Fundamental Story

Energy Sector – Neutral

News Update

Yupapan Polpornprasert | Email: yupapan.pol@thanachartsec.co.th

ความเสี่ยงด้านอุปทานเพิ่มสูงขึ้น

- สต๊อกน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นอีกครั้ง
- ยูเครนยกระดับการโจมตีโครงสร้างพื้นฐานน้ำมันของรัสเซีย
- สหภาพยุโรปพิจารณาเร่งถอนตัวจากน้ำมันและก๊าซของรัสเซีย
- โรงกลั่นอิสระของจีนเผชิญบททดสอบใหม่จากการปราบปราม

ราคาน้ำมันเบรนท์ปรับขึ้นเป็น US$67/bbl หลังจากยูเครนโจมตีท่าเรือพริมอร์สค์ของรัสเซียด้วยโดรน ขณะที่สหรัฐฯ กำลังกดดันให้มีการคว่ำบาตรที่กว้างขึ้นต่ออินเดียและจีน ซึ่งช่วยสนับสนุนความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ ด้านจีนเองก็ได้ออกกฎระเบียบที่เข้มงวดขึ้นเพื่อควบคุมการเลี่ยงภาษีในตลาดน้ำมันสำเร็จรูป

สต๊อกน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นอีกครั้ง

- น้ำมันดิบ: สต๊อกเชิงพาณิชย์เพิ่มขึ้น 3.9 ล้านบาร์เรล มาอยู่ที่ 424.6 ล้านบาร์เรล ซึ่งยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีประมาณ 3%
- น้ำมันเบนซิน: สต๊อกลดลง 1.5 ล้านบาร์เรล ใกล้เคียงกับระดับเฉลี่ยในช่วง 5 ปี
- น้ำมันกลั่น: สต๊อกเพิ่มขึ้น 4.7 ล้านบาร์เรล แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีประมาณ 9% สะท้อนถึงภาวะอุปทานที่ค่อนข้างตึงตัว

ยูเครนยกระดับการโจมตีโครงสร้างพื้นฐานน้ำมันของรัสเซีย

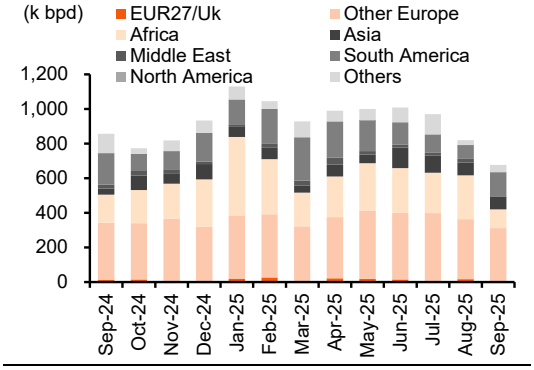
- ท่าเรือพริมอร์สค์ถูกโจมตี: ยูเครนโจมตีท่าเรือพริมอร์สค์ของรัสเซีย ทำให้เรือได้รับความเสียหาย ถือเป็นการโจมตีครั้งแรกต่อหนึ่งในท่าเรือส่งออกน้ำมันที่ใหญ่ที่สุดของประเทศ การโจมตีครั้งนี้เป็นส่วนหนึ่งของปฏิบัติการโดรนข้ามคืนที่ใหญ่ที่สุดของยูเครนในรอบหลายเดือน และเป็นสัญญาณชัดเจนของการยกระดับความรุนแรง โดยเปลี่ยนเป้าหมายจากโรงกลั่นและสิ่งอำนวยความสะดวกภายในประเทศ ไปสู่โครงสร้างพื้นฐานพลังงานหลัก ท่าเรือพริมอร์สค์ มีบทบาทสำคัญในการส่งออกน้ำมัน โดยรองรับน้ำมันดิบเกือบ 1 ล้านบาร์เรลต่อวัน และดีเซลอีก 400,000 บาร์เรลต่อวัน (ข้อมูลจาก S&P Global Commodities at Sea) และเป็นจุดศูนย์กลางสำคัญสำหรับการส่งออกน้ำมันดิบ Urals ของรัสเซีย
- โรงกลั่นเคอริชิถูกโจมตี: โดรนอย่างน้อย 361 ลำโจมตีเป้าหมายในพื้นที่ของรัสเซียข้ามคืน ทำให้เกิดไฟไหม้เล็กน้อยที่โรงกลั่นเคอริชิ ซึ่งมีกำลังการกลั่นน้ำมันดิบอยู่ที่ 355,000 บาร์เรลต่อวัน (คิดเป็นประมาณ 6.4% ของกำลังการกลั่นทั้งหมดของรัสเซีย)
- การส่งออกลดลง: ข้อมูลช่วงต้นเดือนกันยายนแสดงให้เห็นว่าการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันกลั่นของรัสเซียอยู่ที่ 1.96 ล้านบาร์เรลต่อวันในสัปดาห์แรก ซึ่งลดลงอย่างมากในส่วนของดีเซลและนาฟทา หากแนวโน้มนี้ยังดำเนินต่อไป เดือนกันยายนอาจเป็นเดือนที่มีค่าเฉลี่ยรายเดือนต่ำที่สุดในรอบปี โดยลดลงประมาณ 10% จากเดือนสิงหาคม (อ้างอิง Bloomberg/Vortexa)

