั้น หรือเรียกว่า ผลตอบแทนชดเชยความเสี่ยง (risk premium)

การกำหนด discount rate ที่เหมาะสม ซึ่งสามารถใช้สมการลดค้อย่างง่าย ดังนี้

$$\begin{aligned} E(R_i) &= R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f] \\ \text{โดย} &= R_f + \beta_i E(R_m) - \beta_i R_f \\ &= (R_f - \beta_i R_f) + \beta_i E(R_m) \\ &= \alpha + \beta_i E(R_m) \end{aligned}$$

โดยกำหนดให้

$E(R_i)$  = อัตราผลตอบแทนที่คาดหวังจากหลักทรัพย์ TOP  
 $E(R_m)$  = อัตราผลตอบแทนของตลาด ในที่นี้ขอใช้อัตราการเติบโตของดัชนีราคาหุ้นของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ซึ่งอยู่ที่ 20.94% (จากข้อมูลที่ได้มาจากตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ให้ค่าเฉลี่ยผลตอบแทนตลาดตลอด 30 ปีที่ผ่านมา = 20.94%)

$R_f$  = อัตราผลตอบแทนของหลักทรัพย์ที่ไม่มีความเสี่ยง เท่ากับ 5.46% (ใช้อัตราดอกเบี้ยเฉลี่ยของเส้นอัตราผลตอบแทน (yield curve) ของพันธบัตรรัฐบาล)

$\beta_i$  = ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า ของหลักทรัพย์ TOP เท่ากับ 0.944 ได้มาจากการคำนวณ Regression โดยใช้โปรแกรม SPSS (ตารางภาคผนวก) โดยใช้มูลค่าราคา Set กับ

ราคา หลักทรัพย์ TOP ย้อนหลังตั้งแต่ วันแรกที่หุ้น TOP เปิดทำการซื้อขาย (26 ต.ค. 47) จนถึงสิ้นปี 2550 แสดงผล ได้ดังนี้

ผลการคำนวณ CAPM ได้เท่ากับ

$$\begin{aligned} E(R_i) &= 5.46 + 0.944 [20.94 - 5.46] \\ &= 20.07\% \end{aligned}$$

## 2) การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

การประเมินมูลค่าหลักทรัพย์ เป็นการประเมินเพื่อหามูลค่าที่ควรจะเป็น หรือมูลค่าที่แท้จริง (intrinsic value) ของหลักทรัพย์ เพื่อนำไปเปรียบเทียบกับราคาตลาดในขณะนั้น ก่อนที่ผู้ลงทุนจะตัดสินใจซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หลักเกณฑ์ในการตัดสินใจมี 3 ลักษณะ(ศิริพันธ์ ธนิต ยวงส์และคณะ, 2535) คือ

(1) ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (under value) นักลงทุนควรซื้อหลักทรัพย์นั้น เพื่อหากำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้นในอนาคต เพื่อให้เท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น

(2) ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์สูงกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (over value) นักลงทุนควรขายหลักทรัพย์นั้น เพื่อป้องกันการขาดทุนจากการที่ราคาตลาดของหลักทรัพย์จะต่ำลงในอนาคตมาเท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น

(3) ถ้าราคาตลาดของหลักทรัพย์ เท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น แสดงว่าราคานั้นเป็นราคาดุลยภาพ (equilibrium price) ดังนั้นผู้ลงทุนจึงไม่มีกำไร หรือขาดทุนจากการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ จึงควรถือหลักทรัพย์นั้นไว้ต่อไป

## 3) การประเมินมูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญ

หลักการประเมินมูลค่าที่แท้จริง

(1) พยากรณ์งบกำไรขาดทุน และงบดุลล่วงหน้า โดยวิธีร้อยละของยอดขาย (the percent of sales method) ซึ่งเริ่มต้นด้วยการพิจารณารายการต่างๆ ในงบการเงินที่จะเปลี่ยนแปลง โดยตรงกับยอดขาย เช่น ต้นทุนขาย ค่าใช้จ่ายในการขายและบริหาร สินทรัพย์หมุนเวียนอื่น หนี้สินหมุนเวียนอื่น เป็นต้น และคำนวณรายการต่างๆ เหล่านั้นเป็นอัตราร้อยละของยอดขาย โดยสมมติว่ารายการต่างๆ นั้น เปลี่ยนแปลงโดยตรงกับยอดขายเมื่อได้ตัวเลขประมาณการของยอดขายแล้วก็จะสามารถพยากรณ์รายการต่างๆ ในงบการเงินได้

(2) พยากรณ์กระแสเงินสดล่วงหน้า เพื่อหากระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น (FCFE) ซึ่งคำนวณได้ดังนี้

