

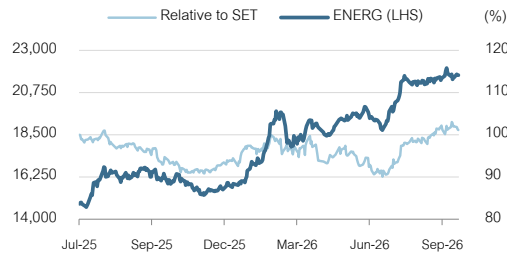
24 September 2026

Energy

คาด Upstream ยังได้แรงหนุนจาก ASP ใน 4Q26E; โรงกลั่นอาจ
เห็นต้นทุนยืนสูงส่วน Downstream พื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไป

Recommendation **Neutral (maintained)**

Energy sector's performance



Source: Aspen

เรายังคงแนะนำให้นักลงทุน “เท่าที่ตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน โดยเราเชื่อว่าราคาน้ำมันจะยังคงแข็งแกร่งใน 4Q26E หนุนโดยความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์ (geopolitical risk) ที่กลับมาสูงขึ้นของสงครามในตะวันออกกลาง รวมถึง สงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครนที่เข้มข้นมากขึ้น สำหรับภาพรวมตลาดน้ำมันในปี 2026E เราเชื่อว่าตลาดจะมีความตึงตัวและเห็นอุปทานขาดแคลน (supply deficit) ในระยะสั้นจากผลกระทบของสงครามและการขนส่งทางทะเลจากตะวันออกกลางที่ลดลง ทั้งนี้ เราคาดว่าด้วยว่าราคาน้ำมันดิบจะได้แรงหนุนจากปริมาณการนำเข้าที่ฟื้นตัวของจีนและปริมาณสำรองน้ำมันยุทธศาสตร์ (SPR) ที่ต่ำเป็นประวัติการณ์ของสหรัฐอเมริกา (US) นอกจากนี้ แม้เราคาดว่าตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันจะได้แรงหนุนจากปริมาณสินค้าคงคลัง (inventories) ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยจากผลกระทบของสงครามซึ่งจะส่งผลให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) สูงขึ้นใน 3Q26E แต่เราคาดว่าค่าการกลั่นตลาด/ค่าการกลั่นพื้นฐาน (market GRM/operating GRM) น่าจะผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว นอกจากนี้ เราคาดว่าค่าการตลาด (marketing margin) จะฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไปแต่ก็ยังอาจเห็นแรงกดดันในขนาดจากสถานะกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (oil fuel fund) ที่ติดลบมากขึ้น

ดัชนีกลุ่มพลังงานปรับตัวขึ้น 20% และ outperform SET 5% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น ทั้งนี้ เราเลือก PTTEP (ซื้อ/เป้า 180.00 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงาน โดยเราเชื่อว่าภาพรวมกำไรของ PTTEP จะได้แรงหนุนจากราคาขายเฉลี่ย (blended ASP) ที่ทรงตัวในระดับสูง

Event: Industry update

□ ราคาน้ำมันมีแนวโน้มยืนสูงต่อเนื่องใน 4Q26E เราเชื่อว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวในระดับสูงในช่วง USD90.0/bbl-USD100.0/bbl เนื่องจาก 1) อุปทานน้ำมันในตะวันออกกลางที่ได้รับผลกระทบจากสงครามและการปิดช่องทางการขนส่งทางทะเล 2) สงครามระหว่างรัสเซียและยูเครนที่ยังคงยืดเยื้อและมีการโจมตีโครงสร้างพื้นฐานพลังงานอย่างต่อเนื่อง 3) ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบของจีนที่ฟื้นตัว และ 4) ปริมาณ US SPR ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ทั้งนี้ เรายังคงสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2026E ที่ USD85.0/bbl (+24% YoY)

□ GRM น่าจะผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้ว; Marketing margin มีแนวโน้มค่อยๆ ฟื้นตัว แม้เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะได้ประโยชน์จาก crack spread ที่ทรงตัวในระดับสูงใน 3Q26E แต่เราเชื่อว่า market GRM/operating GRM น่าจะผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้วใน 2Q26 และน่าจะอ่อนตัวลงใน 2H26E หลักๆ จาก 1) ต้นทุนค่าขนส่ง (freight) ที่สูงขึ้นจากผลกระทบของการจลาจลที่ลดลงของช่องแคบฮอร์มุซ (Strait of Hormuz) และช่องแคบบาบ เอล มันเดบ (Strait of Bab al-Mandab) และ 2) การปรับลดราคาหน้าโรงกลั่น (ex-refinery price) ของราคาน้ำมันดีเซล ในขณะเดียวกัน เราคาดว่า marketing margin จะฟื้นตัวแบบค่อยเป็นค่อยไปใน 2H26E แต่ยังมีปัจจัยกดดันจากสถานะ oil fuel fund ที่ติดลบได้

