



กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

ตุลาคม 2568

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

InnovestX Research

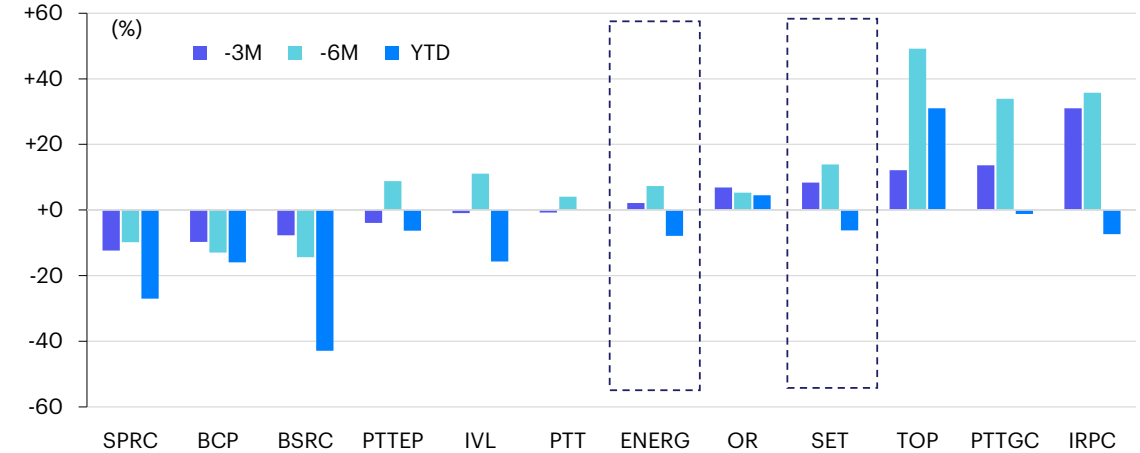
กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

บทสรุปการลงทุน

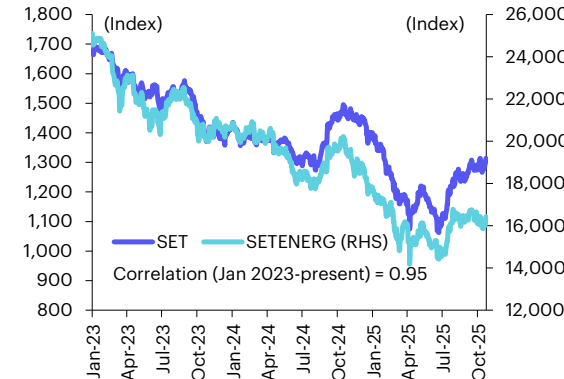


- **แนวโน้มราคาน้ำมัน:** คาดราคาน้ำมันดิบ Brent ในปี 2569 อยู่ที่ US\$66/bbl โดยมีความเสี่ยง downside จากสต็อกน้ำมันที่อยู่ในระดับสูง การผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ที่ทำสถิติสูงสุด และอุปสงค์ที่อ่อนแอ วัณยด้านอุปทานของกลุ่ม OPEC+ ยังคงเป็น swing factor ที่สำคัญ
- **ค่าการกลั่น:** ค่าการกลั่นจะฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ที่ US\$5-5.5/bbl ในปี 2569 โดยได้แรงหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันดีเซล/น้ำมันเครื่องบินที่แข็งแกร่ง TOP และ BCP น่าสนใจเพราะมีสัดส่วนการผลิตผลิตภัณฑ์ middle distillate สูง และมีแหล่งน้ำมันดิบที่หลากหลาย
- **ธุรกิจการตลาดน้ำมัน:** อุปสงค์เติบโตช้าลง (0.4% YoY ใน 8M68) แต่ค่าการตลาดยังคงอยู่ที่ 2.4 บาท/ลิตร OR โดดเด่นจากการมีสัดส่วนรายได้จากน้ำมันเครื่องบินสูงและความสามารถในการปรับตัวท่ามกลางการเปลี่ยนผ่านสู่ยุค EV
- **ธุรกิจปิโตรเคมี:** แนวโน้มยังคงไม่แน่นอน เนื่องจากการปรับลดกำลังการผลิตเป็นไปอย่างเชื่องช้า เราชอบ PTTGC โดยได้แรงหนุนจากกำไรและvaluation ที่ปรับตัวดีขึ้น
- **แนวโน้มกำไร:** กำไรของกลุ่มจะฟื้นตัวใน 3Q-4Q68 PTTEP BCP BSRC และ OR มี upside ในระยะสั้น; TOP จะฟื้นตัวหลังจากหยุดซ่อมบำรุง
- **Valuation:** ยังคงน่าสนใจที่ PBV เฉลี่ย เพียง 0.7 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 4-5% ในระยะ 2 ปีข้างหน้า
- **หุ้นเด่น** (1) PTT (TP 39 บาท) – โมเดลธุรกิจแบบบูรณาการ, PBV (ปี 2569) ที่ 0.8 เท่า, ให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล 6.3% (2) TOP (TP 42 บาท) – GRM ฟื้นตัว ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันดีเซล/น้ำมันเครื่องบินแข็งแกร่ง จบดุลดีขึ้น
- **ความเสี่ยง:** ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ความผันผวนของราคาน้ำมัน การด้อยค่าของสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ และความกังวลเกี่ยวกับ ESG

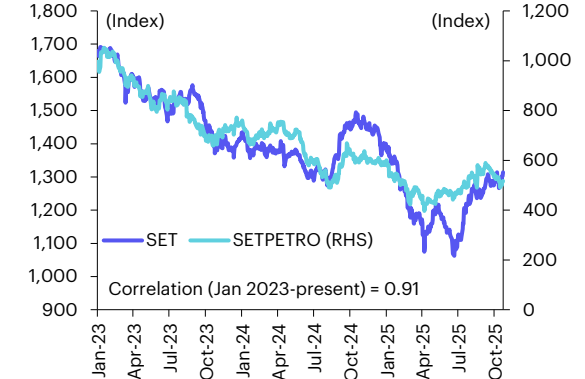
Share price performance



SET vs. SETENERG



SET vs. SETPETRO



Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

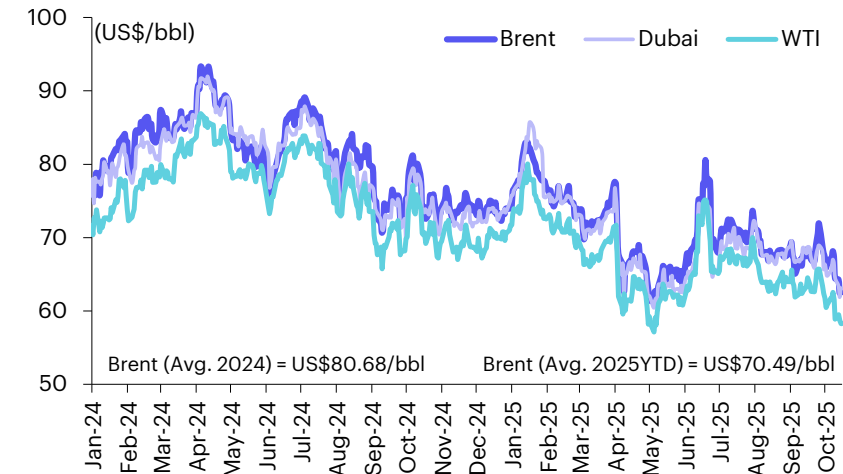
ภาพรวมราคาน้ำมัน



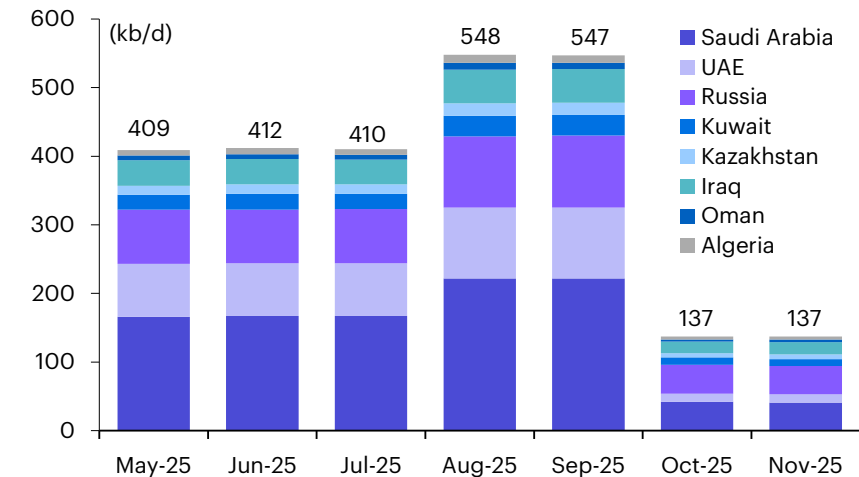
- **ราคาน้ำมันดิบเบรนท์ YTD (ปี 2568)** เฉลี่ย US\$70.5/bbl ลดลง 14% YoY แต่ยังคงสอดคล้องกับสมมติฐานของ INVX ที่ US\$70/bbl แม้ว่าจะลดลงอย่างต่อเนื่องมาตั้งแต่กลางปี 2568 มาอยู่ที่ระดับประมาณ US\$60/bbl ในช่วงต้น 4Q68
- **ปัจจัยที่กดดันราคาลดลง** ได้แก่ อุปทานส่วนเกินจากการที่กลุ่ม OPEC+ กลับมาเพิ่มการผลิต และปริมาณการผลิตของสหรัฐฯ ที่สูงเป็นประวัติการณ์ ประกอบกับอุปสงค์ทั่วโลกที่อ่อนตัวลงอันเนื่องมาจากเศรษฐกิจจีนชะลอตัว และภาชนำเข้าของสหรัฐฯ ที่สูงขึ้น
- **กลยุทธ์การจัดการอุปทานของกลุ่ม OPEC+** มีการเปลี่ยนแปลงจากเดิมที่ลดสัดส่วนการผลิตของกลุ่มเหลือ 48% ใน 1Q68 กลับมาเพิ่มการผลิตอีกครั้ง เพื่อทวงส่วนแบ่งตลาดกลับมา โดยเริ่มทยอยยกเลิกการปรับลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจจำนวน 2.2 ล้านบาร์เรล/วัน
- **อุปทานจากกลุ่มนอก OPEC+ ยังคงเพิ่มขึ้น** นำโดยสหรัฐฯ (+0.3 ล้านบาร์เรล/วัน) ตามด้วยแคนาดา บราซิล และกายอานา โดยได้รับปัจจัยหนุนจากประสิทธิภาพที่ดีขึ้น และโครงการใหม่ que เริ่มดำเนินการ เช่น การขยายท่อส่ง Trans Mountain ในแคนาดา
- **ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ เช่น** การคว่ำบาตร และการโจมตีโครงสร้างพื้นฐาน ส่งผลให้การกลั่นน้ำมันดิบของรัสเซียลดลงประมาณ 500,000 บาร์เรล/วัน นำไปสู่การขาดแคลนน้ำมันเชื้อเพลิง และการส่งออกผลิตภัณฑ์ลดลง ความปั่นป่วนเหล่านี้ อาจทำให้อุปทานโลกตึงตัว และเพิ่มความผันผวนในตลาดน้ำมัน
- **ความไม่แน่นอนด้านการลงทุนและนโยบายในสหรัฐฯ** ส่งผลให้การลงทุนในภาคพลังงานชะลอตัว แม้ว่าจะมีนโยบายสนับสนุน ขณะเดียวกัน ความตึงเครียดทางการค้าที่ยังคงดำเนินอยู่ยังคงกดดันราคาน้ำมันและน้ำมันเบนซินให้ปรับตัวลดลง

Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

ประมาณการราคาน้ำมันดิบเบรนท์ (ปี 2568-2570)



การเพิ่มการผลิตของ 8 ประเทศสมาชิกกลุ่ม OPEC+



กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

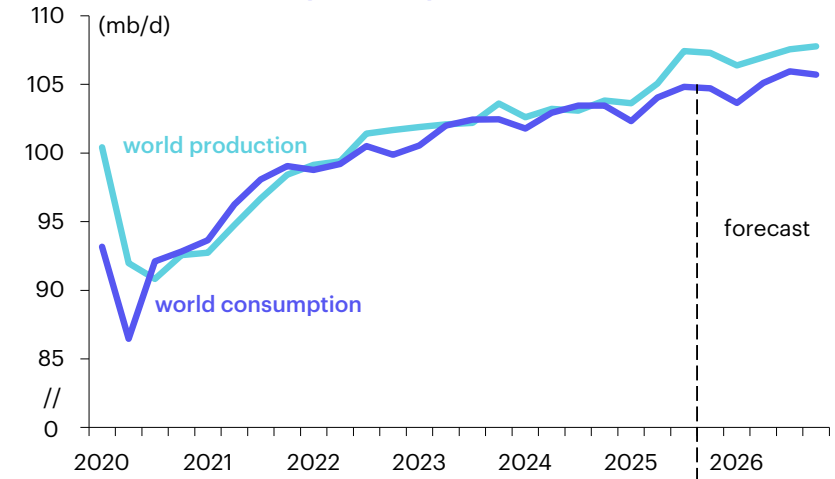
แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานน้ำมัน