FCFE = กำไรสุทธิ + ค่าเสื่อมราคา + ค่าใช้จ่ายเพื่อการลงทุนในอาคารและ  
 อุปกรณ์สุทธิ + การเปลี่ยนแปลงในเงินทุนหมุนเวียนที่ใช้ในการดำเนินงานสุทธิ - การจ่ายคืนเงินกู้  
 หามูลค่าปัจจุบันของกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้นตลอดช่วงเวลา โดยใช้  
 Free Cash Flow to Equity (FCFE) Model โดยคิดลดด้วยอัตราผลตอบแทนที่ต้องการ ( $R_i$ ) ซึ่ง  
 แบบจำลองจะเป็นดังนี้

Value of Stock = PV of FCFE during extraordinary phase + PV of Terminal price

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

โดยที่

$$P_n = \text{ราคาหุ้น ณ สิ้นปีที่ } n = \frac{FCFE_{n+1}}{r - g_n}$$

$FCFE_t$  = Free Cash Flow to Equity หรือกระแสเงินสดที่คาดหวังของผู้ถือหุ้น

$r$  =  $R_i$  หรืออัตราผลตอบแทนที่ต้องการของหลักทรัพย์  
 คำนวณได้จากสมการ CAPM

$g_n$  = อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดแบบตลอดไปหลังปี  
 ที่  $n$

ข้อสมมติในการพยากรณ์งบกระแสเงินสดล่วงหน้า

1. กำไรสุทธิของบริษัทเติบโตไม่ต่ำกว่า 5 - 10 % ต่อปี โดยเฉลี่ยจากอดีตที่ผ่านมา และมองแนวโน้มความต้องการของตลาดในอนาคต
2. ค่าเสื่อมราคา เงินสดสุทธิได้จากกิจกรรมการดำเนินงาน เงินสดสุทธิได้จากกิจกรรมการลงทุนและเงินสดสุทธิได้จากกิจกรรมการจัดการเงินทุน ได้นำข้อมูลมาจากการพยากรณ์ตามแนวโน้มที่ผ่านมาแล้ว ในปี 2547-2550

การคำนวณกระแสเงินสดในอนาคต

สำหรับผู้ถือหุ้น TOP พยากรณ์ในปี 2551 - 2555

ตารางที่ 4.22 การคำนวณกระแสเงินสดในอนาคต

รายการ	2551	2552	2553	2554	2555
กำไรสุทธิ	20,377.13	21,395.98	22,465.78	23,589.07	24,768.53
บวก ค่าเสื่อมราคา	7,268.27	7,595.34	7,937.13	8,294.30	8,667.54
หัก เงินสดสุทธิได้จากกิจกรรม การดำเนินงาน	19,746.49	20,733.82	21,770.50	22,859.03	24,001.98
หัก เงินสดสุทธิได้จากกิจกรรม การลงทุน	-7,880.25	-7,486.24	-7,111.92	-6,756.33	-6,418.51
หัก เงินสดสุทธิใช้ไปในกิจกรรม จัดหาเงิน	-15,811.73	-16,602.32	-17,432.44	-18,304.06	-19,219.26
FCFE	31,590.89	32,346.06	33,176.77	34,084.73	35,071.86

ที่มา จากการคำนวณ

การคำนวณมูลค่าที่แท้จริงของหลักทรัพย์

1) การหามูลค่าปัจจุบันของ FCFE ตั้งแต่ปี 2551 - 2555

จากงบกระแสเงินสดล่วงหน้า จะได้

t	1	2	3	4	5
ปี	2551F	2552F	2553F	2554F	2555F
FCFE	31,590.89	32,346.06	33,176.77	34,084.73	35,071.86

$$\sum_{t=1}^4 \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} = \frac{31,590.89}{(1+0.20)^1} + \frac{32,346.06}{(1+0.20)^2} + \frac{33,176.77}{(1+0.20)^3} + \frac{34,084.73}{(1+0.20)^4}$$

$$\begin{aligned} \text{นำอัตราส่วนลดที่คำนวณได้เท่ากับ 20.07% หามูลค่าปัจจุบันของ FCFE ตั้งแต่ปี 2551 - 2555} \\ = 26,325.74 + 22,462.54 + 19,199.52 + 16,437.47 \\ = 84,425.27 \end{aligned}$$

2) การหามูลค่าปัจจุบันของหุ้นสามัญทั้งหมดที่เหลืออยู่ปลายปี 2555

$$\begin{aligned} \text{จากสูตร} \quad P_n &= \frac{FCFE_{n+1}}{r - g_n} \\ \text{FCFE ปี 2555} &= 35,071.86 \text{ ล้านบาท} \end{aligned}$$