Valuation/Catalyst/Risk

เรายังคงแนะนำให้นักลงทุน “เท่าที่ตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน เราเลือก PTTEP (ซื้อ/เป้า 180.00 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงาน โดยเราเชื่อว่าภาพรวมกำไรของ PTTEP จะได้แรงหนุนจาก blended ASP ที่ทรงตัวในระดับสูง

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	1.2%	15.6%	19.8%	33.8%
Relative to SET	1.4%	11.1%	4.5%	7.3%

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

Fig 1: Peer comparison

Stock	Rec	Price 23-Sep-26	Target price	Upside (%)	Net profit (Bt mn)			Net profit growth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
					25A	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E	26E	27E
BANPU	HOLD	14.80	14.80	-0.7	-2,025	2,362	2,780	n.m.	17.7	70.5	18.8	0.5	0.5	2.7	9.7	2.1	2.5	8.0	3.1
BCP	HOLD	54.25	50.00	-7.8	2,880	28,332	10,636	814.4	-59.8	2.8	7.0	0.9	0.8	7.4	4.2	31.0	11.4	3.6	2.7
*IRPC	NR	3.08	2.36	-23.4	-2,486	13,324	5,007	n.m.	-82.4	n.m.	n.m.	0.7	0.8	5.2	4.5	13.5	8.9	25.2	9.6
OR	HOLD	12.40	13.00	4.8	11,304	8,127	10,574	-46.8	72.8	24.3	14.1	1.3	1.2	2.4	4.1	5.3	8.8	9.6	10.1
PTG	HOLD	8.50	8.00	-5.9	1,021	512	1,301	-49.9	154.2	27.7	10.0	1.4	1.3	1.8	4.7	5.0	11.9	6.1	7.4
*PTT	NR	42.00	43.38	3.3	87,529	128,178	108,904	44.2	-13.7	10.7	12.1	1.2	1.1	2.4	4.8	16.9	14.1	4.2	3.1
PTTEP	BUY	148.00	180.00	21.6	60,273	69,389	68,727	15.1	-1.0	8.5	8.5	1.1	1.0	6.2	6.3	12.5	11.7	3.9	3.0
SPRC	HOLD	14.30	12.00	-16.1	2,569	19,163	4,589	606.9	-74.7	3.4	13.5	1.2	1.1	8.4	4.2	34.6	8.3	2.3	11.5
TOP	HOLD	71.00	70.00	-1.4	14,584	37,703	12,679	158.5	-66.4	4.2	12.5	0.8	0.8	5.6	2.8	19.1	6.0	4.4	9.7
Sector					175,648	300,090	226,198	70.8	-25.0	19.0	12.2	1.0	1.0	4.7	5.0	15.5	9.3	7.5	6.7

Source: Bloomberg, DAOL

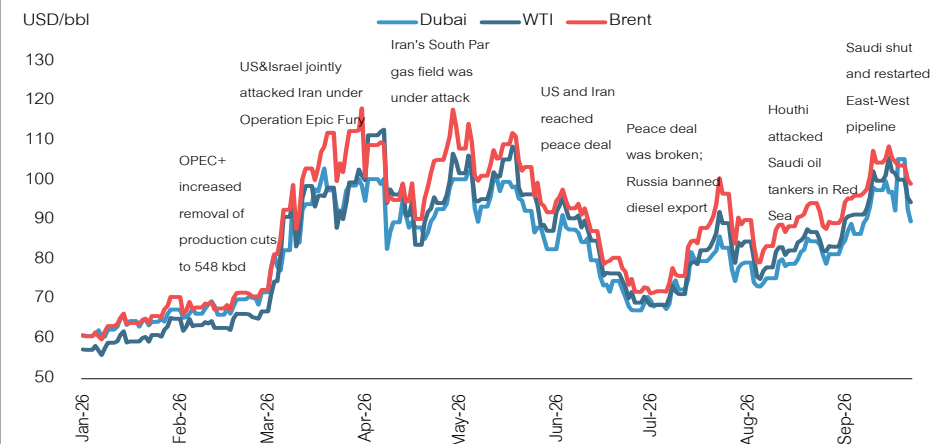
□ราคาน้ำมันมีแนวโน้มทรงตัวระดับสูงใน 4Q26E จาก geopolitical risk ที่ยืดเยื้อ

ราคาน้ำมันดิบมีความผันผวนสูงสอดคล้องกับสถานการณ์การสู้รบและการเจรจาตั้งแต่สงครามระหว่างอิสราเอล/US-อิหร่านได้เริ่มขึ้นเมื่อวันที่ 28 ก.พ.2026 ก่อนที่ความเสียหายจะลามไปสู่ประเทศอื่นในตะวันออกกลาง (โดยเฉพาะประเทศที่มีฐานทัพ US ตั้งอยู่) โดยแนวโน้มราคาน้ำมันได้แบ่งออกเป็น 3 ช่วงหลักๆ

