

พลังงาน

SET ENER index Close: 2/2/2026

17,073.07 +78.13 / +0.46%

Bt8,365mn

Bloomberg ticker: SETENERG

innovest^x

บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

การวางกลยุทธ์ท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์

ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ทำให้อุปทานน้ำมันทั่วโลกเริ่มตึงตัวและสนับสนุนราคาน้ำมันในระยะสั้น แม้ต้นทุนน้ำมันดิบและค่าขนส่งที่สูงขึ้นอาจกดดันกลุ่มโรงกลั่นไทย ปัจจัยเหล่านี้ทำให้เกิด risk-reward ที่แตกต่างกันในหุ้นกลุ่มพลังงาน: PTTEP ได้ประโยชน์จากส่วนเพิ่มราคาน้ำมัน (premium) ที่สูงขึ้น PTT มีกำไรที่มั่นคงกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มพลังงาน แม้เผชิญแรงกดดันจากธุรกิจ LNG และปิโตรเคมี ขณะที่กลุ่มโรงกลั่นเผชิญแรงกดดันด้านค่าการกลั่น แต่ได้รับการชดเชยบางส่วนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่งขึ้น ทั้งนี้ สมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent ปี 2569 ของเราที่ US\$62/บาร์เรล ยังคงมีโอกาสปรับเพิ่มขึ้น เราจึงแนะนำการลงทุนแบบ Selective โดย PTTEP PTT และ TOP เป็นตัวเลือกที่น่าสนใจที่สุดภายใต้สภาวะปัจจุบัน

ภาวะ supply shock จากปัญหาภูมิรัฐศาสตร์เป็นแรงหนุนราคาน้ำมันในระยะสั้น ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงขึ้นส่งผลให้อุปทานพลังงานทั่วโลกตึงตัว และทำให้น้ำมันดิบได้รับแรงหนุนอย่างมีนัยสำคัญ การที่สหรัฐฯ ยึดเรือบรรทุกน้ำมันของเวเนซุเอลาทำให้ปริมาณน้ำมันดิบชนิดหนักมีจำกัด ส่งผลให้ต้นทุนน้ำมันดิบของโรงกลั่นในเอเชียสูงขึ้น ในขณะเดียวกัน การโจมตีโครงสร้างพื้นฐานของรัสเซียด้วยโดรนของยูเครนอย่างต่อเนื่องทำให้การส่งออกน้ำมันสำเร็จรูปของรัสเซียหยุดชะงัก ซึ่งช่วยหนุนส่วนต่างราคาน้ำมันดิบให้ปรับตัวดีขึ้น และเพิ่มความผันผวนให้กับตลาดก๊าซ สำหรับประเทศไทย ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นบริเวณช่องแคบฮอร์มุซได้ผลักดันให้ค่าขนส่งและเบี้ยประกันภัยสูงขึ้น ซึ่งเป็นความท้าทายสำหรับผู้นำเข้าที่ต้องพึ่งพาน้ำมันดิบจากตะวันออกกลาง แม้ว่าภาวะ supply shock จะช่วยหนุนราคาน้ำมันในระยะสั้น แต่นักลงทุนยังต้องระวังน้ำมือระหว่างระดับราคาน้ำมันที่สูงขึ้นกับความเสี่ยงที่ค่าการกลั่นอาจถูกกดดันให้ปรับตัวลดลง

Risk/reward แตกต่างกัน บริษัททางภูมิรัฐศาสตร์ในปัจจุบันสร้าง risk-reward ที่ไม่สมดุลและแตกต่างกันสำหรับหุ้นน้ำมันและก๊าซของไทย PTTEP มีความอ่อนไหวค่อนข้างมากต่อราคาน้ำมันดิบ Brent และได้รับประโยชน์จาก risk premium ที่สูงขึ้น แม้ว่า upside จะยังคงถูกจำกัดโดยการผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ที่ทำสถิติสูงสุดเป็นประวัติการณ์ภายใต้นโยบายด้านสภาพภูมิอากาศที่เข้มงวดขึ้น PTT มีกำไรที่มั่นคงกว่าบริษัทอื่นๆ แต่เผชิญกับแรงกดดันในการจัดหา LNG และมาส์จีนผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่อ่อนแอในสภาวะแวดล้อมทั่วโลกที่ถูกกดดันโดยภาคการผลิตที่ชะงักจากประเด็นภาษีนำเข้ากลุ่มโรงกลั่น (TOP, BCP, SPRC, IRPC) เผชิญกับต้นทุนน้ำมันดิบที่สูงขึ้นและค่าขนส่งที่เพิ่มขึ้น ซึ่งถูกชดเชยบางส่วนโดยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่งขึ้นด้วยแรงหนุนจากความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครน

การจัดสรรเงินลงทุนท่ามกลางการพุ่งขึ้นของราคาน้ำมันในระยะสั้น นักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้สูงอาจเพิ่มน้ำหนักการลงทุนในหุ้นกลุ่มต้นน้ำและโรงกลั่นที่มี operating leverage สูง นักลงทุนที่รับความเสี่ยงได้ปานกลางอาจผสมการลงทุนในหุ้นกลุ่มต้นน้ำกับหุ้นกลุ่มปลายน้ำและหุ้นที่ประกอบธุรกิจพลังงานครบวงจรที่มีรายได้มั่นคงกว่า ส่วนนักลงทุนแบบระมัดระวังอาจชอบบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานมั่นคง มีความอ่อนไหวต่อราคาน้ำมันต่ำ และมีกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้มากกว่า ในขณะที่ยังคงต้องระมัดระวังความเสี่ยงด้านกฎระเบียบและความผันผวนของวัฏจักรค่าการกลั่น (ดูความอ่อนไหวใน Figure 8)

โอกาสปรับเพิ่มประมาณการเริ่มเห็นได้ชัดเจนขึ้นจากการที่ราคาน้ำมันดิบ Brent และราคาในตลาดล่วงหน้าปี 2569 ปรับตัวสูงขึ้น ราคาน้ำมันดิบ Brent เติบโตใน 1Q69TD ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% จากเดือนธันวาคม 2568 มาอยู่ที่ US\$65.7/บาร์เรล ขณะที่ราคาในตลาดล่วงหน้า (forward curve) ขยับขึ้นมาอยู่ที่ระดับ US\$65-66/บาร์เรล สำหรับปี 2569 ซึ่งสร้าง upside ต่อประมาณการราคาน้ำมันของเราที่ US\$62/บาร์เรล แม้ว่าปริมาณสต็อกน้ำมันทั่วโลกและอุปทานที่แข็งแกร่งจากสหรัฐฯ จะยังคงเป็นปัจจัยกดดัน แต่การกลับมาฟื้นตัวของกลุ่ม OPEC+ ทิศทางการค้าที่ตึงตัว และความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ เป็นปัจจัยสนับสนุนให้ราคาน้ำมันมีแนวโน้มแข็งแรงขึ้น เรามองเห็นโอกาสปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2569 และเชื่อว่านักลงทุนควรให้ความสำคัญกับหุ้นกลุ่มพลังงานครบวงจรพร้อมกับติดตามสถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์และการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีนอย่างใกล้ชิด

การเลือกหุ้นรายตัวท่ามกลางราคาน้ำมันที่ผันผวน PTTEP (ราคาเป้าหมาย: 138 บาท) ยังคงเป็นหุ้นแนะนำเชิงกลยุทธ์ของเราท่ามกลางความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่านที่เพิ่มขึ้น เนื่องจากได้โอนสิทธิ์จากราคาน้ำมันที่ทรงตัวในระดับสูง มีต้นทุนการผลิตต่ำ และงบดุลที่แข็งแกร่ง ค่าพรีเมียมที่เกี่ยวข้องกับสงครามที่ระดับ US\$5/บาร์เรล สำหรับปี 2569 บ่งชี้ถึง upside 20-30% ต่อมูลค่าที่ประเมินได้ด้วยวิธี DCF ซึ่งจะช่วยหนุนให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นเป็น 165-180 บาท นอกจากนี้เรายังชอบ PTT (ราคาเป้าหมาย: 39 บาท) จากพอร์ตธุรกิจแบบครบวงจรที่สมดุล กำไรที่แข็งแกร่ง ท่ามกลางสภาวะตลาดผันผวน PBV ปี 2569 ที่ไม่แพงเพียง 0.8 เท่า และอัตราดอกเบี้ยเงินปันผล >5% TOP (ราคาเป้าหมาย: 53 บาท) โอกาสลงทุนจากการฟื้นตัวของค่าการกลั่นที่ได้รับแรงหนุนจากส่วนต่างราคาน้ำมันดิบและน้ำมันเครื่องบิที่แข็งแกร่ง ศักยภาพการกำไรที่เพิ่มขึ้นจากการขายสินทรัพย์ และคาดว่าโครงการ CFP จะเสร็จสิ้นตามกำหนดในปี 2570-2571 แม้ว่าความผันผวนของราคาน้ำมันดิบจะทำให้มีความเสี่ยงจากการขาดทุนสต็อกน้ำมัน

ปัจจัยเสี่ยง: ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจะกระทบต่ออุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอย่างต่อเนื่องอาจทำให้เกิดผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน ความเสี่ยงอื่นๆ ได้แก่ การด้อยค่าของสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบด้านการดำเนินงานในปัจจุบันและการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการแทรกแซงจากภาครัฐในภาคพลังงาน ส่วนความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ ได้แก่ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการดำเนินงาน และการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานที่กำลังดำเนินอยู่

Valuation summary – Energy

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 25F	P/BV (x) 25F	P/E (x) 26F	P/BV (x) 26F
BCP	Outperform	30.3	40.00	33.4	4.3	4.5	0.7	0.6
IRPC	Underperform	1.1	1.00	(10.7)	n.m.	n.m.	0.3	0.4
OR	Outperform	13.4	18.00	37.7	13.7	12.0	1.4	1.3
PTT	Outperform	34.3	39.00	19.7	13.5	11.7	0.8	0.8
PTTEP	Outperform	123.0	138.00	18.7	8.3	10.0	0.9	0.8
SPRC	Neutral	6.6	6.40	3.0	20.9	16.9	0.7	0.7
TOP	Outperform	42.5	53.00	29.4	23.9	8.5	0.5	0.5
Average					14.1	10.6	0.8	0.7

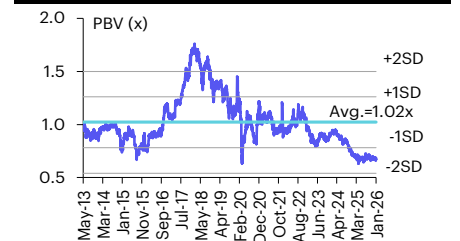
Source: InnovestX Research

Price performance

		Absolute			Relative to SET		
(%)		1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	16.3	2.5	(12.3)	10.9	1.6	(12.8)	
IRPC	13.1	(2.6)	(0.9)	7.8	(3.5)	(1.4)	
OR	0.8	(8.8)	15.5	(4.0)	(9.7)	14.9	
PTT	7.0	11.4	8.7	2.0	10.4	8.2	
PTTEP	8.8	15.0	(3.5)	3.8	13.9	(4.0)	
SPRC	11.9	37.5	24.5	6.6	36.3	23.9	
TOP	18.1	18.9	63.5	12.5	17.8	62.6	

