

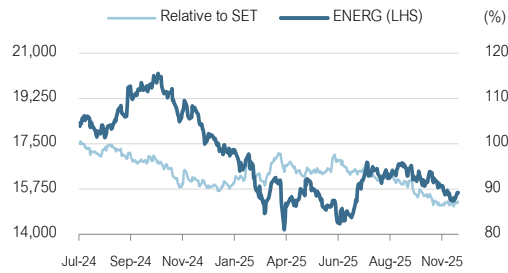
3 December 2025

Energy

คาดการณ์จะแข็งแกร่งอย่างน้อยถึง 1Q26E; พลังงานต้นน้ำและ
ปลายน้ำแนวโน้มทรงตัวในปี 2026E

Recommendation **Neutral (maintained)**

Energy sector's performance



Source: Aspen

เรายังคงแนะนำให้นักลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน กลุ่มโรงกลั่นมีความน่าสนใจมากที่สุดจากผลประกอบการ 4Q25E ที่แข็งแกร่ง โดยเราเลือก TOP (ซื้อ/เป้า 40.00 บาท) เป็น Top pick โดยมีประเด็นสำคัญดังนี้

- 1) กลุ่มโรงกลั่นมีแนวโน้มได้ประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) ที่แข็งแกร่งใน 4Q25E ซึ่งจะช่วยชดเชยผลขาดทุนจากสต็อก (stock loss net of NRV) ที่เป็นไปได้และพรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) ที่สูง ทั้งนี้ เราเชื่อว่าผลจากการคว่ำบาตร (sanction) บริษัทพลังงานยักษ์ใหญ่ของรัสเซียจะช่วยให้ diesel crack ยืนสูงได้ต่อเนื่องอย่างน้อยจนถึง 1Q26E
- 2) กลุ่มพลังงานต้นน้ำมีแนวโน้มที่จะทรงตัว แม้ราคาพลังงานอาจจะอ่อนตัว YoY ในปี 2026E ตามอุปทานที่สูงขึ้นและอุปสงค์ที่ได้อัตราที่ต่ำ แต่อาจจะถูกชดเชยด้วยปริมาณขายที่สูงขึ้น ทั้งนี้ เราคาดว่าราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2026E จะลดลงเป็น USD67.0/bbl จากระดับ USD68.5bbl ในปี 2025E
- 3) กลุ่มพลังงานปลายน้ำ มีแนวโน้มที่ทรงตัว YoY ตามค่าการตลาด (marketing margin) อย่างไรก็ตามการกดดันต่อ marketing margin น่าจะลดลงหลังกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (oil fuel fund) มีสถานะที่แข็งแกร่งขึ้นมากในปี 2025E

ดัชนีกลุ่มพลังงานปรับตัวลง -16% และ underperform SET -5% ในช่วง 12 เดือน ตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัว ทั้งนี้ เราเลือก TOP (ซื้อ/เป้า 40.00 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงานโดยเราเชื่อว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากแนวโน้ม crack spread ที่แข็งแกร่งใน 4Q25E ขณะที่ แผนการลดหนี้ (deleveraging plan) ดำเนินไปได้ด้วยดี

Event: 2026E Investment theme

□ โรงกลั่นมีแนวโน้มแข็งแกร่งใน 4Q25E ตาม crack spread ที่สูงขึ้น; การ sanction รัสเซียจะดำเนินต่อไปใน 2026E เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะเห็นผลประกอบการ (ไม่รวม stock gain/loss net of NRV) ที่แข็งแกร่งใน 4Q25E จากค่าการกลั่นตลาด (market GRM)/ค่าการกลั่นพื้นฐาน (operating GRM) ที่สูงขึ้นต่อเนื่องตาม crack spread โดยเฉพาะในกลุ่มผลิตภัณฑ์กึ่งหนักกึ่งเบา (middle distillate) ที่ดีขึ้นจากผลของแผนการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในภูมิภาคและการ sanction การส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันของรัสเซีย สำหรับปี 2026E เราเชื่อว่า crack spread จะทรงตัวในระดับสูงได้น้อยถึง 1Q26E จากแรงหนุนของการ sanction บริษัทพลังงานของรัสเซียซึ่งส่งผลให้รัสเซียส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันได้ลดลง

□ พลังงานต้นน้ำยังเผชิญกับราคาที่ลดลงในปี 2026E; พลังงานปลายน้ำมีแรงกดดันที่ลดลงหน่วยงานด้านพลังงานระดับโลก (ยกเว้น OPEC) ยังคงมีมุมมองเป็นลบต่อภาพรวมตลาดน้ำมันโลกในปี 2026E โดยค่าเฉลี่ยรวมชี้ให้เห็นว่าภาวะอุปทานส่วนเกิน (oversupply) ของตลาดน้ำมันโลกจะยิ่งสูงขึ้นในปี 2026E (โดยเฉพาะใน 1H26E) โดยแม้ว่าจะคาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์การใช้น้ำมันในหน้า แต่หน่วยงานทุกแห่งก็ยังคงคาดว่าอุปทานใหม่จะยังเพิ่มสูงขึ้น ในขณะเดียวกัน เราเชื่อว่ากลุ่มพลังงานปลายน้ำจะเห็นปริมาณขายเติบโตแบบค่อยเป็นค่อยไปท่ามกลาง marketing margin ที่ทรงตัวโดยมีปัจจัยกดดันที่ลดลงจาก oil fuel fund ที่แข็งแกร่งขึ้นมากในปี 2025

Valuation/Catalyst/Risk

เรายังคงแนะนำให้นักลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน เราเลือก TOP (ซื้อ/เป้า 40.00 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงานโดยเราเชื่อว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากแนวโน้ม crack spread ที่แข็งแกร่งใน 4Q25E ขณะที่ deleveraging plan ดำเนินไปได้ด้วยดี