ราคาน้ำมันได้ปรับตัวสูงขึ้นในช่วงแรกของสงครามตามรายงานความเสียหายต่อโครงสร้างพลังงานของประเทศตะวันออกกลางซึ่งส่งผลให้อุปทานน้ำมันโลกตึงตัว ก่อนที่จะอ่อนตัวในช่วงกลางเดือน มิ.ย.2026 เมื่อ US และอิหร่านได้บรรลุข้อตกลงสันติภาพ ซึ่งมีอายุไม่ยาวนานก่อนที่อิหร่านได้โจมตีเรือที่แล่นผ่าน Strait of Hormuz ทั้งนี้ สถานการณ์รุนแรงมากยิ่งขึ้นและราคาน้ำมันได้กลับมาเป็นขาขึ้นอีกครั้งเมื่อมีรายงานว่า การแลกเปลี่ยนการโจมตีระหว่างกลุ่มติดอาวุธฮูตี (Houthi) (หนุนโดยอิหร่าน) และซาอุดีอาระเบียเป็นครั้งแรกตั้งแต่ปี 2022 รวมถึงความพยายามในการปิด Strait of Bab al-Mandab และการโจมตีท่อขนส่งน้ำมันตะวันออก-ตะวันตก (East-West pipeline) ขณะที่ US และอิหร่านได้กลับมาโจมตีกันรอบใหม่ ทั้งนี้ ราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันดิบ Brent ได้แตะระดับสูงสุดของปี YTD อยู่ที่ USD118.4/bbl เมื่อวันที่ 31 มี.ค.2026 ในขณะที่ ราคาเฉลี่ย MTD อยู่ที่ USD101.3/bbl ในเดือน ก.ย.2026

สำหรับภาพรวม 4Q26E เราเชื่อว่าราคาน้ำมันจะทรงตัวในระดับสูงในช่วง USD90.0/bbl-USD100.0/bbl เนื่องจาก 1) อุปทานน้ำมันในตะวันออกกลางที่ได้รับผลกระทบจากสงครามและการปิดช่องทางการขนส่งทางทะเล 2) สงครามระหว่างรัสเซียและยูเครนที่ยังคงยืดเยื้อและมีการโจมตีโครงสร้างพื้นฐานพลังงานอย่างต่อเนื่อง 3) ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบของจีนที่ฟื้นตัว และ 4) ปริมาณ US SPR ที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาว ทั้งนี้ เรายังคงสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2026E ที่ USD85.0/bbl (+24% YoY)

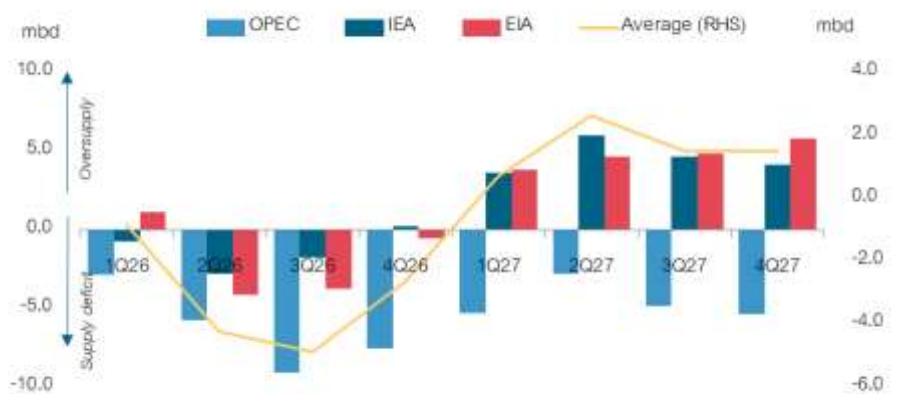
Fig 2: Crude oil prices likely past their peak yet remained elevated



Source: Bloomberg

□ OPEC/EIA มองว่าอุปทานยังขาดตลาดใน 4Q26E ในขณะที่ IEA คาดตลาดจะพลิกเป็น oversupply ในขณะที่ หน่วยงานด้านพลังงานชั้นนำต่างคาดว่าอุปสงค์น้ำมันโลกจะสูงกว่าอุปทานใน 3Q26E มุมมองนั้นเริ่มผสมมากขึ้นใน 4Q26E โดยองค์การประเทศผู้ส่งออกน้ำมัน (OPEC) และสำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานแห่งสหรัฐอเมริกา (US EIA) ประเมินว่าจะยังคงเห็น supply deficit อยู่เนื่องจากอุปสงค์ที่สูง ในทางตรงกันข้าม องค์การพลังงานระหว่างประเทศ (IEA) มองว่าตลาดน้ำมันโลกจะพลิกเป็นภาวะอุปทานส่วนเกิน (oversupply) แทนใน 4Q26E เนื่องจากอุปทานที่สูงขึ้น ทั้งนี้ สำหรับภาพรวมในปี 2027E มุมมองของหน่วยงานเหล่านี้จะผสมมากยิ่งขึ้น โดย OPEC ยังคงคาดการณ์ตลาดจะอยู่ในภาวะ supply deficit ตลอดทั้งปี (แม้ขนาดจะลดลงจาก 2H26E) เนื่องจากอุปทานที่สูงขึ้น ในทิศทางตรงกันข้าม IEA คาดว่าตลาดน้ำมันโลกจะอยู่ในภาวะ oversupply ต่อเนื่องตลอดทั้งปี ส่วน US EIA นั้นเปลี่ยนมุมมองจากปี 2026E โดยคาดว่าตลาดจะเริ่มอยู่ในภาวะ oversupply ตั้งแต่ 1Q27E เป็นต้นไป