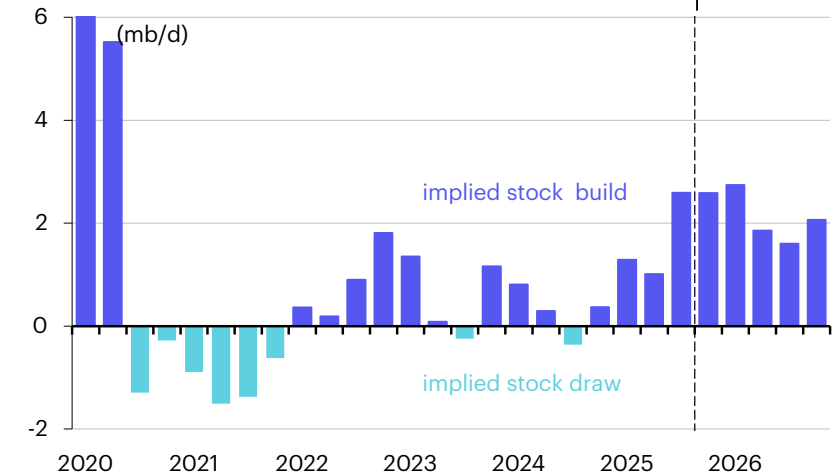
- **การเพิ่มอุปทานของกลุ่ม OPEC+:** อุปทานที่กลุ่ม OPEC+ ให้คำมั่นไว้ โดยมีซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์เป็นผู้นำ ได้กลับเข้าสู่ตลาดเร็วกว่าที่คาดไว้ โดยมีการเพิ่มกำลังการผลิตแล้วกว่า 2.6 ล้านบาร์เรล/วัน และจะมีอีก 137,000 บาร์เรล/วัน เข้าสู่ตลาดในเดือนพฤศจิกายน 2568 ซึ่งจะทำให้การเพิ่มกำลังการผลิตเสร็จสิ้นเร็วกว่ากำหนดเดิมในเดือนกันยายน 2569 ส่งผลให้กำลังการผลิตสำรองของ OPEC ลดลงเหลือ 3.4 ล้านบาร์เรล/วันในเดือนกันยายน 2568 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 2/2566 ทำให้ตลาดมีความเปราะบางมากขึ้นท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์
- **การเติบโตของอุปสงค์ทรงตัว แต่ต้องระวัง:** แม้ OPEC, IEA และ EIA ปรับลดคาดการณ์ความต้องการน้ำมันจากความตึงเครียดทางการค้าโลก แต่ IMF ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์การเติบโตของ GDP โลกเล็กน้อยเป็น 3.2% ในปี 2568 และ 3.1% ในปี 2569 อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงยังคงโน้มไปทางด้านลบ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการน้ำมันในอนาคต
- **คาดการณ์อุปสงค์ (ปี 2568-2569):** คาดว่าอุปสงค์น้ำมันจะเติบโต 0.7–1.3 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2568 และ 0.7–1.4 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2569 การเติบโตจะขับเคลื่อนโดยประเทศในภูมิภาคเอเชียนอกกลุ่ม OECD (โดยเฉพาะจีนและอินเดีย ซึ่งคาดว่าจะมีสัดส่วนราว 40% ของอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น) โดยในจีน ความต้องการใช้วัตถุดิบป้อนอุตสาหกรรมปิโตรเคมีจะเป็นแรงขับเคลื่อนหลัก ขณะที่ความต้องการเชื้อเพลิงภาคขนส่งอาจชะลอลงจากการใช้รถยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นและการสะสมสต็อกน้ำมันดิบเชิงยุทธศาสตร์ที่ 0.9–1.0 ล้านบาร์เรล/วัน นอกจากนี้ ยังมีคลังเก็บน้ำมันใหม่ 11 แห่ง กำลังอยู่ระหว่างก่อสร้างจนถึงปี 2569 รวมความจุประมาณ 169 ล้านบาร์เรล
- **ความเสี่ยงด้านอุปสงค์ในปี 2569:** IEA ยังคงคาดการณ์ที่ 0.7 ล้านบาร์เรล/วัน ไม่เปลี่ยนจากปี 2568 นอกจากการใช้รถยนต์ไฟฟ้าและรถบรรทุก LNG ที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่าคาดแล้ว เรายังมองว่าความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการอุปสงค์นี้อยู่ที่ผลลัพธ์ของการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน โดยประเด็นสำคัญในการเจรจา เช่น การจำกัดเทคโนโลยี ภาษีที่เสนอสำหรับเรือจีนที่เข้าเทียบท่าสหรัฐฯ และการควบคุมการส่งออกแร่หายากของจีน
- **แนวโน้มการสะสมสต็อกน้ำมัน:** ตลาดน้ำมันโลกเข้าสู่ภาวะอุปทานส่วนเกินตั้งแต่ต้นปี 2568 จากการผลิตน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นในตะวันออกกลางและอเมริกา โดยการเก็บนอกชายฝั่งที่เพิ่มขึ้น 102 ล้านบาร์เรลในเดือนกันยายน 2568 ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นรายเดือนสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงโควิด IEA และ EIA คาดว่าสต็อกจะเพิ่มขึ้น 2.3–4 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2568 และเพิ่มเป็น 1.9–2.1 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2569 ในทางตรงกันข้าม OPEC คาดว่าอุปสงค์จะสูงกว่าอุปทาน และกำลังเร่งการผลิตเพื่อรักษาเสถียรภาพของตลาด

Source: US EIA and InnovestX Research

แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานน้ำมันทั่วโลก



การสะสมสต็อกน้ำมัน



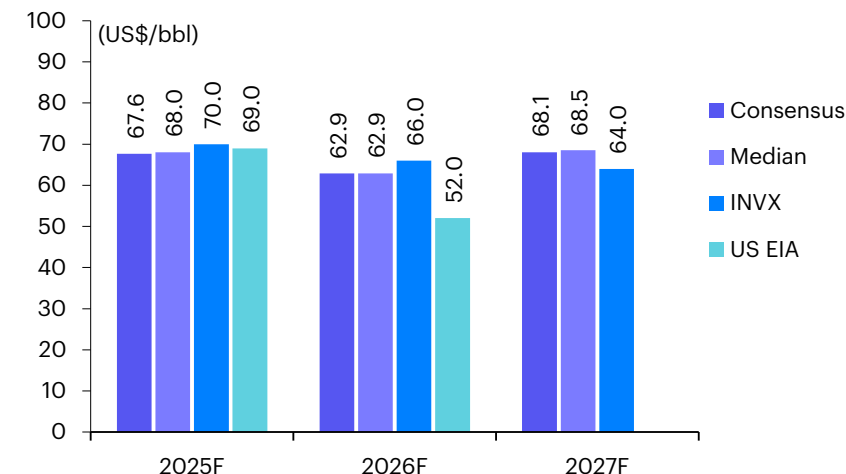
กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

แนวโน้มราคาน้ำมัน

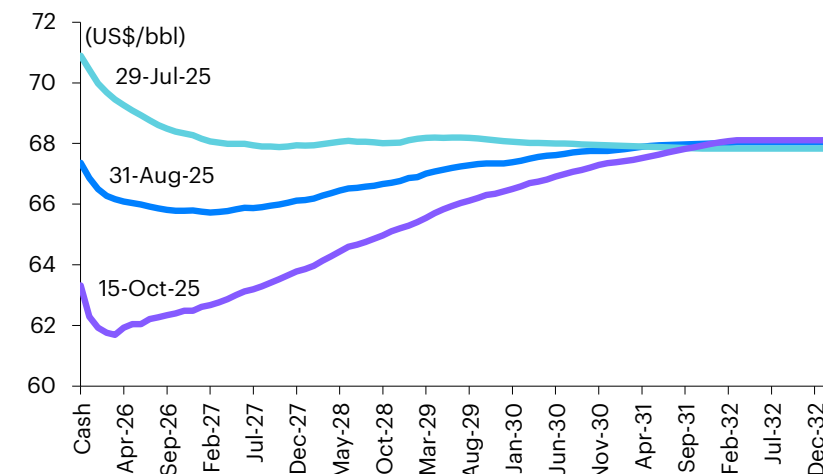


- **การสะสมสต็อกน้ำมันและแรงกดดันด้านราคา:** สต็อกน้ำมันทั่วโลกเพิ่มขึ้น โดยได้แรงหนุนจากการผลิตของสหรัฐฯ ที่สูงเป็นประวัติการณ์ และสต็อกน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นล่าสุด 7.36 ล้านบาร์เรล สถานการณ์นี้ยังตอกย้ำมุมมองเชิงลบของนักลงทุนในตลาด EIA ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์การผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ปี 2568 เป็น 13.53 ล้านบาร์เรล/วัน และคาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์จะลดลงเหลือ US\$52/บาร์เรล ในปี 2569 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2563 ท่ามกลางความกังวลเกี่ยวกับอุปทานในตลาดและอุปสงค์ที่อาจชะลอตัวลงจากปัจจัยทางเศรษฐกิจและการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน
- **การรักษาสมดุลของ OPEC:** กลุ่ม OPEC+ ตั้งเป้ารักษาเสถียรภาพของตลาดควบคู่กับการตอบสนองความต้องการงบประมาณของประเทศสมาชิก โดยราคาน้ำมันที่จะทำให้ประเทศสมาชิกคุ้มทุนทางการคลังในปี 2569 อยู่ในช่วงกว้างที่ US\$43.2-141.9/บาร์เรล (เฉลี่ยที่ US\$88.7/บาร์เรล) กลุ่ม OPEC+ ให้คำมั่นว่าจะชดเชยการผลิตส่วนเกินภายในเดือนมิถุนายน 2569 โดยส่วนใหญ่จะดำเนินการระหว่างเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคม 2568 กลยุทธ์นี้มีเป้าหมายเพื่อหลีกเลี่ยงการปรับลดราคาน้ำมันอย่างรุนแรงและรักษาเสถียรภาพทางการคลัง โดยเฉพาะเมื่อราคาน้ำมันดิบเบรนท์มีความเสี่ยงที่จะลดลงถึงระดับ US\$53/บาร์เรล
- **คาดการณ์ราคาและแนวโน้ม:** เรายังคงประมาณการราคาน้ำมันดิบเบรนท์ปี 2569 ที่ US\$66/บาร์เรล ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดที่ US\$63/บาร์เรล แม้จะยังมีความเสี่ยงด้านลบ แต่ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์และความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน อาจเป็นปัจจัยหนุนราคาน้ำมัน เรายังคงมองว่าราคาน้ำมันจะค่อย ๆ กลับสู่ภาวะปกติ โดยคาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์จะลดลงเหลือ US\$64/บาร์เรลในปี 2570 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$75.5/บาร์เรล ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบของเราที่ US\$64/บาร์เรลในปี 2569 สะท้อนส่วนลดปกติที่ US\$2/บาร์เรลเมื่อเทียบกับน้ำมันดิบเบรนท์

ประมาณการราคาน้ำมันดิบเบรนท์ (ปี 2568-2570)



Forward curve ของราคาน้ำมัน - เบรนท์



Source: EIA, Bloomberg Finance L.P., barchart.com and InnovestX Research

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

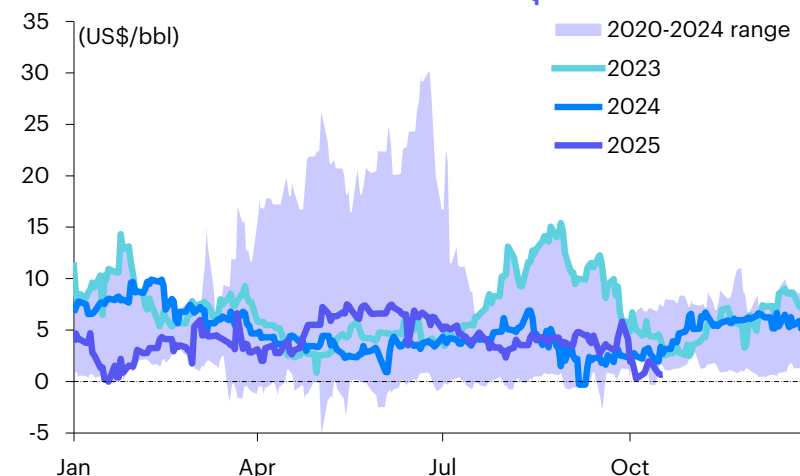
แนวโน้มธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน



