

Fundamental Story

Energy Sector – Neutral

News Update

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

สถานการณ์ในตะวันออกกลางยังคงตึงเครียด

- ปริมาณสำรองน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น
- ราคาปิโตรเคมีพุ่งสูงขึ้นเนื่องจากความตึงเครียดในตะวันออกกลาง
- ราคาน้ำมันดิบดูไบพุ่งขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์
- GRM เริ่มอ่อนตัวลง

แม้โดนัลด์ ทรัมป์จะประกาศชัยชนะแล้ว แต่ความขัดแย้งกับอิหร่านยังคงดำเนินอยู่ โดยมีการโจมตีตอบโต้กันอย่างต่อเนื่องต่อโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานและเส้นทางการขนส่งในอ่าวเปอร์เซีย ซึ่งทำให้ตลาดน้ำมันมีความอ่อนไหวอย่างมากต่อการยกระดับความขัดแย้งเพิ่มเติมและการหยุดชะงักของอุปทานที่อาจเกิดขึ้นทั่วทั้งภูมิภาค

ข้อมูลรายสัปดาห์ของสหรัฐฯ: ปริมาณสำรองน้ำมันดิบของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้น

- น้ำมันดิบ: ปริมาณสำรองน้ำมันดิบเชิงพาณิชย์ของสหรัฐฯ เพิ่มขึ้นประมาณ 3.8 ล้านบาร์เรล w-w เป็น 443.1 ล้านบาร์เรล ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นติดต่อกันเป็นสัปดาห์ที่สาม อย่างไรก็ตาม ปริมาณสำรองยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยตามฤดูกาลในรอบห้าปีประมาณ 2% ซึ่งบ่งชี้ว่าปริมาณสำรองโดยรวมยังคงค่อนข้างจำกัด
- ผลิตภัณฑ์: ในทางตรงกันข้าม ปริมาณสำรองน้ำมันเบนซินลดลง 3.7 ล้านบาร์เรล และน้ำมันก๊าดลดลง 1.3 ล้านบาร์เรล ซึ่งบ่งชี้ถึงความต้องการผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งขึ้นและความสมดุลของผลิตภัณฑ์กลั่นที่ตึงตัวขึ้น

ราคาปิโตรเคมีพุ่งสูงขึ้นเนื่องจากความตึงเครียดในตะวันออกกลาง

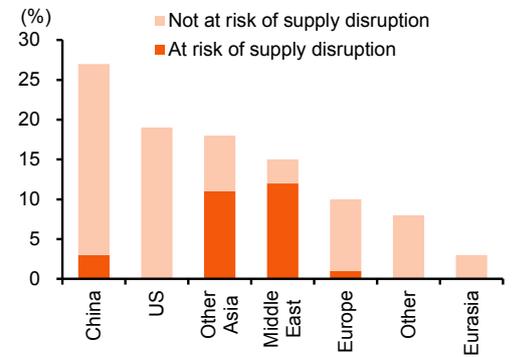
- การหยุดชะงักของอุปทานเคมีคอลเนื่องจากการปิดช่องแคบฮอร์มุซ: ความขัดแย้งที่ทวีความรุนแรงขึ้นในตะวันออกกลางกำลังส่งผลกระทบต่ออุตสาหกรรมปิโตรเคมีในเอเชีย ทำให้ห่วงโซ่อุปทานวัตถุดิบหยุดชะงักและบังคับให้ผู้ผลิตต้องปรับการดำเนินงาน ภูมิภาคอ่าวเปอร์เซียเป็นศูนย์กลางของระบบปิโตรเคมีระดับโลก โดยประมาณ 37% ของการส่งออกแอฟทาทางทะเลทั่วโลก และประมาณ 12% ของการค้าโพลีเอทิลีนผ่านช่องแคบฮอร์มุซ การหยุดชะงักของการขนส่งทำให้การส่งมอบวัตถุดิบที่สำคัญล่าช้า ส่งผลให้ผู้ผลิตในเอเชียหลายรายประกาศเหตุสุดวิสัย ในขณะที่บลูมเบิร์กประเมินว่าการหยุดชะงักของอุปทานเอทิลีนอาจสูงถึง 30% ทำให้ดุลการค้าเคมีคอลในภูมิภาคตึงตัวขึ้น
- Chemical spread พุ่งสูงขึ้นอย่างมาก: อุปทานที่ตึงตัวส่งผลให้ราคาเคมีคอลและสเปรดสูงขึ้นอย่างมาก ราคา HDPE พุ่งขึ้นไปอยู่ที่ประมาณ US\$1,400/t ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2018 ขณะที่ HDPE-naphtha spread ขยายตัวขึ้นไปอยู่ที่ประมาณ US\$340/t เทียบกับ US\$276/t ในเดือนกุมภาพันธ์ และ US\$308/t ใน 4Q25

