

Fundamental Story

Energy Sector – Neutral

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

แรงกดดันด้านอุปทานลดลง

- สต็อกน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอีกครั้ง
- OPEC+ จำกัดการเพิ่มการผลิต ท่ามกลางความกังวลเรื่องอุปทานล้นตลาด
- จีนเตรียมเพิ่มคลังสำรองน้ำมันแห่งใหม่อีก 11 แห่งในปี 2025 และ 2026
- เชฟรอนเริ่มเดินเครื่องหน่วยกลั่น El Segundo อีกครั้ง หลังเหตุเพลิงไหม้

ราคาน้ำมันปรับตัวเพิ่มขึ้น หลังกลุ่ม OPEC+ เห็นชอบให้ปรับเพิ่มกำลังการผลิตสำหรับเดือนพฤศจิกายนในระดับที่ต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้

ข้อมูลรายสัปดาห์ของสหรัฐฯ: สต็อกน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นอีกครั้ง

- **น้ำมันดิบ (Crude Oil):** รายงานสถานะปิโตรเลียมประจำสัปดาห์ของสำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานสหรัฐฯ (EIA) สำหรับสัปดาห์สิ้นสุดวันที่ 26 กันยายน 2025 ระบุว่า ปริมาณน้ำมันดิบคงคลังของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นอีก 3.7 ล้านบาร์เรล ซึ่งมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้
- **น้ำมันเบนซิน (Gasoline):** สต็อกน้ำมันเบนซินลดลง 1.6 ล้านบาร์เรล หลังจากสัปดาห์ก่อนหน้านี้มีการเพิ่มขึ้นของสต็อก
- **น้ำมันกลั่น (Distillates):** สต็อกปริมาณน้ำมันกลั่นลดลง 2.0 ล้านบาร์เรล ซึ่งมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ว่าจะลดลงเพียง 1.2 ล้านบาร์เรล

OPEC+ จำกัดการเพิ่มการผลิต ท่ามกลางความกังวลเรื่องอุปทานล้นตลาด

- **การเพิ่มกำลังการผลิตอย่างจำกัด:** OPEC+ ตัดสินใจเพิ่มกำลังการผลิตเพียงเล็กน้อยที่ 137,000 บาร์เรลต่อวันในเดือนพฤศจิกายน โดยปฏิเสธการเพิ่มกำลังการผลิตในปริมาณมากกว่า เพื่อหลีกเลี่ยงความเสี่ยงที่อุปทานล้นตลาดจะรุนแรงขึ้น
- **กำลังการผลิตสำรองอาจถูกกล่าวเกินจริง:** IEA ประเมินกำลังการผลิตสำรองทั้งหมดของ OPEC+ ไว้ที่ 4.05 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่วนใหญ่อยู่ในซาอุดีอาระเบีย (2.43 ล้านบาร์เรลต่อวัน) สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (850,000 บาร์เรลต่อวัน) และอิรัก (320,000 บาร์เรลต่อวัน) อย่างไรก็ตาม หลังจากการลดกำลังการผลิตมาหลายปี ยังไม่แน่ชัดว่าซาอุดีอาระเบียจะสามารถผลิตน้ำมันได้จริงเท่าใดภายในสามเดือน หากเกิดภาวะช็อกด้านอุปทาน ในเดือนพฤศจิกายน โควตาการผลิตของซาอุดีอาระเบียตั้งไว้ที่ 10.06 ล้านบาร์เรลต่อวัน แม้ซาอุดีอาระเบียจะอ้างว่ามีกำลังการผลิตที่ยั่งยืนรวม 12 ล้านบาร์เรลต่อวัน แต่ที่ผ่านมาเคยทำได้เพียงครั้งเดียว คือในช่วงต้นปี 2020 เป็นเวลา 1 เดือน ระหว่างสงครามราคากับรัสเซีย และเคยผลิตน้ำมัน 11 ล้านบาร์เรลต่อวันหรือมากกว่าได้ในช่วงสั้นๆ ในปี 2018 และ 2023 การประเมินล่าสุดชี้ว่า ซาอุดีอาระเบียสามารถเพิ่มกำลังการผลิตได้อย่างยั่งยืนเพียง 600,000 ถึง 1 ล้านบาร์เรลต่อวันในระยะเวลายันรวดเร็ว ขณะที่ประเทศผู้ผลิตอื่น ๆ ในกลุ่ม OPEC+ ส่วนใหญ่มีการผลิตเต็มกำลังอยู่แล้ว

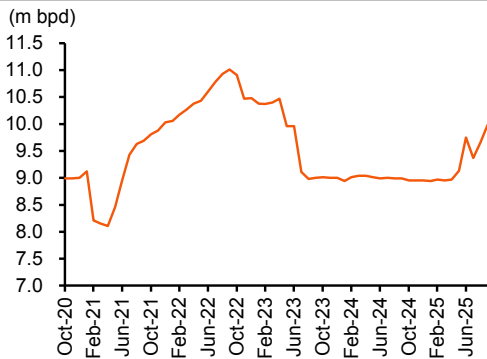
News Update

US Weekly data

(m bbls)	Weekly change	Consensus	Last week
Crude Oil	3.715	2.250	1.792
Gasoline	-1.601	-1.050	4.125
Distillates	-2.018	-1.230	0.578