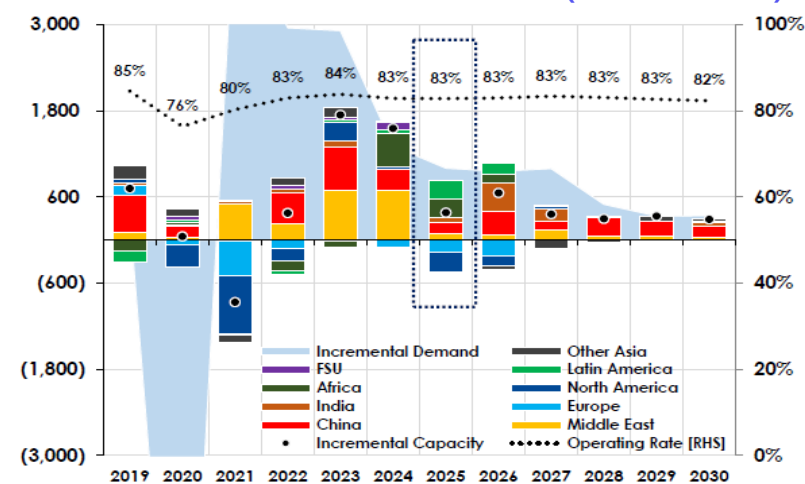
- **ค่าการกลั่นใน 3Q68 อ่อนตัวลง** แม้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันดีเซลแข็งแรง: ค่าการกลั่นสิงคโปร์มีค่าเฉลี่ยที่ US\$4/บาร์เรล ใน 3Q68 (-27% QoQ) เพราะได้รับแรงกดดันจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันเบนซินที่ลดลง (-10% QoQ) จากอุปสงค์ฤดูร้อนของสหรัฐฯ ที่อ่อนตัวและการเพิ่มกำลังการผลิต ในขณะที่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันดีเซลปรับขึ้นเป็น US\$18.7/บาร์เรล โดยได้แรงหนุนจากอุปทานที่ตึงตัวหลังสหภาพยุโรปประกาศมาตรการคว่ำบาตร ห้ามนำเข้าผลิตภัณฑ์ที่กลั่นจากน้ำมันดิบรัสเซีย และการผลิตที่ลดลงในฮังการีและสโลวาเกีย
- **ค่าการกลั่นในช่วง 9M68 ได้รับผลกระทบจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันเบนซินที่อ่อนแอ:** ค่าการกลั่นเฉลี่ย 9 เดือนแรกปี 2568 อยู่ที่ US\$4.2/บาร์เรล (-12% YoY) ถูกกดดันโดยส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินที่ลดลง ท่ามกลางความต้องการเชื้อเพลิงสำหรับใช้บนท้องถนนที่กำลังสูงสุด การใช้รถยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น และกำลังการกลั่นใหม่ (เช่น Olmeca ในเม็กซิโก และ Dangote ในไนจีเรีย) ในขณะที่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กลั่นกลาง (ดีเซลและน้ำมันอากาศยาน) ยังคงสนับสนุนค่าการกลั่นในช่วง 9 เดือนแรกของปี จากการฟื้นตัวของการเดินทางทางอากาศทั่วโลกและการขาดแคลนอุปทานในยุโรป
- **แนวโน้มค่าการกลั่นใน 4Q68 และปี 2569:** คาดว่าค่าการกลั่นตลาดจะปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ US\$6-7/บาร์เรล ใน 4Q68 จากส่วนต่างราคาที่กว้างขึ้นของแก๊สออยล์และน้ำมันเบนซิน โดยในปี 2569 จะปรับตัวขึ้นเล็กน้อย เนื่องจากกำลังการกลั่นที่เพิ่มขึ้นสุทธิ (~600,000 บาร์เรล/วัน) ยังต่ำกว่าอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้น (1 ล้านบาร์เรล/วัน) ทำให้อัตราการใช้กำลังการกลั่น CDU ทั่วโลกทรงตัวอยู่ที่ 83% โดยอินเดียจะเป็นผู้นำในการเพิ่มกำลังการกลั่น แซงหน้าจีน ค่าการกลั่นในปี 2569 คาดว่าจะฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ที่ US\$5-5.5/บาร์เรล โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์น้ำมันเบนซิน ดีเซล และน้ำมันเครื่องบิน ที่ปรับตัวดีขึ้นเมื่อการเดินทางทางอากาศกลับสู่ภาวะปกติ
- **การใช้รถยนต์ไฟฟ้าในจีนเป็นความเสี่ยงสำคัญ:** อุปสงค์น้ำมันเบนซินของจีนเริ่มทรงตัวเนื่องจากการใช้รถยนต์ไฟฟ้าเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว โดยรถ EV และ Plug-in Hybrid มีส่วนแบ่งตลาดถึง 57.2% ในเดือนกันยายน 2568 และมียอดขายสะสมตั้งแต่ต้นปีถึง 10.4 ล้านคัน ขณะเดียวกันมาตรฐานประสิทธิภาพเชื้อเพลิงใหม่สำหรับรถบรรทุกขนาดใหญ่และการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างในภาคขนส่งและอุตสาหกรรมจะยิ่งทำให้การใช้น้ำมันต่อคันลดลง

Source: TOP, FACTs, Energy Aspect, EIA, IEA, Reuters and InnovestX Research

การเพิ่ม CDU ทั่วโลกเทียบกับอุปสงค์ส่วนเพิ่ม



การเปลี่ยนแปลงกำลังการกลั่นทั่วโลก (ปี 2567-2573)



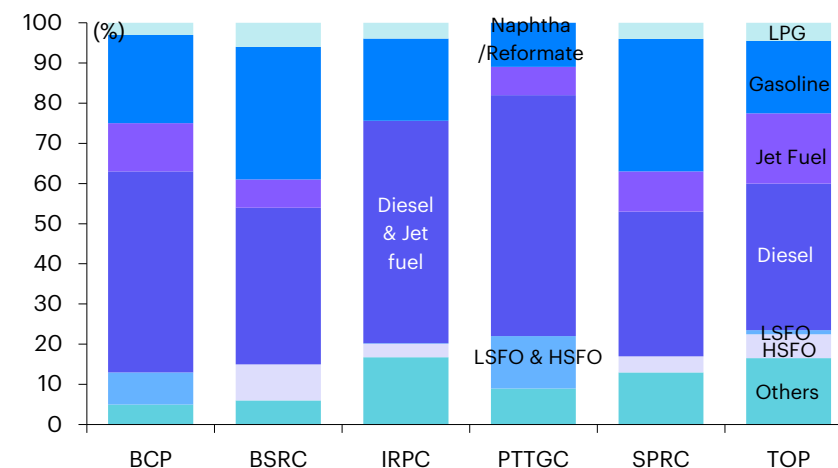
กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

แนวโน้มธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน

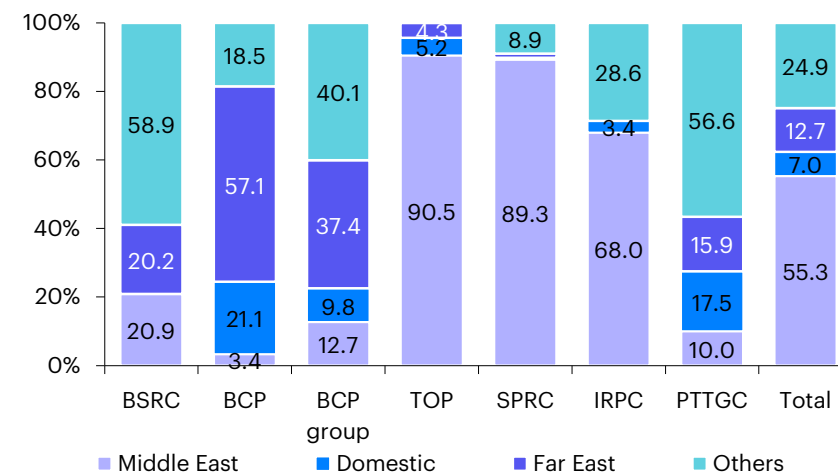


- **แนวโน้มอุปสงค์ในระยะยาว:** แม้อุปสงค์น้ำมันโดยรวมจะถึงจุดสูงสุด แต่การใช้เชื้อเพลิงเหลวในภาคการผลิตยังคงแข็งแกร่ง โดย IEA คาดว่ารถยนต์พลังงานใหม่ (NEVs) จะมีสัดส่วนเกิน 85% ของยอดขายรถยนต์นั่งใหม่ภายในปี 2583 และรถยนต์ไฟฟ้าแบบเตอรี่ยังจะมีสัดส่วนถึง 80% ซึ่งตอกย้ำถึงการเปลี่ยนแปลงของพลวัตอุปสงค์และแรงกดดันต่อค่าการกลั่น
- **อุปสงค์น้ำมันเบนซินยังคงแข็งแกร่ง:** แม้ว่าจะมีการใช้รถยนต์ไฟฟ้าเพิ่มขึ้น แต่อุปสงค์น้ำมันเบนซินยังคงมีลักษณะตามฤดูกาลและแข็งแกร่งในตลาดเกิดใหม่ที่ใช้รถยนต์ไฟฟ้ายังจำกัด จากข้อจำกัดด้านราคา ส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินคาดว่าจะอยู่ในช่วง US\$11-12/บาร์เรลในระยะ 2-3 ปีข้างหน้า
- **ค่าการกลั่นของผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยยังเคลื่อนไหวตามค่าการกลั่นสิงคโปร์:** ค่าการกลั่นของผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยส่วนใหญ่สอดคล้องกับค่าการกลั่นสิงคโปร์ในช่วงครึ่งแรกของปี 2568 โดย SPRC ทำผลงานได้โดดเด่น ขณะที่ BSRC และ IRPC ตามหลัง ปัจจัยสนับสนุนมาจากสัดส่วนผลิตภัณฑ์กลั่นกลางที่สูง (55%) และการใช้น้ำมันดิบที่เบากว่าดูไบด้วยค่าพรีเมียม US\$2-3/บาร์เรล แม้ว่าต้นทุนการขนส่งที่สูงขึ้นจะยังคงเป็นแรงกดดันต่ออัตรากำไร
- **กลยุทธ์การจัดหาแหล่งน้ำมันดิบในประเทศไทย:** โรงกลั่นไทยจัดหาน้ำมันดิบ 55% จากตะวันออกกลางในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2568 ทำให้มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากนโยบายของ OPEC การเพิ่มการผลิตเมื่อเร็วๆ นี้อาจทำให้ต้นทุนวัตถุดิบลดลง ในขณะที่โรงกลั่นกระจายความเสี่ยงด้วยการนำเข้าน้ำมันดิบที่มีปริมาณจำกัดจากสหรัฐฯ ซึ่งได้รับการสนับสนุนจากความพยายามด้านการค้าของรัฐบาลและการติดตามสถานการณ์เชิงกลยุทธ์ โดยมุ่งเป้าที่จะลดความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์และสร้างเสถียรภาพให้กับกำไร

สัดส่วนผลิตภัณฑ์ของโรงกลั่นน้ำมันไทย (1H68)