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Fig 1: Peer comparison

Stock	Rec	Price 02-Dec-25	Target price	Upside (%)	Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
					25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E	25E	26E
BANPU	HOLD	4.94	5.00	1.2	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	34.3	0.4	0.4	4.8	6.1	-2.8	1.2	6.9	6.4
BCP	BUY	26.75	34.00	27.1	-16.8	179.4	n.m.	18.7	20.3	7.3	0.6	0.6	1.9	4.8	3.1	8.2	5.4	5.9
* BSRC	NR	2.94	6.08	106.8	n.m.	557.5	-77.0	25.8	1.1	4.7	0.7	0.5	0.0	0.0	38.5	29.8	3.9	7.3
* IRPC	NR	1.00	1.03	2.5	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0.3	0.2	19.0	16.0	12.4	13.5	11.8	16.1
OR	BUY	13.80	16.00	15.9	40.6	0.7	16.0	12.5	15.4	15.3	1.5	1.4	3.6	3.6	9.5	9.2	7.6	7.4
PTG	BUY	7.15	8.80	23.1	7.0	16.4	7.0	16.4	10.9	9.4	1.2	1.1	3.7	4.3	10.9	11.8	3.1	2.8
* PTT	NR	31.25	35.63	14.0	-13.2	3.3	-9.6	-11.7	9.8	8.0	1.0	0.9	6.4	3.2	12.8	16.9	3.5	3.4
PTTEP	BUY	107.00	130.00	21.5	-19.8	-6.5	-19.9	-6.3	6.7	7.2	0.8	0.7	7.8	7.5	11.2	10.4	3.2	3.5
SPRC	BUY	6.00	6.50	8.3	2.6	21.7	101.8	31.7	11.3	9.3	0.7	0.6	6.6	7.5	5.9	6.9	6.2	4.8
TOP	BUY	35.75	40.00	11.9	38.3	-36.4	-66.0	224.7	5.8	9.1	0.5	0.4	4.5	5.4	7.9	4.9	14.0	10.3
Sector					-11.8	4.1	-11.0	-1.1	10.2	11.6	0.8	0.7	5.8	5.8	10.9	11.3	6.6	6.8

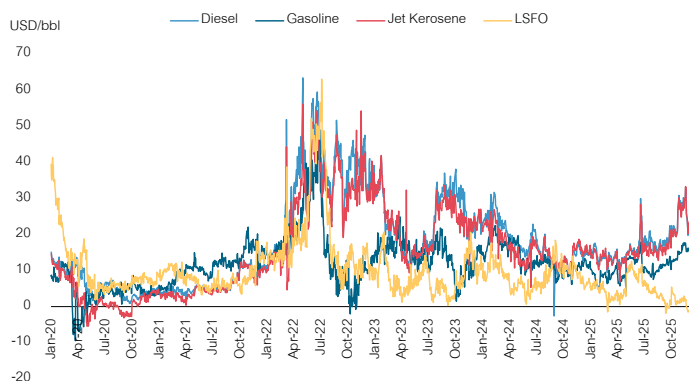
Source: Bloomberg, DAOL

□ คาดโรงกลั่นจะได้ประโยชน์จาก crack spread ที่แข็งแกร่งใน 4Q25E

หลังจากรายงานผลประกอบการที่แข็งแกร่งใน 3Q25 จากแรงหนุนของการรับรู้ stock gain net of NRV และ crack spread ที่สูง เราเชื่อว่าผลประกอบการของกลุ่มโรงกลั่น (ไม่รวม stock gain/loss ที่เป็นไปได้) จะสูงขึ้นอีกใน 4Q25E จาก market GRM/operating GRM ที่สูงขึ้นต่อเนื่องตาม crack spread โดยเฉพาะในกลุ่ม middle distillate ที่ดีขึ้นจากผลของแผนการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในภูมิภาคและการ sanction การส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันของรัสเซีย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะเห็น stock loss (net of NRV) ที่เป็นไปได้ใน 4Q25E ตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่ลดลงระหว่างไตรมาส โดยล่าสุดราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยอยู่ที่ USD63.9/bbl (-13% YoY, -7% QoQ)

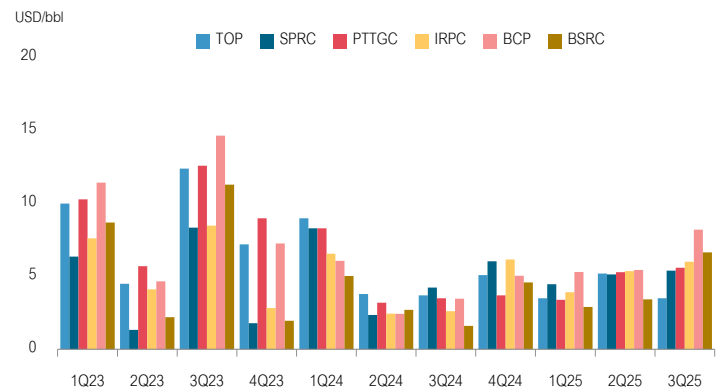
ทั้งนี้ SG GRM ใน 4Q25E ล่าสุดเฉลี่ยอยู่ที่ USD9.0/bbl (+109% QTD) สอดคล้องกับ crack spread ของผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่ที่สูงขึ้น นำโดย jet fuel cracks เฉลี่ยอยู่ที่ USD25.7/bbl (+60% QTD), diesel cracks เฉลี่ยอยู่ที่ USD26.5/bbl (+42% QTD) gasoline cracks เฉลี่ยสูงขึ้นเป็น USD15.9/bbl (+54% QTD) ส่วน LSFO cracks เฉลี่ยอยู่ที่ -USD0.6/bbl จาก USD0.6/bbl ใน 3Q25 ในขณะเดียวกัน พรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) มีแนวโน้มทรงตัวสูงใน 4Q25E โดย Murban premium เฉลี่ยสูงขึ้นเป็น USD2.8/bbl (+73% YoY, +21% QoQ) ส่วน Arab light crude premium อยู่ที่ USD1.8/bbl (+4% YoY, -18% QoQ)

Fig 2: Singapore Dubai crack spread trend



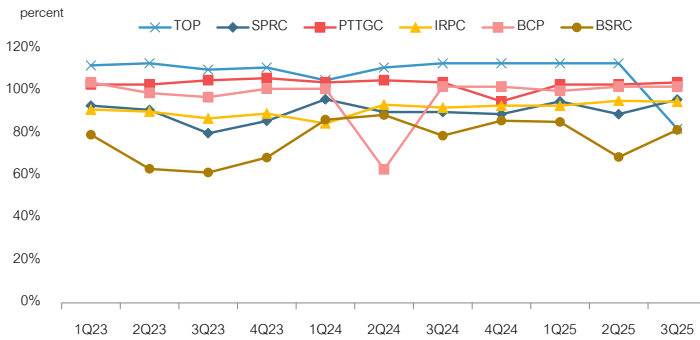
Source: Bloomberg, DAOL

Fig 3: Quarterly market/operating GRM trend



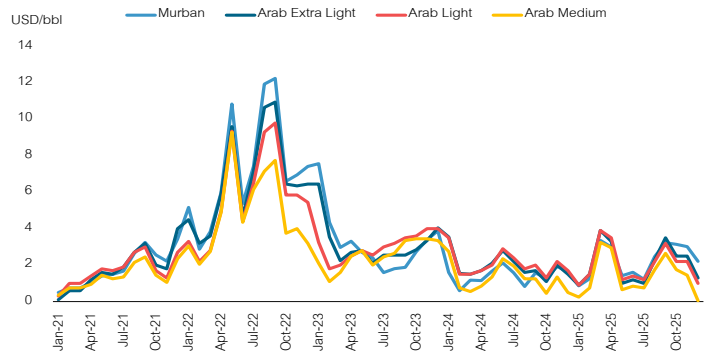
Source: TOP, SPRC, PTTGC, IRPC, BCP, BSRC, DAOL