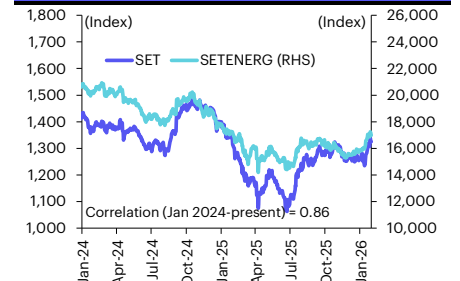
Source: SET and InnovestX Research

PBV band – SETENERG



Source: SET and InnovestX Research

SETENERG vs. SET



Source: Bloomberg Finance L.P. & InnovestX Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้าน

หลักทรัพย์

0-2793-9005

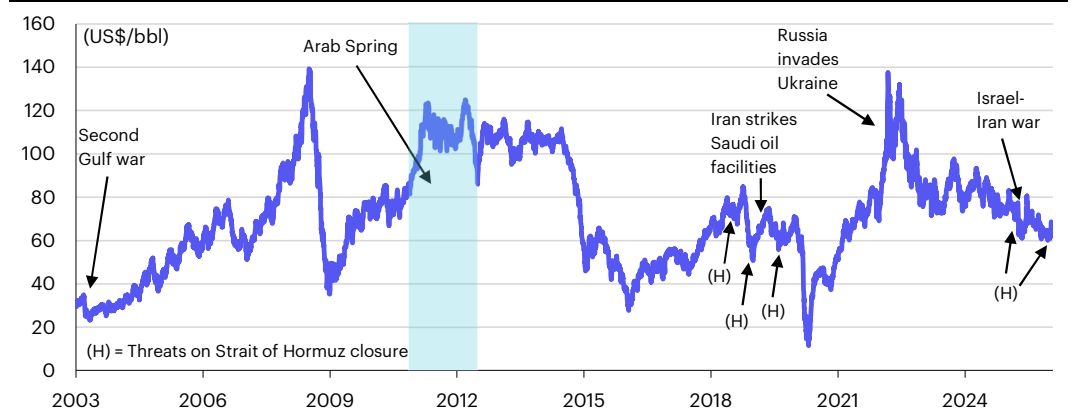
chaipat.t@innovestx.co.th

บริบททางภูมิรัฐศาสตร์และผลกระทบต่อหุ้นกลุ่มน้ำมันและก๊าซของไทย

ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์โลกได้ทวีความรุนแรงขึ้นในหลายภูมิภาคที่เป็นผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ ส่งผลให้ตลาดน้ำมันดิบมีความผันผวนเพิ่มขึ้น และมีบทบาทสำคัญต่อการกำหนดแนวโน้มของกลุ่มน้ำมันและก๊าซของไทย เหตุการณ์ที่สหรัฐฯ ได้ยึดเรือบรรทุกน้ำมันของเวเนซุเอลาที่ถูกคว่ำบาตรล่าสุด ยิ่งทำให้อุปทานน้ำมันดิบชนิดหนักตึงตัวมากขึ้น โดยน้ำมันดิบชนิดนี้เป็นวัตถุดิบสำคัญสำหรับโรงกลั่นหลายแห่งในเอเชีย ส่งผลให้ต้นทุนวัตถุดิบสูงขึ้นและทำให้ค่าการกลั่นลดลง ในขณะเดียวกัน การโจมตีโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานของรัสเซียด้วยโดรนระยะไกลของยูเครนอย่างต่อเนื่องทำให้การส่งออกน้ำมันสำเร็จรูปและก๊าซ LNG ของรัสเซียหยุดชะงัก ซึ่งช่วยสนับสนุนส่วนต่างราคาน้ำมันดิเซล แต่ก็ทำให้ตลาดก๊าซโลกมีความไม่แน่นอนมากยิ่งขึ้น

ความตึงเครียดบริเวณช่องแคบฮอร์มุซยังผลักดันให้ค่าขนส่งและเบี้ยประกันภัยสำหรับการขนส่งไปยังเอเชียปรับตัวสูงขึ้น พัฒนาการนี้ถือเป็นความเสี่ยงโดยตรงต่อประเทศไทย เนื่องจากไทยพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางในสัดส่วนที่สูง เมื่อพิจารณาารวมกันแล้ว เหตุการณ์ภูมิรัฐศาสตร์เหล่านี้ได้เพิ่มความไม่แน่นอนด้านอุปทานทั่วโลกอย่างมีนัยสำคัญ และส่งผลให้เกิดสภาพแวดล้อมด้านราคาที่ผันผวนมากขึ้นสำหรับผู้ประกอบการกลุ่มปลายน้ำของไทย

Figure 1: ความผันผวนของราคาน้ำมันจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์



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

Figure 2: เหตุการณ์ทางภูมิรัฐศาสตร์ในอดีตและผลกระทบต่อราคาน้ำมัน

เหตุการณ์	ช่วงเวลาหลัก (ที่ตลาดให้ความสนใจ)	ระยะเวลาโดยประมาณ	ราคาสูงสุดของ Brent โดยประมาณ ในช่วงเหตุการณ์	การเปลี่ยนแปลงราคาเทียบกับก่อนเกิดเหตุการณ์	ทิศทาง
การรุกรานอิรักโดยสหรัฐฯ	มี.ค.-มี.ย. 2546	-3 เดือน (ระยะรุนแรงเฉียบพลัน)	-US\$35/bbl	+US\$10/bbl (+40%)	ปรับขึ้น
อาหรับสปริง และสงครามกลางเมืองลิเบีย	ม.ค.-ก.ย. 2554	-9 เดือน (ระยะหลัก)	-US\$125-130/bbl	+US\$20-25/bbl (+19%-24%)	ปรับขึ้น
ความตึงเครียดในอ่าวเปอร์เซียระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่าน (เหตุการณ์ในช่องแคบฮอร์มุซ)	1H-2H62	เป็นช่วง ๆ	-US\$70/bbl	พุ่งขึ้นช่วงสั้นๆ +US\$5-10/bbl (+8%-17%)	Volatile
การรุกรานยูเครนอย่างเต็มรูปแบบโดยรัสเซีย	ก.พ.-มี.ย. 2565 (การเคลื่อนไหวของราคาอย่างรุนแรง)	-4-5 เดือน	-US\$130-140/bbl	+US\$35-45/bbl (+37%-47%)	ปรับขึ้นแรง
สงครามอิสราเอล-กลุ่มฮามาส (ความขัดแย้งในฉนวนกาซา)	ต.ค. 2566 - ต้นปี 2567 (ระยะเริ่มต้น)	ต่อเนื่อง; 3-4 เดือนแรกก่อนไหวที่สุด	-US\$90-95/bbl	+US\$5-10/bbl (+6%-12%)	ปรับขึ้นเล็กน้อย
การโจมตีเรือขนส่งสินค้าในทะเลแดงโดยกลุ่มฮูตี	ปลายปี 2566 - 2568	ต่อเนื่อง (เป็นช่วง ๆ)	-US\$90/bbl	พุ่งขึ้นช่วงสั้นๆ +US\$5-10/bbl (+6%-13%)	ผันผวน

Source: Reuters, Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

ส่วนถัดไปนี้เป็นการสรุปปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์สำคัญที่กำลังกดดันตลาดน้ำมันและก๊าซโลก และผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นต่อประเทศไทย

1. ภาวะตึงตัวของอุปทานน้ำมันจากเวเนซุเอลา: ผลกระทบต่อน้ำมันดิบหนักที่มีปริมาณกำมะถันสูง (heavy-sour)

การที่สหรัฐฯ เข้ายึดเรือบรรทุกน้ำมันดิบของเวเนซุเอลาที่ถูกคว่ำบาตรเมื่อไม่นานนี้ตอกย้ำถึงภาวะตลาดที่ตึงตัวมากขึ้นสำหรับน้ำมันดิบหนักที่มีปริมาณกำมะถันสูง (heavy-sour) ซึ่งเป็นการเพิ่มแรงกดดันต่อค่าการกลั่นของโรงกลั่นไทยที่ต้องพึ่งพาการนำเข้าน้ำมันชนิดนี้อย่างมาก เวเนซุเอลาซึ่งครั้งหนึ่งเคยผลิตน้ำมันได้ราว 3 ล้านบาร์เรล/วัน ยังคงเผชิญกับข้อจำกัดเชิงโครงสร้าง แม้ว่าปริมาณการผลิตจะฟื้นตัวขึ้นมาเหนือ 700,000 บาร์เรล/วัน ในปี 2565 (ข้อมูลจาก Reuters) แต่การลดลงของกำลังผลิตในระยะยาว การคว่ำบาตร และการขาดการลงทุนอย่างต่อเนื่อง ยังคงเป็นปัจจัยจำกัดศักยภาพด้านอุปทาน การบังคับใช้มาตรการของสหรัฐฯ ส่งผลให้ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นทันที ซึ่งสะท้อนให้เห็นถึงความอ่อนไหวของตลาดต่อการหยุดชะงักของน้ำมันจากเวเนซุเอลา

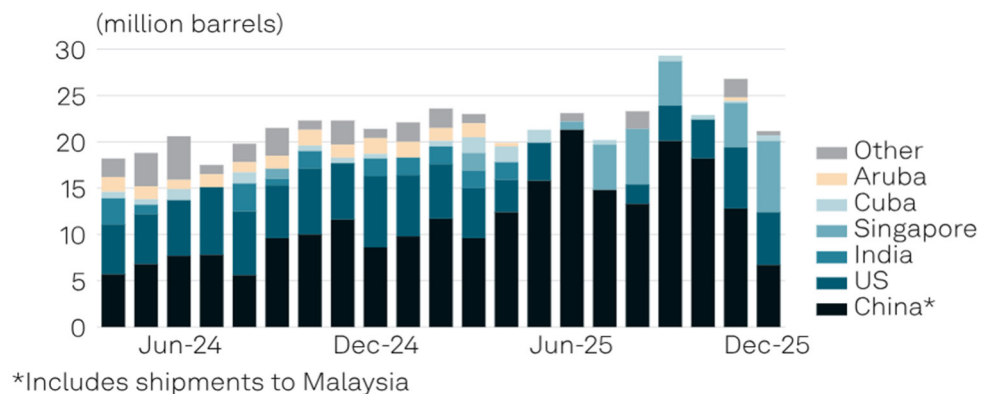
ภายใต้สมมติฐานกรณีฐาน (base-case) เวเนซุเอลายังคงเผชิญสภาวะตึงตัวเชิงโครงสร้าง จากมาตรการคว่ำบาตรที่ยังดำเนินอยู่และโครงสร้างพื้นฐานต้นน้ำที่ทรุดโทรม ส่งผลทำให้ปริมาณดิบชนิด heavy-sour ยังคงขาดแคลน