แหล่งน้ำมันดิบของโรงกลั่นน้ำมันไทย



Source: Ministry of Energy, Company data and InnovestX Research

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

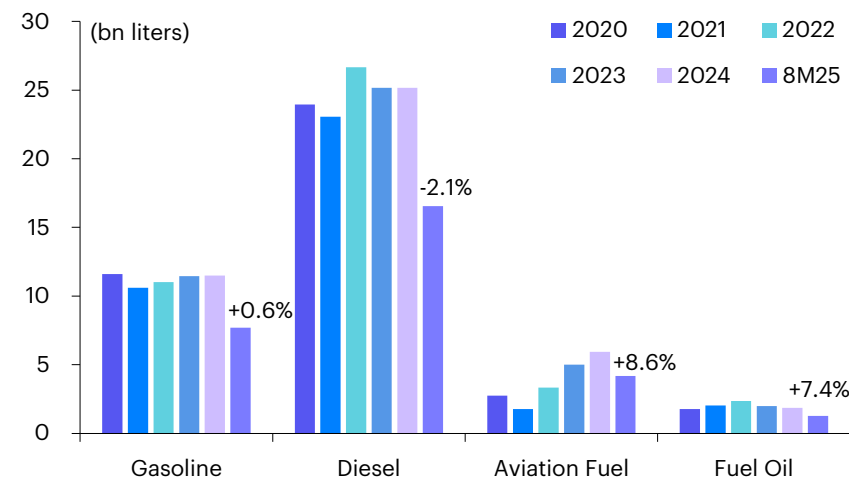
แนวโน้มธุรกิจการตลาดน้ำมัน



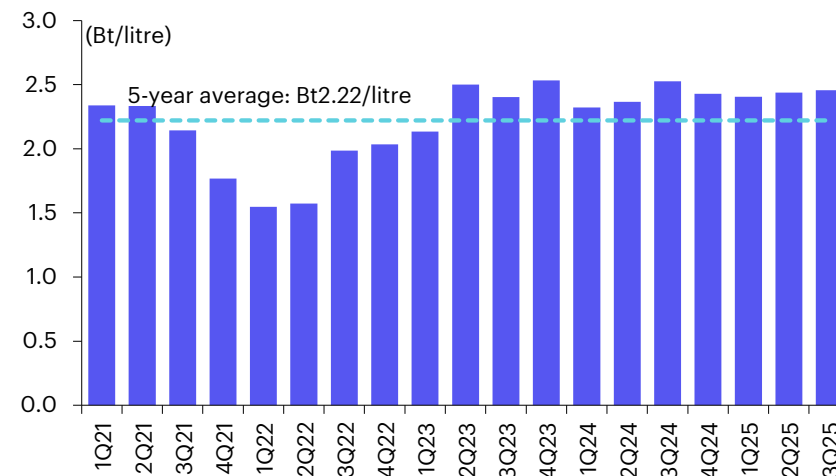
- **ยอดขายน้ำมันตรงตัว:** ยอดขายน้ำมันในประเทศในช่วง 8M68 เพิ่มขึ้นเพียง 0.4% YoY มาอยู่ที่ 122 ล้านลิตร/วัน โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์น้ำมันอากาศยาน (+8.6% YoY) ขณะที่อุปสงค์น้ำมันดีเซล (-2.1%) และเบนซิน (+0.6%) ยังคงอ่อนแอ สะท้อนกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และการใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น อุปสงค์น้ำมันอากาศยานฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ที่ 88% ของระดับก่อนเกิดโควิด แต่ยังฟื้นตัวช้ากว่าคาด เพราะได้รับผลกระทบจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่ซบเซา โดย INVX ปรับประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติลดลงมาอยู่ที่ 33.8 ล้านคน (-5% YoY) ท่ามกลางนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง 30%
- **การเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของอุปสงค์เชื้อเพลิง:** การใช้น้ำมันดีเซลลดลงสู่ระดับต่ำสุดหลังโควิดที่ 68.1 ล้านลิตร/วัน ขณะที่อุปสงค์น้ำมันเบนซินยังต่ำกว่าระดับก่อนโควิดอยู่ 2% สะท้อนการใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าที่แพร่หลายมากขึ้น โดยรถยนต์ไฟฟ้าคิดเป็น 4.4% ของรถยนต์นั่งที่จดทะเบียนทั้งหมด และ NEV คิดเป็น 43% ของการจดทะเบียนรถยนต์ 4 ล้อใหม่ในช่วง 9M68 สะท้อนการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของแนวโน้มอุปสงค์เชื้อเพลิงในประเทศไทย
- **ค่าการตลาดตรงตัวท่ามกลางราคาน้ำมันที่ลดลง:** ค่าการตลาดน้ำมันตรงตัวอยู่ที่ 2.4 บาท/ลิตร ใน 3Q68 สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 2.2 บาท/ลิตร โดยได้รับแรงหนุนจากราคาน้ำมันโลกที่ลดลงและค่าการตลาดน้ำมันดีเซลที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 1.94 บาท/ลิตร รัฐบาลปรับลดเพดานราคาน้ำมันดีเซลลงมาอยู่ที่ 31 บาท/ลิตรในช่วงปลายเดือนตุลาคม 2568 โดยได้แรงหนุนจากขาดดุลกองทุนน้ำมันที่ลดลง (1.6 หมื่นลบ. เทียบกับ 7.8 หมื่นลบ. ในเดือนมกราคม 2568) โดยความเสี่ยงสำคัญยังคงมาจากความเป็นไปได้ที่ราคาน้ำมันจะพุ่งขึ้นจากปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์
- **ราคาน้ำมันขายปลีกแข่งขันได้และแนวโน้มค่าการตลาด** แม้ไทยต้องนำเข้าน้ำมันราว 90% แต่ราคาน้ำมันขายปลีกยังอยู่ในระดับกลางเมื่อเทียบกับประเทศอื่นๆ ในอาเซียน โดยมีการอุดหนุนน้อยกว่าประเทศอย่างอินโดนีเซียที่จัดสรรงบอุดหนุนพลังงานถึง US\$2.0 หมื่นล้านในปี 2567 โมเดลกองทุนรักษาเสถียรภาพราคาของไทย ซึ่งคล้ายกับเวียดนาม ช่วยบริหารความผันผวนโดยไม่สร้างภาระทางการคลังมากเกินไป

Source: Ministry of Energy, Company data and InnovestX Research

ปริมาณการขายน้ำมันของประเทศไทย



ค่าการตลาด (โดยรวม)

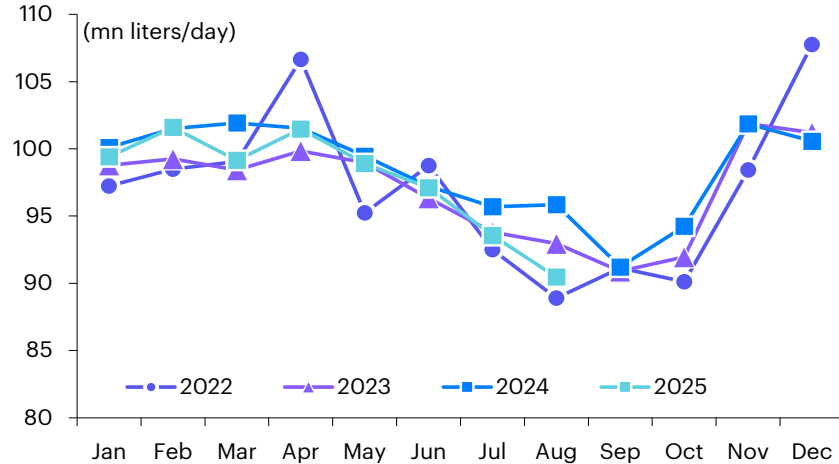


กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

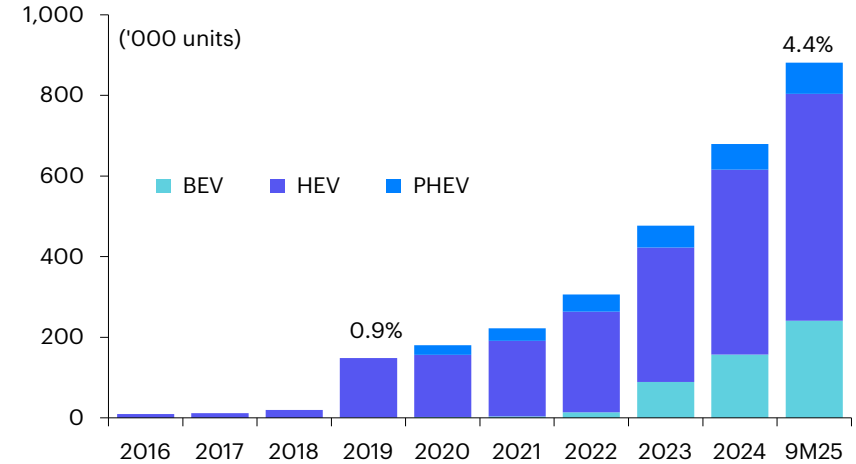
แนวโน้มธุรกิจการตลาดน้ำมัน



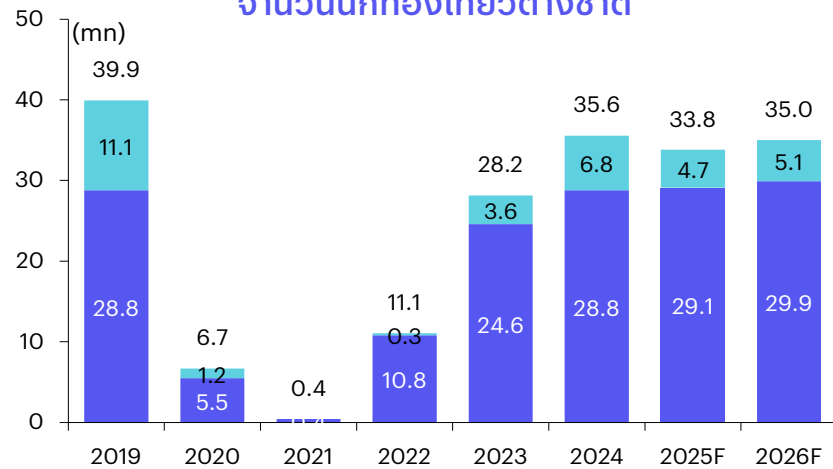
ยอดขายน้ำมันของประเทศไทย (เบนซิน+ดีเซล)



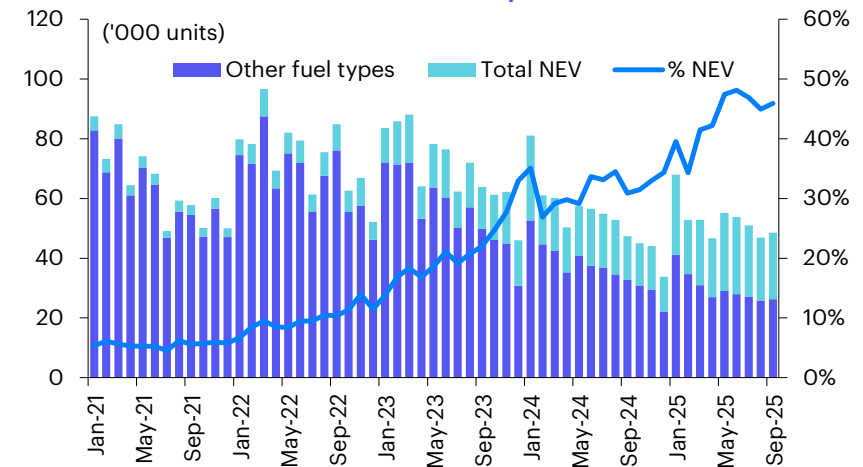
ยอดจดทะเบียน EV สี่ล้อทั้งหมด



จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ



สัดส่วน EV ต่อรถยนต์นั่งส่วนบุคคลที่จดทะเบียนใหม่



Source: Ministry of Transports, Energy of Energy, Company data and InnovestX Research

