

Fundamental Story

Energy Sector – Neutral

News Update

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

ราคาน้ำมันเบรนท์ทะเล US\$70/bbl

- สต็อกน้ำมันลดลงทั่วโลก
- รัสเซียห้ามการส่งออกเบนซินและจำกัดการส่งออกดีเซล
- การเพิ่มกำลังการผลิตของ OPEC+ อาจจะถูกประเมินสูงเกินไป
- อิรักจะเริ่มส่งออกน้ำมันจากเคอร์ดิสถานอีกครั้งในวันที่ 27 กันยายน

การจำกัดการส่งออกน้ำมันของมอสโก—การห้ามส่งออกเบนซินทั้งหมดและจำกัดการส่งออกดีเซล—ผลักดันราคาน้ำมันเบรนท์ให้อยู่ที่เหนือ US\$70/bbl ในสัปดาห์นี้เซนต์ปีเตอส์เบิร์กได้รับการกระตุ้นเพิ่มเติมจากความสงสัยเกี่ยวกับอุปทานน้ำมันของ OPEC+ เนื่องจากผู้ค้าคิดว่าการลดการผลิต 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวันที่ได้ให้สัญญาไว้จะมีเพียงบางส่วนเท่านั้นที่จะถูกปล่อยออกสู่ตลาด ในด้านที่เป็นลบ การส่งออกน้ำมันดิบจากภูมิภาคเคอร์ดิสถานของอิรักจะเริ่มต้นใหม่ในช่วงสุดสัปดาห์ ซึ่งจะเพิ่ม 230,000 บาร์เรลต่อวันเข้าสู่ตลาดโลก

ข้อมูลรายสัปดาห์ของสหรัฐฯ: สต็อกน้ำมันลดลงทั่วโลก

- น้ำมันดิบ: ข้อมูลล่าสุดจากสำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานของสหรัฐฯ (EIA) สำหรับสัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 19 กันยายน 2025 ระบุว่า ปริมาณน้ำมันดิบคงคลังลดลงเล็กน้อย 0.6 ล้านบาร์เรล เหลือ 414.8 ล้านบาร์เรล ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีสำหรับช่วงเวลาเดียวกันนี้ประมาณ 4%
- น้ำมันเบนซิน: ลดลง 1.1 ล้านบาร์เรล ส่งผลให้ปริมาณคงคลังรวมต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีสำหรับช่วงเวลาเดียวกันนี้ประมาณ 2% การปรับลดนี้สะท้อนถึงอุปสงค์ที่คงที่ควบคู่กับการเติบโตของอุปทานที่จำกัด
- น้ำมันกลั่น: ลดลง 1.7 ล้านบาร์เรล ขณะนี้ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีราว 8% การลดลงครั้งนี้มีสาเหตุมาจากการผลิตที่ลดลงและความต้องการส่งออกที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะในกลุ่มน้ำมันดีเซล และ heating oil