และสนับสนุนให้ค่า premium ของน้ำมันเกรด Maya และ Arab Heavy อยู่ในระดับสูง ซึ่งส่งผลกระทบต่อโรงกลั่นที่ต้องพึ่งพาวัตถุดิบเหล่านี้ แม้ว่าผลกระทบต่อโรงกลั่นในไทยจะอยู่ในระดับปานกลางก็ตาม

ในกรณีบวก (oil-bullish) อาจเกิดจากการบังคับใช้กฎหมายของสหรัฐฯ ที่เข้มงวดขึ้น เช่น การยึดเรือเพิ่มเติมหรือการเพิ่มความเข้มของมาตรการคว่ำบาตร ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อปริมาณการส่งออกของ PDVSA (บริษัทน้ำมันและก๊าซของรัฐเวเนซุเอลา) ลดลง และทำให้ตลาดโลกเผชิญภาวะขาดแคลนน้ำมันดิบหนักอย่างมีนัยสำคัญ ในอดีตที่ผ่านมาพบว่าเมื่อมีการใช้มาตรการในลักษณะนี้ ราคาน้ำมัน Brent มักปรับขึ้นแรง และส่วนต่างราคาน้ำมัน heavy-sour มักกว้างขึ้น สะท้อนความเสี่ยงดังกล่าว

ในกรณีลบ (oil-bearish) ใช้สมมติฐานว่าสหรัฐฯ อาจผ่อนปรนการคว่ำบาตรบางส่วน ซึ่งจะช่วยให้เวเนซุเอลาส่งออกได้เพิ่มขึ้นเล็กน้อย อย่างไรก็ตาม ข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ (จาก Reuters และ OPEC) สะท้อนความอ่อนแอเชิงโครงสร้างด้านกำลังผลิตของเวเนซุเอลาอย่างต่อเนื่อง และไม่สามารถระงับอัตราการฟื้นตัวของการผลิตได้อย่างชัดเจน ดังนั้นแนวโน้มอาจจะเอื้อให้ส่งออกเพิ่มขึ้น แต่ข้อจำกัดด้านการดำเนินงานอาจทำให้ปริมาณน้ำมันที่ออกสู่ตลาดจริงต่ำกว่าที่คาด ดังนั้นผลกระทบต่อเชิงลบที่จะดูดให้ราคาน้ำมันต่ำลงนั้นควรถูกพิจารณาอย่างระมัดระวัง และอาจเกิดขึ้นน้อยกว่าที่คาดหัวข่าวประเมินไว้

Figure 3: การส่งออกน้ำมันดิบของเวเนซุเอลา



Source: S&P Global Commodity Insights

2. รัสเซีย-ยูเครน: การหยุดชะงักของตลาดดีเซลและ LNG

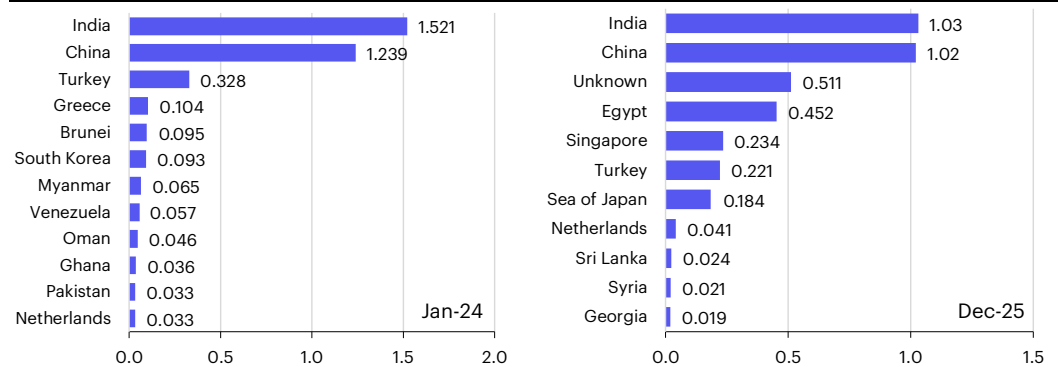
การโจมตีด้วยโดรนของยูเครนต่อโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานของรัสเซียสร้างความเสียหายต่อเส้นทางการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปและการค้า LNG อย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะเปิดโอกาสให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates สำหรับโรงกลั่นไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันก็เพิ่มความผันผวนให้กับธุรกิจก๊าซของ PTT

ความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครนทำให้โครงสร้างตลาดดีเซลและ LNG ทั่วโลกเปลี่ยนไป ยูเครนได้ยกระดับการโจมตีโครงสร้างพื้นฐานพลังงานของรัสเซียด้วยโดรนระยะไกล โดยมุ่งเป้าไปที่โรงกลั่นที่ผลิตดีเซลสำหรับตลาดในประเทศและการส่งออก ขณะเดียวกัน ยูโรเปียยังคงมีความเปราะบางเชิงโครงสร้างต่อความเสี่ยงจากการสูญเสียก๊าซรัสเซีย แม้ว่าจะพยายามกระจายแหล่งนำเข้าแล้วก็ตาม ซึ่งสะท้อนถึงความเสี่ยงเชิงยุทธศาสตร์ที่สื่ออย่าง Reuters เคยระบุไว้ มาตรการคว่ำบาตรรัสเซียยังคงขยายตัวต่อเนื่อง ซึ่งส่งผลกระทบต่อกระแสการค้าพลังงานทั้งในตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปและตลาดก๊าซ

ภายใต้สมมติฐานกรณีฐาน (base-case) ตลาดดีเซลยังคงมีลักษณะกระจายตัว เนื่องจากรัสเซียเบนเส้นทางการส่งออกไปยังเอเชียและแอฟริกา ขณะที่ยุโรปต้องพึ่งพาการนำเข้าจากสหรัฐฯ และตะวันออกกลางมากขึ้น ส่วนตลาด LNG ยังคงตึงตัวตามฤดูกาล แม้ว่าจะมีการกระจายแหล่งนำเข้าที่กว้างขึ้น สภาพแวดล้อมเช่นนี้ช่วยสนับสนุนส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและทำให้ราคาน้ำมันดิบมีแนวโน้มปรับตัวขึ้นเล็กน้อย

ในกรณีบวก (oil-bullish) การโจมตีที่รุนแรงขึ้นของยูเครนอาจสร้างความเสียหายต่อโรงกลั่นหลายแห่งในรัสเซีย ซึ่งส่งผลให้การส่งออกน้ำมันดีเซลลดลงอย่างมีนัยสำคัญ เนื่องจากรัสเซียเป็นหนึ่งในผู้ส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates รายใหญ่ของโลก ความเสียหายเช่นนี้จะทำให้ตลาดตึงตัวทันที และผลักดันส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลพุ่งสูงขึ้นอย่างรวดเร็ว และส่งผลให้ราคาน้ำมันดิบปรับตัวสูงขึ้นตามไปด้วย

ในกรณีลบ (oil-bearish) การรักษาเสถียรภาพของห่วงโซ่อุปทานผ่านการเปลี่ยนเส้นทางขนส่งน้ำมันดีเซลและ LNG ของรัสเซียที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น อาจช่วยลดอุปสรรคด้านโลจิสติกส์ลงได้ อย่างไรก็ตาม Reuters ไม่ได้ระบุตัวเลขความเสียหายของโรงกลั่นหรือปริมาณทดแทนที่สามารถหาได้ ทำให้เกิดช่องว่างด้านข้อมูลในการประเมินผลกระทบต่อเชิงปริมาณ ดังนั้น การประเมินมุมมองการลงทุนจึงต้องอาศัยการคาดการณ์มากกว่าข้อมูลที่ได้รับการยืนยันจริง

Figure 4: ปริมาณการส่งออกน้ำมันดิบทางเรือของรัสเซีย แยกตามจุดหมายปลายทาง (ล้านบาร์เรลต่อวัน)


Source: S&P Global Commodity Insights

Figure 5: การหยุดดำเนินงานของโรงกลั่นรัสเซียจากการโจมตีด้วยโดรนของยูเครน


Source: S&P Global Commodity Insights

3. ช่องแคบฮอร์มุซ: ประกันภัยการขนส่งสินค้าและความเสี่ยงในการนำเข้า

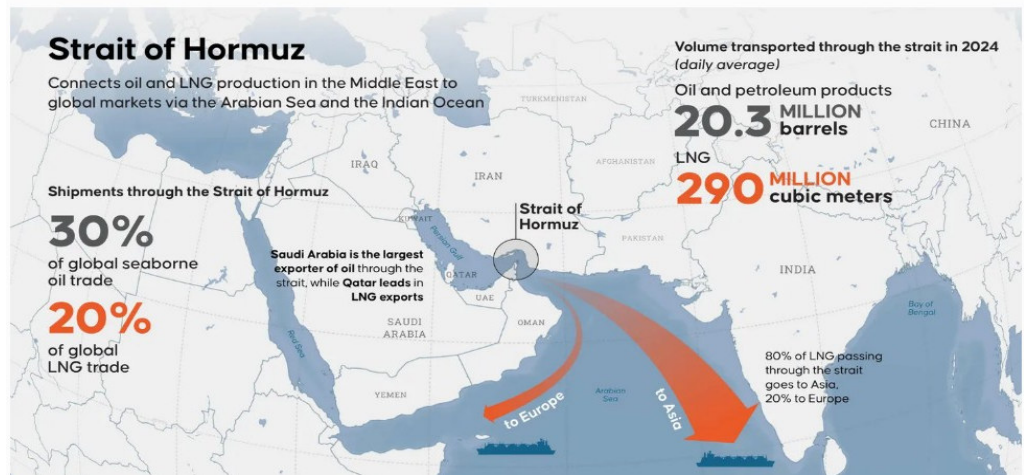
ความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ และอิหร่านยังคงอยู่ในระดับสูง รวมถึงเหตุการณ์โดรนถูกยิงตกและการคุกคามเรือพาณิชย์ ซึ่งตอกย้ำถึงความเสี่ยงที่ยืดเยื้อต่อช่องแคบฮอร์มุซ ซึ่งเป็นเส้นทางผ่านของน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์น้ำมันปริมาณ ~21 ล้านบาร์เรล/วัน นอกจากนี้ การรายงานข่าวเกี่ยวกับการขนส่งน้ำมันเพื่อหลีกเลี่ยงมาตรการคว่ำบาตรของอิหร่านยังตอกย้ำความเข้มข้นของแรงกดดันด้านคว่ำบาตรและกระแสการส่งออกที่ผิดปกติ ซึ่งตอกย้ำถึงความเสี่ยงที่ยืดเยื้อต่อช่องแคบฮอร์มุซ ซึ่งเป็นเส้นทางผ่านของน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์น้ำมันในปริมาณ ~21 ล้านบาร์เรล/วัน นอกจากนี้ รายงานข่าวเกี่ยวกับการขนส่งเชื้อเพลิงของอิหร่านเพื่อหลีกเลี่ยงการคว่ำบาตรยังชี้ให้เห็นถึงแรงกดดันจากการคว่ำบาตรที่ยังคงดำเนินอยู่และกระแสการส่งออกที่ผิดปกติ ซึ่งตอกย้ำถึงภาพรวมที่ผันผวนสำหรับกลุ่มโรงกลั่นในเอเชียที่ต้องพึ่งพาการนำเข้า