US Weekly data

(m bbls)	Weekly change	Consensus	Last week
Crude Oil	3.939	-1.900	2.415
Gasoline	-1.458	-0.100	-3.795
Distillates	4.715	0.200	1.681

Source: EIA

Ex 1: Russian Diesel Exports



Source: Bloomberg

Fundamental Story

- ผลกระทบ: การโจมตีครั้งนี้ถือเป็นการยกระดับอย่างชัดเจนในปฏิบัติการของยูเครน โดยตอนนี้มุ่งเป้าไปที่โครงสร้างพื้นฐานน้ำมันหลักของรัสเซีย ซึ่งอาจทำให้เกิดความเสียหายและความไม่ต่อเนื่องในการผลิตน้ำมันดิบ น้ำมันกลั่น และการส่งออกในอนาคตได้

สหภาพยุโรปพิจารณาเร่งถอนตัวจากน้ำมันและก๊าซของรัสเซีย

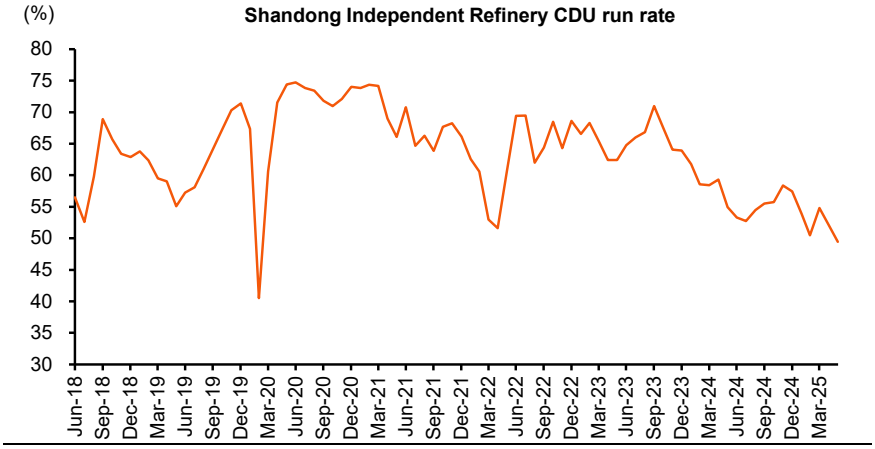
- **การตอบสนองของสหภาพยุโรป (EU):** สหภาพยุโรปกำลังพิจารณาการยุติการใช้เชื้อเพลิงฟอสซิลจากรัสเซียอย่างรวดเร็วขึ้นภายใต้นโยบายคว่ำบาตรชุดใหม่ หลังจากได้รับแรงกดดันจากสหรัฐฯ การห้ามนำเข้าน้ำมันดิบทางทะเลจากรัสเซียได้ลดการนำเข้าของสหภาพยุโรปลงถึง 90% แล้ว แม้ว่าประเทศฮังการีและสโลวาเกียยังคงรับน้ำมันผ่านทางท่อส่งอยู่ ยุโรปคาดว่าจะนำเข้าก๊าซประมาณ 13% จากรัสเซียในปีนี้ ลดลงจาก 45% ก่อนการรุกรานในปี 2022
- แรงกดดันจากสหรัฐฯ: ประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ เรียกร้องให้ยุโรปยุติการซื้อขายน้ำมันรัสเซีย และเรียกร้องมาตรการลงโทษกับผู้ซื้อรายใหญ่ รวมถึงจีนและอินเดีย สหรัฐฯ ได้กำหนดภาษีศุลกากรเพิ่มเติม 25% กับการนำเข้าสินค้าจากอินเดีย (ทำให้ภาษีรวมเป็น 50%) เพื่อจำกัดการขายน้ำมันรัสเซียในราคาถูก ไม่มีการเพิ่มภาษีใหม่กับจีน เนื่องจากสหรัฐฯ ต้องรักษาข้อตกลงพักรบทางการค้าที่ยังเปราะบางอยู่
- ผลกระทบ: เรามองว่าสิ่งนี้มีผลกระทบต่อตลาดน้ำมันในภาพรวมค่อนข้างเป็นกลาง เนื่องจากน้ำมันดิบและก๊าซของรัสเซียสามารถถูกเปลี่ยนเส้นทางไปยังตลาดอื่นได้ ดังนั้น หากไม่มีประเทศที่สามถูกกดดันให้หยุดซื้อด้วย ผลกระทบโดยรวมต่ออุปทานจึงมีจำกัด

