

Fundamental Story

Energy Sector – Neutral

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

Diesel spread พุ่งขึ้น

- สต็อกคงคลังสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น
- รัสเซียระงับการส่งออกน้ำมันจากท่าเรือตูอปเซ
- การส่งออกผลิตภัณฑ์กลั่นใกล้จุดต่ำสุดในรอบหลายปี
- PetroChina เปิดเผยแผนการยุติการผลิต

ราคาน้ำมันทรงตัวในวันจันทร์ เนื่องจากนักลงทุนกำลังพิจารณาความเป็นไปได้ในการแก้ไขปัญหาการปิดหน่วยงานของรัฐบาลสหรัฐฯ เทียบกับความกังวลอย่างต่อเนื่องเกี่ยวกับตลาดน้ำมันดิบที่มีอุปทานเกิน

ข้อมูลรายสัปดาห์ของสหรัฐฯ: สต็อกคงคลังสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น

- น้ำมันดิบ: สต็อกน้ำมันดิบเชิงพาณิชย์ของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น 5.2 ล้านบาร์เรลเมื่อเร็วๆ นี้ ซึ่งมากกว่าที่คาดการณ์ไว้ว่าจะลดลง 2.5 ล้านบาร์เรล
- น้ำมันเบนซิน: สต็อกน้ำมันเบนซินในสหรัฐฯ ลดลงอีกประมาณ 4.7 ล้านบาร์เรล เทียบกับที่คาดการณ์ไว้ว่าจะลดลงเล็กน้อย
- น้ำมันกลั่น: สต็อกน้ำมันกลั่น (รวมถึงน้ำมันดีเซล/ heating oil) ลดลงประมาณ 0.6 ล้านบาร์เรล ซึ่งต่ำกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้

การหยุดชะงักของการส่งออกน้ำมันเชื้อเพลิงจากรัสเซียทวีความรุนแรงมากขึ้น

- รัสเซียระงับการส่งออกน้ำมันเชื้อเพลิงจากท่าเรือตูอปเซหลังถูกโจมตีด้วยโดรน: ท่าเรือตูอปเซในทะเลดำของรัสเซียได้รับการส่งออกน้ำมันเชื้อเพลิง และโรงกลั่นน้ำมันของ Rosneft ที่มีกำลังการผลิต 240,000 บาร์เรลต่อวัน ได้หยุดกระบวนการกลั่นน้ำมันดิบ หลังจากการโจมตีด้วยโดรนของยูเครนเมื่อวันที่ 2 พฤศจิกายน ซึ่งทำให้เกิดเพลิงไหม้และสร้างความเสียหายต่อโครงสร้างพื้นฐานของท่าเรือ โรงกลั่นตูอปเซ ซึ่งเน้นการผลิตเพื่อการส่งออกและผลิตแอฟทา น้ำมันเตา VGO และดีเซลกัมมันสูง ยังคงหยุดดำเนินการ ส่งผลให้แหล่งสำคัญของการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันกลั่นต้องหายไปจากตลาด
- การส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันกลั่นใกล้ระดับต่ำสุดในรอบหลายปี: การส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันกลั่นของรัสเซียลดลงเหลือ 1.99 ล้านบาร์เรลต่อวันในเดือนตุลาคม ซึ่งใกล้ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ต้นปี 2022 เนื่องจากกำลังการกลั่นประมาณ 1.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน (ราว 20%) ต้องหยุดดำเนินการภายในสิ้นเดือนจากการโจมตีด้วยโดรนอย่างต่อเนื่อง การส่งออกดีเซล/ก๊าซออยล์ฟีนตัวเล็กน้อยมาอยู่ที่ประมาณ 650,000 บาร์เรลต่อวันในเดือนตุลาคม (จาก 587,000 บาร์เรลต่อวันในเดือนกันยายน) แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปี 2025 ประมาณ 20% ซึ่งสะท้อนถึงผลกระทบที่ยังคงต่อเนื่องต่อการผลิตผลิตภัณฑ์น้ำมันกลั่น

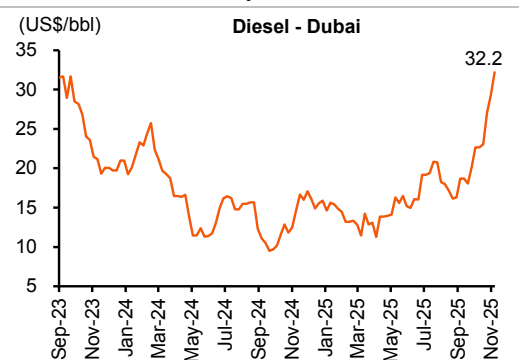
News Update

US Weekly data (as of 5 Nov 2025)