ภายใต้สมมติฐานกรณีฐาน (base-case) การเผชิญหน้าที่มีความรุนแรงต่ำอย่างเรื้อรังยังคงดำเนินต่อไป ซึ่งรวมถึงการดำเนินการผ่านตัวแทน (proxy actions) กิจกรรมทางไซเบอร์ การบังคับใช้มาตรการคว่ำบาตร และเหตุการณ์ทางทะเลที่เกิดขึ้นเป็นครั้งคราว แม้ความตึงเครียดเหล่านี้จะไม่ถึงขั้นกระทบต่อการขนส่งจริง แต่ก็ทำให้ค่าเบี้ยประกันภัยความเสี่ยงสงครามอยู่ในระดับสูง สำหรับกลุ่มโรงกลั่นไทยซึ่งพึ่งพาน้ำมันดิบตะวันออกกลางในระดับสูง (50-60% ของการนำเข้าน้ำมันทั้งหมด) สภาพแวดล้อมลักษณะนี้ทำให้ต้นทุนขนส่งและประกันภัยสูงขึ้นเชิงโครงสร้าง ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อต้นทุนวัตถุดิบและทำให้ค่าการกลั่นแคลง

ในกรณีบวก (oil-bullish, cost-negative) การปะทะกันทางทหารโดยตรงหรือเหตุการณ์ทางทะเลที่รุนแรงใกล้ช่องแคบฮอร์มุซอาจทำให้ปริมาณการผ่านของเรือบรรทุกน้ำมันถูกจำกัดชั่วคราวหรือเกิดความขัดแย้งด้านการเดินเรือ แม้การหยุดชะงักเพียงช่วงสั้นๆ ก็จะทำให้ค่าระวางเรือ ค่าเบี้ยประกันภัย และราคาน้ำมัน Brent ปรับขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งจะผลักดันต้นทุนน้ำมันดิบที่โรงกลั่นไทยต้องแบกรับให้สูงขึ้นตามไปด้วย ข้อมูลจากเหตุการณ์ความเสี่ยงในอ่าวเปอร์เซียในอดีตสนับสนุนการคาดการณ์ว่าจะเกิดการตอบสนองด้านราคาที่สูงและรวดเร็ว

ในกรณีลบ (oil-bearish, cost-positive) จะเกิดขึ้นหากสถานการณ์ทางการทูตผ่อนคลายบางส่วนและมีการผ่อนปรนมาตรการคว่ำบาตรบางรายการ ส่งผลให้น้ำมันจากอิหร่านไหลกลับเข้าสู่ตลาดเอเชียมากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดความตึงตัวของน้ำมันดิบในภูมิภาค ลดค่าเบี้ยประกันภัยการเดินเรือ และหนุนการฟื้นตัวของค่าการกลั่น อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีหลักฐานบ่งชี้ถึงการเจรจาระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่านในเชิงรูปธรรม ทำให้เกิดความไม่แน่นอนอย่างมีนัยสำคัญทั้งด้านปริมาณและจังหวะเวลาที่อุปทานน้ำมันจากอิหร่านจะกลับคืนสู่ระดับปกติ

Figure 6: จุดเสี่ยงสำคัญในอ่าวเปอร์เซีย – ช่องแคบฮอร์มุซ



Source: Forbes (June 2025)

4. ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน – แรงกดดันด้านอุปสงค์ต่อพลังงานโลก

ความขัดแย้งทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีนยังคงส่งผลกระทบต่อกิจกรรมทางอุตสาหกรรมทั่วโลก ซึ่งมีบทบาทสำคัญในการกำหนดทิศทางการอุปสงค์ของผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมและปิโตรเคมี พัฒนาการล่าสุดยืนยันว่ามาตรการทางภาษีและการตอบโต้ยังคงเป็นปัจจัยสำคัญในความสัมพันธ์นี้ การที่จีนบังคับใช้ภาษีตอบโต้ต่อก๊าซโพรเพนจากสหรัฐฯ ซึ่งเป็นวัตถุดิบสำคัญในอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ได้ส่งผลกระทบต่อการค้าพลังงานระหว่างสองประเทศที่เคยมีปริมาณสูงสุดเป็นประวัติการณ์ ในขณะเดียวกัน โรงกลั่นของจีนต้องเผชิญกับผลขาดทุนที่หนักขึ้นจากการผลิตที่ล้นตลาดและอุปสงค์ภายในประเทศที่อ่อนแอ ซึ่งเป็นสภาวะที่ถูกกดดันเพิ่มเติมจากความไม่แน่นอนทางการค้าและผลกระทบต่อผลผลิตภาคอุตสาหกรรม ปัจจัยเหล่านี้รวมกันตอกย้ำถึงความเชื่อมโยงระหว่างความเสียดทานทางนโยบายที่ยืดเยื้อและการบริโภคปิโตรเคมีและดีเซลทั่วโลกที่ซบเซาลง

ภายใต้สมมติฐานกรณีฐาน (base-case) ความตึงเครียดจะยังคงอยู่ในระดับที่ควบคุมได้ ภาษีที่มีอยู่เดิมส่วนใหญ่จะไม่มีเปลี่ยนแปลง ในขณะที่บริษัทต่างๆ ยังคงเดินหน้ากระจายห่วงโซ่อุปทานไปยังอาเซียน เม็กซิโก และศูนย์กลางการผลิตอื่น เมื่อพิจารณาส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีของจีนที่อยู่ในระดับต่ำ และความเชื่อมั่นภาคการผลิตที่ซบเซา สภาพแวดล้อมนี้จะส่งผลกระทบต่อเชิงลบเล็กน้อยต่ออุปสงค์น้ำมันทั่วโลกผ่านส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่แคบลงและกิจกรรมทางอุตสาหกรรมที่ชะลอตัว

ในกรณีบวก (oil-bullish) ใช้สมมติฐานว่าความตึงเครียดจะยกระดับขึ้นอีก จากการขึ้นภาษีรอบใหม่หรือการใช้ข้อจำกัดการส่งออกของสหรัฐฯ ที่เข้มงวดขึ้น โดยเฉพาะในกลุ่มเทคโนโลยี เคมีภัณฑ์ และวัสดุที่สำคัญ แนวโน้มล่าสุดบ่งชี้ถึงการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น โดยทั้งสองประเทศมีการขยายขอบเขตภาษีและการสั่งห้ามส่งออกเชิงยุทธศาสตร์ การยกระดับในลักษณะนี้มีแนวโน้มที่จะเพิ่มความเชื่อมั่นภาคการผลิตทั่วโลกอ่อนแอลงอีก และสร้างแรงกดดันด้านลบต่อราคาน้ำมัน Brent

ในกรณีลบ (oil-bearish) จะเกี่ยวข้องกับการผ่อนปรนภาษีในบางรายการ หรือการขยายเวลาพักชั่วคราวที่ช่วยเพิ่มความเชื่อมั่นทางการค้า เหตุการณ์ลักษณะนี้เคยเกิดขึ้นแล้วจากการที่ทั้งสองประเทศเคยประกาศระงับการเก็บภาษี เช่น การขยายเวลาหยุดขึ้นภาษี 90 วัน ซึ่งช่วยประคองความเชื่อมั่นตลาดในระหว่างการเจรจา การผ่อนคลายนี้อาจช่วยสนับสนุนการบริโภคน้ำมันดีเซลในภาคอุตสาหกรรมและอุปสงค์วัตถุดิบปิโตรเคมี

อย่างไรก็ตาม ภาวะกำลังการผลิตล้นตลาดเชิงโครงสร้างของโรงกลั่นและปิโตรเคมีในจีน ซึ่งเป็นปัจจัยที่เป็นอิสระจากมาตรการภาษี ยังคงกดดันส่วนต่างราคาและทำให้การแยกแยะผลกระทบจากความตึงเครียดระหว่างสหรัฐฯ-จีนต่ออุปสงค์ทำได้ยากขึ้น ดังนั้นการประเมินความน่าจะเป็นของสถานการณ์ต่างๆ จึงควรทำด้วยความระมัดระวัง เนื่องจากมีทั้งแรงกดดันเชิงโครงสร้างและแรงกดดันเชิงนโยบายที่ซ้อนทับกันอยู่

Figure 7: เมทริกซ์ประเมินความเสี่ยงเชิงคุณภาพ (ช่วง 12-18 เดือนข้างหน้า)

ประเด็นทางภูมิรัฐศาสตร์	สถานการณ์ (กรณีหลัก)	ความน่าจะเป็น*	ผลกระทบต่อ Brent **	ช่องทางผลกระทบหลัก
เวเนซุเอลา	การยกระดับความเข้มงวดในการบังคับใช้มาตรการควบคุมการส่งออกน้ำมันดิบ	ปานกลาง	↑ (เล็กน้อย-ปานกลาง)	Supply shock น้ำมันชนิดหนัก-กำมะถันสูง
รัสเซีย-ยูเครน	โรงกลั่นเสียหายอย่างมีนัยสำคัญ และการส่งออกดีเซลลดลง	ปานกลาง	↑ (ปานกลาง)	Supply shock น้ำมันชนิดหนัก-กำมะถันสูง
ช่องแคบฮอร์มุซ	การเดินเรือบรรทุกน้ำมันหยุดชะงักชั่วคราว	ต่ำ-ปานกลาง	↑↑ (สูง)	Supply shock น้ำมันชนิดหนัก-กำมะถันสูง
สหรัฐอเมริกา-อิหร่าน	การเผชิญหน้าทางการโดยตรงหรือเหตุการณ์รุนแรงครั้งใหญ่	ต่ำ-ปานกลาง	↑↑ (สูง)	Supply shock น้ำมันชนิดหนัก-กำมะถันสูง
สหรัฐอเมริกา-จีน	มาตรการภาษี/การควบคุมเทคโนโลยี	ปานกลาง	↓ (ปานกลาง)	Supply shock น้ำมันชนิดหนัก-กำมะถันสูง
อิหร่าน / เวเนซุเอลา	การผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตรบางส่วน	ต่ำ-ปานกลาง	↓ (เล็กน้อย-ปานกลาง)	Supply shock น้ำมันชนิดหนัก-กำมะถันสูง

Note: *Probability is qualitative and judgment-based, not model-derived.

