

Fundamental Story

Energy Sector – Neutral

News Update

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

ตลาดน้ำมันยังคงอยู่ในภาวะขาลง

- สัญญาณปริมาณสต็อกน้ำมันของสหรัฐฯ มีทั้งลดและเพิ่ม
- การผลิตของ OPEC+ เดือนพ.ย.ลดลง และยังคงมีปัญหาในการบรรลุโควต้า
- ส่วนเกินในตลาดน้ำมันยังคงมีอยู่ในปี 2026F
- โรงกลั่นน้ำมัน Dangote ของไนจีเรียเริ่มหยุดซ่อมบำรุง

US Weekly data (as of 10 Dec 2025)

(m bbls)	Weekly change	Consensus	Last week
Crude Oil	-1.812	-1.200	0.574
Gasoline	6.397	2.800	4.518
Distillates	2.502	1.900	2.058

Source: EIA

น้ำมันคงที่ใกล้ระดับต่ำสุดในรอบเกือบสองเดือน เนื่องจากแนวโน้มของการล้นตลาดมีน้ำหนักมากกว่าความตึงเครียดทางการเมืองที่เพิ่มสูงขึ้น

สัญญาณปริมาณสต็อกน้ำมันของสหรัฐฯ มีทั้งลดและเพิ่ม

- **น้ำมันดิบ:** EIA รายงานว่าสต็อกน้ำมันดิบของสหรัฐลดลงประมาณ 1.8 ล้านบาร์เรล ในรายงานประจำสัปดาห์ล่าสุด ซึ่งเป็นการลดลงที่มากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้
- **น้ำมันเบนซิน:** สต็อกน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ — ประมาณ +6.4 ล้านบาร์เรล — ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์อย่างมาก การเพิ่มขึ้นนี้ทำให้สต็อกน้ำมันเบนซินต่ำกว่าเล็กน้อยหรือใกล้เคียงตามฤดูกาล
- **น้ำมันกลั่น:** น้ำมันกลั่นเพิ่มขึ้นประมาณ 2.5 ล้านบาร์เรล ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์อีกเช่นกัน อย่างไรก็ตาม ปริมาณสต็อกน้ำมันกลั่นยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตามฤดูกาล แม้ว่าจะมีการเพิ่มขึ้นดังกล่าวแล้วก็ตาม

การผลิตของ OPEC+ เดือนพ.ย.ลดลง และยังคงมีปัญหาในการบรรลุโควต้า

- ผลผลิตน้ำมันดิบของ OPEC+ ลดลงในเดือนพฤศจิกายน สมาชิก 18 จาก 22 ประเทศลดการผลิตลงรวมกัน 38,000 บาร์เรลต่อวัน ทำให้ผลผลิตรวมอยู่ที่ 36.17 ล้านบาร์เรลต่อวัน ส่งผลให้ผลผลิตจริงต่ำกว่าโควตาที่กำหนดไว้ของกลุ่มถึง 419,000 บาร์เรลต่อวัน เมื่อไม่รวมการลดการผลิตเพื่อชดเชย และยังคงต่ำกว่าโควตาที่แท้จริงซึ่งรวมการปรับลดการผลิตโดยสมัครใจและการชดเชยแล้วถึง 198,000 บาร์เรลต่อวัน
- **ส่วนเกินในตลาดน้ำมันยังคงอยู่ในปี 2026F:** สต็อกน้ำมันดิบทั่วโลกกำลังเพิ่มขึ้นเนื่องจากการผลิตปรับตามโควตาที่สูงขึ้น ส่งผลให้ปริมาณสต็อกสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี ประมาณ 32.4 ล้านบาร์เรลนับตั้งแต่ปลายเดือนกรกฎาคม ภาวะอุปทานล้นตลาดนี้มีแนวโน้มกดดันราคาน้ำมันในระยะใกล้ อย่างไรก็ตาม หากมองไปหลังปี 2027 ตลาดอาจกลับมาตึงตัวมากขึ้น เนื่องจากราคาที่อยู่ในระดับต่ำจะชะลอการผลิต Shale ของสหรัฐฯ และการผลิตของประเทศนอกกลุ่ม OPEC+ รวมถึงจำเป็นต้องมีการลงทุนต้นน้ำใหม่เพื่อชดเชยแหล่งผลิตเดิมที่ทยอยลดลง