US Weekly data (as of 11 Mar 2026)

(m bbls)	Weekly change	Consensus	Last week
Crude Oil	3.824	2.800	3.475
Gasoline	-3.654	-2.600	-1.704
Distillates	-1.349	-0.700	0.429

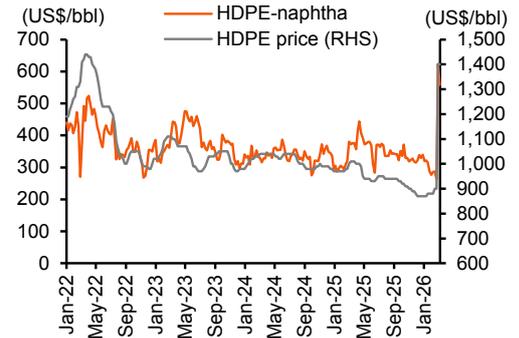
Source: EIA

Ex 1: % Of Global Ethylene Supply At Risk



Source: Bloomberg

Ex 2: HDPE Price Vs. Naphtha-HDPE



Source: Bloomberg

Fundamental Story

- ผลกระทบ: PTTGC ดูเหมือนจะแข็งแกร่งที่สุดในแง่ของความมั่นคงด้านวัตถุดิบ สัดส่วนวัตถุดิบประกอบด้วยอีเทนประมาณ 37% ก๊าซอื่น ๆ 40% และแนฟทาเพียง 23% วัตถุดิบก๊าซอีเทนได้มาจากโรงงานแยกก๊าซของ PTT ซึ่งรับก๊าซจากอ่าวไทย ส่วนนี้ควรได้รับประโยชน์จากราคาปิโตรเคมีที่สูงขึ้นด้วย เนื่องจากต้นทุนก๊าซขึ้นอยู่กับกลไกการแบ่งปันผลกำไรกับ PTT ดังนั้นจึงมีแนวโน้มที่จะเพิ่มขึ้นช้ากว่าราคาสินค้านอกจากนี้ PTTGC ยังจัดหาน้ำมันแนฟทาจากโรงกลั่นของตนเองเป็นส่วนใหญ่ ซึ่งมีสัดส่วนการนำเข้าน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางเพียงประมาณ 10% เท่านั้น IRPC ก็จัดหาแนฟทาจากโรงกลั่นของตนเองเช่นกัน แต่โรงกลั่นของ IRPC มีสัดส่วนการนำเข้าน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางมากกว่า โดยคิดเป็นประมาณ 70% ของปริมาณการจัดหาทั้งหมด ส่วน SCC มีความเสี่ยงสูงที่สุด เนื่องจากประมาณ 50% ของวัตถุดิบแนฟทานำเข้าจากตะวันออกกลาง บริษัทได้ประกาศเหตุสุดวิสัยที่โรงงานผลิตเอทิลีนแห่งหนึ่งจากทั้งหมดสามแห่งแล้ว ขณะที่อีกสองแห่งที่เหลือมีสต็อกวัตถุดิบอยู่เพียงถึงกลางเดือนเมษายนเท่านั้น