**Impact is directional relative to a no-shock baseline.

Figure 8: เมทริกซ์ทิศทางผลกระทบทางการเงิน

อันดับ / ความเสี่ยง	กลุ่มธุรกิจ	ปัจจัยขับเคลื่อนทางการเงินหลัก	ผลกระทบเชิงทิศทาง
1. ช่องแคบฮอร์มุซ - ค่าขนส่งและค่าระวางเรือฟุ้ง	โรงกลั่นไทย	ค่าการกลั่น (GRM) ต้นทุนวัตถุดิบ (น้ำมันดิบตะวันตกกลาง) เงินทุนหมุนเวียนและมูลค่าสต็อก FX / ราคาน้ำมันในประเทศและนโยบายรัฐ	ผสมผสาน: Brent ↑↑ แต่ต้นทุนน้ำมันดิบและค่าขนส่ง ↑↑ ผลสุทธิขึ้นกับการส่งผ่านต้นทุนและสต็อก ↓↓ (ต้นทุนถึงหน้าโรงกลั่นสูงขึ้นจากค่าระวางและค่าเบี่ยงความเสี่ยงสงคราม) ↑ (ระยะสั้นอาจได้กำไรจากสต็อกหาก Brent พุ่งแรง) ขึ้นกับบริบท การควบคุมราคาอาจบีบมาร์จิ้น
2. การหยุดชะงักของอุปทานน้ำมันดีเซลจากรัสเซีย-ยูเครน	โรงกลั่นไทย	ส่วนต่างราคาดีเซล & GRM การใช้กำลังการผลิตและปริมาณส่งออก PTTEP ราคาน้ำมัน Brent และ gas oil (ทางอ้อม)	↑↑ (โรงกลั่นที่เน้นดีเซลได้ประโยชน์จากอุปทานดีเซล) ↑ (เดินเครื่องสูงและส่งออกผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates) ↑ เล็กน้อย จากราคาน้ำมันดิบ Brent และราคาน้ำมัน gas oil ในภูมิภาคที่แข็งแกร่งขึ้น แต่ผลเชิงบวกจะน้อยกว่าหุ้นกลุ่มโรงกลั่น
3. เวเนซุเอลา - ความตึงตัวของอุปทานน้ำมันชนิดหนักและกำมะถันสูง	โรงกลั่นไทย	ส่วนต่างราคาน้ำมันชนิดหนักและกำมะถันสูงเทียบกับ benchmark ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PTTEP ราคายาจริงของธุรกิจต้นน้ำ (หากอ้างอิงกับราคาน้ำมันดิบ Brent หรือราคาอ้างอิงในภูมิภาค)	↓↓ (โครงสร้างวัตถุดิบที่เป็นน้ำมันชนิดหนักกว่าจะมีต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นในเชิงเปรียบเทียบ) มีโอกาส ↑ หากระบบโรงกลั่นทั่วโลกเกิดภาวะตึงตัว แต่อาจไม่สามารถชดเชยต้นทุนน้ำมันชนิดหนักที่เพิ่มขึ้นได้อย่างเต็มที่ ↑ เล็กน้อย หากราคาน้ำมันดิบ Brent และน้ำมันชนิดหนักมีการปรับระดับราคาขึ้น (Re-rate)
4. ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน (ความเสี่ยงด้านอุปสงค์)	PTTEP	Brent และราคาก๊าซภูมิภาค ปริมาณขาย LNG/ก๊าซ/ของเหลว โรงกลั่นไทย สเปกปีโตรเคมี GRM และการใช้กำลังการผลิต	↓↓ ผ่านการคาดการณ์อุปสงค์ที่ลดลงและบรรยากาศการลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ↓ เล็กน้อย หากการเติบโตของอุปสงค์ในเอเชียชะลอตัวลง ↓↓ (เป็นธุรกิจตามวัฏจักรและอ่อนไหวต่อสภาวะการค้า; ได้รับแรงกดดันจากภาวะกำลังการผลิตล้นตลาดในจีนอยู่แล้ว) ↓ จากปริมาณการผลิตที่ลดลง และส่วนต่างราคาน้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่อ่อนแอลงในช่วงอุปสงค์ขาลง
5. ความผันผวนของสถานการณ์ LNG ระหว่างรัสเซีย-ยูเครน	PTT (ก๊าซ/LNG)	ต้นทุน LNG เทียบการส่งผ่านราคา โครงสร้างค่าไฟและก๊าซ PTTEP ราคายาก๊าซ	↓↓ หากมีสัดส่วนการขายในตลาดจอร์เจีย และการเรียกคืนต้นทุนผ่านค่าไฟฟ้าในประเทศ ถูกจำกัด ความเสี่ยงจากการกำกับดูแล หากปรับราคาต่ำ อาจ ↑ หากสัญญาผูกติดกับราคา LNG หรือ Brent ที่พุ่งสูงขึ้น; แต่มีความเสี่ยงด้านปริมาณ หากราคาที่สูงเกินไปกดดันให้ความต้องการใช้ลดลง
6. อิหร่าน / เวเนซุเอลา - การผ่อนปรนมาตรการคว่ำบาตร (ปัจจัยลบต่อราคาน้ำมัน)	PTTEP	ราคายาอิง Brent การเปลี่ยนทรัพยากรสำรองให้เป็นรายได้ (ความคุ้มค่าของโครงการ) โรงกลั่นไทย ต้นทุนวัตถุดิบ	↓↓ เนื่องจากอุปทานส่วนเพิ่มของน้ำมันชนิดหนักและกำมะถันสูงกดดันราคาอ้างอิง ราคาลดลงนับ NPV และผลตอบแทนของโครงการใหม่ให้ต่ำลง ↑ (ต้นทุนน้ำมันชนิดหนักถูกลดลง; ช่วยปรับปรุงความคุ้มค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ของสัดส่วนน้ำมันดิบที่ใช้เป็นวัตถุดิบ)
7. ความตึงเครียดที่ทวีความรุนแรงขึ้นระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่าน (Tail Risk)	PTTEP	Brent และ risk premium โรงกลั่นไทย ต้นทุนวัตถุดิบและค่าขนส่ง PTT/ไฟฟ้า ค่าก๊าซและค่าไฟ	↑↑ สำหรับราคายาจริง (Realized prices) แต่ต้องแลกมาด้วยความเสี่ยงด้านการดำเนินงานและเสี่ยงจากประเทศผู้ให้สัมปทานที่เพิ่มขึ้น ↓↓ (ต้นทุนพุ่งสูงขึ้นอย่างรุนแรง); อาจเกิดภาวะมาร์จินหดตัว หากราคายาในประเทศถูกควบคุมโดยรัฐบาล ต้นทุนเชื้อเพลิงสูงขึ้น; มีความเสี่ยงที่ข้อจำกัดทางการเมืองจะทำให้การปรับค่าไฟฟ้า (Tariff pass-through) ลำบากกว่ากำหนด

Source: Oilprice.com and InnovestX Research

เราทำการวิเคราะห์ความอ่อนไหว (sensitivity analysis) ของการเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันที่มีต่อกำไรสุทธิและราคาเป้าหมายของหุ้นกลุ่มพลังงานและก๊าซภายใต้การวิเคราะห์ของ INNVX ดังแสดงด้านล่าง ตารางวิเคราะห์ความอ่อนไหวแสดงให้เห็นว่าบริษัทพลังงานของไทยมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญในด้านลักษณะความเสี่ยงและผลตอบแทน (risk-return profiles) โดยขึ้นอยู่กับว่ากำไรและมูลค่าหุ้นของบริษัทนั้นๆ ตอบสนองต่อการ

เปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันอย่างไร บริษัทพลังงานต้นน้ำมีความเชื่อมโยงกับการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันดิบสูงที่สุด ทำให้มีโอกาสที่จะสร้าง upside อย่างมีนัยสำคัญ แต่ก็นำมาซึ่งความผันผวนในระดับสูงไปพร้อมกัน บริษัทที่ประกอบธุรกิจพลังงานครบวงจรมีความอ่อนไหวในระดับปานกลางจากการที่มีกิจกรรมธุรกิจหลากหลาย แม้ปัจจัยด้านกำกับดูแลในธุรกิจก๊าซภายในประเทศอาจจำกัดอาจคุณลักษณะเชิงป้องกันความเสี่ยงของกลุ่มนี้ บริษัทที่ประกอบธุรกิจที่เน้นด้านการตลาดมีความอ่อนไหวต่อระดับราคาน้ำมันค่อนข้างจำกัด เนื่องจากผลประโยชน์ที่ได้รับอีกทีจากอุปสงค์ โครงสร้างราคาขายปลีก และสภาวะการแข่งขันมากกว่า บริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นมีการตอบสนองต่อการเปลี่ยนแปลงราคาน้ำมันที่หลากหลาย โดยส่วนใหญ่เผชิญความผันผวนจากปัจจัยทางบัญชีเป็นหลัก ขณะที่บางบริษัทได้รับผลกระทบมากจากการปรับมูลค่าสินค้าคงเหลือ แม้ว่าผลประโยชน์ในระยะยาวจะยังคงขึ้นอยู่กับวัฏจักรค่าการกลั่นมากกว่าการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันก็ตาม สำหรับบริษัทที่มีส่วนผสมของธุรกิจโรงกลั่น พลังงานหมุนเวียน และการสำรวจและผลิต (E&P) ในต่างประเทศ จะมีโปรไฟล์ที่สมดุลมากกว่า เนื่องจากการกระจายความเสี่ยงช่วยลดความอ่อนไหวโดยรวมต่อการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันดิบ

ความแตกต่างเหล่านี้สนับสนุนแนวทางการจัดพอร์ตการลงทุนแบบแบ่งระดับ (tiered approach) นักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้สูงอาจเพิ่มน้ำหนักในหุ้นกลุ่มพลังงานต้นน้ำและโรงกลั่นที่มี operating leverage สูง ส่วนนักลงทุนที่สามารถรับความเสี่ยงได้ปานกลางสามารถผสมการลงทุนในหุ้นกลุ่มพลังงานต้นน้ำเข้ากับปลายน้ำและกลุ่มที่มีธุรกิจหลากหลายซึ่งมีรายได้มั่นคงมากกว่า สำหรับนักลงทุนที่เน้นลงทุนอย่างระมัดระวัง (conservative) อาจเลือกบริษัทที่มีปัจจัยพื้นฐานมั่นคง มีความอ่อนไหวต่อราคาน้ำมันต่ำ และมีกระแสเงินสดที่คาดการณ์ได้มากกว่า แต่ยังคงต้องติดตามความไม่แน่นอนด้านกฎระเบียบและวัฏจักรค่าการกลั่น ซึ่งยังคงเป็นปัจจัยที่สามารถส่งผลกระทบต่อผลการดำเนินงานได้อย่างมีนัยสำคัญ

