

# Fundamental Story

## Energy Sector – Neutral

News Update

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

### ลดราคาน้ำมันหน้าโรงกลั่น ลิตรละ 2 บาท

- โรงกลั่นต้องแบ่งปันกำไรส่วนเกิน
  - ผลกระทบจากการลดราคาดีเซล 2 บาทต่อลิตรมีจำกัด
  - นโยบายมีเป้าหมายเพื่อสร้างสมดุลให้กับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย
  - แม้ในกรณีเลวร้ายที่สุด ผลกระทบก็ยังอยู่ในระดับที่บริหารจัดการได้
- นายเอกนัฏ พร้อมพันธุ์ รัฐมนตรีว่าการกระทรวงพลังงาน เปิดเผยภายหลังการประชุมกรรมการบริหารนโยบายพลังงาน (กบง.) ว่าที่ประชุมมีมติอนุมัติให้ปรับลดราคาน้ำมันดีเซล ณ หน้าโรงกลั่น (B7-B20) ลง 2 บาทต่อลิตร โดยมาตรการดังกล่าวจะมีผลอย่างเป็นทางการหลังจากประกาศในราชกิจจานุเบกษา จากนั้นคณะกรรมการบริหารกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงจะเป็นผู้พิจารณาว่าจะส่งผ่านการปรับลดราคานี้ไปยังราคาขายปลีกหน้าปั๊มอย่างไร
- ผลกระทบจากการปรับลดราคาดีเซลหน้าโรงกลั่น 2 บาทต่อลิตรมีจำกัด: เราประเมินว่ามาตรการนี้เทียบเท่ากับผลกระทบต่อส่วนต่างราคาดีเซล (diesel crack) ประมาณ US\$10/bbl โดยอัตรากำไรยังคงอยู่ในระดับสูงที่ US\$142/bbl (เทียบกับปัจจุบันที่ US\$152/bbl) ดังนั้น SG GRM คาดว่าจะปรับลดลงเล็กน้อยจาก US\$46/bbl เหลือ US\$44/bbl (หรือจาก US\$21/bbl เหลือ US\$19/bbl หลังสมมติให้มีพรีเมียมน้ำมันดิบ อยู่ที่ US\$25/bbl) ซึ่งยังคงสูงกว่าระดับปกติในช่วงกลางวัฏจักรที่ประมาณ US\$6/bbl อย่างมีนัยสำคัญ
- ทิศทางนโยบายมีความชัดเจน: แม้ว่าส่วนลดดังกล่าวอาจมีการปรับเปลี่ยนได้ในอนาคต แต่เราเชื่อว่าผู้กำหนดนโยบายไม่ได้มีเป้าหมายที่จะลดทอนความสามารถในการทำกำไรของโรงกลั่นอย่างเต็มที่ หากแต่ต้องการกระจายภาระให้สมดุลระหว่างผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย เนื่องจากการแทรกแซงมากเกินไปอาจทำให้โรงกลั่นลดกำลังการผลิต และนำไปสู่ภาวะขาดแคลนอุปทาน ดังนั้นการรักษาระดับความสามารถในการทำกำไรที่เหมาะสมจึงเป็นสิ่งสำคัญเพื่อให้มั่นใจถึงเสถียรภาพของอุปทานภายในประเทศ
- ในกรณีเลวร้ายที่สุด เราคาดว่า การแทรกแซงจะถูกจำกัดด้วยกลไกที่มีอยู่ในปัจจุบัน กล่าวคือ ไม่น่าจะเกินเงินอุดหนุนดีเซลของกองทุนน้ำมันในปัจจุบันที่ประมาณ 18 บาท/ลิตร ในกรณีนี้ เราคาดว่า SG GRM จะลดลงเหลือประมาณ US\$31/bbl (หรือประมาณ US\$6/bbl หลังจากคิดค่าพรีเมียมน้ำมันดิบ US\$25/bbl) จาก US\$46/bbl ซึ่งเรามองว่ายังคงเป็นระดับผลกำไรที่สมเหตุสมผล
- โดยรวม เราเชื่อว่าตลาดยังประเมินความแข็งแกร่งของวัฏจักรธุรกิจโรงกลั่นต่ำเกินไป โดยกลุ่มนี้ซื้อขายกันที่ประมาณ 0.6 เท่า 2026F P/BV ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีที่ประมาณ 1.0 เท่า ดังนั้น เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” TOP, SPRC และ BCP