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

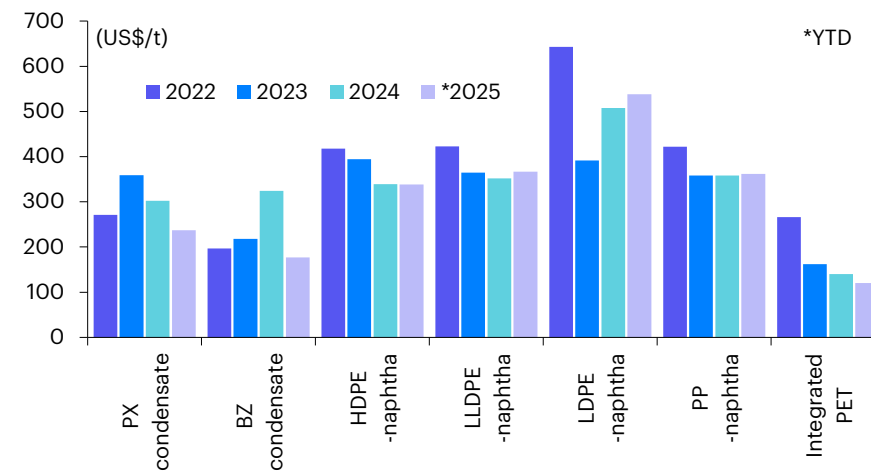
แนวโน้มธุรกิจปิโตรเคมี



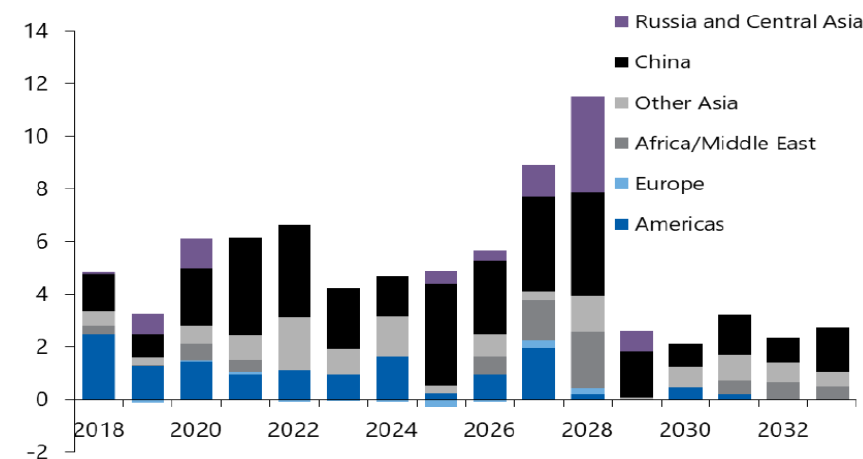
- ผู้ประกอบการยังไม่สามารถทำกำไรได้จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในปัจจุบัน ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ยังคงอ่อนแอในปี 2568TD ซึ่งสะท้อนถึงความวิตกกังวลของตลาดเกี่ยวกับปริมาณการค้าทั่วโลกที่ยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดันอันเนื่องมาจากการพึ่งพาตนเองมากขึ้นของจีน ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงขึ้น และมาตรการกีดกันทางการค้าในภูมิภาคสำคัญต่างๆ
- ยังจำเป็นต้องปรับลดกำลังการผลิตลงอีก โดยคาดว่าจะมีการลดกำลังการผลิต PE ประมาณ 3 ล้านตันในช่วงปี 2567-2570 (ตามข้อมูลจาก Argus) ซึ่งการลดกำลังการผลิตนี้จะไม่ส่งผลกระทบต่ออย่างมีนัยสำคัญต่ออัตราการใช้กำลังการผลิต
- คาดว่าจะมีการปรับลดกำลังการผลิตในภูมิภาคที่มีต้นทุนสูง โดยสินทรัพย์ที่ใช้เทคโนโลยีล้ำสมัยและมีขนาดเล็กจะต้องมีการอัพเกรดหรือปิดตัวลง อย่างไรก็ตาม การปิดโรงงานจริงยังคงเกิดขึ้นอย่างช้าๆ ในขณะที่กำลังการผลิตใหม่ยังคงเริ่มเดินเครื่องตามแผนที่วางไว้
- ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้ต้นทุนวัตถุดิบของผู้ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับตัวลดลง โดยเฉพาะโรงแครกเกอร์ที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบหลัก
- แนวโน้มของอุตสาหกรรมยังคงซบเซา ซึ่งจะส่งผลทำให้ valuation หุ่นปิโตรเคมีไทยยังอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี เรายังคงมุมมองที่ระมัดระวังต่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมปิโตรเคมี

Source: Industry data, Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

เปรียบเทียบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์



กำลังการผลิต PE เพิ่มขึ้นทั่วโลก



กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

แนวโน้มกำไรในระยะสั้น



- โมเมนตัมกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมีโดยรวม: คาดแนวโน้มผลประกอบการโดยรวมเป็นบวกใน 3Q68 และ 4Q68
- TOP: กำไรจะลดลงชั่วคราวใน 3Q68 เนื่องจากการปิดซ่อมบำรุง CDU-3 จะส่งผลกระทบต่อปริมาณการขายและค่าการกลั่น; กำไรสต็อกอาจชดเชยปริมาณการขายที่ลดลงได้บางส่วน
- PTTEP: เติบโตแข็งแกร่งใน 3Q68 จากราคาน้ำมันที่ลดลง แต่กำไรน่าจะฟื้นตัวใน 4Q68 จากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น
- BCP & BSRC: คาดได้รับประโยชน์จากปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นที่สูงขึ้น ค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้น และส่วนแบ่งกำไรจาก BCPG และ OKEA
- IRPC & SPRC: ค่าการกลั่นที่ลดลงจะส่งผลกระทบต่อกำไร แต่ขาดทุนสต็อกน้ำมันที่ลดลงและการควบคุมต้นทุนอาจช่วยพยุงผลประกอบการได้บางส่วน
- OR: ผลประกอบการมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากการที่ราคาน้ำมันเครื่องบินเริ่มกลับเข้าสู่ระดับปกติ และความต้องการเชื้อเพลิงสำหรับการขนส่งเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล
- PTT: กำไรได้รับแรงหนุนจากรธุรกิจปิโตรเคมีและการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้น แม้ว่าธุรกิจก๊าซอาจได้รับผลกระทบจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงแยกก๊าซ
- IVL: อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นใน 3Q68 จะช่วยหนุนให้ผลประกอบการปรับตัวดีขึ้น QoQ กำไร 4Q68 จะอ่อนตัวลงจากปัจจัยฤดูกาล
- PTTGC: ขาดทุนลดลงใน 3Q68 เพราะขาดทุนสต็อกลดลง ผลประกอบการ 4Q68 จะได้รับผลกระทบจากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นน้ำมัน

Figure 46: กำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทน้ำมันและก๊าซและปิโตรเคมี

Company	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F		4Q25F	
					YoY	QoQ	YoY	QoQ
BCP	(2,093)	16	2,115	(2,560)	+	+	+	+
Higher profit from BSRC, BCPG and OKEA to boost 3Q25 and 4Q25								
BSRC	(1,735)	(1,031)	203	(2,006)	+	+	+	+
3Q25 is driven by higher crude run and better operating GRM								
IRPC	(4,880)	(1,125)	(1,206)	(2,132)	+	+	+	+
Lower inventory loss and better cost management								
OR	(1,609)	2,999	4,379	2,232	+	+	+	+
Lower negative impact from lag before jet fuel prices adjust								
PTT	16,324	9,312	23,315	21,533	+	+	+	+
3Q25 profit driven by better P&R earnings								
PTTEP	17,865	18,299	16,561	13,515	-	+	+	+
3Q25 to be hit by lower oil price, 4Q25 driven by sales volume								
SPRC	(2,216)	162	714	(812)	+	+	+	+
Lower inventory loss and better cost management								
TOP	(4,218)	2,767	3,504	6,476	+	-	-	+
QoQ drop in 3Q25 is due to major maintenance shutdown of CDU-3								
IVL	1,505	1,096	(1,312)	(521)	-	+	+	-
Higher profit in 3Q25 is due to lower maintenance shutdown								
PTTGC	(19,312)	(11,738)	(2,567)	(3,616)	+	+	+	-
Earnings will weaken QoQ in 4Q25 due to maintenance of oil refinery								

Source: InnovestX Research

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

Valuation และหุ้นเด่น



- Valuation ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจน้ำมันและก๊าซและธุรกิจปิโตรเคมียังไม่แพงที่ PBV 0.6-0.7 เท่า สะท้อนถึงภูมิทัศน์อุตสาหกรรมที่กำลังท้าทายและแรงกดดันหลายด้าน
- กลยุทธ์ Selective BUY: ในสภาวะที่ราคาน้ำมันปรับตัวลดลง บริษัทผู้ผลิตน้ำมันและผู้ประกอบการโรงกลั่นแบบครบวงจรจะดูน่าสนใจ เนื่องจากมีความสามารถในการลดแรงกดดันด้านมาร์จิ้นผ่านธุรกิจที่หลากหลาย
- เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมปิโตรเคมี แม้ว่าเราจะยังคงน้ำหนักการลงทุน Neutral เนื่องจาก valuation ในปัจจุบันยังไม่แพง โดยอยู่ที่ระดับต่ำกว่า -2SD ของ PBV เฉลี่ย
- หุ้นเด่น – PTT และ TOP

- PTT: มีโมเดลธุรกิจแบบครบวงจรและงบดุลที่แข็งแกร่ง ทำให้สามารถรับมือกับความผันผวนของราคาน้ำมันดิบได้ดี พร้อมรักษากระแสเงินสดให้มั่นคง
- TOP: ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่นจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กลั่นกลางที่สูงขึ้น อุปสงค์ตามฤดูกาล ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น และต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง ความสามารถในการกลั่นที่ซับซ้อนและการลงทุนปรับปรุงโรงกลั่นช่วยเพิ่มความสามารถในการรักษามาร์จิ้น
- ความน่าสนใจในการลงทุน: ทั้งสองบริษัทมี valuation ที่น่าสนใจ และให้ผลตอบแทนเงินปันผลที่มั่นคง จึงเป็นตัวเลือกการลงทุนที่น่าสนใจในภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวน ลักษณะเชิงรับและความสามารถในการคาดการณ์กำไรของทั้งสองบริษัท ช่วยเสริมความมั่นคงให้กับพอร์ตการลงทุนในช่วงเข้าสู่ปี 2569

Valuation summary

Company	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
Energy (Oil & gas)																						
BCP	Outperform	30.25	47.00	59.2	n.m.	5.2	4.5	n.m.	n.m.	15.9	0.7	0.6	0.6	(5.8)	8.9	9.5	3.5	3.8	6.0	3.6	2.9	2.6
BSRC	Neutral	4.54	5.00	10.1	n.m.	n.m.	7.0	n.m.	68.7	n.m.	0.6	0.6	0.6	(8.2)	(2.8)	8.8	1.8	0.0	0.0	28.1	10.8	5.6
IRPC	Underperform	1.14	1.00	(12.3)	n.m.	n.m.	8.8	(58.2)	76.0	n.m.	0.3	0.3	0.3	(8.0)	(2.0)	3.8	0.9	0.0	5.3	24.9	8.7	5.1
OR	Outperform	13.90	18.00	32.7	22.3	14.2	12.5	(32.7)	57.4	13.9	1.5	1.4	1.4	6.8	10.5	11.2	2.9	3.2	3.6	7.8	6.9	5.9
PTT	Outperform	31.75	39.00	29.4	11.1	9.4	9.9	(20.6)	18.2	(4.9)	0.8	0.8	0.7	5.0	5.7	5.2	6.6	6.6	6.6	3.5	2.8	2.5
PTTEP	Outperform	111.50	147.00	39.0	5.7	7.3	8.0	(0.5)	(22.4)	(8.4)	0.8	0.8	0.7	15.1	11.0	9.6	8.6	7.2	6.3	1.7	2.3	2.6
SPRC	Outperform	4.78	6.40	40.2	13.6	21.0	13.0	n.m.	(35.5)	61.6	0.5	0.5	0.5	3.7	2.5	4.0	8.4	6.3	8.4	4.6	5.5	3.7
TOP	Outperform	37.00	42.00	19.5	9.8	29.7	7.4	(61.9)	(66.9)	303.1	0.5	0.5	0.5	5.0	1.6	6.3	5.1	5.9	4.9	9.4	13.8	10.6
Average					12.5	14.5	8.9	(34.8)	13.6	63.5	0.7	0.7	0.7	1.7	4.4	7.3	4.7	4.1	5.1	10.4	6.7	4.8
Petrochemicals																						
GGC	Neutral	3.70	4.20	13.5	n.m.	n.m.	11.9	(51.3)	(73.4)	n.m.	0.4	0.4	0.4	(3.3)	(6.0)	3.5	2.7	0.0	4.2	3.1	3.8	1.5
IVL	Neutral	21.00	24.00	15.7	26.8	30.3	13.9	1,027.9	(11.4)	117.6	0.9	0.9	0.9	3.0	3.1	6.5	3.3	1.4	2.4	7.6	6.7	5.8
PTTGC	Outperform	24.10	33.00	36.9	n.m.	n.m.	18.6	(654.3)	70.6	n.m.	0.4	0.4	0.4	(8.5)	(2.7)	2.2	2.1	0.0	2.1	11.3	9.4	5.9
Average					26.8	30.3	14.8	107.4	(4.7)	117.6	0.6	0.6	0.6	(2.9)	(1.9)	4.1	2.7	0.5	2.9	7.3	6.7	4.4