Figure 9: ความอ่อนไหวของราคาน้ำมันต่อกำไรและราคาเป้าหมาย

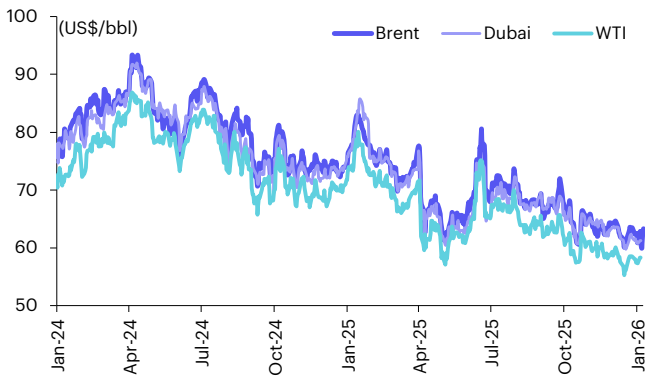
Company	การเปลี่ยนแปลงโดยประมาณของกำไรสุทธิปี 2569F จากกรณีฐาน (+US\$5/บาร์เรล)	การเปลี่ยนแปลงโดยประมาณของราคาเป้าหมาย (+US\$5/บาร์เรล สำหรับราคาเป้าหมายระยะยาว)	เหตุผล
PTTEP	+15%	+30% (DCF)	รายได้เชื่อมโยงโดยตรงกับราคาน้ำมันและก๊าซ ขณะที่ต้นทุนดำเนินงานส่วนใหญ่เป็นต้นทุนคงที่; ค่าเสื่อมราคาและค่าตัดจำหน่าย รวมถึงดอกเบี้ยที่ไม่เปลี่ยนแปลงตามราคาน้ำมัน ส่งผลให้มี operating leverage สูง ราคาน้ำมันระยะยาวที่สูงขึ้นหนุนทั้งกำไรและ NAV
PTT	+5%	+10% (sum-of-parts)	กำไรในงบการเงินรวมได้ประโยชน์จากกำไรปกติของ PTTEP และส่วนแบ่งกำไรจากเงินลงทุน รวมถึงเงินปันผลที่สูงขึ้นจากบริษัทร่วมในกลุ่มโรงกลั่น อย่างไรก็ตาม กำไรถูกกดดันจาก: 1) ธุรกิจก๊าซและท่อก๊าซในประเทศที่มีการควบคุมราคา และ 2) ความเสี่ยงด้านมาร์จินก๊าซ/LNG หากการส่งผ่านต้นทุนล่าช้า
OR	+3% (ทิศทางขึ้นกับมาร์จินเทียบกับผลขาดทุน/กำไรจากสต็อก)	+3% (EV/EBITDA)	ระยะสั้น ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นอาจสร้างกำไรจากสต็อก แต่กดดันมาร์จินต่อหน่วยและปริมาณขาย ขณะที่ราคาน้ำมันของนักหมุนอุปสงค์และมาร์จินการตลาด แต่ทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อก โดยตลอดวัฏจักร ระดับราคาน้ำมันมีความสำคัญน้อยกว่าปริมาณขาย การแข่งขัน และนโยบายกำกับราคาขายปลีก
TOP	+8% (ส่วนใหญ่เป็นผลทางบัญชี)	+3% (PBV)	ที่ระดับ GRM คงที่ ราคาน้ำมันมีผลต่อกำไร/ขาดทุนจากสต็อกและความต้องการเงินทุนหมุนเวียน ทั้งนี้ การประเมินมูลค่าด้วยวิธี PBV แบบจะไม่มีการเปลี่ยนแปลง เว้นแต่ว่าราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะส่งผลให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ หรืออุปสงค์เปลี่ยนแปลงไปในเชิงโครงสร้าง
SPRC	+15% (ขับเคลื่อนโดยสต็อก)	+5% (PBV)	ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นเพียงอย่างเดียว กำไรสุทธิถูกกำหนดโดยค่าการกลั่นและอัตราการใช้กำลังการผลิตเป็นหลัก ทั้งนี้ ระดับราคาน้ำมันจะส่งผลต่อกำไรผ่านการรับรู้กำไร/ขาดทุนจากสต็อคน้ำมันและงบดุล มากกว่าที่จะส่งผลต่อกำไรจากการดำเนินงานจริงของโรงกลั่น
BCP	+6%	+2% (sum-of-parts)	ธุรกิจโรงกลั่นมีการดำเนินงานคล้ายกับ TOP และ SPRC ในขณะที่ธุรกิจการตลาดอาจได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง (จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นและความสามารถในการซื้อของผู้บริโภค) ทั้งนี้ ธุรกิจพลังงานหมุนเวียนและธุรกิจอื่นที่ไม่ใช่โรงกลั่นช่วยกระจายความเสี่ยง ทำให้ค่า beta ต่อราคาน้ำมันดิบโดยรวมลดลงเมื่อเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นอย่างเดียว นอกจากนี้ ราคาน้ำมันและก๊าซที่สูงขึ้นในยุโรปจะหนุนกำไรของธุรกิจสำรวจและผลิต (E&P) ในประเทศนอร์เวย์ (OKEA)
IRPC	+20%	+7% (PBV)	การดำเนินธุรกิจที่มีทั้งโรงกลั่นและปิโตรเคมีควบคู่กัน: กำไรสุทธิมีความอ่อนไหวต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ (ค่าการกลั่น และส่วนต่างราคาโอเลฟินส์/อะโรแมติกส์) มากกว่าระดับราคาน้ำมันที่แท้จริง ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันส่งผลกระทบต่อต้นทุนแพคเกจและวัตถุดิบ ซึ่งส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรของธุรกิจปิโตรเคมี ขณะที่ผลกระทบด้านสต็อคน้ำมันและเงินทุนหมุนเวียนนั้นมีลักษณะคล้ายคลึงกับโรงกลั่นอื่นๆ

Source: InnovestX Research

แนวโน้มตลาดน้ำมัน - มุมมองแตกต่างกัน

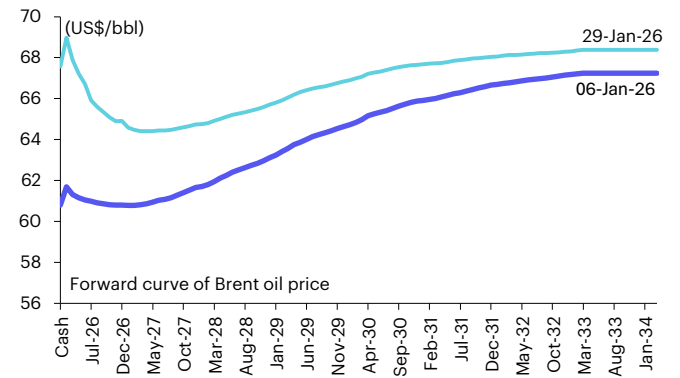
เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อตลาดน้ำมันในปี 2569 เนื่องจากหน่วยงานหลักทั้งสามแห่งมีความเห็นที่แตกต่างกันอย่างมากระหว่างสมมติฐานของอุปสงค์และอุปทาน โดย OPEC ยังคงมีมุมมองเชิงบวกที่สุด โดยคาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์ที่ +1.4 ล้านบาร์เรล/วัน นำโดยตลาดนอกกลุ่ม OECD และคาดการณ์ความต้องการน้ำมันดิบจากกลุ่ม OPEC+ ที่เกือบสมดุลที่ระดับประมาณ 43 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งได้รับแรงหนุนจาก backwardation curves และ physical indicators ที่แข็งแกร่ง ในทางตรงกันข้าม EIA คาดการณ์ว่าจะเกิดภาวะอุปทานส่วนเกินอย่างต่อเนื่อง โดยอุปทานโลกจะสูงกว่าอุปสงค์ประมาณ 2.8 ล้านบาร์เรล/วัน และราคาน้ำมัน Brent เติบโตจะอยู่ที่ US\$56/บาร์เรล โดยอ้างถึงการเพิ่มขึ้นของสต็อคน้ำมันอย่างต่อเนื่องและโครงสร้างราคาแบบ contango ขณะที่มุมมองของ IEA ณ เดือนมกราคม 2569 ชี้ให้เห็นถึงภาวะอุปทานล้นตลาดที่มากกว่าที่ประมาณ 4.09 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งบ่งชี้ถึงแรงกดดันด้านลบต่อราคาที่สูงกว่าและภาพรวมปัจจัยพื้นฐานที่อ่อนแอกว่าที่ OPEC คาดการณ์ไว้ เมื่อพิจารณาจากความไม่สอดคล้องเหล่านี้ เราจึงให้น้ำหนักไปทางสถานการณ์ของ EIA/IEA ที่มองในเชิงลบ (bearish) มากกว่า ซึ่งสอดคล้องกับข้อมูลการเพิ่มขึ้นของสต็อคน้ำมันที่สังเกตได้และโมเมนตัมทางเศรษฐกิจมหภาคที่ชะลอตัวลง เราแนะนำให้ประเมินมูลค่าและจัดพอร์ตโดยใช้กรอบราคาน้ำมันดิบ Brent ที่ US\$60-62/บาร์เรล จนกว่าจะเห็นหลักฐานที่ชัดเจนของสมดุลตลาดที่ตึงตัวขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