ราคาน้ำมันดิบดูไบพุ่งขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์

- ราคาน้ำมันดิบดูไบพุ่งสูงขึ้น: ราคาน้ำมันดิบดูไบพุ่งขึ้นสู่ระดับ US\$145.5/bbl แชนหน้าจุดสูงสุดที่ US\$124/bbl ในช่วงสงครามรัสเซีย-ยูเครนปี 2022 และปัจจุบันซื้อขายอยู่ที่ระดับที่มีพรีเมียม US\$38/bbl เมื่อเทียบกับราคาน้ำมันเบรนท์ ซึ่งเป็นระดับพรีเมียมที่กว้างที่สุดนับตั้งแต่ปี 2022 การพุ่งขึ้นนี้บ่งชี้ถึงความตึงเครียดอย่างรุนแรงในห่วงโซ่อุปทานของเอเชีย โดยราคาสินค้าจริงแตกต่างจากราคาอ้างอิงอย่างมาก ต่างจากปี 2022 ที่น้ำมันดิบรัสเซียส่วนใหญ่ถูกส่งไปยังจีนและอินเดีย ความขัดแย้งในอิหร่านในปัจจุบันกำลังก่อให้เกิดการหยุดชะงักของอุปทานอย่างแท้จริง โรงกลั่นในเอเชียหลายแห่งเริ่มลดอัตราการผลิตลง ขณะที่จีนรายงานว่าได้จำกัดการส่งออกเชื้อเพลิงเพื่อรักษาความมั่นคงของอุปทานภายในประเทศ
- การหยุดชะงักของการผลิตน้ำมันดิบสูงถึง 10 ล้านบาร์เรลต่อวัน: องค์การพลังงานระหว่างประเทศ (IEA) ประเมินว่าผู้ผลิตในแถบอ่าวเปอร์เซีย ซึ่งได้แก่ ซาอุดีอาระเบีย อิรัก กาตาร์ คูเวต และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ ได้ลดปริมาณการผลิตลงรวมกันอย่างน้อย 10 ล้านบาร์เรลต่อวัน และเตือนว่าการหยุดชะงักอาจรุนแรงขึ้นหากการขนส่งทางเรือในภูมิภาคไม่กลับมาดำเนินการในเร็ววัน
- ค่าการกลั่นเริ่มอ่อนตัว: ค่าการกลั่นคอมเพล็กซ์สิงคโปร์ (Singapore complex GRM) เริ่มปรับตัวลดลง หลังจากราคาน้ำมันดิบปรับขึ้นแรงก่อนหน้า แม้ว่าระดับค่าการกลั่นยังคงอยู่ในระดับสูง เราประเมินว่า SG GRM ลดลงจาก US\$18.4/bbl (2-6 มี.ค.) เหลือ US\$8.8/bbl (9-13 มี.ค.) อย่างไรก็ตาม ผลกระทบดังกล่าวถูกชดเชยบางส่วนจาก ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบที่พุ่งขึ้น โดยปัจจุบันน้ำมันดิบ Murban ซื้อขายที่พรีเมียมประมาณ US\$20.3/bbl เหนือราคาดูไบ เทียบกับก่อนหน้าที่เพียง US\$2.1/bbl
- ผลกระทบ: เรามองว่า PTTEP เป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักจากอุปทานน้ำมันดิบที่ตึงตัวและราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ขณะที่ petrochemical spreads ที่แข็งแกร่งขึ้นอาจช่วยสนับสนุนโรงกลั่น แต่ผลกำไรอาจถูกหักล้างด้วยต้นทุนค่าขนส่งที่สูงขึ้น ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้น และการลดกำลังการผลิตของโรงกลั่นที่อาจเกิดขึ้นได้