Source: EIA

Ex 1: Saudi Arabia Oil Output



Source: Bloomberg

Fundamental Story

- **ผลกระทบ:** สมาชิกส่วนใหญ่ของ OPEC+ ไม่มีความสามารถในการผลิตสำรองเพิ่มเติม ดังนั้นจึงไม่สามารถตอบสนองต่ออุปทานผันผวนได้อย่างรวดเร็ว ซึ่งหมายความว่าความกดดันด้านอุปทานอาจไม่รุนแรงเท่าที่ตลาดกังวล เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” PTTEP

จีนเตรียมเพิ่มคลังสำรองน้ำมันแห่งใหม่อีก 11 แห่งในปี 2025 และ 2026

- **จีนขยายคลังน้ำมันสำรอง:** จีน ซึ่งเป็นผู้ซื้อน้ำมันดิบรายใหญ่ที่สุดของโลก กำลังเพิ่มคลังน้ำมันสำรองใหม่อีก 11 แห่งในปี 2025 และ 2026 โดยกรุงปักกิ่งเร่งสะสมสต็อกเพื่อเสริมความมั่นคงทางพลังงาน ประเทศจีนซื้อน้ำมันดิบมากกว่าที่บริโภคและส่งออก โดยใช้ประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ค่อนข้างนิ่งและราคาที่ลดจากรัสเซียกับอิหร่าน
- **กำลังการผลิตใหม่มหาศาล:** คลังน้ำมันสำรองใหม่ทั้ง 11 แห่งมีความจุรวมกันประมาณ 26.8 ล้านลูกบาศก์เมตร หรือราว 169 ล้านบาร์เรล ซึ่งเทียบเท่ากับปริมาณน้ำมันดิบที่จีนนำเข้าเป็นเวลา 2 สัปดาห์ เมื่อเทียบกับช่วงปี 2020 ถึง 2024 จีนเพิ่มกำลังการจัดเก็บน้ำมันดิบไว้ประมาณ 180-190 ล้านบาร์เรล ตามการประมาณการของบริษัทวิเคราะห์ข้อมูล Vortexa และ Kpler
- **ผลกระทบ:** การสะสมสต็อกน้ำมันอย่างต่อเนื่องของจีน คาดว่าจะช่วยจำกัดการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมัน โดยชดเชยปริมาณอุปทานที่สั้นตลาด

เซฟรอนเริ่มเดินเครื่องหน่วยกลั่น EI Segundo อีกครั้ง หลังเหตุเพลิงไหม้

- **เหตุเพลิงไหม้ที่โรงกลั่น EI Segundo ของเซฟรอน:** เซฟรอนกำลังเร่งดำเนินการเริ่มเดินเครื่องหน่วยกลั่นน้ำมันหลายหน่วยที่โรงกลั่น EI Segundo อีกครั้ง หลังจากเกิดเหตุเพลิงไหม้จนต้องหยุดทำงานในสัปดาห์ที่ผ่านมา โรงกลั่นยังคงผลิตเชื้อเพลิงสำหรับการขนส่งอยู่ แม้จะผลิตในอัตราที่ลดลง ไฟไหม้ครั้งนี้เกิดขึ้นเฉพาะในหน่วย ISOMAX (หนึ่งในแปดหน่วยกลั่นน้ำมัน) และไฟได้ถูกควบคุมและดับไปแล้ว
- **ผลกระทบ:** โรงกลั่น EI Segundo เป็นโรงกลั่นน้ำมันที่ใหญ่เป็นอันดับสองของรัฐแคลิฟอร์เนีย และเป็นหนึ่งในโรงกลั่นที่ใหญ่ที่สุดของเซฟรอนในสหรัฐฯ โดยโรงกลั่นแห่งนี้จัดหาน้ำมันเชื้อเพลิงรถยนต์ประมาณ 20% ของรัฐ และน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินประมาณ 40% ของพื้นที่ภาคใต้ของแคลิฟอร์เนีย ช่วงเวลาที่เกิดเหตุเพลิงไหม้ถือว่าเลวร้ายอย่างมากสำหรับผู้บริโภค ข้อมูลจากรัฐบาลกลางระบุว่า ปริมาณน้ำมันเบนซินในแคลิฟอร์เนีย ทยอยเดือนกันยายนอยู่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยห้าปีประมาณ 10% ขณะเดียวกัน มีการซ่อมบำรุงตามฤดูกาลที่โรงกลั่น ซึ่งโดยปกติจะทำให้อัตราการผลิตลดลงเมื่อเข้าสู่ช่วงฤดูใบไม้ร่วง