Figure 10: ราคาน้ำมันดิบอ้างอิง



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

Figure 11: Forward curve

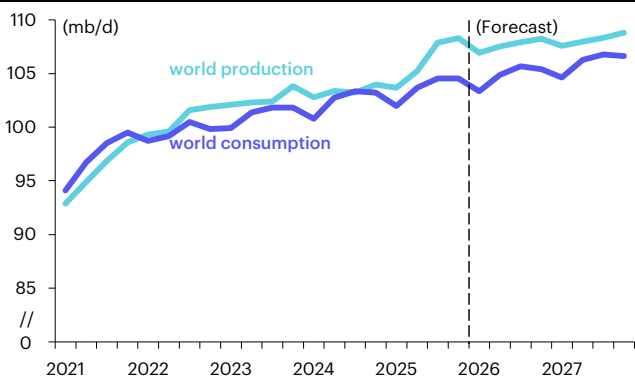


Source: Barchart and InnovestX Research

อุปสงค์น้ำมันโลกมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น แม้ระดับการคาดการณ์จะแตกต่างกัน การคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันจากสามหน่วยงานพลังงานหลักระดับนานาชาติยังคงมีความแตกต่างกันอย่างมีนัยสำคัญสำหรับแนวโน้มปี 2569 OPEC ยังคงมีมุมมองเชิงบวกที่สุด โดยคงตัวเลขคาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกที่ +1.4 ล้านบาร์เรล/วัน โดยคาดว่าจะมีเพียงประมาณ 0.15 ล้านบาร์เรล/วัน ที่มาจากกลุ่มประเทศ OECD ในขณะที่ส่วนใหญ่หรือประมาณ +1.2 ล้านบาร์เรล/วัน ถูกขับเคลื่อนโดยระบบเศรษฐกิจนอกกลุ่ม OECD โดยเฉพาะจีน อินเดีย ประเทศอื่นๆ ในเอเชีย ตะวันออกกลาง แอฟริกา และลาตินอเมริกา ในทางกลับกัน IEA มีท่าทีที่ระมัดระวังมากกว่า โดยประมาณการการเติบโตของอุปสงค์ที่ +0.93 ล้านบาร์เรล/วัน สำหรับปี 2569 ในรายงาน Oil Market Report ฉบับเดือนมกราคม 2569 ขณะที่มุมมองล่าสุดของ EIA ต่อตลาดพลังงานอยู่ที่กลางระหว่างสองหน่วยงานข้างต้น โดยคาดการณ์ว่าการบริโภคเชื้อเพลิงเหลวทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นประมาณ +1.1 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 (หลังจากที่เพิ่มขึ้น +1.2 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2568) เช่นเดียวกับ OPEC ทาง EIA ระบุว่าอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นเกือบทั้งหมดมาจากประเทศนอกกลุ่ม OECD ในเอเชีย (โดยเฉพาะอินเดียและจีน) และตะวันออกกลาง ในขณะที่อุปสงค์จากกลุ่ม OECD แทบจะทรงตัว ปัจจัยหลักที่ทำให้เกิดความแตกต่างและเป็นแหล่งสำคัญของความไม่แน่นอนเชิงคาดการณ์ คือ ส่วนต่างประมาณ 0.5 ล้านบาร์เรล/วัน ระหว่างมุมมองการเติบโตของอุปสงค์ของ OPEC และ IEA ซึ่งส่วนต่างนี้ส่งผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อความต้องการน้ำมันดิบจากกลุ่ม OPEC และระดับอุปทานส่วนเกินที่อาจเกิดขึ้นในตลาดซึ่งส่งผลโดยตรงต่อการคาดการณ์ราคาและทิศทางของสต็อกน้ำมัน

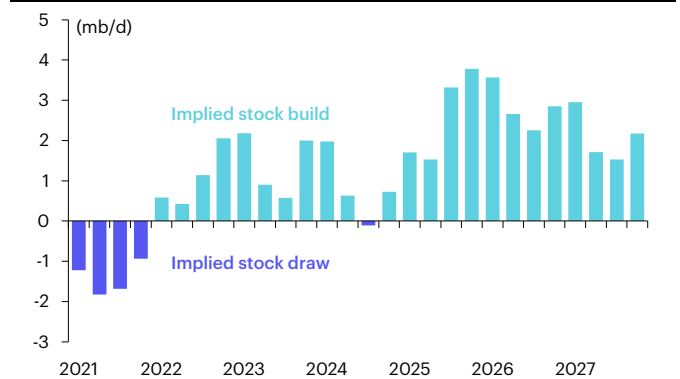
อย่างไรก็ตาม แนวโน้มการเติบโตของ GDP โลกสำหรับปี 2569 ยังคงเปราะบาง โดยมีความเสี่ยงในทิศทางขาลงเล็กน้อย ซึ่งได้รับแรงกดดันหลักจากความไม่แน่นอนทั่วโลกในวงกว้างและความเสี่ยงทางการเงินมหภาคที่เพิ่มขึ้นตามที่ IMF ได้เน้นย้ำ โดยเตือนว่าปัจจัยเหล่านี้อาจลดรั้งกิจกรรมทางเศรษฐกิจได้สูงสุดถึง 2% ของ GDP ในขณะเดียวกัน สัญญาณที่ขัดแย้งกันในตลาดพลังงาน ซึ่ง IEA ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันปี 2569 ในขณะที่ OPEC ยังคงมุมมองเชิงบวก แต่การหยุดชะงักของอุปทานได้ทำให้ IEA ปรับลดตัวเลขคาดการณ์อุปทานน้ำมันล้นตลาดลง ซึ่งตอกย้ำถึงความไม่แน่นอนของภาพเศรษฐกิจมหภาค ความไม่สอดคล้องเหล่านี้บ่งชี้ว่าแม้ตัวชี้วัดระยะสั้นยังสะท้อนความแข็งแกร่งของอุปสงค์น้ำมัน แต่ความไม่แน่นอนด้านเศรษฐกิจโดยรวมยังคงเป็นความเสี่ยงเชิงลบที่ต้องจับตา

Figure 12: แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานน้ำมันโลก



Source: US EIA and InnovestX Research

Figure 13: สมดุลอุปสงค์-อุปทานน้ำมัน



Source: US EIA and InnovestX Research

การคาดการณ์อุปทานที่แตกต่างกันตอกย้ำถึงความไม่แน่นอนของตลาดที่เพิ่มสูงขึ้น การคาดการณ์ด้านอุปทานเผยให้เห็นความแตกต่างที่ชัดเจนยิ่งขึ้น OPEC ยังคงมุมมองในเชิงบวก โดยคาดว่าปริมาณเชื้อเพลิงเหลวจากกลุ่มนอก OPEC+ จะขยายตัวประมาณ +0.6 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 นำโดยบราซิล แคนาดา สหรัฐฯ และอาร์เจนตินา ในขณะที่ก๊าซธรรมชาติเหลว (NGLs) และเชื้อเพลิงเหลวนอกรูปแบบ (non-conventional liquids) ของกลุ่ม OPEC+ จะช่วยเพิ่มอุปทานอีก +0.1 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งบ่งชี้ว่าความต้องการน้ำมันดิบจากกลุ่ม OPEC+ จะเพิ่มขึ้นเป็น 43 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 หรือเพิ่มขึ้น +0.6 ล้านบาร์เรล/วัน จากปี 2568 ซึ่งสอดคล้องกับปริมาณการผลิตของกลุ่มที่ 42.83 ล้านบาร์เรล/วัน ในเดือนธันวาคม 2568 โดย OPEC นิยามสภาวะนี้ว่าเป็นตลาดที่มีความสมดุลในวงกว้าง เสริมด้วยโครงสร้างราคาแบบ backwardation และสต็อกน้ำมันของกลุ่มประเทศ OECD ที่สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีล่าสุดเพียงเล็กน้อยเท่านั้น

ในทางกลับกัน EIA มีมุมมองที่เป็นลบมากกว่า โดยการคาดการณ์ล่าสุดแสดงให้เห็นว่าอุปทานเชื้อเพลิงเหลวทั่วโลกจะเพิ่มขึ้น +1.4 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 ซึ่งสูงกว่าการเติบโตของอุปสงค์ที่คาดว่าจะ +1.1 ล้านบาร์เรล/วัน ส่งผลให้มีการสะสมสต็อกน้ำมันเฉลี่ยในระดับสูงถึงประมาณ 2.8 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 ซึ่งใกล้เคียงกับปี 2568 นอกจากนี้ EIA ยังคาดการณ์ต่อเนื่องว่าจะมีการสะสมสต็อกน้ำมันอีก +2.1 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2570 การสะสมสต็อกน้ำมันในลักษณะนี้บ่งชี้ถึงสภาวะตลาดที่ตึงตัวน้อยกว่าที่ OPEC คาดไว้ ขณะที่การคาดการณ์ล่าสุดของ IEA ในเดือนมกราคม 2569 ให้มุมมองที่เป็นลบที่สุด โดยเตือนว่าตลาดจะเผชิญภาวะอุปทานส่วนเกินทั่วโลกประมาณ 4.09 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 หลังจากมีการปรับเพิ่มตัวเลขประมาณการทั้งฝั่งอุปทานและอุปสงค์ แต่อุปทานยังคงขยายตัวทั้งจากการบริโภคอย่างหนัก หากข้อมูลนี้แม่นยำ จะสะท้อนพื้นฐานตลาดที่อ่อนแอที่สุดในบรรดาการคาดการณ์ของทั้งสามหน่วยงาน

ความไม่สมดุลอย่างต่อเนื่องที่สะท้อนจากประมาณการของทั้งสามหน่วยงานบ่งชี้ถึงแรงกดดันต่อราคาน้ำมันในปี 2569 โดยคาดว่าราคาน้ำมัน Brent เฉลี่ยจะอยู่ที่ประมาณ US\$62/บาร์เรล (สมมติฐานของ INNVX) ลดลงจากระดับเฉลี่ย US\$69/บาร์เรล ในปี 2568 อย่างไรก็ตาม กราฟราคาน้ำมัน Brent ล่วงหน้ายังสะท้อนค่าพรีเมียมจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ประมาณ US\$5-6/บาร์เรล ซึ่งบ่งชี้ถึงความเสี่ยง upside ในระยะสั้น เนื่องจากความตึงเครียดในวันออกกลาง ความไม่แน่นอนเกี่ยวกับปริมาณการผลิตของอิหร่าน การกลับมาคว่ำบาตรเวเนซุเอลาอีกครั้ง และการหยุดชะงักที่เชื่อมโยงกับความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน อาจทำให้อุปทานตึงตัวขึ้นและผลักดัน risk premiums ให้สูงขึ้น

ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์เหล่านี้สะท้อนอยู่ในกรอบคาดการณ์ราคาน้ำมันของ OPEC และ IEA มากกว่า เนื่องจากหน่วยงานเหล่านี้ใช้สมมติฐานว่าตลาดจะตึงตัวขึ้นภายใต้สถานการณ์ความเสี่ยงด้านอุปทาน ขณะที่ EIA ยังคงเป็นข้อยกเว้น โดยยังคงมุมมองเชิงลบเชิงโครงสร้างจากอุปทานนอกกลุ่ม OPEC ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งและการสะสมสต็อกน้ำมันอย่างต่อเนื่อง ซึ่ง EIA คาดว่าปัจจัยเหล่านี้จะมีน้ำหนักมากกว่าข้อจำกัดทางภูมิรัฐศาสตร์ ความแตกต่างในการให้น้ำหนักความเสี่ยง (กล่าวคือ OPEC/IEA ให้ความสำคัญกับวินัยด้านอุปทานและความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ เทียบกับ EIA ที่เน้นการเติบโตของอุปทานและการสะสมสต็อกน้ำมัน) ทำให้การคาดการณ์ราคาและการกำหนดกลยุทธ์จัดพอร์ตสำหรับปี 2569 ซับซ้อนยิ่งขึ้น

ราคาน้ำมันดิบ Brent เฉลี่ยในงวด 1Q69TD ปรับตัวเพิ่มขึ้น 5% จากเดือนธันวาคม 2568 มาอยู่ที่ US\$65.7/บาร์เรล ทำให้มีโอกาสที่จะมีการปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันทั้งปีของเราที่ US\$62/บาร์เรล นอกจากนี้ ราคาในตลาดล่วงหน้า (forward curve) ก็ขยับสูงขึ้นมาอยู่ที่ระดับ US\$65-66/บาร์เรลสำหรับปี 2569 (จากเดิมที่ US\$60-61/บาร์เรล) ซึ่งบ่งชี้ถึงโอกาสในการปรับเพิ่มประมาณการกำไรปี 2569 ของเรา