รัสเซียห้ามการส่งออกเบนซินและจำกัดการส่งออกดีเซล

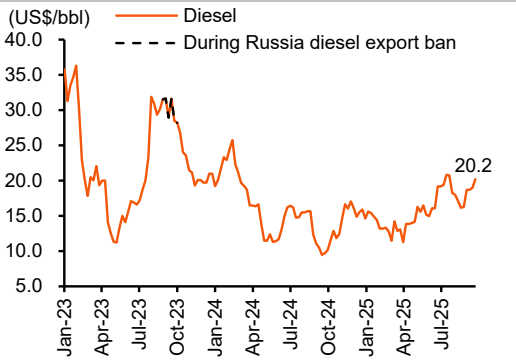
- รัสเซียห้ามการส่งออกน้ำมันดีเซลโดยผู้ค้าคนกลางจนถึงสิ้นปี 2025: มาตรการดังกล่าวมุ่งเป้าไปที่ผู้ค้าคนกลาง ไม่ใช่ผู้ผลิต แหล่งข่าวในอุตสาหกรรมระบุว่าปริมาณการส่งออกของผู้ค้าคนกลางมีสัดส่วนเพียงเล็กน้อย โดยประมาณ 75% ของการส่งออกดีเซลทั้งหมดถูกส่งออกโดยตรงจากผู้ผลิตผ่านท่อส่งไปยังท่าเรือในทะเลบอลติกและทะเลดำ ปัจจุบัน กลุ่มผู้ค้าที่ถูกจำกัดมีสัดส่วนเพียงราว 7% หรือประมาณ 60,000 บาร์เรลต่อวัน ของการส่งออกแก๊สออยล์รวมของรัสเซีย
- การขยายเวลาห้ามส่งออกน้ำมันเบนซิน: รัฐบาลมอสโกได้ขยายเวลาห้ามการส่งออกน้ำมันเบนซิน ทั้งจากผู้ผลิตและผู้ค้าคนกลางไปจนถึงสิ้นปี 2025 เพื่อรักษาปริมาณสำรองไว้ใช้ภายในประเทศ ท่ามกลางสถานการณ์การโจมตีด้วยโดรน

US Weekly data

(m bbls)	Weekly change	Consensus	Last week
Crude Oil	-0.607	0.800	-9.285
Gasoline	-1.081	0.400	-2.347
Distillates	-1.685	-1.500	4.046

Source: EIA

Ex 1: Diesel Crack Spread



Source: Bloomberg

Fundamental Story

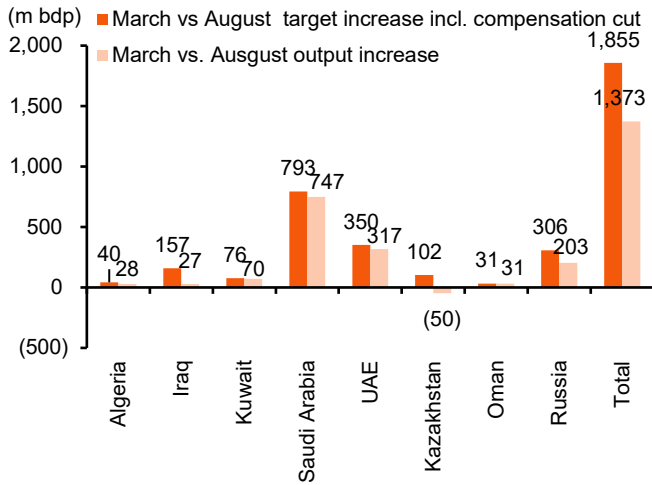
- การโจมตีด้วยโดรนของยูเครนทวีความรุนแรงขึ้น: การโจมตีได้ส่งผลให้กำลังการผลิตน้ำมันของรัสเซียลดลงชั่วคราวสูงสุดถึง 20% ในบางวัน กระทบต่อปริมาณการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันจากท่าเรือหลัก
- Diesel crack กลับขึ้นมามีอยู่ที่ US\$20/bbl: เทียบกับ US\$15.8/bbl ใน 2Q25 และจุดต่ำสุดที่ US\$12.7/bbl ในกุมภาพันธ์ 2025
- ผลกระทบ: มาตรการห้ามส่งออกน้ำมันเบนซินมีผลเพียงเล็กน้อย เนื่องจากรัสเซียมีบทบาทจำกัดในตลาดส่งออกน้ำมันเบนซิน แต่ในกรณีน้ำมันดีเซลถือว่าสำคัญมาก เพราะรัสเซียเป็นผู้ส่งออกอันดับ 2 ของโลก มาตรการจำกัดการส่งออกอาจทำให้ตลาดน้ำมันกลั่นกลาง (middle distillates) ตึงตัวมากขึ้น และส่งผลให้ diesel spreads กว้างขึ้น ผู้กลั่นน้ำมันของไทยมีแนวโน้มได้รับประโยชน์ โดยก่อนหน้าการห้ามส่งออกดีเซลในช่วงก.ย.-ต.ค. 2023 เคยทำให้ส่วนต่างกำไร (crack spreads) ตึงตัวขึ้นไปถึงราว US\$30/bbl เราจึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOP, SPRC, BCP และ BSRC