Source: InnovestX Research

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

Peer comparison



Company	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)			DE (x)		
	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
Oil & Gas																					
Bharat Petroleum	10.3	9.9	10.3	-18.8	4.1	-3.8	1.5	1.4	1.4	3.9	3.8	3.4	15.2	14.6	11.6	6.9	6.5	n.a.	0.3	0.3	0.0
Hindustan Petroleum	10.5	9.2	9.2	-0.6	13.3	0.0	1.6	1.4	1.1	3.2	3.5	3.8	17.0	17.0	15.8	7.8	7.0	6.4	1.2	1.0	0.9
Indian Oil	10.0	8.2	7.0	-0.8	22.0	17.0	1.1	1.0	1.0	3.5	4.3	5.4	9.2	10.7	10.7	8.0	5.1	5.7	0.7	0.6	n.m.
Reliance Industries Ltd	23.8	20.6	18.9	16.2	15.2	9.1	2.0	1.9	1.9	0.5	0.5	0.7	9.0	9.6	10.4	10.7	9.5	8.6	0.2	0.2	0.1
Indian Oil	10.0	8.2	7.0	-0.8	22.0	17.0	1.1	1.0	1.0	3.5	4.3	5.4	9.2	10.7	10.7	8.0	5.1	5.7	0.7	0.6	n.m.
S-Oil	13.9	11.4	10.2	426.3	21.8	12.0	0.9	0.9	0.8	1.8	2.2	2.4	8.0	8.6	6.6	6.1	5.3	5.0	0.9	0.8	0.7
SKC	n.m	n.m	n.m.	71.9	76.8	n.m.	3.6	3.4	n.a	0.6	0.8	1.8	-11.5	-2.8	n.m.	35.1	20.6	12.5	3.0	n.m.	n.m.
Sinopec Shanghai Petrochemical	16.9	12.2	7.6	280.0	38.2	61.9	0.5	0.5	0.5	1.9	2.6	5.1	2.9	4.5	5.7	11.0	9.8	7.7	0.1	0.2	0.0
China Petroleum & Chemical	8.8	8.8	8.8	2.3	0.2	-0.2	0.6	0.6	0.5	7.7	8.3	7.9	6.6	6.9	6.8	5.5	5.2	5.2	0.2	0.2	0.2
PetroChina	8.4	8.3	9.4	-2.6	0.7	-11.1	0.9	0.8	0.8	5.7	5.8	6.2	10.2	9.8	9.9	3.9	3.8	3.8	0.1	0.1	0.1
Petronas Dagangan Bhd	23.4	23.4	n.m.	-12.2	0.0	n.m.	3.7	3.6	3.5	4.3	4.4	4.6	17.3	17.1	17.4	8.8	8.8	8.8	-0.4	-0.4	-0.6
Bangchak Corpation	6.4	5.3	4.9	200.3	20.4	7.7	0.6	0.6	0.5	5.1	6.2	6.5	10.1	11.5	12.1	4.8	4.4	4.3	n.m.	n.m.	n.m.
Bangchak Sriracha	9.3	6.3	6.2	199.2	49.4	0.6	0.6	0.6	0.5	4.6	6.7	6.5	8.5	11.0	10.0	6.3	5.3	5.7	n.m.	n.m.	n.m.
IRPC	n.m	35.6	14.1	88.0	206.7	153.1	0.3	0.3	0.3	1.1	2.2	4.8	-1.5	1.2	2.7	8.8	7.3	6.3	n.m.	n.m.	n.m.
PTT	9.6	9.2	10.2	4.5	4.4	-9.8	0.8	0.7	0.7	5.9	6.0	6.2	8.6	8.6	8.0	5.0	4.9	4.8	0.5	0.4	0.4
PTT Exploration & Production	6.4	6.6	7.6	-9.6	-2.0	-13.3	0.1	0.7	0.7	72.8	7.4	6.9	5.9	11.1	9.9	2.0	2.0	2.1	0.0	0.0	0.3
Star Petroleum Refining	7.0	6.6	6.2	31.2	5.6	7.4	0.5	0.5	0.5	8.4	8.9	10.9	8.2	8.3	10.1	4.4	4.3	3.7	n.m.	n.m.	n.m.
Thai Oil	6.3	6.3	5.6	30.8	1.4	12.7	0.5	0.5	0.4	5.4	5.7	6.1	6.8	7.2	7.4	7.2	6.6	6.1	n.m.	n.m.	n.m.
Average	11.3	11.5	8.9	72.5	27.8	16.3	1.2	1.1	1.0	7.8	4.7	5.3	7.7	9.2	9.8	8.4	6.7	6.0	0.6	0.3	0.2
Company	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)			DE (x)		
	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
Petrochemicals																					
China Petroleum & Chemical	11.0	9.8	8.8	-13.4	12.9	11.4	0.6	0.6	0.5	6.1	7.0	7.8	5.1	5.6	6.1	6.0	5.6	5.4	0.3	0.2	0.2
Sinopec Shanghai Petrochemical	n.m	19.6	11.4	-124.1	1014.3	71.9	0.5	0.5	0.5	1.6	1.1	3.4	-0.3	3.0	4.3	15.2	9.4	7.7	-0.3	-0.3	-0.3
PetroChina	8.4	8.3	8.0	-2.4	0.9	3.3	0.9	0.8	0.8	6.2	6.1	6.2	10.3	9.9	9.7	4.1	4.1	4.0	0.1	0.1	0.1
Asahi Kasei	12.6	10.8	9.5	19.6	17.4	13.4	0.9	0.8	0.8	3.2	3.5	3.8	6.8	8.0	8.6	6.6	6.0	5.6	0.4	0.3	0.3
Sumitomo Chemical	19.8	12.1	9.8	171.6	63.4	23.8	0.8	0.8	0.7	2.4	3.2	3.7	4.5	6.9	8.2	7.3	6.9	6.5	1.2	1.1	0.9
Mitsui Chemicals Inc	14.8	11.2	9.5	31.2	32.4	17.9	0.8	0.8	0.7	4.0	4.2	4.5	6.3	7.3	8.2	7.2	6.5	5.9	0.6	0.6	0.6
Reliance Industries	24.5	21.7	19.8	31.3	12.9	10.0	2.1	2.0	1.8	0.5	0.5	0.5	9.0	9.3	9.5	12.6	11.1	10.1	0.2	0.2	0.1
Petronas Chemicals Group Bhd	63.1	26.5	20.1	-55.8	138.5	31.6	0.8	0.8	0.8	2.0	2.7	3.5	1.3	3.4	4.5	8.9	7.4	6.7	-0.2	-0.2	-0.3
Lotte Chemical	n.m.	n.m.	n.m.	53.9	72.1	77.0	0.2	0.3	0.3	2.3	2.3	2.6	-6.1	-1.8	-0.3	21.9	12.7	10.4	0.6	0.6	0.7
LG Chem Ltd	n.m	22.8	13.3	104.1	4706.8	71.3	0.9	0.9	0.8	0.2	0.8	1.1	0.1	3.5	6.1	8.9	6.6	5.3	0.2	0.8	0.7
Far Eastern New Century	15.2	n.m.	n.m.	-9.5	n.m.	n.m.	n.a	n.a	n.a	5.8	4.7	n.a	2.7	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.	n.m.	n.m.	n.m.
Formosa Chemicals & Fibre	n.m	44.1	18.2	-680.0	301.1	142.9	0.7	0.7	0.7	0.9	n.m.	n.m.	-0.9	2.0	3.0	21.3	12.3	13.9	0.2	0.3	0.2
Formosa Petrochemical	51.7	25.0	22.1	42.9	106.6	13.0	1.5	1.4	1.4	1.7	2.9	3.8	2.3	6.1	6.4	22.0	13.3	12.8	-0.1	-0.1	-0.1
Formosa Plastics	n.m.	59.1	25.2	-6.3	436.6	134.6	0.9	0.9	0.8	1.2	2.1	3.0	-0.8	2.3	3.4	43.3	30.4	25.4	0.3	0.4	0.3
Nan Ya Plastics	84.4	27.2	20.1	22.4	210.9	35.4	1.0	1.0	1.0	1.3	3.4	4.5	1.1	3.5	4.2	16.9	14.0	11.8	0.3	0.2	0.2
Alpek SAB de CV	25.2	7.3	5.8	175.0	247.0	25.9	0.5	0.5	0.5	1.6	7.2	9.8	1.3	6.4	8.9	5.7	5.0	4.7	n.m.	n.m.	n.m.
Eastman Chemical	12.1	9.4	8.2	-32.6	29.1	14.8	1.2	1.2	1.1	5.2	5.4	5.6	10.9	13.0	14.1	8.0	7.3	6.8	n.m.	n.m.	n.m.
Global Green Chemicals	n.m.	11.9	8.4	-115.4	155.4	41.9	0.4	0.4	0.4	3.8	4.3	5.9	-6.0	3.5	4.8	5.9	3.6	3.1	n.m.	n.m.	n.m.
Indorama Ventures	31.7	13.8	10.3	118.2	129.9	33.6	0.9	0.9	0.8	2.4	3.1	3.7	2.8	6.2	8.1	8.8	7.7	7.2	1.7	1.5	1.2
IRPC	n.m.	n.m	23.8	41.2	70.1	209.1	0.3	0.4	0.3	1.0	1.2	2.3	-4.8	-1.0	1.1	12.4	9.6	8.2	0.9	0.7	0.6
PTT Global Chemical	n.m.	24.0	15.9	76.7	165.1	51.2	0.5	0.4	n.a.	9.8	2.5	2.9	5.9	1.7	2.5	9.4	6.4	6.0	-1.7	0.6	0.6
Average	28.8	20.3	14.1	-7.2	396.2	51.7	0.8	0.8	0.8	3.0	3.4	4.1	2.5	4.9	6.1	12.6	9.3	8.4	0.3	0.4	0.4

Source: Bloomberg Finance L.P.

หุ้นเด่น #1 – ปตท. (PTT)

โมเดลธุรกิจแบบบูรณาการช่วยลดความผันผวนของกำไร

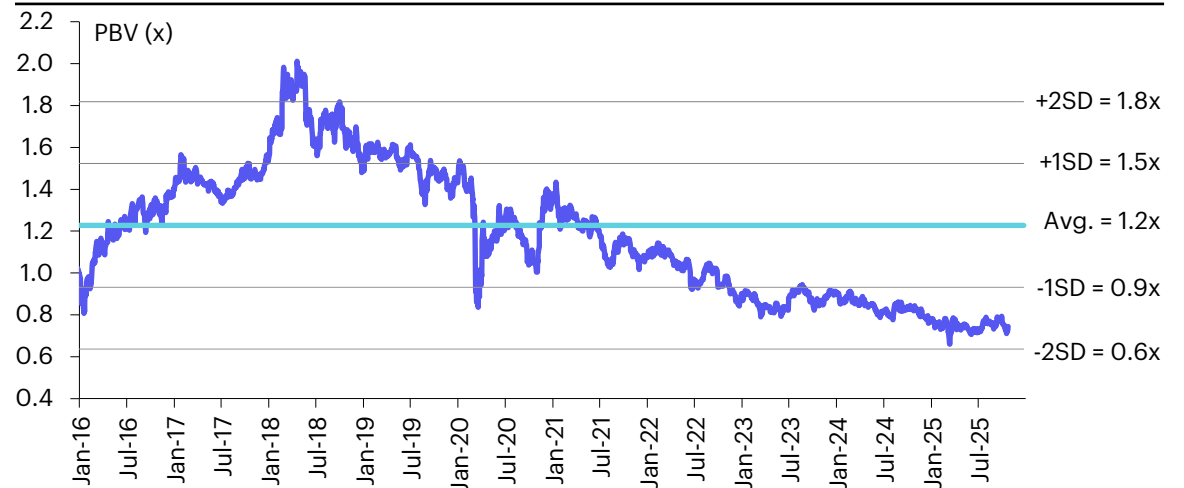
- **ความยืดหยุ่นของกำไรจากโมเดลธุรกิจแบบบูรณาการ:** โมเดลธุรกิจแบบบูรณาการของ PTT ยังคงสนับสนุนเสถียรภาพของกำไร ท่ามกลางความผันผวนของราคาน้ำมันและปิโตรเคมี PTT มีการดำเนินธุรกิจครอบคลุมตั้งแต่ต้นน้ำ (E&P) กลางน้ำ (ธุรกิจก๊าซ) ไปจนถึงปลายน้ำ (ปิโตรเคมีและไฟฟ้า) ซึ่งช่วยสร้างพอร์ตที่สมดุล โดยเฉพาะธุรกิจก๊าซที่สร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอ ช่วยลดผลกระทบจากความผันผวนของตลาด แม้การแข่งขันในตลาดนำเข้า LNG ของไทยจะเพิ่มขึ้น แต่โครงสร้างธุรกิจที่หลากหลายของ PTT ช่วยเสริมความแข็งแกร่งและลดความเสี่ยงจากการชะลอตัวเฉพาะกลุ่ม
- **ปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานในกลุ่มปิโตรเคมีและโรงกลั่นผ่านการขายสินทรัพย์:** โครงการ A1-Core ของ PTT มุ่งปรับโครงสร้างสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงาน โดยรวมสินทรัพย์ท่าเรือและถังเก็บไว้ภายใต้ PTT Tank ด้วยมูลค่าโครงการรวมสูงสุด 46.6 พันล้านบาท การดำเนินการนี้ช่วยเพิ่ม ROE และความสามารถในการทำกำไร การขายสินทรัพย์เชิงกลยุทธ์นี้ช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงิน และวางตำแหน่ง PTT ให้เป็นผู้นำด้านโครงสร้างพื้นฐาน สอดคล้องกับเป้าหมายการเติบโตและความยั่งยืนในระยะยาว
- **แนวโน้มกำไรปี 2569:** คาดกำไรปี 2569 ปรับลงเพียงเล็กน้อย YoY โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของกำไรในกลุ่มปิโตรเคมีและโรงกลั่น กำไรจากธุรกิจก๊าซคาดว่าจะทรงตัว YoY โดยมี EBITDA margin ที่คงที่ ขณะที่กำไรจากธุรกิจ E&P มีแนวโน้มอ่อนตัวลงจากราคาน้ำมันที่ลดลง แม้ว่าปริมาณขายจะเพิ่มขึ้น
- **Valuation และแนวโน้ม upside:** PTT ซื้อขายที่ PBV ปี 2569 เพียง 0.7 เท่า และ PER ที่ 9.9 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีอย่างมีนัยสำคัญ อัตราผลตอบแทนเงินปันผลมากกว่า 6% และการประกาศโครงการซื้อหุ้นคืนเมื่อไม่นานนี้สนับสนุนโอกาสปรับขึ้นในระยะสั้น คงคำแนะนำ “OUTPERFORM” โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 39 บาท
- **ปัจจัยเสี่ยงหลัก:** การชะลอตัวของเศรษฐกิจ ความผันผวนของราคาน้ำมัน การด้อยค่าของสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ และความท้าทายที่เกี่ยวข้องกับ ESG จากการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