โรงกลั่นอิสระของจีนเผชิญบททดสอบใหม่จากการปราบปราม

- กฎใหม่ภายใต้แผนต่อต้านการเลี่ยงภาษี: จีนได้ออกกฎระเบียบที่เข้มงวดขึ้นเพื่อควบคุมการเลี่ยงภาษีในตลาดน้ำมันกลั่น โรงกลั่นอิสระที่เรียกว่า "teapot refiners" ต้องรายงานข้อมูลการซื้อขายและสต็อกแบบออนไลน์ทุกเดือนแทนการใช้สมุดบัญชีแบบกระดาษ
- ขนาดของปัญหา: ประมาณการของอุตสาหกรรมชี้ว่า น้ำมันเบนซินและดีเซลประมาณ 30-40% ถูกขายโดยไม่ชำระภาษีการบริโภค การเลี่ยงภาษีนี้ช่วยเพิ่มกำไรประมาณ 600 หยวนต่อตันสำหรับดีเซล (ประมาณ US$7.45/bbl)
- การบังคับใช้อย่างเป็นระบบ: ระบบใหม่มีเป้าหมายเพื่อเพิ่มรายได้จากภาษีและตัดวงจรการจัดหาน้ำมันเชื้อเพลิงผิดกฎหมาย แตกต่างจากการปราบปรามระยะสั้นที่ผ่านมา ระบบนี้ถูกมองว่าเป็นการเปลี่ยนแปลงในเชิงโครงสร้าง — เป็นระบบตรวจสอบถาวร ไม่ใช่แค่แคมเปญการปฏิบัติตามกฎระเบียบระยะสั้น
- ผลกระทบ: ภาคโรงกลั่นอิสระ (teapot sector) ดำเนินการที่ต่ำกว่าครึ่งหนึ่งของกำลังการผลิตใน 1H25 เนื่องจากความต้องการน้ำมันลดลงและการเพิ่มขึ้นของการใช้รถยนต์ไฟฟ้ากดดันยอดขายน้ำมัน ปฏิบัติการปราบปรามด้านภาษีของปักกิ่งอาจทำให้การใช้กำลังการผลิตลดลงหรือทำให้โรงกลั่นต้องปิดตัว ส่งผลให้อุปทานตึงตัวและสนับสนุนอัตรากำไรของโรงกลั่นภายในประเทศ โรงกลั่นอิสระคิดเป็นกำลังการกลั่นประมาณ 4.2–5.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ประมาณ 25% ของกำลังการกลั่นรวมของจีน) เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” SPRC, TOP, BCP และ BSRC