การเพิ่มกำลังการผลิตของ OPEC+ อาจจะถูกประเมินสูงเกินไป

- แผนการ: OPEC+ มีเป้าหมายที่จะยกเลิกการปรับลดกำลังการผลิตล่าสุด 2.2 ล้านบาร์เรลต่อวันอย่างเต็มรูปแบบภายในสิ้นเดือนกันยายน และจะเริ่มทยอยยกเลิกการปรับลดอีกขั้นหนึ่งจำนวน 1.65 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือนตุลาคม ขณะที่สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) ได้รับอนุมัติให้เพิ่มกำลังการผลิต 0.3 ล้านบาร์เรลต่อวัน ระหว่างเดือนเมษายนถึงกันยายน
- ระหว่างเดือนเมษายนถึงสิงหาคม OPEC+ สามารถทำได้เพียงประมาณ 75% ของเป้าหมายการเพิ่มกำลังการผลิต โดยผลิตได้น้อยกว่าเป้าหมาย 1.92 ล้านบาร์เรลต่อวัน ราว 500,000 บาร์เรลต่อวัน หรือคิดเป็นประมาณ 0.5% ของความต้องการน้ำมันทั่วโลก ประเทศที่ทำผลงานต่ำกว่าเป้าหมายหลัก ได้แก่ อิรัก ไนจีเรีย และแองโกลา เนื่องจากข้อจำกัดด้านการปฏิบัติการและการซ่อมบำรุง
- สาเหตุ: มี 3 ปัจจัยที่อธิบายถึงการผลิตไม่ถึงเป้า ได้แก่
 - 1) กำลังการผลิตสำรองมีจำกัด – การขาดการลงทุนต่อเนื่องหลายปีทำให้สมาชิกส่วนใหญ่ไม่สามารถเพิ่มการผลิตได้อย่างมีนัยสำคัญ โดยสำนักงานพลังงานสากล (IEA) ประเมินว่ามีกำลังการผลิตสำรองอยู่ 4.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน ณ เดือนสิงหาคม แต่เกือบทั้งหมดกระจุกตัวอยู่ที่ซาอุดีอาระเบียและสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์
 - 2) การปรับลดชดเชย – สมาชิกบางประเทศ เช่น คาซัคสถาน และอิรัก ถูกขอให้ลดการผลิตเพิ่มเติมเพื่อชดเชยการผลิตเกินเป้าที่ผ่านมา
 - 3) ข้อจำกัดของรัสเซีย – การโจมตีโครงสร้างพื้นฐานของรัสเซียโดยโดรนยูเครนได้จำกัดความสามารถในการเพิ่มการผลิตของรัสเซีย ส่งผลให้การผลิตโดยรวมต่ำกว่าเป้า
- ผลกระทบ: ด้วยปริมาณอุปทานที่น้อยกว่าที่คาดไว้ ความกังวลเรื่องภาวะน้ำมันล้นตลาดอาจถูกประเมินเกินจริง ราคาน้ำมันดิบเบรนต์ยังคงทรงตัวอยู่ในช่วงกลางถึงปลาย US\$60/bbl โดยได้แรงหนุนจากการผลิตที่ตึงตัวมากกว่าที่คาด และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังดำเนินอยู่ เรามองว่า PTTEP (“ซื้อ”) เป็นผู้ได้รับประโยชน์หลัก