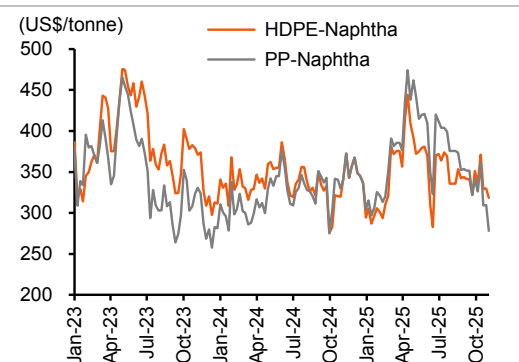
(m bbls)	Weekly change	Consensus	Last week
Crude Oil	5.202	-2.500	-6.858
Gasoline	-4.729	-1.100	-5.941
Distillates	-0.643	-2.000	-3.362

Source: EIA

Ex 1: Diesel-Dubai Spread



Ex 2: HDPE-Naphtha And PP - Naphtha



Fundamental Story

- **ผลกระทบ:** การขาดแคลนอุปทานได้ทำให้สมดุลของน้ำมันกลั่นทั่วโลกตึงตัวมากขึ้น ส่งผลให้ Diesel-Dubai crack spread ปรับตัวขึ้นเป็น US\$32/bbl จากประมาณ US\$18/bbl ใน 2Q25 เราคาดว่าสถานการณ์นี้จะสนับสนุนอัตรากำไรจากการกลั่นและผลกำไรใน 4Q25 ของโรงกลั่นในภูมิภาคให้แข็งแกร่งขึ้น จึงคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOP, SPRC, BCP และ BSRC

PetroChina เปิดเผยแผนการยุติการผลิต

- **PetroChina เตรียมปิดหน่วยกลั่นและเคมีเก่า 19 หน่วย:** PetroChina ซึ่งเป็นโรงกลั่นน้ำมันรายใหญ่เป็นอันดับสองของประเทศรองจาก Sinopec จะยุติการดำเนินงานของหน่วยกลั่นและเคมีหนึ่งหน่วยที่ไม่ผ่านมาตรฐานความปลอดภัย และจะทยอยเลิกใช้งานหน่วยผลิตอีก 18 หน่วยที่เปิดดำเนินการมานานกว่า 20 ปี ขณะเดียวกัน Sinopec และผู้กลั่นน้ำมันของรัฐรายอื่นๆ ก็กำลังเร่งปิดหน่วยผลิตที่ไม่มีประสิทธิภาพและชะลอการลงทุนใหม่ในธุรกิจเคมี
- **ปรับทิศทางสู่ผลิตภัณฑ์มูลค่าสูงขึ้น:** หน่วยกลั่นน้ำมันขนาดเล็ก (CDUs) ที่ผลิตน้ำมันหล่อลื่นจะยังคงดำเนินการต่อไป ขณะที่บริษัทเร่งปรับโครงสร้างธุรกิจไปสู่ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีระดับพรีเมียมสำหรับยานยนต์ไฟฟ้า (EVs) และพลังงานแสงอาทิตย์ โดยตั้งเป้าที่จะก้าวขึ้นเป็นผู้ผลิตเคมีภัณฑ์ชั้นนำระดับโลกภายในปี 2035
- **ผลกระทบต่อ chemical spreads ในระยะสั้นมีจำกัด:** แม้จะมีการปรับกำลังการผลิต แต่ HDPE-naphtha spread ลดลงเหลือ US\$318/t ในสัปดาห์นี้ ลดลงจาก US\$348/t ใน 3Q25 และ US\$374/t ใน 2Q25 คงคำแนะนำ “ขาย” PTTGC, IRPC และ SCC