Fundamental Story

- **ผลกระทบ:** แม้ว่าการเพิ่มขึ้นของสต็อกน้ำมันในระยะสั้นอาจจำกัดโอกาสการปรับขึ้นของราคาน้ำมัน แต่ความเสี่ยงด้านขาลงยังอยู่ในระดับจำกัด ซึ่งช่วยสนับสนุนกำไรและกระแสเงินสดของ PTTEP และด้วยมีอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่น่าสนใจ ต้นทุนการผลิตที่ต่ำ และฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง ทำให้ PTTEP ยังคงอยู่ในตำแหน่งที่ดีในสภาวะที่ราคาน้ำมันที่มีเสถียรภาพ แนะนำ “ซื้อ”

โรงกลั่น Dangote ของไนจีเรียหยุดซ่อมบำรุงเพื่อสร้างเสถียรภาพในการดำเนินงาน

- **หน่วยผลิตน้ำมันเบนซินหยุดดำเนินงาน:** Dangote ได้เริ่มการหยุดซ่อมบำรุงตามแผน ซึ่งจะทำให้หน่วยผลิตน้ำมันเบนซินหลัก (RFCC) หยุดเดินเครื่องจนถึงช่วงปลายเดือนมกราคม และการกลั่นน้ำมันดิบจะหยุดชั่วคราวในช่วงต้นปี 2026 การดำเนินงานครั้งนี้จะช่วยเพิ่มกำลังการกลั่นของหน่วย CDU จาก 650,000 บาร์เรลต่อวัน เป็น 700,000 บาร์เรลต่อวัน ทำให้โรงกลั่นแห่งนี้มีขนาดใหญ่กว่าโรงกลั่น Onsan ของเกาหลีใต้ และติดอันดับหนึ่งใน 10 โรงกลั่นที่ใหญ่ที่สุดของโลก
- **ปัญหาการเพิ่มกำลังการผลิต RFCC ยังคงมีอยู่:** แม้ว่าโรงกลั่นได้รับการออกแบบให้ผลิตน้ำมันเบนซินประมาณ 220,000 บาร์เรลต่อวัน แต่ปัญหาทางด้านการออกแบบและเทคนิคที่เกิดขึ้นกับ RFCC ทำให้กำลังการผลิตถูกจำกัด ในปี 2025 การผลิตน้ำมันเบนซินเฉลี่ยอยู่ที่ประมาณ 113,000 บาร์เรลต่อวันเท่านั้น
- **ผลกระทบ:** การหยุดเดินเครื่องได้ทำให้แอฟริกาตะวันตกต้องนำเข้าน้ำมันเบนซินมากขึ้นจากยุโรป ซึ่งส่งผลให้ gasoline crack spreads ทั่วโลกเพิ่มขึ้นตั้งแต่เดือนที่แล้ว เราคาดว่าผลกระทบนี้จะช่วยรักษาอัตรากำไรจากน้ำมันเบนซินใน 1Q26 แนะนำ “ซื้อ”
SPRC, TOP และ BCP