Source: InnovestX Research

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	3,144,884	3,090,453	2,920,859	2,848,027	2,825,216
EBITDA	(Btmn)	442,938	411,782	416,426	411,848	403,929
Core profit	(Btmn)	102,933	81,770	96,648	91,934	93,310
Reported profit	(Btmn)	112,024	90,072	101,344	91,934	93,310
Core EPS	(Bt)	3.60	2.86	3.38	3.22	3.27
DPS	(Bt)	2.00	2.10	2.10	2.10	2.10
P/E, core	(x)	8.8	11.1	9.4	9.9	9.7
EPS growth, core	(%)	(35.9)	(20.6)	18.2	(4.9)	1.5
P/BV, core	(x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	(%)	6.5	5.0	5.7	5.2	5.1
Dividend yield	(%)	6.3	6.6	6.6	6.6	6.6
EV/EBITDA	(x)	3.4	3.5	2.8	2.5	2.2

PBV band

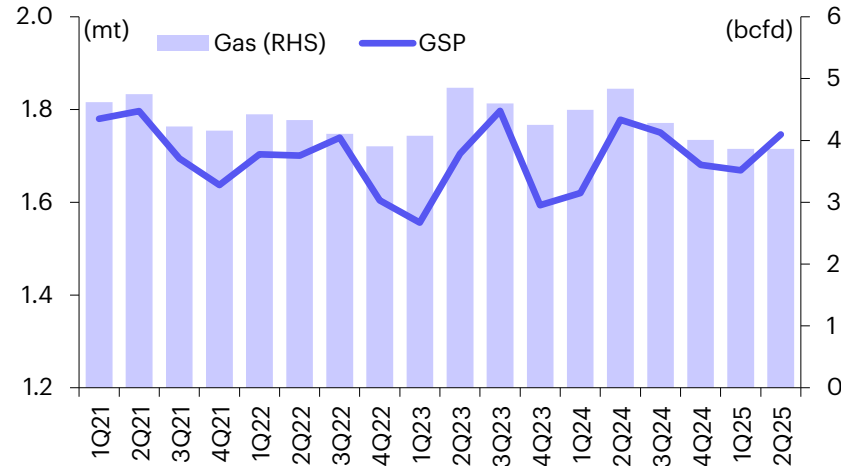


หุ้นเด่น #1 – ปตท. (PTT)

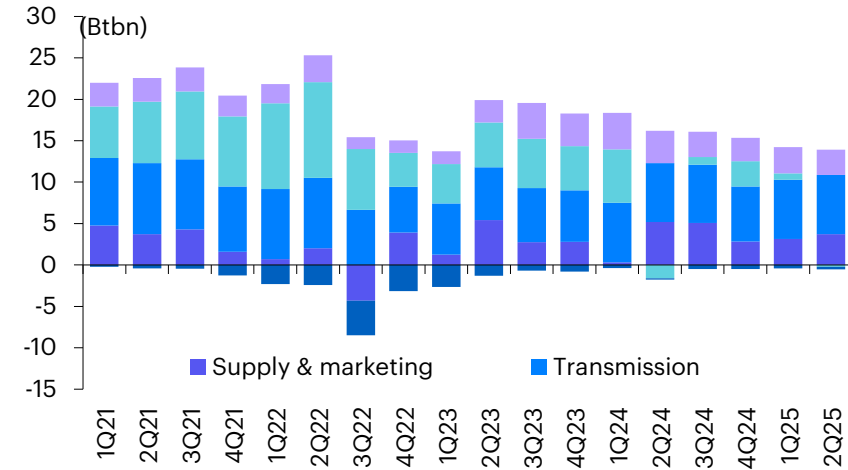
โมเดลธุรกิจแบบบูรณาการช่วยลดความผันผวนของกำไร



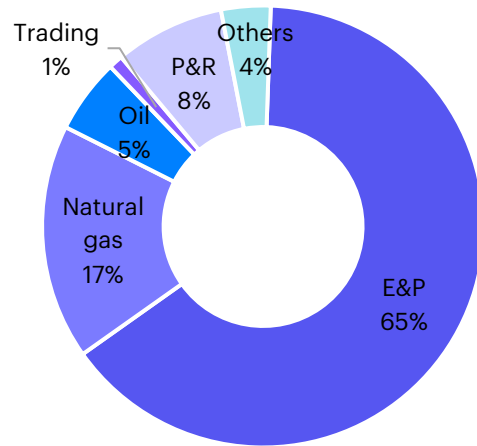
ปริมาณการขายก๊าซ



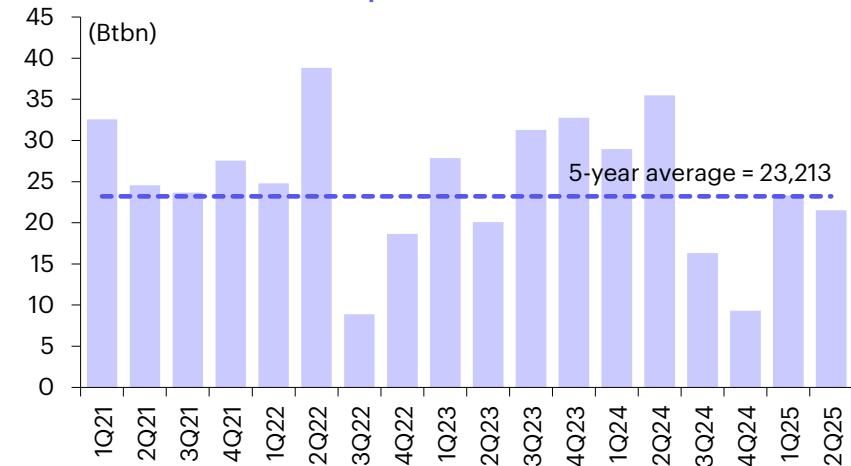
โครงสร้าง EBITDA ของธุรกิจก๊าซ



โครงสร้าง EBITDA



กำไรสุทธิรายไตรมาส



Source: Company data and InnovestX Research

หุ้นเด่น #2 – ไทยออยล์ (TOP)

ตัวแทนการฟื้นตัวของค่าการกลั่น พร้อมงบดุลที่แข็งแกร่ง

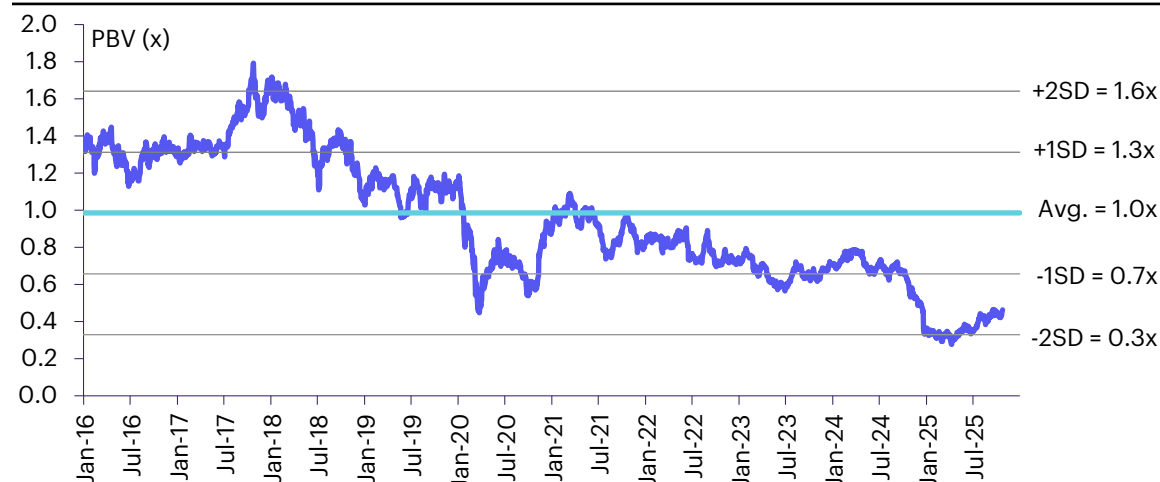


- **การฟื้นตัวของค่าการกลั่นจะช่วยสนับสนุนกำไร:** TOP ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ที่กลั่นกลางซึ่งคิดเป็น 54% ของผลผลิตทั้งหมด ด้วยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันดีเซลและผลิตภัณฑ์น้ำมันเบนซินที่มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 4Q68 และพรีเมียมน้ำมันดิบที่ลดลง ค่าการกลั่นจึงมีแนวโน้มฟื้นตัว ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลับเข้าสู่ระดับปกติแล้ว ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้อัตราการใช้กำลังการผลิตเป็นไปตามที่ตั้งเป้าทั้งปีที่ 107-108%
- **แผนขายสินทรัพย์เชิงกลยุทธ์** TOP ประกาศแผนขายสินทรัพย์เชิงกลยุทธ์ผ่านความร่วมมือกับ PTT Tank ภายใต้กรอบ “2S1P*” เพื่อปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์และลดภาระหนี้ ดัชนีจะสร้างกระแสเงินสดสุทธิ 18.2 พันล้านบาท ช่วยลดอัตราหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA จาก 10.38 เท่า เหลือ 8.54 เท่า โครงการนี้ช่วยเพิ่มสภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงินท่ามกลางความผันผวนของตลาด โดยมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงานต่ำ และได้รับการสนับสนุนจากกลุ่ม PTT อย่างแข็งแกร่ง
- **Valuation และแนวโน้ม:** แนะนำ “OUTPERFORM” โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 42 บาท อิงจาก PBV ที่ 0.5 เท่า (-1.5SD) ซึ่งเทียบเท่า EV/EBITDA ที่ 11 เท่า การขายสินทรัพย์ที่กำลังดำเนินอยู่จะช่วยเสริมงบดุลและความสามารถในการระดมทุนสำหรับโครงการ CFP เราคาดว่ากำไรปกติจะฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญในปี 2569 จากฐานที่ต่ำในปี 2568
- **ปัจจัยเสี่ยงหลัก:** ความผันผวนของราคาน้ำมันและค่าการกลั่น ขาดทุนสต็อกน้ำมันอุปสงค์ผลิตภัณฑ์อะโรแมติกส์ที่ลดลง โครงการ CFP ล่าช้า ต้นทุนที่อาจเกินงบประมาณ และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับ ESG