Fig 4: Quarterly crude run by company



Source: TOP, SPRC, PTTGC, IRPC, BCP, BSRC, DAOL

Fig 5: Crude premium trend



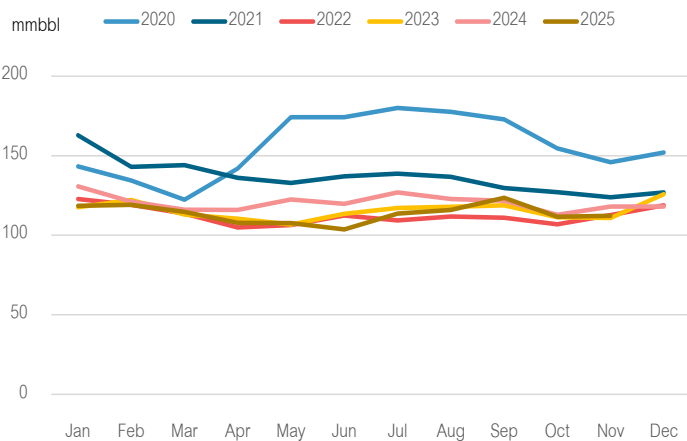
Source: TOP, DAOL

□ ตลาด Diesel มีแนวโน้มตึงตัวจากการ sanction การส่งออกน้ำมันของรัสเซีย; ตลาด gasoline น่าจะอ่อนตัวตามกำลังการผลิตใหม่ที่เข้ามา

บริษัทวิจัยตลาดพลังงาน Energy Aspects (EA) ประเมินว่าตลาดน้ำมัน gasoil จะยังคงตึงตัวในปี 2026E ตามแนวโน้มระดับปริมาณสำรองน้ำมัน US diesel ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวโดยล่าสุดอยู่ที่ 112.2 ล้านบาร์เรล (mmbbl) ใน พ.ย.2025 เทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาว 5 ปีที่ 115.5 mmbbl ในขณะที่เดียวกัน EA ประเมินว่าอุปสงค์ gasoil ทั่วโลกจะสูงขึ้นเล็กน้อย +0.2% YoY ในปี 2026E โดยมีการเติบโตหลักๆมาจากอินเดียซึ่งชดเชยอุปสงค์จากจีนและ EU ที่ลดลง ในทางตรงกันข้าม อุปสงค์น้ำมัน gasoline มีแนวโน้มที่จะเติบโต +0.5% YoY ในปี 2026E แต่อุปทานใหม่มีแนวโน้มที่จะสูงขึ้นจากโรงกลั่น Dangote ในประเทศไนจีเรีย (กำลังการกลั่น 650 พันบาร์เรลต่อวัน (kbd)) ที่เร่งเพิ่มขึ้นมา และกำลังการกลั่นใหม่ของโรงกลั่น Olmeca ในประเทศเม็กซิโก (กำลังการกลั่น 340 kbd)

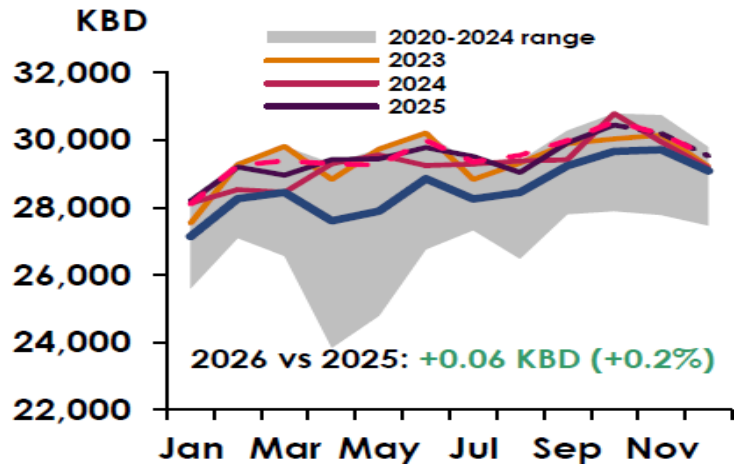
สำหรับภาพรวมการส่งออกของจีน เราเชื่อว่าจีนจะคงโควตาการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันในปี 2026E ไว้ที่ระดับใกล้เคียงกับปี 2025 ที่ 54 ล้านตัน (mt) (แบ่งเป็นผลิตภัณฑ์ gasoline, gasoil, jet fuel รวมกันที่ 40 mt และ LSFO ที่ 14 mt)