Fundamental Story

Ex 2: Prices And Spreads

Unit		This week	Last week	% chg	Quarterly						Yearly		
					3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2023	2024	2025
Upstream													
Dubai	(US\$/bbl)	62	64	-3.3%	79	74	76	66	68	64	81	80	71
Brent	(US\$/mmbtu)	61	64	-4.1%	79	74	75	67	68	64	82	80	71
Henry hub	(US\$/mmbtu)	4.1	5.3	-22.2%	2.2	3.0	3.9	3.5	3.1	4.0	2.6	2.4	3.7
JKM Spot	(US\$/mmbtu)	10.7	10.9	-1.7%	13.0	14.0	14.0	12.4	11.8	11.1	13.9	11.9	13.2
Dutch TTF	(EUR/MWh)	28	27	1.5%	36	43	47	36	33	31	41	35	41
NEX coal price	(US\$/tonne)	109	110	-1.6%	140	139	108	100	109	108	188	136	104
Crack spreads over Dubai													
Gasoline	(US\$/bbl)	17.5	17.2	2.0%	11.1	11.4	7.7	11.5	10.3	16.4	16.7	13.0	10.3
Jet fuel	(US\$/bbl)	23.1	23.4	-1.5%	13.1	14.8	13.2	14.2	16.1	25.1	22.5	15.7	15.3
Diesel	(US\$/bbl)	21.1	21.5	-2.2%	12.7	14.7	13.2	15.8	18.7	25.0	21.9	15.8	16.7
HSFO	(US\$/bbl)	(9.1)	(9.1)	0%	(5.3)	(2.3)	(2.0)	1.7	(5.5)	(7.4)	(10.3)	(5.2)	(2.2)
SG GRM	(US\$/bbl)	8.1	8.2	-0.1%	4.8	6.4	4.6	7.0	5.9	9.2	7.9	6.1	6.2
Aromatics													
PX-naphtha	(US\$/tonne)	276	256	8.1%	262	174	188	207	236	233	378	274	188
BZ-naphtha	(US\$/tonne)	136	111	23.3%	352	271	245	173	158	121	267	335	245
Olefin													
HDPE-naphtha	(US\$/tonne)	321	316	1.8%	336	333	324	374	348	331	390	338	324
LDPE-naphtha	(US\$/tonne)	491	476	3.3%	550	489	497	587	568	496	427	503	497
PP-naphtha	(US\$/tonne)	301	286	5.5%	331	339	338	414	373	306	359	326	338
Others													
Integrated PET	(US\$/tonne)	121	119	1.5%	145	145	116	134	113	118	161	140	123
Phenol-BZ	(US\$/tonne)	114	102	0.1	68	47	41	55	56	122	80	6	75
BPA -Phenol	(US\$/tonne)	305	305	0.0%	271	307	325	337	337	297	294	300	337

Sources: TOP, Bloomberg

Ex 3: Valuation

	Rating	Current	Target	Upside/	Market Norm	EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		— P/BV —		— Yield —		— ROE —	
		price	price	(Downside)	cap	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
		(Bt)	(Bt)	(%) (US\$ m)	(%)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BANPU	BUY	4.90	6.00	22.4	1,562	na	619.0	85.2	11.9	7.7	6.2	0.4	0.4	4.9	5.5	0.5	3.7
BCP	BUY	27.50	37.00	34.5	1,205	(16.5)	25.6	6.8	5.4	2.5	2.7	0.6	0.6	4.1	5.5	9.0	10.5
BSRC	BUY	3.08	5.20	68.8	339	51.8	43.4	6.6	4.6	4.5	2.6	0.4	0.4	3.6	6.2	6.3	8.8
IRPC	SELL	1.02	0.77	(24.5)	663	na	na	na	na	11.9	8.7	0.3	0.3	2.9	2.9	na	na
IVL	SELL	15.80	14.00	(11.4)	2,823	na	na	na	18.8	7.3	6.3	0.7	0.7	4.4	4.4	0.0	4.4
OR	BUY	13.10	15.50	18.3	5,002	37.1	7.4	14.9	13.8	5.7	5.3	1.4	1.3	4.0	4.0	9.5	9.7
PTG	HOLD	7.00	7.90	12.9	372	(9.1)	11.7	12.6	11.3	3.8	3.3	1.2	1.2	5.0	5.7	10.1	10.8
PTT	BUY	31.75	40.00	26.0	28,857	(7.9)	6.6	10.7	10.1	4.1	3.6	0.8	0.8	6.6	6.6	7.3	7.7
PTTEP	BUY	108.50	125.00	15.2	13,707	(18.5)	(8.7)	6.8	7.4	2.0	2.2	0.7	0.7	7.4	7.1	11.5	9.9
PTTGC	SELL	20.70	18.00	(13.0)	2,970	na	na	na	23.9	13.4	8.7	0.4	0.4	2.4	2.4	na	1.5
SCC	SELL	185.00	128.00	(30.8)	7,064	(9.7)	18.9	30.5	25.7	19.2	17.3	0.6	0.6	3.2	3.8	2.1	2.4
SPRC	BUY	6.00	7.00	16.7	828	66.8	(24.8)	6.6	8.8	4.0	4.5	0.6	0.6	5.0	5.8	9.9	7.2
TOP	BUY	35.75	41.00	14.7	2,541	(27.5)	(21.2)	6.4	8.1	5.8	7.1	0.4	0.4	6.2	4.2	6.8	5.7

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ 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 โตเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิส จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่1/2568” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”