Fig 3: Key agencies' world oil demand/supply balance forecast



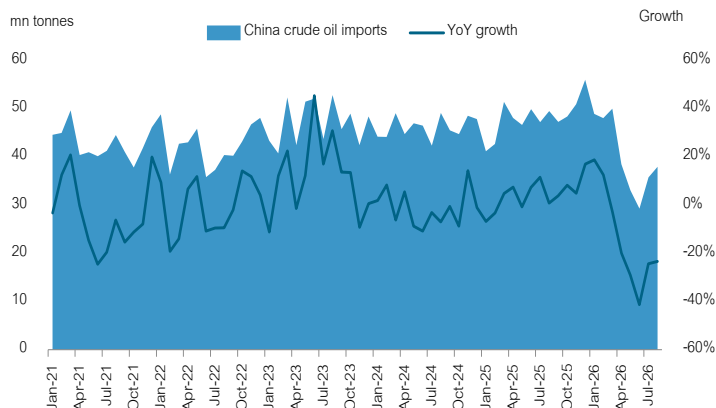
Source: OPEC, IEA, EIA, DAOL

□ ปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบของจีนเริ่มฟื้นตัว; อินเดียยังมีความผันผวนอยู่

ตั้งแต่สงครามระหว่างอิสราเอล/US-อิหร่านเริ่มขึ้นในปลายเดือน ก.พ.2026 ส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและทำให้การนำเข้าน้ำมันดิบของจีน (นำเข้าน้ำมันดิบสูงที่สุดในโลกที่ 579.0 ล้านตัน (mt) ในปี 2025) ลงไปแตะระดับต่ำสุด YTD ในเดือน มิ.ย.2026 ที่ 29.3 mt (ประมาณ 7.1 ล้านบาร์เรลต่อวัน: mbd) เทียบกับค่าเฉลี่ยรายเดือนในปี 2025 ที่ 48.2 mt อย่างไรก็ดี ตัวเลขการนำเข้าของจีนได้ฟื้นตัวต่อเนื่องมาแล้ว 2 เดือน (ล่าสุดอยู่ที่ 37.9 mt ในเดือน ส.ค.2026) สอดคล้องกับราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัวลงมาในช่วงเดือน มิ.ย.2026-ก.ค.2026 ในขณะเดียวกัน ตัวเลขนำเข้าน้ำมันดิบของอินเดียแตะระดับต่ำสุด YTD ของปีที่ 18.5 mt ในเดือน เม.ย.2026 ก่อนที่จะฟื้นตัวมาอยู่ในช่วง 19.0-21.4 mt ในช่วงเดือน ก.ค.2026-ส.ค.2026

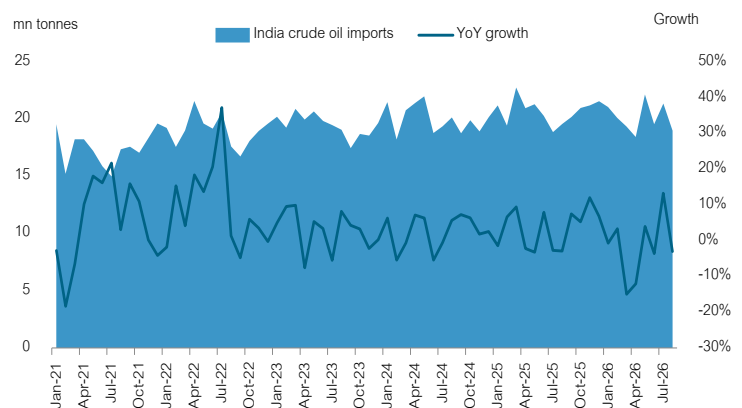
ทั้งนี้ เราเชื่อว่าหากปริมาณการนำเข้าน้ำมันดิบของจีนฟื้นตัวได้ต่อเนื่องในช่วงเวลาที่เหลือของปี จะเป็นอีกปัจจัยหนึ่งที่ช่วยให้ราคาน้ำมันดิบยืนสูงได้

Fig 4: China's monthly crude oil import trends



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 5: India's monthly crude oil import trends