Fig 6: US diesel inventory below 5-year average



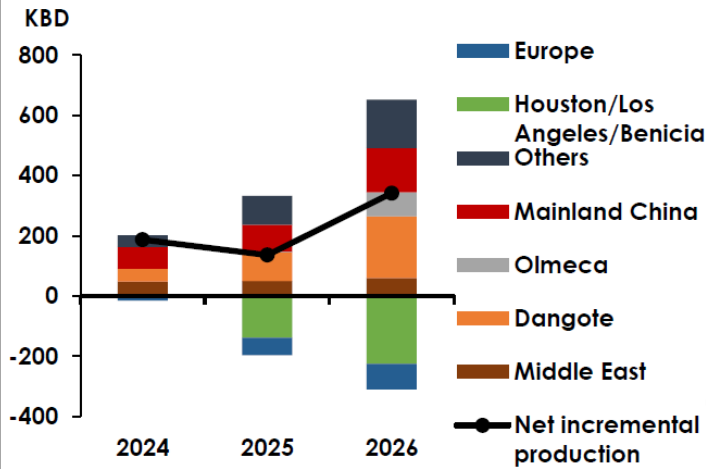
Source: US EIA, Bloomberg

Fig 7: Global diesel demand trend



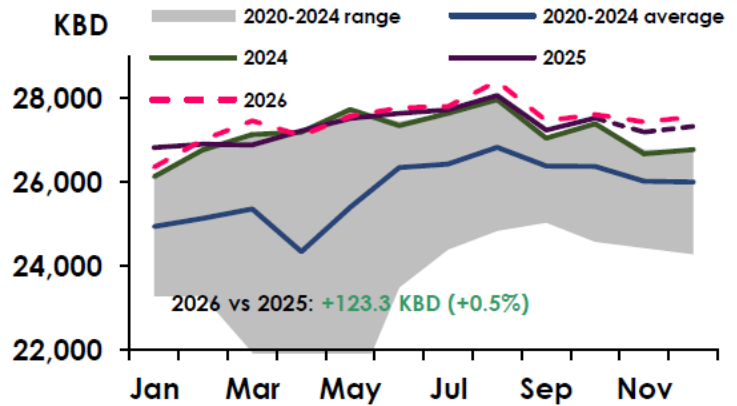
Source: Energy Aspect, TOP

Fig 8: Gasoline supply increase from new refinery capacity



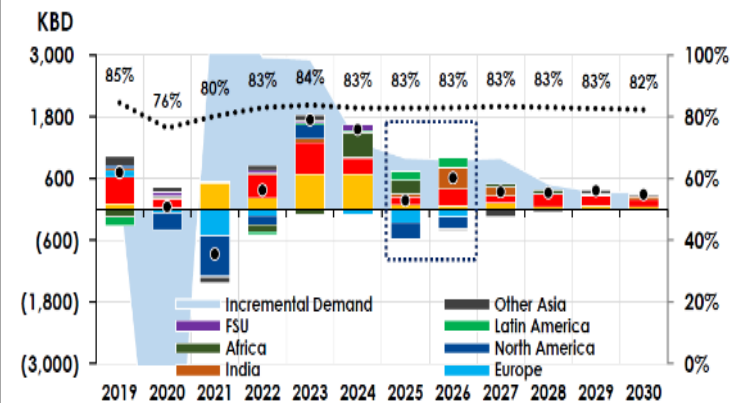
Source: S&P Global

Fig 9: Global gasoline demand trend



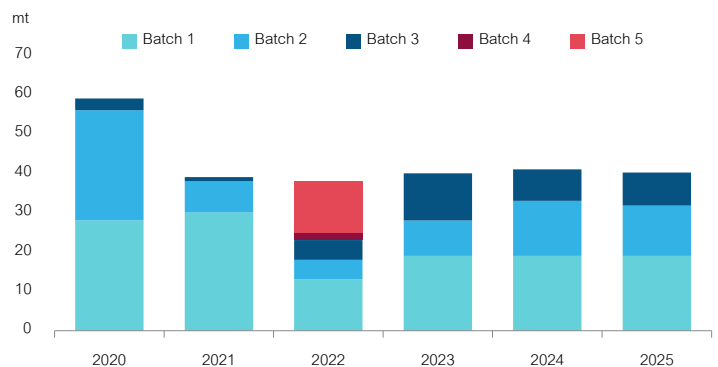
Source: Energy Aspect, TOP

Fig 10: Gasoline supply increase from new refinery capacity



Source: FACTs Semi Annual Reports Spring, Energy Aspect

Fig 11: China's export allowance (clean refined fuel)

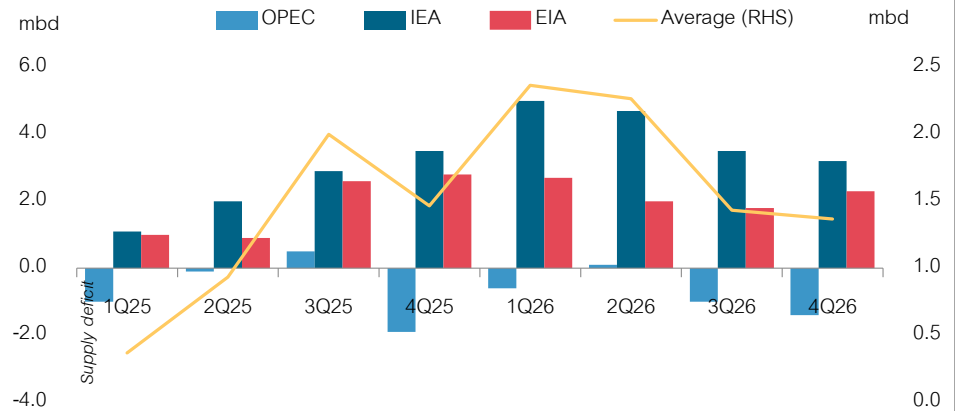


Source: Reuters

□ Key agencies คาดตลาดน้ำมันโลกจะเห็น oversupply ที่สูงขึ้นในปี 2025E

หน่วยงานด้านพลังงานระดับโลกยังคงมีมุมมองที่เป็นลบต่อภาพรวมตลาดน้ำมันโลกในปี 2026E โดยค่าเฉลี่ยรวมชี้ให้เห็นว่าภาวะอุปทานส่วนเกิน (oversupply) ของตลาดน้ำมันโลกจะยิ่งสูงขึ้นในปี 2026E (โดยเฉพาะใน 1H26E) โดยแม้ว่าหน่วยงานหลักทั้ง 3 (OPEC, สารสนเทศด้านการพลังงานของรัฐบาลสหรัฐฯ (US EIA), สำนักงานพลังงานสากล (IEA)) จะคาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์การใช้น้ำมันในปีหน้า แต่หน่วยงานทุกแห่งก็ยังคงคาดว่าอุปทานใหม่จะยังเพิ่มสูงขึ้น ทั้งนี้ แม้ปัจจุบันกลุ่ม OPEC+ ประกาศจะหยุดการปรับเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันใน 1Q26E (หลังประกาศถอนการปรับลดกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจ (voluntary production cuts) ไปประมาณ 2.9 ล้านบาร์เรลต่อวัน (mbd) ในปี 2025) แต่ปริมาณการผลิตน้ำมันที่สูงขึ้นของกลุ่ม Non-OPEC+ (โดยเฉพาะจากทวีปอเมริกา) ก็ยังมีแนวโน้มที่เติบโตอยู่ OPEC ทั้งนี้ เมื่อแบ่งตามประมาณการของแต่ละหน่วยงาน OPEC (ซึ่งมีมุมมองเชิงบวกมากที่สุด) คาดว่าตลาดน้ำมันโลกจะอยู่ในภาวะ oversupply ใน 2Q26E ก่อนที่ อุปสงค์การใช้น้ำมันจะเร่งตัวขึ้นใน 2H26E ในทิศทางตรงกันข้าม US EIA และ IEA คาดการณ์ว่าตลาดน้ำมันโลกจะอยู่ในภาวะ oversupply ตลอดทั้งปี 2026E โดยที่ขนาดของ 1H26E จะใหญ่กว่า 2H26E US EIA คาดการณ์การเพิ่มขึ้นของสต็อก (stock build) ในช่วง 2.0-2.7 mbd ใน 1H26E (เทียบกับ 1.8-2.3 mbd ใน 2H26E) ในขณะที่ IEA ประเมิน stock build ที่ 2.0-2.7 mbd ใน 1H26E เทียบกับ 1.8-2.3 mbd ใน 2H26E โดยมีมุมมองร่วมกันว่า อุปสงค์การใช้น้ำมันจะอ่อนตัวกว่า HoH ใน 1H26E