# Fundamental Story

## Ex 1: Singapore Complex GRM Sensitivity

(US\$/bbl)	Spread over Dubai						SG GRM Over Dubai	SG GRM after crude premium (US\$25/bbl)
	Diesel	LPG	Naphtha	Gasoline	Jet	Fuel oil		
<b>Yield</b>	<b>16%</b>	<b>3%</b>	<b>7%</b>	<b>32%</b>	<b>19%</b>	<b>23%</b>		
<b>No subsidy</b>	<b>152</b>	<b>(48)</b>	<b>17</b>	<b>31</b>	<b>109</b>	<b>(5)</b>	<b>46</b>	<b>21</b>
Bt2/litre (current subsidy)	143	(48)	17	31	109	(5)	44	19
Bt5/litre	128	(48)	17	31	109	(5)	42	17
Bt10/litre	103	(48)	17	31	109	(5)	38	13
Bt15/litre	78	(48)	17	31	109	(5)	34	9
Bt18/litre (current oil fund subsidy)	63	(48)	17	31	109	(5)	31	6

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 2: Estimate Subsidy By Company

	Diesel sale volume (m litre per day)	Duration (Months)	Estimate subsidy at each diesel discount (Bt m)				
			Bt2/litre	Bt5/litre	Bt10/litre	Bt15/litre	Bt18/litre
BCP	17	2	1,995	4,987	9,973	14,960	17,952
IRPC	14	2	1,644	4,111	8,221	12,332	14,799
PTTGC	15	2	1,741	4,353	8,706	13,059	15,671
SPRC	9	2	1,112	2,780	5,559	8,339	10,007
TOP	16	2	1,974	4,936	9,872	14,808	17,770
<b>Total</b>	<b>71</b>		<b>8,466</b>	<b>21,166</b>	<b>42,332</b>	<b>63,499</b>	<b>76,198</b>

Source: ttb wealth estimates

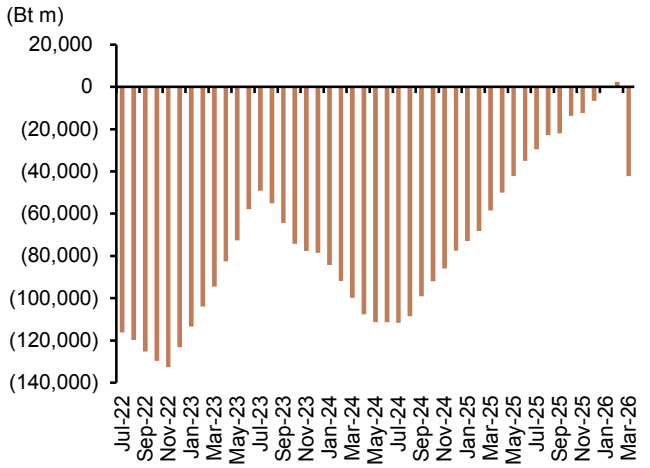
## Ex 3: Estimate Profit Impact

	2025 profit	No subsidy	Estimate 2026F profit post subsidy (Bt m)					% change from base case profit				
			Bt2/litre	Bt5/litre	Bt10/litre	Bt15/litre	Bt18/litre	Bt2/litre	Bt5/litre	Bt10/litre	Bt15/litre	Bt18/litre
<b>BCP</b>	11,657	31,698	29,704	26,712	21,725	16,738	13,746	(6)	(16)	(31)	(47)	(57)
<b>IRPC</b>	(1,161)	16,512	14,868	12,401	8,291	4,180	1,714	(10)	(25)	(50)	(75)	(90)
<b>PTTGC</b>	(16,289)	27,069	25,327	22,716	18,362	14,009	11,398	(6)	(16)	(32)	(48)	(58)
<b>SPRC</b>	4,594	14,711	13,600	11,932	9,152	6,372	4,704	(8)	(19)	(38)	(57)	(68)
<b>TOP</b>	11,602	40,228	38,253	35,292	30,356	25,420	22,458	(5)	(12)	(25)	(37)	(44)

Source: ttb wealth estimates

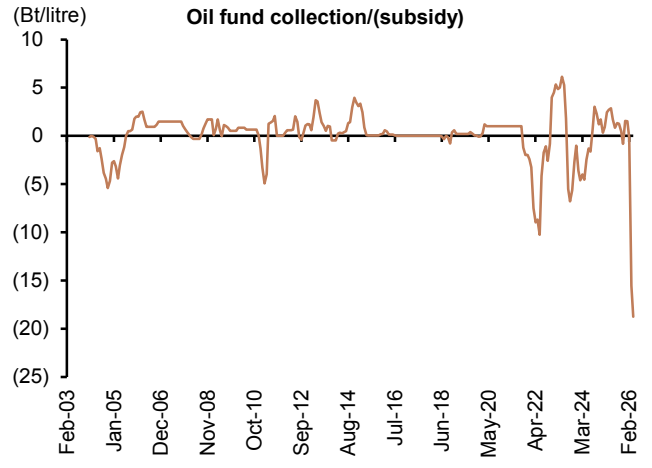
# Fundamental Story

**Ex 4: Oil Fund Balance**



Source: offo

**Ex 5: Diesel Collection/(subsidy)**



Source: EPPO

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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.

"บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ("บล.ทีทีบี เบลู") โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทไม่ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์"

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลการรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited ("ttb wealth") 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.

ttb wealth 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: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttbwealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน ttbwealth ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)