Fundamental Story

Ex 2: China Teapot Refinery Run Rate



Source: Bloomberg

Ex 3: Prices And Spreads

	Unit	This week	Last week	% chg	Quarterly 2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	Yearly 2023	2024	2025
Upstream													
Dubai	(US$/bbl)	69	67	3.0%	85	79	74	76	66	68	81	80	71
Brent	(US$/mmbtu)	67	66	2.3%	85	79	74	75	67	68	82	80	71
Henry hub	(US$/mmbtu)	2.9	3.0	-3.5%	2.3	2.2	3.0	3.9	3.5	3.1	2.6	2.4	3.7
JKM Spot	(US$/mmbtu)	11.4	11.3	0.5%	11.2	13.0	14.0	14.0	12.4	12.0	13.9	11.9	13.2
Dutch TTF	(EUR/MWh)	33	32	2.2%	32	36	43	47	36	33	41	35	41
NEX coal price	(US$/tonne)	101	108	-6.4%	136	140	139	108	100	111	188	136	104
Crack spreads over Dubai													
Gasoline	(US$/bbl)	11.4	11.5	-1.0%	11.6	11.1	11.4	7.7	11.5	10.3	16.7	13.0	9.9
Jet fuel	(US$/bbl)	15.8	15.3	3.7%	13.6	13.1	14.8	13.2	14.2	15.5	22.5	15.7	14.3
Diesel	(US$/bbl)	18.5	17.7	4.4%	14.0	12.7	14.7	13.2	15.8	18.2	21.9	15.8	15.9
HSFO	(US$/bbl)	(7.5)	(6.8)	10%	(3.4)	(5.3)	(2.3)	(2.0)	1.7	(5.8)	(10.3)	(5.2)	(2.0)
SG GRM	**(US$/bbl)**	**5.3**	**5.6**	**-5.6%**	**4.8**	**4.8**	**6.4**	**4.6**	**7.0**	**5.8**	**7.9**	**6.1**	**5.8**
Aromatics													
PX-naphtha	(US$/tonne)	217	234	-7.4%	336	262	174	188	207	242	378	274	188
BZ-naphtha	(US$/tonne)	142	149	-4.9%	391	352	271	245	173	162	267	335	245
Olefin													
HDPE-naphtha	(US$/tonne)	342	344	-0.7%	350	336	333	324	374	352	390	338	324
LDPE-naphtha	(US$/tonne)	542	554	-2.2%	519	550	489	497	587	574	427	503	497
PP-naphtha	(US$/tonne)	352	354	-0.6%	331	331	339	338	414	380	359	326	338
Others													
Integrated PET	(US$/tonne)	112	108	4.3%	130	145	145	123	134	112	161	140	123
Phenol-BZ	(US$/tonne)	83	85	(0.0)	(38)	68	47	41	77	46	80	6	59
BPA -Phenol	(US$/tonne)	310	310	0.0%	303	271	307	325	378	346	294	300	350

Sources: TOP, Bloomberg

Fundamental Story

Ex 4: Valuation

	Rating	Current price (Bt)	Target price (Bt)	*Upside/ (Downside) (%)*	Market cap (US$ m)	Norm EPS grw 25F (%)	Norm EPS grw 26F (%)	Norm PE 25F (x)	Norm PE 26F (x)	EV/EBITDA 25F (x)	EV/EBITDA 26F (x)	— P/BV — 25F (x)	— P/BV — 26F (x)	— Yield — 25F (%)	— Yield — 26F (%)	— ROE — 25F (%)	— ROE — 26F (%)
BANPU	HOLD	4.84	4.00	*(17.4)*	1,529	na	400.4	86.2	17.2	7.2	6.0	0.4	0.4	0.7	3.5	0.5	2.5
BCP	BUY	31.00	37.00	*19.4*	1,346	(16.5)	25.6	7.7	6.1	2.6	2.8	0.7	0.6	3.6	4.9	9.0	10.5
BSRC	BUY	4.62	5.20	*12.6*	504	51.8	43.4	9.9	6.9	5.4	3.4	0.6	0.6	2.4	4.2	6.3	8.8
IRPC	SELL	1.27	0.77	*(39.4)*	818	na	na	na	na	12.6	9.3	0.4	0.4	2.4	2.4	na	na
IVL	SELL	23.80	18.00	*(24.4)*	4,213	(32.9)	53.7	32.3	21.0	7.1	6.6	1.0	1.0	1.9	2.4	3.8	5.5
OR	SELL	14.20	12.00	*(15.5)*	5,373	26.1	7.3	17.5	16.3	6.7	6.4	1.5	1.4	3.4	3.4	8.7	9.0
PTG	BUY	8.40	8.50	*1.2*	442	10.7	12.3	12.4	11.0	4.0	3.5	1.5	1.4	4.2	4.8	12.1	12.8
PTT	BUY	33.50	37.00	*10.4*	30,170	(8.4)	2.8	11.4	11.1	4.2	3.8	0.8	0.8	6.3	6.3	7.3	7.4
PTTEP	BUY	113.00	125.00	*10.6*	14,145	(18.5)	(8.7)	7.0	7.7	2.1	2.3	0.8	0.7	7.1	6.9	11.5	9.9
PTTGC	SELL	27.75	18.00	*(35.1)*	3,945	na	na	na	32.0	14.9	9.7	0.5	0.5	1.8	1.8	na	1.5
SCC	SELL	228.00	128.00	*(43.9)*	8,627	(9.7)	18.9	37.6	31.6	21.1	19.0	0.8	0.8	2.6	3.1	2.1	2.4
SPRC	BUY	4.96	5.70	*14.9*	678	(18.3)	(52.9)	11.2	23.7	5.0	5.9	0.6	0.6	5.0	5.0	4.9	2.4
TOP	BUY	35.50	34.00	*(4.2)*	2,500	(40.4)	3.2	7.7	7.5	7.2	7.9	0.4	0.4	5.3	4.6	5.6	6.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 4/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"