Fig 12: Key agencies' world oil demand/supply balance forecast



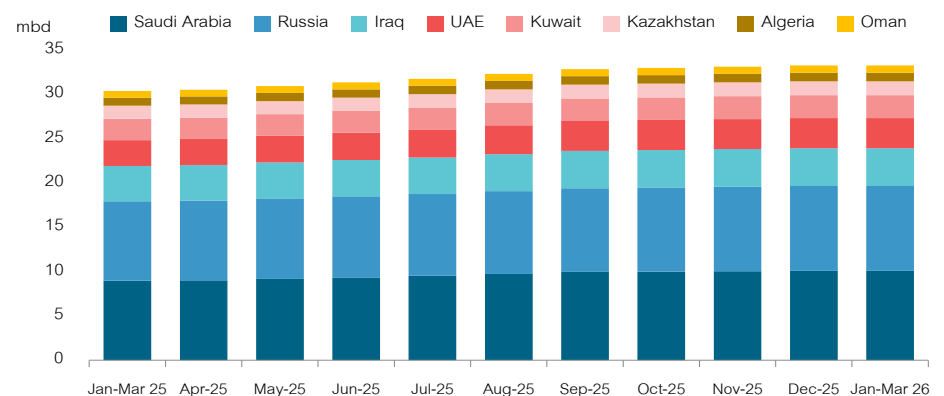
Source: OPEC, IEA, EIA, DAOL

□ OPEC+ อยู่ในโหมดของการเฝ้าระวังหลังประกาศหยุดการเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันใน 1Q26E

เมื่อวันที่ 30 พ.ย.2025 ที่ผ่านมา ที่ประชุมออนไลน์ของประเทศสมาชิก OPEC+ 8 ประเทศ (รวมถึง ซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย อิรัก สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) คูเวต คาซัคสถาน แอลจีเรีย และโอมาน) ได้มีมติที่จะยึดการตัดสินใจเมื่อวันที่ 2 พ.ย. 2025 ที่จะหยุดการเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันในเดือน ม.ค.-มี.ค.2026 เนื่องจากปัจจัยฤดูกาล โดยกลุ่ม OPEC+ (หลังจากที่มีการถอน voluntary production cuts ก้อน 2.2 mbd (ประกาศเมื่อเดือน พ.ย.2023) ไปหมดแล้วในปี 2025) ยังคงมีความมุ่งมั่นว่าจะมีการถอน voluntary production cuts ก้อน 1.65 mbd (ประกาศมาตั้งแต่ เม.ย.2023) บางส่วนหรือทั้งหมด ขึ้นอยู่กับสถานะตลาดที่เปลี่ยนแปลงไปและจะดำเนินการอย่างค่อยเป็นค่อยไป ทั้งนี้ กลุ่ม OPEC+ 8 ประเทศนี้จะมีการจัดประชุมรายเดือนเพื่อทบทวนสถานะตลาด ความสอดคล้อง และการชดเชย โดย กลุ่ม 8 ประเทศ OPEC+ จะจัดการประชุมครั้งถัดไปวันที่ 4 ม.ค.2026

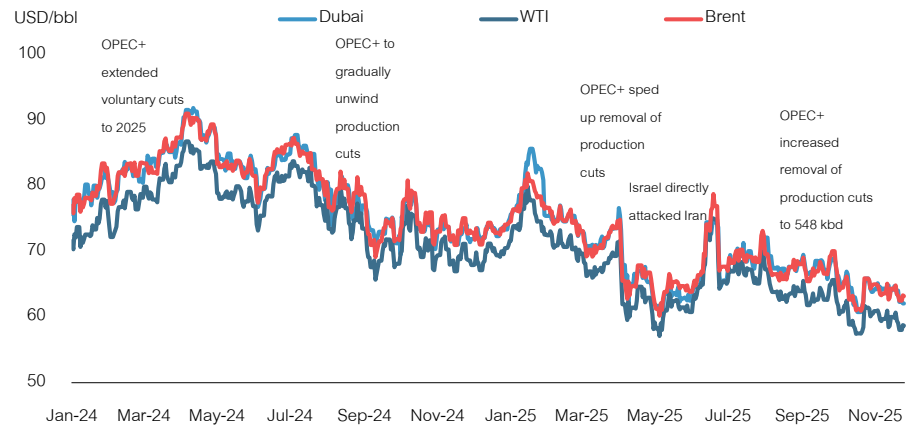
ทั้งนี้ราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ย YTD อยู่ที่ USD69.0/bbl เทียบกับ USD79.8/bbl ในปี 2024 ทั้งนี้เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยจะลดลงอีกเล็กน้อยในปี 2026E เป็น USD67.0/bbl ตามแนวโน้มภาพรวมตลาดน้ำมันโลกที่ยังคงอยู่ในภาวะ oversupply (ไม่รวมมุมมองของ OPEC) จากอุปสงค์ที่เติบโตช้ากว่าอุปทานใหม่ที่เข้ามา

Fig 13: OPEC+ still has a large part of 1.65-mbd voluntary production cuts to be removed



Source: OPEC

Fig 14: Crude oil price timeline

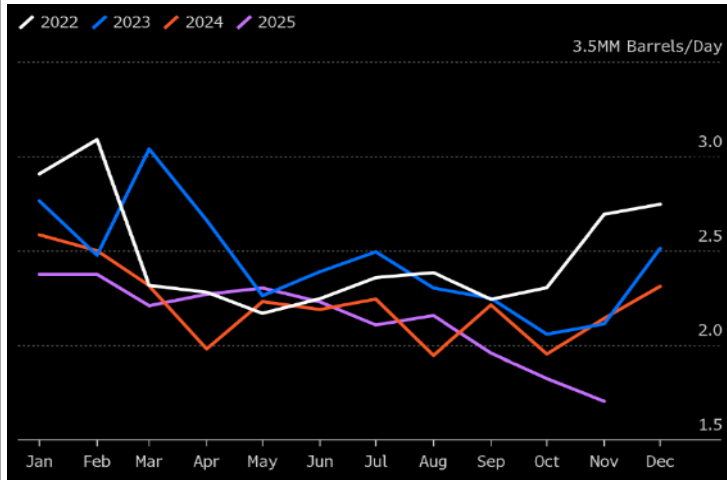


Source: Bloomberg, DAOL

□ คาด Geopolitical risk ยังคงดำเนินต่อไปในปี 2026E แต่อาจส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมัน เรามองว่าความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์จะยังคงเป็นปัจจัยเหวี่ยง (swing factors) สำคัญสำหรับราคาพลังงานในปี 2026E เนื่องจากผลกระทบที่เป็นไปได้ต่ออุปทานน้ำมันโลก ทั้งนี้ สถานการณ์ในปัจจุบันของ geopolitical risk ที่ดำเนินอยู่ ที่เรามองว่าอาจส่งผลกระทบต่อราคาพลังงานได้มีอยู่ดังนี้