Fundamental Story

Ex 3: Dubai Price



Source: Bloomberg

Ex 4: Prices And Spreads

Unit	This week	Last week	% chg	Quarterly						Yearly			
				4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2024	2025	2026	
Upstream													
Dubai (US\$/bbl)	146	82	76.4%	63	76	66	68	63	71	80	71	67	
Brent (US\$/mmbtu)	105	110	-4.4%	63	75	67	68	63	72	80	71	67	
Henry hub (US\$/mmbtu)	3.1	3.4	-9.5%	4.1	3.9	3.5	3.1	4.1	3.5	2.4	3.7	3.3	
JKM Spot (US\$/mmbtu)	18.2	15.7	15.8%	10.8	14.0	12.4	11.8	10.8	11.7	11.9	13.2	12.1	
Dutch TTF (EUR/MWh)	50	53	-6.1%	30	47	36	33	30	37	35	41	34	
NEX coal price (US\$/tonne)	135	134	0.7%	108	108	100	109	108	116	136	104	105	
Crack spreads over Dubai													
Gasoline (US\$/bbl)	11.5	16.6	-30.7%	15.7	7.7	11.5	10.3	15.7	11.3	13.0	11.3	11.3	
Jet fuel (US\$/bbl)	51.6	79.0	-34.7%	24.6	13.2	14.2	16.1	24.6	35.8	15.7	17.0	35.8	
Diesel (US\$/bbl)	51.7	50.1	3.4%	24.5	13.2	15.8	18.7	24.5	31.0	15.8	18.0	31.0	
HSFO (US\$/bbl)	(9.5)	0.5	-1859%	(7.0)	(2.0)	1.7	(5.5)	(7.0)	(3.4)	(5.2)	(3.2)	(3.4)	
Freight cost (US\$/bbl)	(6.3)	(8.9)	-29%	(2.2)	(1.1)	(1.2)	(1.2)	(2.2)	(2.1)	(1.1)	(1.4)	(2.1)	
SG GRM (US\$/bbl)	8.8	18.4	-52.1%	8.8	4.6	7.0	5.9	8.8	8.2	6.1	6.6	8.2	
Aromatics													
PX-naphtha (US\$/tonne)	214	418	-48.8%	243	188	207	236	243	298	274	188	207	
BZ-naphtha (US\$/tonne)	(90)	128	-170.3%	123	245	173	158	123	119	335	245	173	
Olefin													
HDPE-naphtha (US\$/tonne)	340	558	-39.1%	331	324	374	348	331	312	338	324	374	
LDPE-naphtha (US\$/tonne)	490	708	-30.8%	496	497	587	568	496	479	503	497	587	
PP-naphtha (US\$/tonne)	371	589	-37.0%	307	338	414	373	307	308	326	338	414	
Others													
Integrated PET (US\$/tonne)	211	219	-3.7%	116	116	134	113	116	165	140	119	165	
Phenol-BZ (US\$/tonne)	153	149	3%	118	41	55	56	118	98	6	76	98	
BPA -Phenol (US\$/tonne)	410	410	0%	291	325	337	337	291	319	300	333	319	

Sources: TOP, Bloomberg

Fundamental Story

Ex 5: Valuation

	Rating	Current	Target	Upside/	Market	Norm EPS grw		Norm PE		EV/EBITDA		— P/BV —		— Yield —		— ROE —	
		price	price	(Downside)		cap	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F
		(Bt)	(Bt)	(%)	(US\$ m)	(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)	(%)	(%)
BANPU	BUY	5.85	7.20	23.1	1,803	na	22.1	11.6	9.5	5.5	5.0	0.5	0.5	5.6	6.3	4.5	5.4
BCP	BUY	36.25	37.00	2.1	1,642	(40.3)	2.6	7.2	7.0	3.0	2.4	0.7	0.7	4.2	4.3	10.3	10.0
IRPC	SELL	1.27	0.77	(39.4)	798	na	na	na	na	9.3	8.1	0.4	0.4	2.4	2.4	na	na
IVL	SELL	20.10	14.00	(30.3)	3,471	na	16.0	23.9	20.6	6.8	6.5	0.9	0.9	3.5	3.5	4.6	4.9
OR	BUY	11.10	15.50	39.6	4,097	13.5	6.6	11.7	11.0	4.2	3.8	1.1	1.1	4.7	5.0	9.7	9.9
PTG	HOLD	7.90	7.90	0.0	406	1.4	15.3	12.7	11.0	3.5	3.0	1.3	1.3	5.1	5.1	10.5	11.9
PTT	BUY	33.50	40.00	19.4	29,433	31.8	3.5	10.6	10.3	3.8	3.3	0.8	0.8	6.3	6.3	7.8	7.7
PTTEP	BUY	145.50	159.00	9.3	17,768	3.4	9.0	10.0	9.2	3.2	2.9	1.0	0.9	6.0	6.0	10.4	10.4
PTTGC	SELL	28.75	18.00	(37.4)	3,987	na	72.3	33.2	19.3	9.8	8.3	0.5	0.5	1.7	1.7	1.4	2.6
SCC	SELL	175.00	128.00	(26.9)	6,460	74.3	87.0	24.3	13.0	16.9	13.4	0.6	0.6	4.0	4.0	2.5	4.5
SPRC	BUY	6.95	7.00	0.7	927	(35.6)	37.2	10.2	7.4	5.1	4.0	0.7	0.7	5.0	7.9	7.4	9.5
TOP	BUY	46.25	56.00	21.1	3,178	(3.3)	(2.9)	9.2	9.5	7.9	7.2	0.5	0.5	4.3	4.2	6.7	6.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนาชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลงแก้ไข 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.

"บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ("บล.ธนาชาติ") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

คำเตือน: DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล. ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

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)