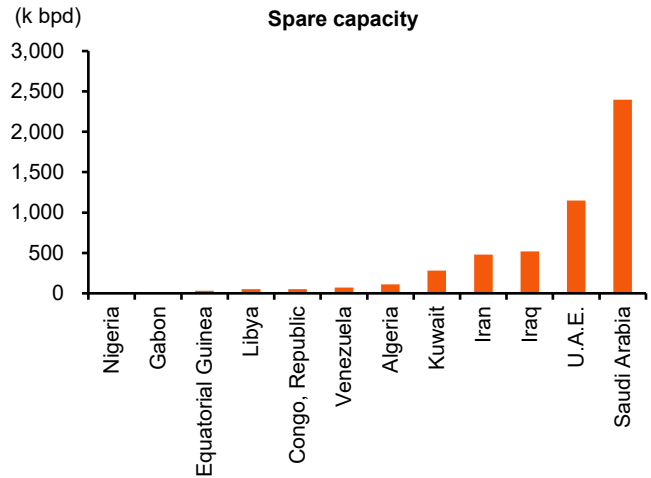
Fundamental Story

Ex 2: OPEC Production



Source: Bloomberg

Ex 3: OPEC Spare Capacity



Source: Bloomberg

อิรักจะเริ่มส่งออกน้ำมันจากเคอร์ติสถานอีกครั้งในวันที่ 27 กันยายน

- การส่งออกผ่านท่อส่งน้ำมัน Kirkuk–Ceyhan ถูกระงับตั้งแต่เดือนมีนาคม 2023 เนื่องจากความขัดแย้งเรื่องการอนุญาตส่งออกระหว่างรัฐบาลกลางของอิรักและรัฐบาลภูมิภาคเคอร์ติสถาน (KRG)
- ข้อตกลง: รัฐบาลกลางอิรักได้บรรลุข้อตกลงกับผู้ผลิต 8 ราย ครอบคลุมประมาณ 90% ของปริมาณการผลิตน้ำมันในเคอร์ติสถาน ทำให้สามารถเริ่มส่งออกได้อีกครั้ง
- ผลกระทบต่ออุปทาน: คาดว่าจะมีน้ำมันดิบเคอร์ติสถานกลับเข้าสู่ตลาดประมาณ 230,000 บาร์เรลต่อวัน เริ่มตั้งแต่วันที่เสาร์นี้
- ผลกระทบ: การเริ่มส่งออกอีกครั้งอาจทำให้ราคาน้ำมันเบรนต์ปรับลดลงเล็กน้อยในระยะสั้น แต่การส่งมอบต่ำกว่าที่ OPEC+ วางแผนไว้และข้อจำกัดด้านอุปทานของรัสเซียคาดว่าจะยังคงสนับสนุนตลาดน้ำมัน

Fundamental Story

Ex 4 Prices And Spreads

Unit		This week	Last week	%chg	Quarterly						Yearly		
					2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2023	2024	2025
Upstream													
Dubai	(US\$/bbl)	69	67	2.5%	85	79	74	76	66	68	81	80	71
Brent	(US\$/mmbtu)	70	67	5.2%	85	79	74	75	67	68	82	80	71
Henry hub	(US\$/mmbtu)	2.8	2.9	-1.8%	2.3	2.2	3.0	3.9	3.5	3.1	2.6	2.4	3.7
JKM Spot	(US\$/mmbtu)	11.3	11.4	-0.6%	11.2	13.0	14.0	14.0	12.4	11.9	13.9	11.9	13.2
Dutch TTF	(EUR/MWh)	33	32	1.2%	32	36	43	47	36	33	41	35	41
NEX coal price	(US\$/tonne)	104	103	0.4%	136	140	139	108	100	110	188	136	104
Crack spreads over Dubai													
Gasoline	(US\$/bbl)	10.5	12.3	-14.6%	11.6	11.1	11.4	7.7	11.5	10.4	16.7	13.0	9.9
Jet fuel	(US\$/bbl)	19.1	17.0	12.4%	13.6	13.1	14.8	13.2	14.2	15.7	22.5	15.7	14.4
Diesel	(US\$/bbl)	20.2	18.1	11.9%	14.0	12.7	14.7	13.2	15.8	18.5	21.9	15.8	15.8
HSFO	(US\$/bbl)	(5.3)	(6.8)	-22%	(3.4)	(5.3)	(2.3)	(2.0)	1.7	(5.8)	(10.3)	(5.2)	(2.0)
SG GRM	(US\$/bbl)	6.1	5.6	9.3%	4.8	4.8	6.4	4.6	7.0	5.9	7.9	6.1	5.8
Aromatics													
PX-naphtha	(US\$/tonne)	192	217	-11.3%	336	262	174	188	207	236	378	274	188
BZ-naphtha	(US\$/tonne)	132	142	-6.7%	391	352	271	245	173	158	267	335	245
Olefin													
HDPE-naphtha	(US\$/tonne)	322	342	-5.7%	350	336	333	324	374	348	390	338	324
LDPE-naphtha	(US\$/tonne)	522	542	-3.6%	519	550	489	497	587	568	427	503	497
PP-naphtha	(US\$/tonne)	322	352	-8.4%	331	331	339	338	414	373	359	326	338
Others													
Integrated PET	(US\$/tonne)	119	111	7.2%	130	145	145	123	134	112	161	140	123
Phenol-BZ	(US\$/tonne)	90	84	0.1	(38)	68	47	41	77	55	80	6	62
BPA -Phenol	(US\$/tonne)	307	307	0.0%	303	271	307	325	378	337	294	300	346