อัตราคิดลด (r) = 20.07%

อัตราการเติบโตของกระแสเงินสดแบบคงที่ ( $g$ ) = 10% (ตามประมาณการเติบโตของรายได้)

$$P_5 = \frac{35,071.86}{(0.2-0.10)}$$

$$= 350,718.6$$

หามูลค่าปัจจุบัน ณ สิ้นปี 2551 ของข้อมูลหุ้นสามัญที่เหลืออยู่ปลายปี 2554 ได้ดังนี้

$$\frac{P_5}{(1+r)^5} = \frac{350,718.6}{(1+0.185)^5}$$

$$= 150,072.14$$

3) หามูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญทั้งหมด ณ สิ้นปี 2551

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

$$P_{2551} = 84,425.27 + 150,072.14$$

$$= 234,497.41$$

4) หามูลค่าที่แท้จริงต่อหุ้น

$$\frac{\text{มูลค่าที่แท้จริงของหุ้นสามัญทั้งหมด}}{\text{จำนวนหุ้นสามัญทั้งหมด}} = \frac{234,497.41}{2,040}$$

$$= 115 \text{ บาท ต่อหุ้น}$$

#### ผลการประเมินมูลค่าหลักทรัพย์

เมื่อพิจารณาจากการศึกษาการประเมินมูลค่าที่ควรจะเป็นของหลักทรัพย์ TOP ครั้งนี้ ปรากฏว่า มูลค่าที่แท้จริงของ TOP ที่ประเมินได้ ณ สิ้นปี 2551 เท่ากับ 115 บาท ซึ่งเมื่อเปรียบเทียบกับราคาตลาด ณ สิ้นปี 2550 เท่ากับ 86.50 บาท จะเห็นได้ว่าราคาของหลักทรัพย์นี้ ต่ำกว่ามูลค่าที่ควรจะเป็น (under value) นักลงทุนควรซื้อหลักทรัพย์นี้ เพื่อหากำไรจากการที่ราคาหลักทรัพย์จะสูงขึ้นในอนาคตเพื่อให้เท่ากับมูลค่าที่ควรจะเป็น



#### 4.2.2 ทฤษฎี Quantiles via Optimization

ในการการศึกษาความสัมพันธ์ของผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไทยออยล์กับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ โดยจะใช้ข้อมูลของอัตราผลตอบแทนคิดเป็นเปอร์เซ็นต์ของหลักทรัพย์ไทยออยล์ตั้งแต่เดือนตุลาคม พ.ศ.2547 ถึงเดือน ธันวาคม พ.ศ.2550 และผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ในช่วงระยะเวลาเดียวกันโดยการคำนวณโดยใช้โปรแกรมสตาด้า โดยกำหนดแควนไทล์ ทั้งหมด 11 แควนไทล์ ตั้งแต่ 0.05 จนถึง 0.95 ผลวิเคราะห์ที่ได้ผลดังนี้

ตารางที่ 4.23 ผลการวิเคราะห์แควนไทล์

Quantile	Coef.	Std. Err.	t	P>   t	[95% Conf. Interval]	
0.05	1.090909	.2321216	4.70	0.000	.6352493	1.546569
0.10	1	.982592	10.18	0.000	.807115	1.192885
0.20	.9828326	.05462	17.99	0.000	.8756124	1.090053
0.30	.9806451	.0452018	21.69	0.000	.8919131	1.069377
0.40	1.048951	.0458971	22.85	0.000	.9588541	1.139048
0.50	1.06	.0543657	19.70	0.000	.9543657	1.165634
0.60	1.02809	.0549283	18.72	0.000	.9202645	1.135915
0.70	1.092198	.0732486	14.91	0.000	.9484099	1.235987
0.80	1.05814	.092325	11.46	0.000	.8769036	1.239376
0.90	1.045226	.2122348	4.92	0.000	.6286046	1.461848
0.95	.9567901	.5143178	1.86	0.063	-.052827	1.966407

ที่มา: จากการคำนวณ

จากตารางที่ 4.29 สามารถอธิบายได้ว่า ณ ระดับ แควนไทล์ที่ 0.05 ได้ค่าสัมประสิทธิ์เบต้า (Coef.) เท่ากับ 1.090909 หมายถึง หากผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ ณ ระดับแควนไทล์ 0.05 เปลี่ยนแปลงไป 1% จะมีผลทำให้ผลตอบแทนหุ้นไทยออยล์เปลี่ยนแปลงไป 1.090909% นั่นแสดงถึงผลตอบแทนของหลักทรัพย์ไทยออยล์มีการเปลี่ยนแปลงเมื่อเปรียบเทียบกับผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์ โดยไม่ว่าผลตอบแทนของตลาดหลักทรัพย์จะเปลี่ยนแปลงไปมากน้อยแค่ไหน (ช่วงแควนไทล์ ตั้งแต่ 0.05 จนถึง 0.95) การเปลี่ยนแปลงของผลตอบแทนของหุ้นไทยออยล์ก็มีค่าไม่แตกต่างกันมาก (ค่า Coef. อยู่ในช่วง 0.95 – 1.1)