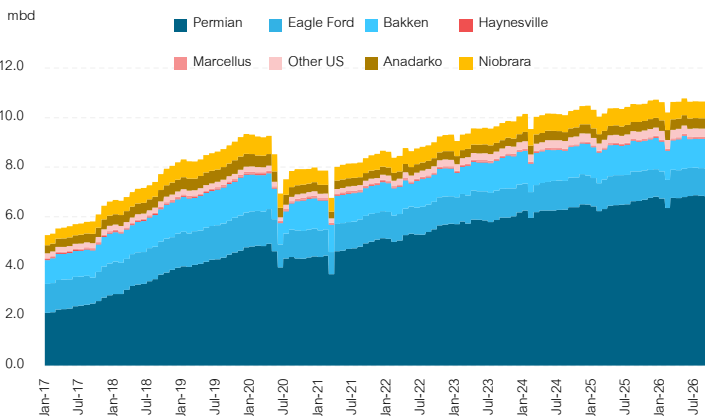
Source: Bloomberg, DAOL

□ ปริมาณการผลิตน้ำมันของ US ยังคงสูงขึ้น; US SPR แตระดับต่ำสุดในรอบ 44 ปี

US ยังคงเพิ่มการผลิตน้ำมันอย่างต่อเนื่อง YTD สอดคล้องกับอุปสงค์การส่งออกที่สูงขึ้นเพื่อชดเชยอุปทานที่หายไปจากผลกระทบของสงครามในภูมิภาคอื่นของโลก ซึ่งรวมถึง สงครามอิสราเอล/US-อิหร่าน และ สงครามรัสเซีย-ยูเครน ในขณะเดียวกัน US EIA เปิดเผยว่าปริมาณสำรอง SPR ล่าสุดอยู่ที่ 285 ล้านบาร์เรล (mmbbl) (ประมาณ 40% ของปริมาณที่สามารถบรรจุได้ทั้งหมด 714 mmbbl) ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ ปี 1982 ทั้งนี้ ตัวเลข US SPR ที่ต่ำเป็นประวัติการณ์นี้ สอดคล้องกับแผนการปล่อย SPR 400 mmbbl ของ IEA (รวมของ US ที่ 172 mmbbl) ที่ประกาศในเดือน มี.ค.2026

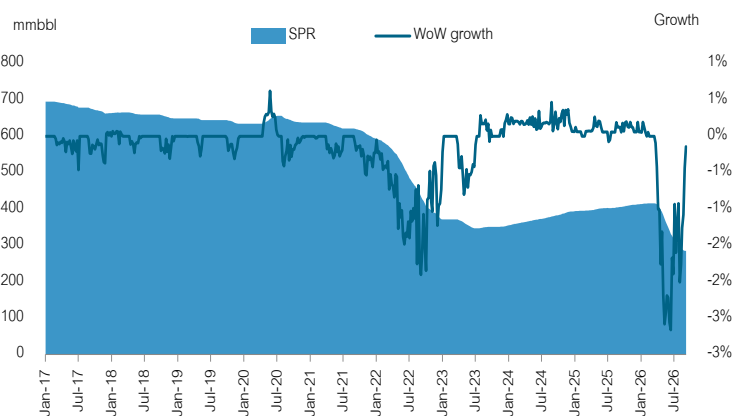
ทั้งนี้ เราเชื่อว่าปริมาณการผลิตน้ำมันของ US จะทรงตัวในระดับสูงหนุนโดยอุปสงค์การส่งออกเพื่อชดเชยอุปทานที่หายไปของตะวันออกกลาง อย่างไรก็ดี เราคาดว่า US จะยังคงปล่อย SPR ออกมาให้ได้ตามที่ประกาศไว้ (ตอนนี้อยู่มาแล้วประมาณ 130 mmbbl)

Fig 6: US oil production trend



Source: EIA, DAOL

Fig 7: US SPR falls to lowest since 1982



Source: EIA, DAOL

□ Crack spread มีแนวโน้มสูงขึ้น YoY ใน 4Q26E; freight rate ก็เช่นกัน

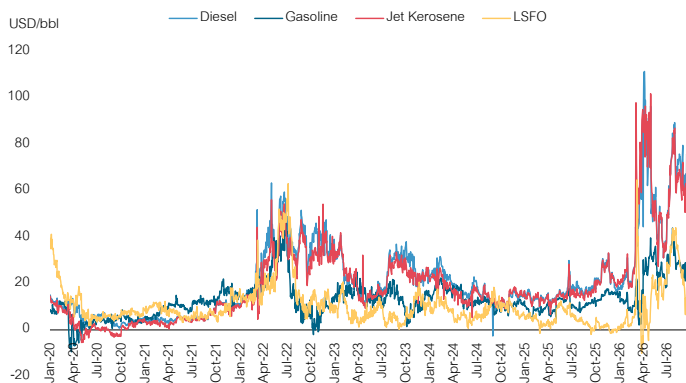
หลัง geopolitical risk กลับมาสูงขึ้นใน 3Q26E เราคาดว่าสงครามที่ดำเนินอยู่ทั้งสงครามอิสราเอล/US-อิหร่าน, สงครามรัสเซีย-ยูเครน รวมถึง สงครามซาอุดี- Houthis มีแนวโน้มจะยืดเยื้อไปจนถึง 4Q26E ซึ่งจะช่วยให้ crack spread ของผลิตภัณฑ์น้ำมันส่วนใหญ่มีแนวโน้มสูงขึ้นได้ต่อเนื่อง