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	469,244	466,777	393,558	401,888	373,039
EBITDA	(Btmn)	37,359	20,999	16,632	24,807	28,105
Core profit	(Btmn)	22,080	8,412	2,787	11,234	13,781
Reported profit	(Btmn)	19,443	9,959	11,697	11,234	13,781
Core EPS	(Bt)	9.88	3.77	1.25	5.03	6.17
DPS	(Bt)	3.40	1.90	2.20	1.80	2.20
P/E, core	(x)	3.7	9.8	29.7	7.4	6.0
EPS growth, core	(%)	(34.2)	(61.9)	(66.9)	303.1	22.7
P/BV, core	(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	(%)	13.5	5.0	1.6	6.3	7.4
Dividend yield	(%)	9.2	5.1	5.9	4.9	5.9
EV/EBITDA	(x)	5.7	9.4	13.8	10.6	9.3

PBV band



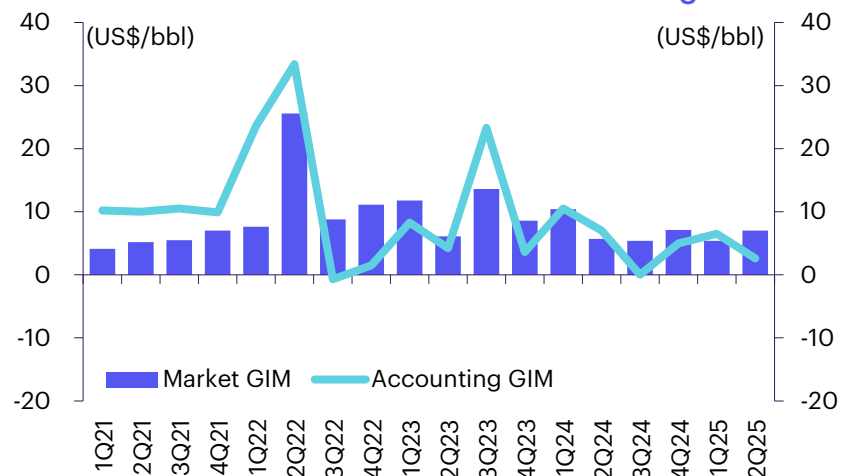
Source: InnovestX Research

หุ้นเด่น #2 – ไทยออยล์ (TOP)

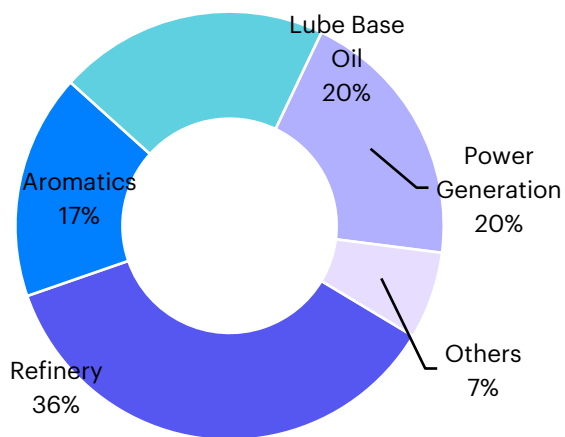
ตัวแทนการปรับตัวของค่าการกลั่น พร้อมงบดุลที่แข็งแกร่ง



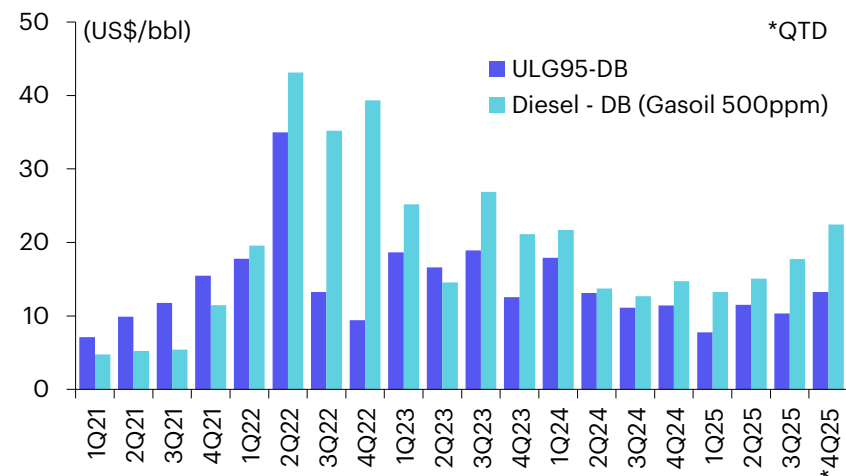
ค่าการกลั่นตลาด vs. ค่าการกลั่นทางบัญชี



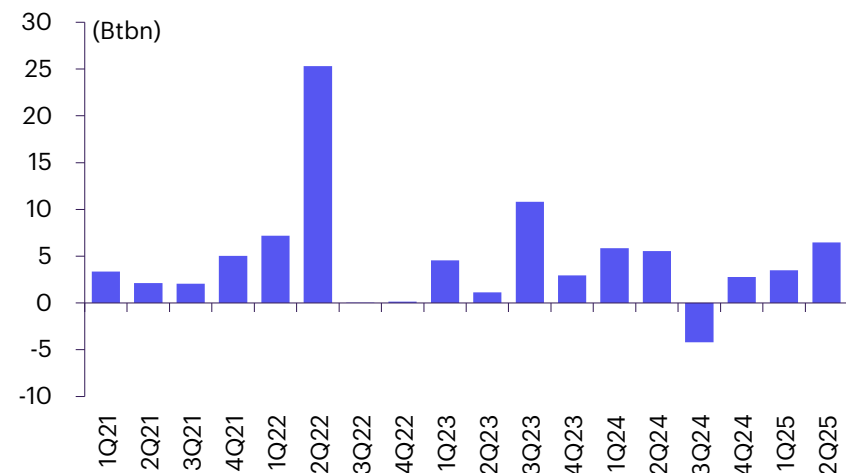
โครงสร้าง EBITDA (1H68)



ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์: เบนซิน vs. ดีเซล



กำไรสุทธิรายไตรมาส



Source: Company data and InnovestX Research

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

สรุปข้อมูล ESG

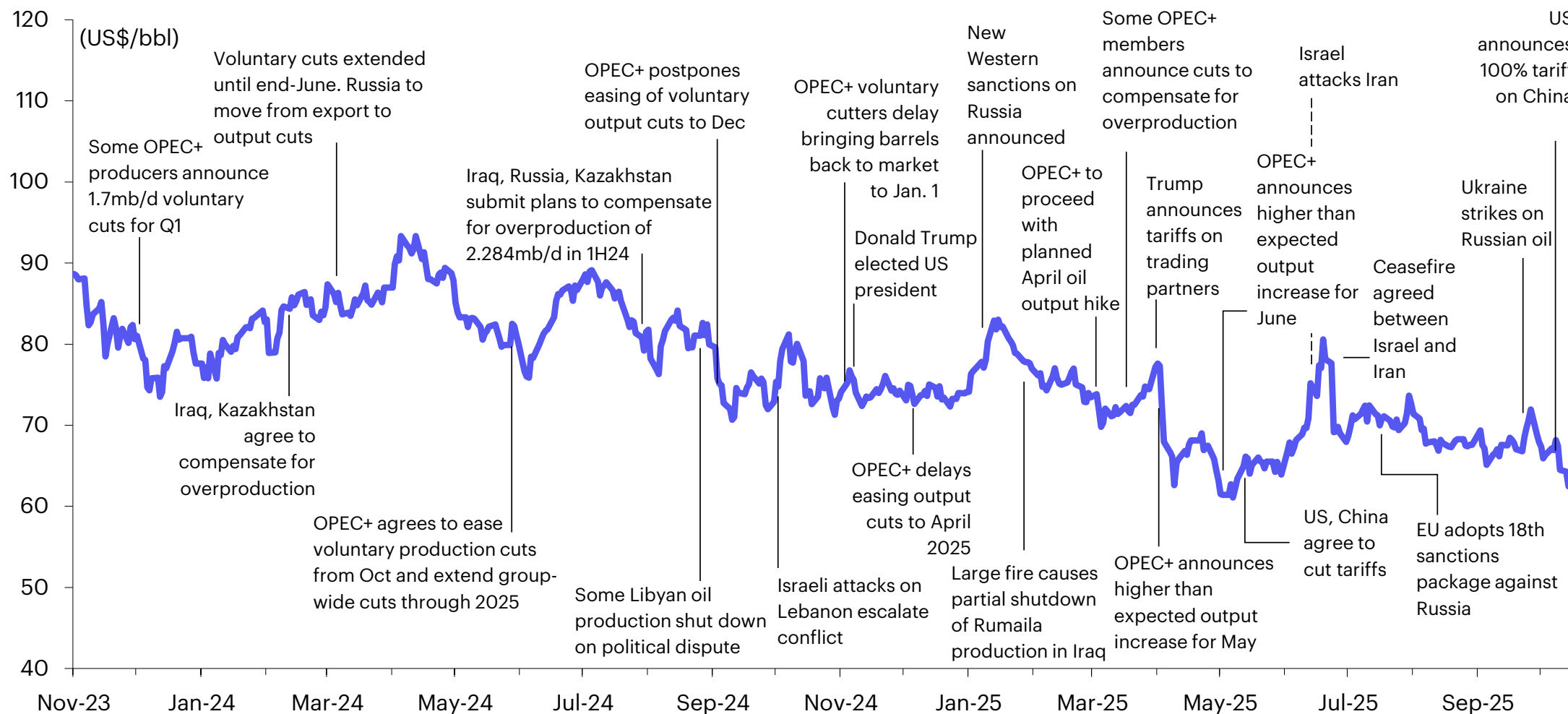


Company	BCP	BSRC	IRPC	OR	PTT	PTTEP	SPRC	TOP	GGC	IVL	PTTGC
2024 SET ESG Ratings	No	No	No	AAA	AAA	AA**	No	AAA	No	AAA	AAA
2024 CG Rating	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Member of DJSI	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes
Bloomberg ESG											
Year	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2023	2023	-	2022	2022
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	7.08 (1/62)	3.02 (16/62)	4.08 (10/62)	6.79 (2/62)	5.40 (6/62)	6.04 (4/62)	3.65 (12/62)	6.25 (3/62)	-	5.50 (1/14)	4.60 (2/14)
- Environmental Score and Rank	8.4 (1/62)	2.23 (14/62)	3.33 (10/62)	8.06 (2/62)	4.73 (10/62)	5.51 (6/62)	1.98 (16/62)	5.59 (4/62)	-	5.15 (1/14)	5.00 (2/14)
- Social Score and Rank	6.92 (3/62)	3.25 (13/62)	3.80 (11/62)	7.83 (2/62)	6.72 (3/62)	7.63 (2/62)	4.62 (8/62)	8.43 (1/62)	-	7.42 (1/14)	3.22 (2/14)
- Governance Score and Rank	5.24 (11/62)	4.28 (16/62)	5.78 (4/62)	4.02 (19/62)	5.30 (13/62)	5.45 (9/62)	6.07 (1/62)	5.38 (8/62)	-	4.35 (2/14)	5.45 (1/14)

Source: Company data, SET, Thai Institute of Directors, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research
Note: 1/ Scores range between 0-10, with higher scores indicating a better management of material issues.
** Users of SET ESG Ratings should additionally verify information regarding environmental, social, or corporate governance issues of the company.

Appendix

การดำเนินการของกลุ่ม OPEC+ และเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน



Source: Reuters, S&P Global Commodity Insight and InnovestX Research

กำเนิดจักรวาลใหม่ แห่งการลงทุน

ครบทุกเรื่อง ทั้งเครื่องมือ ข้อมูล
เพื่อคว้าทุกโอกาสการลงทุนทั่วโลก

Win Your Way with Precision Tools, Powerful Insight.



Disclaimer

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือ สมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่ จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจ ก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โอเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทความวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการ เชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจาก แหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับคามยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยง ทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการ ใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสท์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2024 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOLIL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

Companies with Good CG Scoring

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIIK, XO, XPG, YUASA, ZAA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the “no announcement of the results” clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is publicized.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการทำกฏดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอรัปชั่น เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ของตละบริษัทถึงข่าวดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับกรมรับรอง)

2S, AAI, ACE, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFC, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOLIL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIIK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

N/A

24CS, 88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKG, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTIC, DV8, EASON, EFORL, EKH, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.