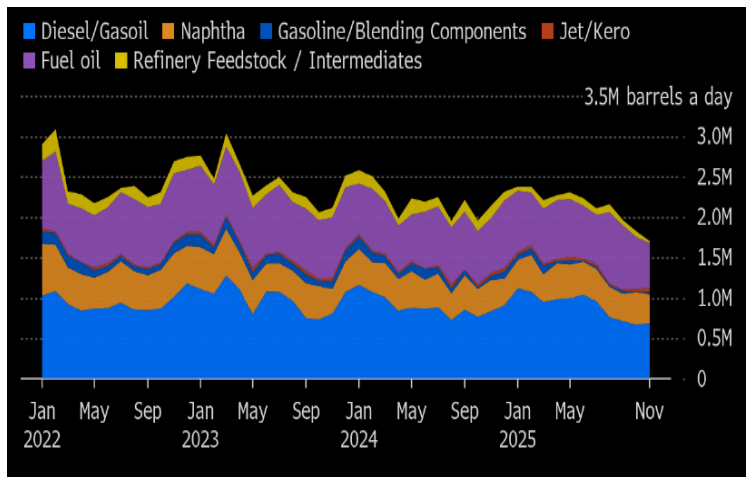
- สงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ในขณะที่สงครามยังดำเนินต่อเนื่องมาตั้งแต่ ก.พ.2022 และมีความพยายาม กดดันรัสเซียให้ยุติสงครามโดยการคว่ำบาตร (sanction) หลายครั้ง ล่าสุด ในเดือน ต.ค.2025 ที่ผ่านมา สหรัฐอเมริกา (US) สหราชอาณาจักร (UK) และสหภาพยุโรป (EU) ได้ร่วมมือกัน sanction Rosneft และ Lukoil (2 บริษัทพลังงานขนาดใหญ่ที่สุดของรัสเซีย) ซึ่งมีการส่งออกน้ำมันประมาณ 2.7 mbd (หรือประมาณ 80% ของ การส่งออกน้ำมันทั้งหมดของรัสเซีย) โดย US ได้เริ่มการ sanction ตั้งแต่วันที่ 21 พ.ย.2025 ขณะที่ sanction ของ EU จะเริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 21 ม.ค.2026 ทั้งนี้ เราเชื่อว่าจะยังคงมีความพยายามในการยุติสงครามระหว่าง 2 ประเทศ โดยประเทศที่สามต่อไป (เช่น US) แต่เนื่องจากเงื่อนไขในปัจจุบันที่ยังไม่เป็นที่พอใจต่อทั้งสองฝ่าย ทำให้ เราเชื่อว่าสงครามนี้มีแนวโน้มที่จะยืดเยื้อต่อไป อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันโลกน่าจะจำกัด มากขึ้นเนื่องจากประสิทธิภาพของการ sanction ที่ผ่านมา ทั้งนี้ ข้อมูลจาก Vortexa (ผู้ให้บริการข้อมูลและการ วิเคราะห์ขั้นสูงด้านพลังงานและการขนส่งทางทะเล) แสดงให้เห็นว่าการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันทางทะเลของ รัสเซียตกลงมาที่ 1.7 mbd ในช่วง 15 วันแรกของเดือน พ.ย.2025 ซึ่งเป็นระดับที่ต่ำที่สุดตั้งแต่สงครามเริ่มขึ้น
- ข้อขัดแย้งอื่นๆ ในช่วงที่ผ่านมา มีรายงานข้อขัดแย้งที่เพิ่มขึ้นจากประเทศคู่กรณีอื่นๆ เช่น สาธารณรัฐจีน (ไต้หวัน)- จีน-ญี่ปุ่น หรือ US-เวเนซุเอลา เมื่อเร็วๆ นี้ ทั้งนี้ แม้เราเชื่อว่ามีความเป็นไปได้ที่ข้อขัดแย้งเหล่านี้จะพัฒนาขึ้น เป็นสงคราม แต่เราเชื่อว่าผลกระทบจากข้อขัดแย้งเหล่านี้ต่ออุปทานน้ำมันโลกจะมีจำกัดมากกว่าเมื่อเทียบกับ สงครามรัสเซีย-ยูเครน

Fig 15: Russia's fuel shipments sink to lowest since war began



Source: Vortexa, Bloomberg

Fig 16: Seaborne exports of Russia's main oil products



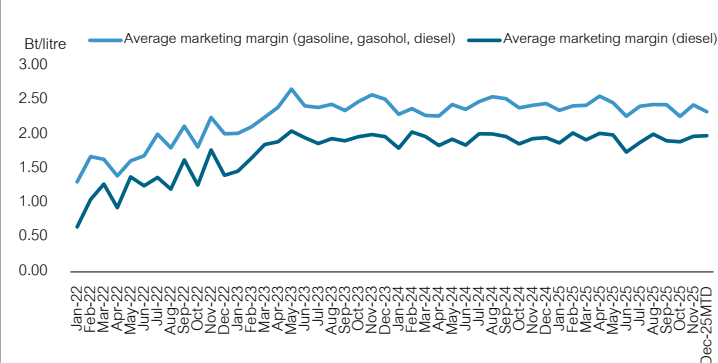
Source: Vortexa, Bloomberg

□ แนวโน้ม marketing margin ทรงตัวใน 4Q25E; สถานะ oil fuel fund แข็งแกร่งขึ้นมากในปี 2025