Crack spread ของทุกผลิตภัณฑ์น้ำมันยังคงปรับตัวขึ้น YoY QTD ใน 3Q26E แต่บางผลิตภัณฑ์ปรับตัวลง QoQ โดย diesel cracks เฉลี่ย QTD อยู่ที่ USD65.7/bbl (+251% YoY, +4% QoQ), jet fuel cracks อยู่ที่ USD59.0/bbl (+267% YoY, -6% QoQ), gasoline cracks อยู่ที่ USD27.5/bbl (+166% YoY, -5% QoQ) ในขณะที่ LSFO cracks อยู่ที่ USD13.0/bbl (+2,179% YoY, +38% QoQ) ทั้งนี้ SG GRM QTD ใน 3Q26E ล่าสุดเฉลี่ยอยู่ที่ USD14.4/bbl (+232% YoY, -33% QoQ) โดยสูงขึ้น YoY จากแรงหนุนของ crack spread ที่แข็งแกร่ง ขณะที่ อ่อนตัว QoQ ตามแนวโน้มต้นทุนขนส่ง (freight rate) ที่สูงขึ้น QTD อยู่ที่ประมาณ USD14.3/bbl (+796% YoY, +60% QoQ) ทั้งนี้ ข้อมูลจาก Fearnleys (บริษัทนายหน้าซื้อขายเรือและให้บริการทางการเงินแก่ธุรกิจการเดินเรือระดับโลก) แสดงให้เห็นแนวโน้ม freight rate ที่ปรับตัวสูงขึ้นอย่างมากตั้งแต่สงครามเกิดขึ้นโดย Worldscale Points (WS) ล่าสุดอยู่ที่ 1,000 สูงขึ้นประมาณ 10 เท่าจากระดับก่อนเกิดสงครามอิสราเอล/US-อิหร่าน

คล้ายกับแนวโน้มของ crack spread พรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) อยู่ในทิศทางสูงขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ ใน 3Q26 โดย Murban premium เฉลี่ยอยู่ที่ USD4.9/bbl (+110% YoY, -58% QoQ) ขณะที่ Arab extra light crude premium เฉลี่ยอยู่ที่ USD2.5/bbl (+10% YoY, -81% QoQ) ส่วน Arab light crude premium เฉลี่ยอยู่ที่ USD2.0/bbl ใน 3Q26 (-9% YoY, -84% QoQ)

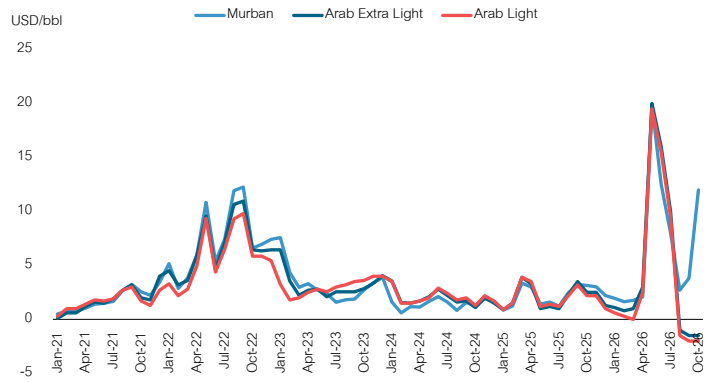
ทั้งนี้ แม้เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะได้ประโยชน์จาก crack spread ที่ทรงตัวในระดับสูงใน 3Q26E แต่เราเชื่อว่า market GRM/operating GRM น่าจะผ่านจุดสูงสุดของปีไปแล้วใน 2Q26 และน่าจะอ่อนตัวลงใน 2H26E หลักๆจาก 1) ต้นทุน freight cost ที่สูงขึ้นจากผลกระทบของการจลาจลของ Strait of Hormuz และ Strait of Bab al-Mandab และ 2) การปรับลด ex-refinery price ของราคาน้ำมันดีเซล