Sources: TOP, Bloomberg

Ex 5: Valuation

	Rating	Current	Target	Upside/	Market cap	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		— P/BV —		— Yield —		— ROE —	
		price	price	(Downside)		25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
		(Bt)	(Bt)	(%)		(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BANPU	HOLD	4.60	4.00	(13.0)	1,429	na	400.4	81.9	16.4	7.1	6.0	0.4	0.4	0.7	3.7	0.5	2.5
BCP	BUY	31.00	37.00	19.4	1,324	(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	4.54	5.20	14.5	487	51.8	43.4	9.7	6.8	5.4	3.4	0.6	0.6	2.4	4.2	6.3	8.8
IRPC	SELL	1.21	0.77	(36.4)	767	na	na	na	na	12.4	9.1	0.4	0.4	2.5	2.5	na	na
IVL	SELL	22.40	18.00	(19.6)	3,901	(32.9)	53.7	30.4	19.8	6.9	6.4	1.0	0.9	2.0	2.5	3.8	5.5
OR	SELL	14.50	12.00	(17.2)	5,397	26.1	7.3	17.9	16.7	6.9	6.6	1.5	1.5	3.3	3.3	8.7	9.0
PTG	BUY	9.10	8.50	(6.6)	471	10.7	12.3	13.4	12.0	4.2	3.6	1.6	1.5	3.8	4.4	12.1	12.8
PTT	BUY	33.25	40.00	20.3	29,455	(7.9)	6.6	11.2	10.5	4.2	3.7	0.8	0.8	6.3	6.3	7.3	7.7
PTTEP	BUY	118.00	125.00	5.9	14,529	(18.5)	(8.7)	7.3	8.0	2.2	2.4	0.8	0.8	6.8	6.6	11.5	9.9
PTTGC	SELL	26.25	18.00	(31.4)	3,671	na	na	na	30.3	14.6	9.5	0.5	0.5	1.9	1.9	na	1.5
SCC	SELL	226.00	128.00	(43.4)	8,411	(9.7)	18.9	37.3	31.4	21.0	18.9	0.8	0.8	2.7	3.1	2.1	2.4
SPRC	BUY	4.88	5.70	16.8	656	(18.3)	(52.9)	11.0	23.3	5.0	5.8	0.5	0.6	5.1	5.1	4.9	2.4
TOP	BUY	36.75	34.00	(7.5)	2,546	(40.4)	3.2	8.0	7.7	7.3	8.0	0.4	0.4	5.1	4.4	5.6	6.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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: ธนาคารทหารไทยธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย ""หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำทบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย ""หุ้นกู้ของบริษัท กัลฟ์ ดีเวลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-4 ดังนั้น การจัดทำทบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"