เราคาดว่ากลุ่มค้าปลีกน้ำมันจะเห็นแนวโน้ม marketing margin ที่ทรงตัว QoQ ใน 4Q25E โดยสำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (EPPO) ได้รายงาน marketing margin เฉลี่ย QTD ของ gasoline gasohol และ diesel อยู่ที่ 2.35 บาทต่อลิตร (-3% YoY, -4% QoQ) ในขณะที่ marketing margin เฉลี่ยของ diesel อย่างเดียวอยู่ที่ 1.96 บาทต่อลิตร (+2% YoY, +1% QoQ) ทั้งนี้ สำหรับภาพรวมตลาดน้ำมันภายในประเทศ มีการประเมินว่าอุปสงค์การใช้้ำมันจะเติบโตในปี 2026E สอดคล้องกับภาพรวมของตลาดน้ำมันโลก โดย jet fuel คาดว่าจะยังคงเติบโตในระดับที่แข็งแกร่งที่ +4% YoY เป็น 17.6 ล้านลิตรต่อวัน (mmltd) ในปี 2026E จากแรงหนุนของอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้น แม้อาจจะชะลอตัวลงเล็กน้อยจากการเติบโตที่ +4.2% YoY ในปี 2025E อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ gasoil มีแนวโน้มที่จะทรงตัว YoY ที่ 67.5 mmltd เทียบกับ -1.7% YoY ในปี 2025E ส่วนอุปสงค์ gasoline มีแนวโน้มที่จะเติบโตขึ้น +2.1% เป็น 33.0 mmltd ในปี 2026E เทียบกับ +3.1% YoY ในปี 2025E

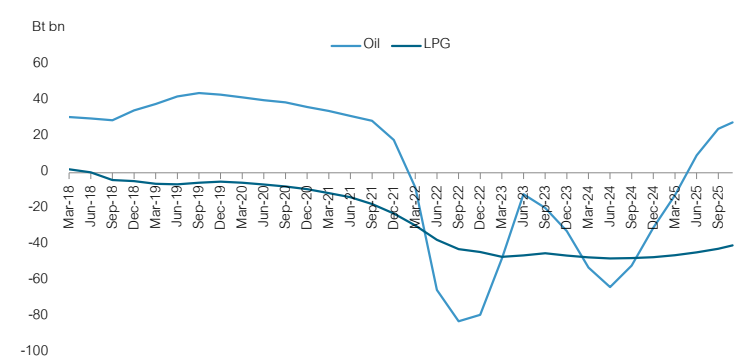
สำหรับสถานะกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (oil fuel fund) ล่าสุดสำนักงานกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (OFFO) รายงานสถานะ oil fuel fund ติดลบที่ -1.23 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นวันที่ 30 พ.ย.2024 เทียบกับ -7.75 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2024 และระดับต่ำสุดที่ -1.33 แสนล้านบาท ณ สิ้นเดือน พ.ย.2022

Fig 17: Monthly average marketing margin



Source: EPPO, DAOL

Fig 18: Oil fund status has been improving



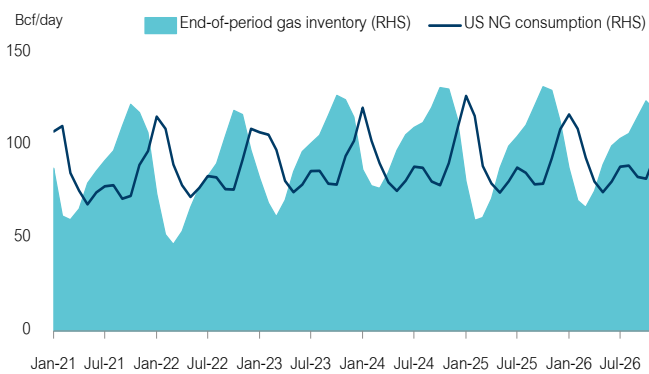
Source: Oil Fuel Fund Office (OFFO), DAOL

□ ราคาถ่านหินและก๊าซธรรมชาติยังถูกกดดันจากปริมาณสำรองที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว

ในรายงาน Short-term Energy Outlook ของ US EIA รายงานว่าปริมาณสำรองคงคลังก๊าซธรรมชาติอยู่ที่ 3,950 พันล้านลูกบาศก์ฟุต (bcf) ในเดือน ต.ค.2025 สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว 5 ปีที่ 3,787 bcf สะท้อนให้เห็นถึงแนวโน้มอุปทานก๊าซที่สูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง ในขณะเดียวกันจีนรายงานปริมาณถ่านหินให้ความร้อนคงคลังที่ทำเรือรวม 20.1 ล้านตัน (mt) สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว 5 ปีของเดือนเดียวกันที่ 19.3 mt ด้วยปัจจัยข้างต้น ทำให้เราเชื่อว่าปริมาณสำรองก๊าซและถ่านหินคงคลังที่สูงนี้จะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ราคาถ่านหินและก๊าซทรงตัวในระดับต่ำต่อไป ในขณะที่การเคลื่อนไหวระหว่างไตรมาสอาจจะขึ้นอยู่กับปัจจัยฤดูกาล

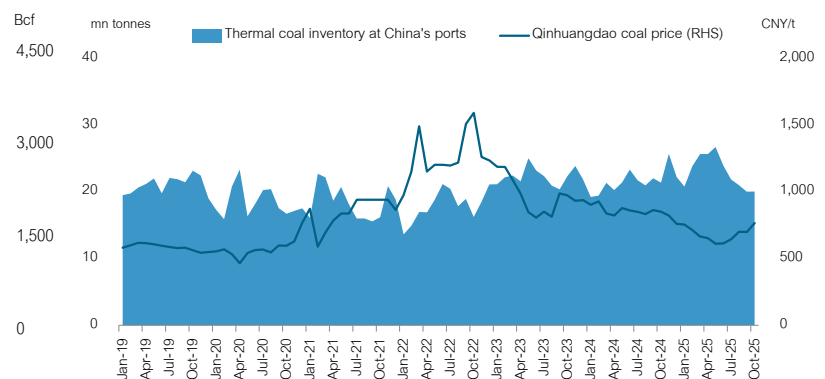
ตั้งแต่ปี 2022 ราคาพลังงานเชื้อเพลิงให้ความร้อนได้ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องสะท้อนปริมาณก๊าซคงคลังที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวในยุโรป โดยราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าก๊าซฯ อิงแหล่ง Henry Hub QTD ใน 4Q25E เฉลี่ยอยู่ที่ USD3.8/mmbtu (+28% YoY, +24% QoQ) ในขณะที่ ราคาสัญญาซื้อขายถ่านหินล่วงหน้าอิงแหล่ง Newcastle Coal Terminal (NewC) เฉลี่ยอยู่ที่ USD107/ton (-23% YoY, -2% QoQ)