Fig 8: Singapore Dubai crack spread trend



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 9: Crude premium trend



Source: TOP, Reuters, DAOL

Fig 10: VLCC spot dirty rate trend



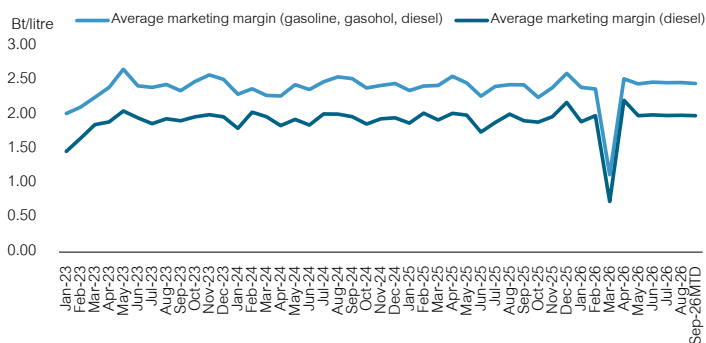
Source: Fearnleys

□ คาด marketing margin ทรงตัวใน 4Q26E; อาจเห็นแรงกดดันมากขึ้นจาก oil fuel fund

สำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (EPPO) รายงานแนวโน้มค่าการตลาด (marketing margin) ที่ปรับตัวจากระดับต่ำสุดในเดือน มี.ค.2026 และทรงตัวใน 3Q26E โดยล่าสุด marketing margin เฉลี่ย QTD ของ gasoline gasohol และ diesel อยู่ที่ 2.47 บาทต่อลิตร (+1% YoY, -1% QoQ) ใน 3Q26E ในขณะที่ marketing margin เฉลี่ยของ diesel อย่างเดียวอยู่ที่ 1.99 บาทต่อลิตร (+3% YoY, -4% QoQ) ทั้งนี้ สำหรับภาพรวมตลาดน้ำมันภายในประเทศ บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) (TOP) ประเมินว่าอุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์น้ำมันของประเทศไทยจะอ่อนตัวในปี 2026E หลักๆ จาก 1) อุปสงค์ diesel ที่ลดลง -2.6% YoY ซึ่งเป็นผลจากภาวะเศรษฐกิจที่หดตัวจากผลกระทบของราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจากข้อขัดแย้งในตะวันออกกลาง และ 2) อุปสงค์ gasoline ที่หดตัว -0.7% YoY ตามราคาน้ำมันที่ยืนสูงและตัวเลขการจดทะเบียนรถยนต์พลังงานไฟฟ้า (EV) ที่สูงขึ้น

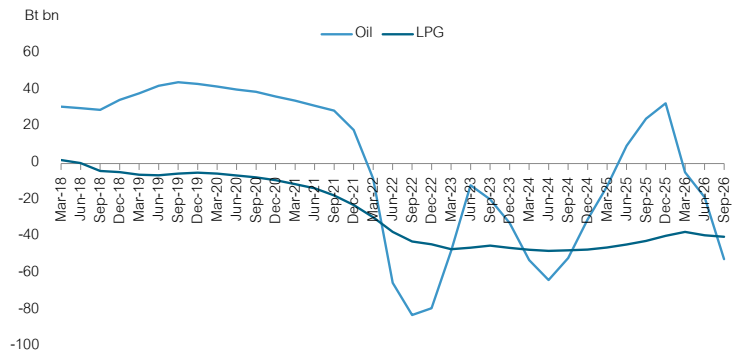
สำหรับสถานะกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (oil fuel fund) ล่าสุดสำนักงานกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (OFFO) รายงานสถานะ oil fuel fund ติดลบที่ -9.23 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นวันที่ 20 ก.ย.2026 เทียบกับ -6.6 พันล้านบาท ณ สิ้นปี 2025 ทั้งนี้ จากสถานะกองทุน oil fuel fund ที่กลับมาติดลบมากขึ้นหลังจากสงครามอิสราเอล/US-อิหร่านเริ่มขึ้น เราเชื่อว่าอาจจะเริ่มกดดันที่เพิ่มขึ้นต่อแนวโน้ม marketing margin ในอนาคตได้

Fig 11: Monthly average marketing margin



Source: EPPO, DAOL

Fig 12: Oil fund losses escalate rapidly



Source: Oil Fuel Fund Office (OFFO), DAOL

□ คำนวณ “เทากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน

เรายังคงแนะนำการลงทุน “เทากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน โดยเราเลือก PTTEP (ซื้อ/เป้า 180.00 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงานตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่ยืนสูงได้ต่อเนื่อง ขณะที่ เรามีคำแนะนำและราคาเป้าหมายสำหรับหุ้นน้ำมันที่เราดูแล ดังนี้