Fundamental Story

Ex 3: Prices And Spreads

Unit		This week	Last week	%chg	Quarterly						Yearly		
					3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
Upstream													
Dubai	(US\$/bbl)	64	64	0.2%	79	74	76	66	68	64	81	80	71
Brent	(US\$/mmbtu)	64	65	-2.2%	79	74	75	67	68	64	82	80	71
Henry hub	(US\$/mmbtu)	4.3	4.1	4.6%	2.2	3.0	3.9	3.5	3.1	3.5	2.6	2.4	3.7
JKM Spot	(US\$/mmbtu)	11.1	11.0	1.2%	13.0	14.0	14.0	12.4	11.8	11.1	13.9	11.9	13.2
Dutch TTF	(EUR/MWh)	31	31	0.3%	36	43	47	36	33	32	41	35	41
NEX coal price	(US\$/tonne)	110	104	6.0%	140	139	108	100	109	105	188	136	104
Crack spreads over Dubai													
Gasoline	(US\$/bbl)	14.1	16.1	-12.1%	11.1	11.4	7.7	11.5	10.3	15.4	16.7	13.0	10.3
Jet fuel	(US\$/bbl)	29.9	27.3	9.7%	13.1	14.8	13.2	14.2	16.1	24.8	22.5	15.7	15.3
Diesel	(US\$/bbl)	32.2	29.3	10.0%	12.7	14.7	13.2	15.8	18.7	26.6	21.9	15.8	16.7
HSFO	(US\$/bbl)	(7.0)	(6.7)	4%	(5.3)	(2.3)	(2.0)	1.7	(5.5)	(5.7)	(10.3)	(5.2)	(2.2)
SG GRM	(US\$/bbl)	10.8	10.3	5.2%	4.8	6.4	4.6	7.0	5.9	10.0	7.9	6.1	6.2
Aromatics													
PX-naphtha	(US\$/tonne)	228	220	3.9%	262	174	188	207	236	219	378	274	188
BZ-naphtha	(US\$/tonne)	88	120	-26.2%	352	271	245	173	158	128	267	335	245
Olefin													
HDPE-naphtha	(US\$/tonne)	318	330	-3.5%	336	333	324	374	348	339	390	338	324
LDPE-naphtha	(US\$/tonne)	478	500	-4.3%	550	489	497	587	568	511	427	503	497
PP-naphtha	(US\$/tonne)	278	310	-10.1%	331	339	338	414	373	321	359	326	338
Others													
Integrated PET	(US\$/tonne)	114	116	-2.0%	145	145	116	134	113	118	161	140	123
Phenol-BZ	(US\$/tonne)	151	138	0.1	68	47	41	55	56	136	80	6	68
BPA -Phenol	(US\$/tonne)	312	312	0.0%	271	307	325	337	337	309	294	300	342

Sources: TOP, Bloomberg

Ex 4: 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	4.90	4.00	(18.4)	1,517	na	400.4	87.2	17.4	7.2	6.0	0.4	0.4	0.7	3.4	0.5	2.5
BCP	BUY	29.00	37.00	27.6	1,234	(16.5)	25.6	7.2	5.7	2.5	2.8	0.6	0.6	3.9	5.2	9.0	10.5
BSRC	BUY	4.38	5.20	18.7	469	51.8	43.4	9.4	6.5	5.3	3.3	0.6	0.6	2.5	4.4	6.3	8.8
IRPC	SELL	1.07	0.77	(28.0)	676	na	na	na	na	12.0	8.8	0.3	0.3	2.8	2.8	na	na
IVL	SELL	18.10	18.00	(0.6)	3,141	(32.9)	53.7	24.6	16.0	6.4	5.9	0.8	0.8	2.4	3.1	3.8	5.5
OR	BUY	14.30	15.50	8.4	5,304	37.1	7.4	16.2	15.1	6.4	6.0	1.5	1.4	3.7	3.6	9.5	9.7
PTG	HOLD	7.50	7.90	5.3	387	(9.1)	11.7	13.5	12.1	3.9	3.4	1.3	1.3	4.7	5.3	10.1	10.8
PTT	BUY	30.50	40.00	31.1	26,926	(7.9)	6.6	10.3	9.7	4.0	3.5	0.8	0.7	6.9	6.9	7.3	7.7
PTTEP	BUY	106.50	125.00	17.4	13,068	(18.5)	(8.7)	6.6	7.3	2.0	2.1	0.7	0.7	7.5	7.3	11.5	9.9
PTTGC	SELL	20.70	18.00	(13.0)	2,885	na	na	na	23.9	13.4	8.7	0.4	0.4	2.4	2.4	na	1.5
SCC	SELL	193.00	128.00	(33.7)	7,158	(9.7)	18.9	31.8	26.8	19.5	17.6	0.7	0.7	3.1	3.6	2.1	2.4
SPRC	BUY	5.05	5.70	12.9	677	(18.3)	(52.9)	11.4	24.1	5.1	6.0	0.6	0.6	5.0	5.0	4.9	2.4
TOP	BUY	36.00	41.00	13.9	2,486	(27.5)	(21.2)	6.4	8.2	5.8	7.2	0.4	0.4	6.1	4.2	6.8	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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