Fig 19: End-of-period gas inventory vs gas consumption forecast



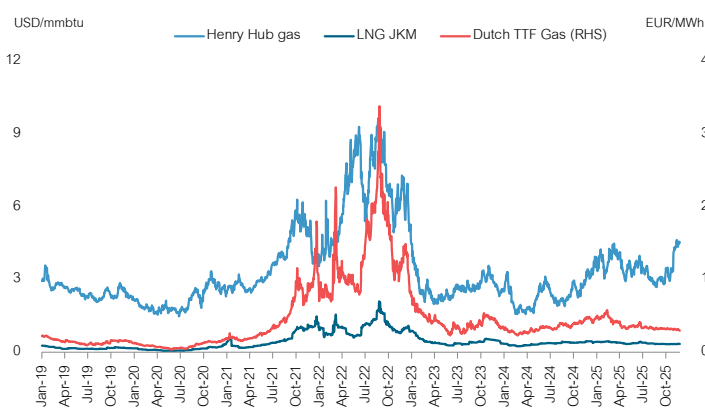
Source: US EIA, DAOL

Fig 20: China's thermal coal inventory at ports vs coal price



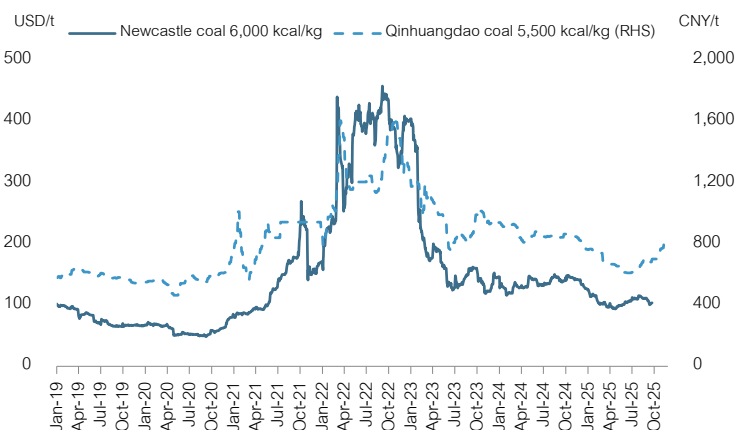
Source: Bloomberg, DAOL

Fig 21: Gas price trend (Henry Hub, LNG JKM, Dutch TTF)



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 22: Newcastle coal price vs Qinhuangdao coal price



Source: Bloomberg, DAOL

□ คงน้ำหนัก “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน

เรายังคงน้ำหนักการลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน โดยมีคำแนะนำและราคาเป้าหมายสำหรับหุ้นที่เราดูแลดังนี้

- **TOP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 40.00 บาท ถึง 2026E PBV ที่ 0.50x (เทียบเท่า -1.2SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็น market GRM ที่ฟื้นตัว QoQ ได้ใน 4Q25E หลังจากแนวโน้ม crack spread ที่สูงขึ้นและการกลับมาดำเนินงานปกติหลังแผนปิดซ่อมบำรุง ซึ่งน่าจะช่วย crude premium ที่ทรงตัวสูงได้และการรับรู้ stock loss (net of NRV) ที่เป็นไปได้
- **SPRC:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 6.50 บาท ถึง 2026E PBV ที่ 0.70x (ประมาณ -1.4SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปี) เราเชื่อว่า SPRC จะเห็น market GRM ที่สูงขึ้นได้ต่อเนื่อง QoQ ใน 4Q25E ตามแนวโน้ม crack spread ที่ดีขึ้น QTD ซึ่งน่าจะมากเกินพอที่จะครอบคลุม crude premium ที่สูงขึ้นและการรับรู้ stock loss (net of NRV) ที่เป็นไปได้
- **BCP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 34.00 บาท ถึงวิธี SOTP เราเชื่อว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากแนวโน้ม crack spread ที่แข็งแกร่งใน 4Q25E ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยผลกระทบของปริมาณขายของ OKEA ที่ลดลงได้ รวมถึงการรับรู้ stock loss (net of NRV) ที่เป็นไปได้
- **PTTEP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2025E ที่ 130.00 บาท ถึงวิธี DCF (WACC 6.7%, TG 0%) และราคาน้ำมันดิบระยะยาวที่ USD65.0/bbl เราเชื่อว่าปริมาณขายของบริษัทจะสูงขึ้นต่อเนื่อง QoQ ใน 4Q25E หลักๆจาก 1) การรับรู้ปริมาณขายเต็มไตรมาสของแปลง A-18 MTJDA และ 2) รอบโหล่น้ำมันของโครงการในแอฟริกา
- **OR:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 16.00 บาท ถึง 2026E PER ที่ 17.7x (ประมาณ -2.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มค้าปลีก) 4Q25E เราประเมินว่าปริมาณขายน้ำมันจะกลับมาฟื้นตัว QoQ ใน 4Q25E ตามอุปสงค์การเดินทางที่สูงขึ้นในฤดูท่องเที่ยวซึ่งเราเชื่อว่าจะช่วยชดเชยอัตรากำไรขั้นต้นต่อลิตร (GP/litre) ที่น่าจะอ่อนตัวตามค่าการตลาด (marketing margin) ได้
- **PTG:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 8.80 บาท ถึง 2026E PER ที่ 11.5x (ประมาณ -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) เราคาดว่าบริษัทจะเห็นกำไรที่ฟื้นตัว QoQ ได้ใน 4Q25E โดยมีปัจจัยหนุนหลักจาก 1) ปริมาณขายน้ำมันที่สูงขึ้นในช่วงฤดูกาลท่องเที่ยว และ 2) รายได้ธุรกิจ non-oil ที่เติบโตตามการขยายสาขาร้านกาแฟพันธุ์ไทย ซึ่งเราเชื่อว่าจะมากพอที่จะชดเชยแนวโน้ม marketing margin ที่อ่อนตัว
- **BANPU:** เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2026E ที่ 5.00 บาท ถึงวิธี SOTP เราเชื่อว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากราคายาเฉลี่ยก๊าซธรรมชาติ (gas ASP) ที่สูงขึ้นในช่วงฤดูหนาวของประเทศตะวันตก ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยผลกระทบบางส่วนจาก coal ASP ที่ทรงตัวต่ำได้

Fig 23: Energy sector's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 24: TOP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 25: SPRC's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 26: BCP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 27: PTTEP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 28: Commerce sector's PER band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 29: PTG's PER band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 30: BANPU's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเลิศ
80-89		Very Good	ดีมาก
70-79		Good	ดี
60-69		Satisfactory	ดีพอใช้
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงจึงมิได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 12