- **PTTEP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2026E ที่ 180.00 บาท จึงวิธี DCF (WACC 6.7%, TG 0%) และราคาน้ำมันดิบระยะยาวที่ USD65.0/bbl เราเชื่อว่าราคาขายเฉลี่ย (blended ASP) จะยังทรงตัวในระดับสูงจากการที่สงครามระหว่างอิสราเอล/US-อิหร่านกลับมาตึงเครียดใหม่ใน 3Q26E ซึ่งเราเชื่อว่าจะช่วยชดเชยปริมาณขายเฉลี่ยที่น่าจะอ่อนตัว QoQ จากปัจจัยฤดูกาลจากการเข้าสู่ฤดูปิดซ่อมบำรุงของโครงการในอ่าวไทยและรอบไหลดน้ำมันที่ต่ำลงของโครงการในแอฟริกาและตะวันออกกลาง
- **TOP:** เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 70.00 บาท ถึง 2026E PBV ที่ 0.79x (ประมาณ -0.4SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราคาดว่าบริษัทจะรายงานกำไรที่ยังเติบโต YoY แต่อ่อนตัว QoQ ใน 3Q26E ตามแนวโน้มของ market GRM ที่น่าจะได้ประโยชน์จาก crack spread ที่แข็งแกร่งแต่ก็ถูกชดเชยด้วยค่า freight ที่สูงและการปรับลด ex-refinery price สำหรับน้ำมันดีเซล
- **SPRC:** เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 12.00 บาท ถึง 2026E PBV ที่ 0.99x (ประมาณ -0.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปี) เราคาดว่าบริษัทจะรายงานกำไรที่ยังเติบโต YoY แต่อ่อนตัว QoQ ใน 3Q26E ตามแนวโน้มของ market GRM ที่น่าจะได้ประโยชน์จาก crack spread ที่แข็งแกร่งแต่ก็ถูกชดเชยด้วยค่า freight ที่สูงและการปรับลด ex-refinery price สำหรับน้ำมันดีเซล
- **BCP:** เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 50.00 บาท จึงวิธี SOTP เราเชื่อว่า BCP จะยังคงรายงานกำไรที่เติบโต YoY ใน 3Q26E โดยมีปัจจัยหนุนหลักๆ จาก 1) Operating GRM ที่สูงขึ้น จากแรงหนุนของสงครามอิสราเอล/US-อิหร่านและการปิด Strait of Hormuz 2) Crude run ที่สูงขึ้นของโรงกลั่นศรีราชา และ 3) กำไรจากการขายเงินลงทุนในธุรกิจโรงไฟฟ้าพลังงานความร้อนร่วม (CGGT) Hamilton ใน US อย่างไรก็ดี เราคาดว่ากำไรของบริษัทจะอ่อนตัว QoQ จาก operating GRM ที่อ่อนตัวตาม crude premium ที่สูงขึ้นและการปรับลด ex-refinery price สำหรับน้ำมันดีเซลที่มากขึ้น
- **OR:** เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมาย 13.00 บาท ถึง 2026E/2027E PER ที่ 18.7x (ประมาณ -0.9SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER 5 ปีย้อนหลัง) เราคาดว่าบริษัทจะเห็นอัตรากำไรขึ้นต้นต่อลิตร (GP/litre) ที่ฟื้นตัว QoQ ใน 3Q26E ซึ่งน่าจะช่วยชดเชยปริมาณขายน้ำมันที่ยังคงอ่อนแอ อย่างไรก็ตาม เรามีมุมมองเชิงระมัดระวังต่อธุรกิจ Global ซึ่งเราเชื่อว่ามีโอกาสที่จะต้องตั้งสำรองด้อยค่าของสินทรัพย์ (loss on impairment of assets) ที่เป็นไปได้ใน 2H26E จากความสัมพันธ์ระหว่างไทยและกัมพูชาที่ยังคงตึงเครียด
- **PTG:** เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมาย 8.00 บาท ถึง 2026E/2027E PER ที่ 14.7x (ประมาณ -0.8SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) ทั้งนี้ เรายังคงมุมมองว่าผลประโยชน์ของบริษัทได้ผ่านจุดต่ำสุดแล้วใน 1Q26 อย่างไรก็ดี การฟื้นตัวน่าจะเป็นแบบค่อยเป็นค่อยไปใน 2H26E โดยเราคาดว่า GP/litre และ non-oil GPM ที่ทรงตัวสูงจะช่วยชดเชยผลกระทบจากปริมาณขายน้ำมันที่อ่อนตัวได้

Fig 13: Energy sector's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 14: PTTEP's PBV band



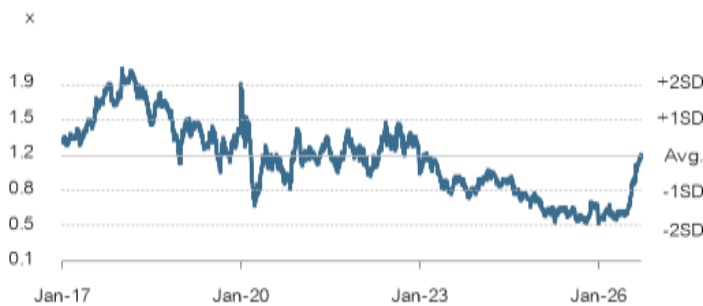
Source: Setsmart, DAOL

Fig 15: TOP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 16: SPRC's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 17: BCP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 18: OR's PER band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 19: PTG's PER 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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย 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 รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน 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. 10