Fundamental Story

Ex 2: Prices And Spreads

Unit		This week	Last week	% chg	Quarterly						Yearly		
					2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	2023	2024	2025
Upstream													
Dubai	(US\$/bbl)	67	66	1.9%	85	79	74	76	66	68	81	80	71
Brent	(US\$/mmbtu)	66	64	2.7%	85	79	74	75	67	68	82	80	71
Henry hub	(US\$/mmbtu)	3.3	3.4	-2.7%	2.3	2.2	3.0	3.9	3.5	3.1	2.6	2.4	3.7
JKM Spot	(US\$/mmbtu)	11.1	11.0	0.4%	11.2	13.0	14.0	14.0	12.4	11.8	13.9	11.9	13.2
Dutch TTF	(EUR/MWh)	33	31	4.0%	32	36	43	47	36	33	41	35	41
NEX coal price	(US\$/tonne)	105	105	-0.1%	136	140	139	108	100	109	188	136	104
Crack spreads over Dubai													
Gasoline	(US\$/bbl)	13.6	12.1	12.2%	11.6	11.1	11.4	7.7	11.5	10.3	16.7	13.0	10.1
Jet fuel	(US\$/bbl)	20.9	20.7	1.1%	13.6	13.1	14.8	13.2	14.2	16.1	22.5	15.7	15.2
Diesel	(US\$/bbl)	22.7	22.7	0.2%	14.0	12.7	14.7	13.2	15.8	18.7	21.9	15.8	16.7
HSFO	(US\$/bbl)	(2.9)	(4.0)	-27%	(3.4)	(5.3)	(2.3)	(2.0)	1.7	(5.5)	(10.3)	(5.2)	(2.1)
SG GRM	(US\$/bbl)	9.0	8.0	11.3%	4.8	4.8	6.4	4.6	7.0	5.9	7.9	6.1	6.1
Aromatics													
PX-naphtha	(US\$/tonne)	196	221	-11.3%	336	262	174	188	207	236	378	274	188
BZ-naphtha	(US\$/tonne)	126	151	-16.5%	391	352	271	245	173	158	267	335	245
Olefin													
HDPE-naphtha	(US\$/tonne)	336	351	-4.3%	350	336	333	324	374	348	390	338	324
LDPE-naphtha	(US\$/tonne)	516	531	-2.8%	519	550	489	497	587	568	427	503	497
PP-naphtha	(US\$/tonne)	326	341	-4.4%	331	331	339	338	414	373	359	326	338
Others													
Integrated PET	(US\$/tonne)	130	124	4.2%	130	145	145	116	134	113	161	140	122
Phenol-BZ	(US\$/tonne)	111	95	0.2	(38)	68	47	41	55	56	80	6	65
BPA -Phenol	(US\$/tonne)	0	307	-100.0%	303	271	307	325	337	337	294	300	343

Sources: TOP, Bloomberg

Ex 3: 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	4.56	4.00	(12.3)	1,402	na	400.4	81.2	16.2	7.1	5.9	0.4	0.4	0.7	3.7	0.5	2.5
BCP	BUY	30.25	37.00	22.3	1,278	(16.5)	25.6	7.5	6.0	2.5	2.8	0.7	0.6	3.7	5.0	9.0	10.5
BSRC	BUY	4.42	5.20	17.6	469	51.8	43.4	9.5	6.6	5.3	3.3	0.6	0.6	2.5	4.3	6.3	8.8
IRPC	SELL	1.15	0.77	(33.0)	721	na	na	na	na	12.3	9.0	0.4	0.4	2.6	2.6	na	na
IVL	SELL	21.10	18.00	(14.7)	3,636	(32.9)	53.7	28.6	18.6	6.8	6.3	0.9	0.9	2.1	2.7	3.8	5.5
OR	SELL	13.40	12.00	(10.4)	4,935	26.1	7.3	16.5	15.4	6.3	5.9	1.4	1.4	3.6	3.6	8.7	9.0
PTG	BUY	9.15	8.50	(7.1)	469	10.7	12.3	13.5	12.0	4.2	3.6	1.6	1.5	3.8	4.4	12.1	12.8
PTT	BUY	32.00	40.00	25.0	28,053	(7.9)	6.6	10.8	10.1	4.1	3.7	0.8	0.8	6.6	6.6	7.3	7.7
PTTEP	BUY	113.00	125.00	10.6	13,769	(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	25.00	18.00	(28.0)	3,460	na	na	na	28.9	14.3	9.3	0.4	0.4	2.0	2.0	na	1.5
SCC	SELL	213.00	128.00	(39.9)	7,845	(9.7)	18.9	35.1	29.5	20.4	18.4	0.7	0.7	2.8	3.3	2.1	2.4
SPRC	BUY	4.66	5.70	22.3	620	(18.3)	(52.9)	10.5	22.3	4.8	5.5	0.5	0.5	5.4	5.4	4.9	2.4
TOP	BUY	35.00	41.00	17.1	2,400	(27.5)	(21.2)	6.3	7.9	5.8	7.1	0.4	0.4	6.3	4.3	6.8	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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