Figure 14: ประมาณการราคาน้ำมัน

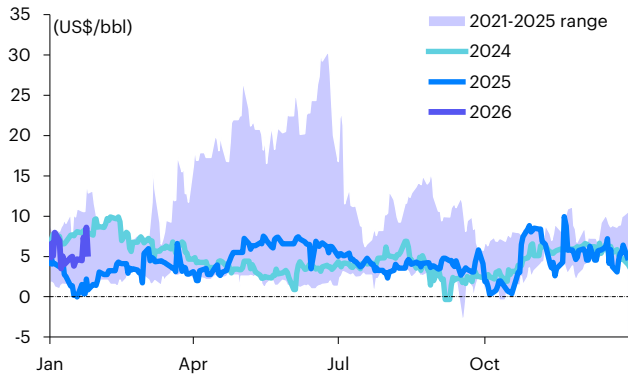
	2023	2024	2025	2026 (YTD)	2026F	2027F
Brent	82.61	80.71	69.05	65.68	62.00	63.00
Dubai	81.93	79.70	68.37	63.25	60.00	61.00
Brent-Dubai	0.68	1.01	0.68	2.44	2.00	2.00

Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

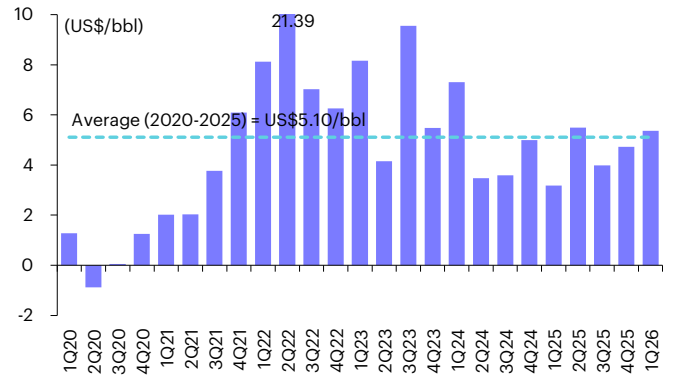
กลุ่มโรงกลั่น – ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ยังคงเป็นปัจจัยสนับสนุน

ค่าการกลั่นใน 1Q69 น่าจะปรับตัวดีขึ้นจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่งขึ้น ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ (Singapore GRM) ในปี 2568 เคลื่อนไหวอยู่ในช่วง US\$2-5/บาร์เรล ขณะที่ค่าเฉลี่ยใน 4Q68 อยู่ที่ US\$4.7/บาร์เรล (+18% QoQ) โดยได้รับแรงหนุนจากการปรับตัวขึ้นแรงของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate (+31% QoQ) และส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซิน (+52% QoQ) ตามปัจจัยฤดูกาล ทั้งนี้ ค่าการกลั่นน้ำมันดีเซลยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดยส่วนต่างราคาเพิ่มขึ้นเป็น US\$24.5/บาร์เรล ใน 4Q68 เทียบกับ US\$18.7/บาร์เรล ใน 3Q68 ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ 4Q66 ส่วนหนึ่งได้รับแรงหนุนจากภาวะอุปทานตึงตัวในยุโรปหลังการคว่ำบาตรผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปที่ผลิตจากน้ำมันดิบของรัสเซีย ภาวะอุปทานตึงตัวถูกกดดันด้วยการหยุดชะงักของการส่งน้ำมันดิบรัสเซียไปยังยุโรปกลางและยุโรปตะวันออก รวมถึงความผันผวนที่เพิ่มขึ้นจากการที่ยูเครนขยายปฏิบัติการใช้โดรนโจมตีโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานของรัสเซีย ซึ่งเพิ่มความไม่แน่นอนในการดำเนินงานและความเสี่ยงต่อการหยุดชะงักของอุปทาน

โรงกลั่นหลายแห่งในยุโรปเผชิญกับการผลิตที่ลดลงเนื่องจากการมีข้อจำกัดในการเข้าถึงน้ำมันดิบของรัสเซีย ขณะที่ความกังวลด้านความมั่นคงทางพลังงานในวงกว้างยังคงอยู่ในระดับสูง ในขณะเดียวกันการส่งออกน้ำมันดีเซลของรัสเซียมีความผันผวน โดยฟื้นตัวกลับมาอยู่ที่ประมาณ 900,000 บาร์เรลต่อวันในเดือนธันวาคม หลังจากก่อนหน้านี้แตะระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปีจากการหยุดชะงักของโรงกลั่น ด้วยระดับสต็อกผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปที่ยังคงต่ำทั้งในยุโรปและสหรัฐฯ ส่งผลให้ส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลมีแนวโน้มที่จะทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องไปจนถึง 1Q69 สภาพแวดล้อมดังกล่าวเป็นประโยชน์ต่อโรงกลั่นประเภท complex ที่มีสัดส่วนผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ระดับสูง

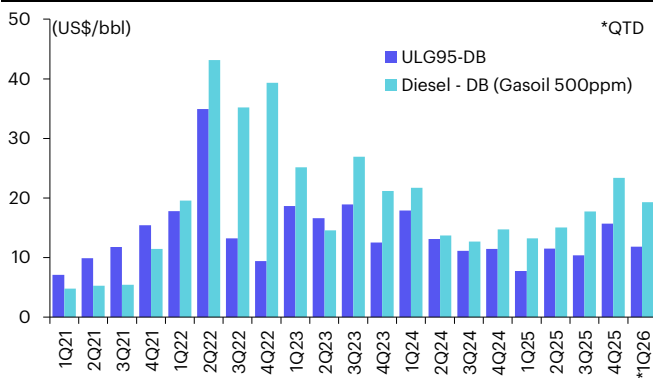
Figure 15: Singapore GRM – hydrocracking

Source: Reuters and InnovestX Research

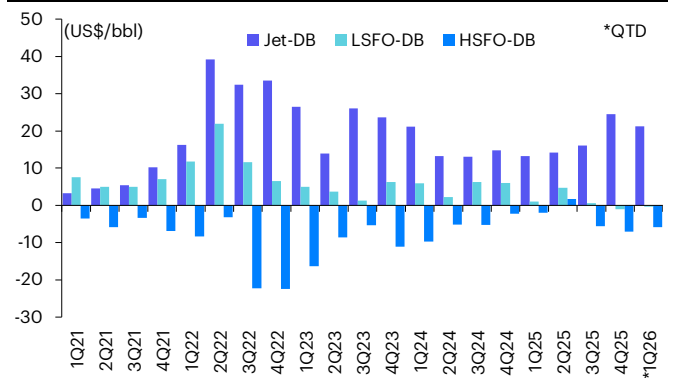
Figure 16: Singapore GRM รายไตรมาส

Source: Reuters and InnovestX Research

เศรษฐกิจการกลั่นน้ำมันน่าจะยังคงอยู่ในเกณฑ์ดีในปี 2569 แต่จะมีความแตกต่างกันในแต่ละภูมิภาค
 เศรษฐกิจการกลั่นน้ำมันมีแนวโน้มที่จะยังคงอยู่ในเกณฑ์ดี แม้ว่าผลการดำเนินงานน่าจะแตกต่างกันไปในแต่ละภูมิภาค โดย IEA ยังคงคาดการณ์ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่ง โดยเฉพาะน้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยาน ซึ่งได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์ภาคการบิน และคาดว่าค่าการกลั่นเฉลี่ยจะอยู่ที่ US\$6.5–7.5/บาร์เรล ขณะที่ OPEC ระบุว่าค่าการกลั่นในเอเชียที่อ่อนตัวลงในช่วงที่ผ่านมาเป็นผลมาจากอุปทานในภูมิภาคที่เพิ่มขึ้นและแรงจูงใจในการส่งออกที่ลดลง แต่คาดว่าจะฟื้นตัวดีขึ้นตามฤดูกาล ในขณะเดียวกัน EIA คาดการณ์ว่าค่าการกลั่นจะแข็งแกร่งขึ้นเป็นครั้งแรกนับตั้งแต่ปี 2565 โดยมีแรงขับเคลื่อนจากราคาน้ำมันดิบที่ลดลงและสต็อกน้ำมันเบนซินที่ตึงตัวขึ้น สัญญาณที่แตกต่างกันในแต่ละภูมิภาคเหล่านี้บ่งชี้ถึงโอกาสเลือกลงทุนในหุ้นโรงกลั่น โดยเอื้อให้โรงกลั่นที่มีสัดส่วนผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate สูงและมีห่วงโซ่การผลิตแบบบูรณาการได้ประโยชน์มากกว่า

Figure 17: ส่วนต่างราคา – น้ำมันดีเซล vs. น้ำมันเบนซิน

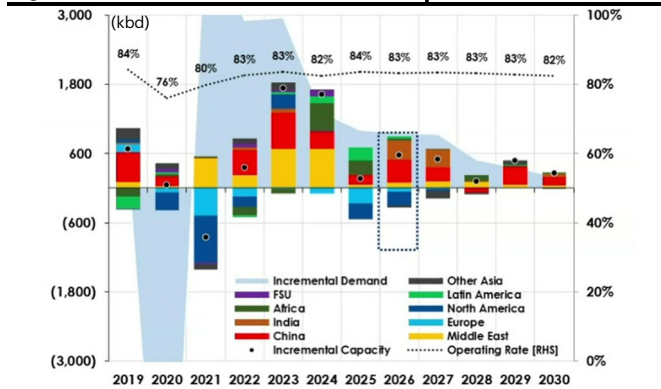
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 18: ส่วนต่างราคา – น้ำมันอากาศยาน vs. HSFO vs. LSFO

Source: TOP and InnovestX Research

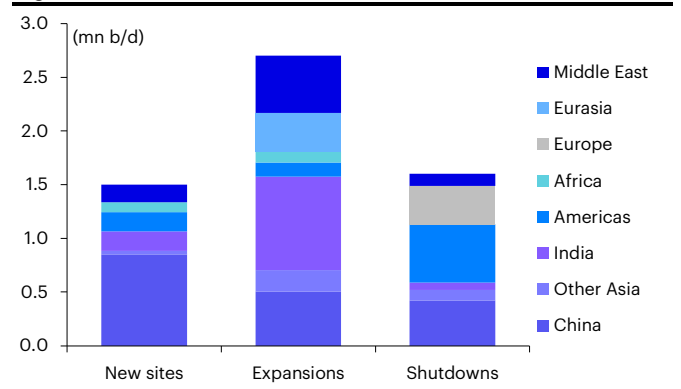
การเติบโตของอุปสงค์จะยังคงสูงกว่ากำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นสุทธิในปี 2569 เราคาดว่าค่าการกลั่นตลาด (market GRM) จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย เนื่องจากกำลังการกลั่นทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นสุทธิประมาณ 600,000 บาร์เรล/วัน (หลังจากหักลบการปิดโรงกลั่นอย่างถาวรในยุโรปและสหรัฐฯ ประมาณ 400,000 บาร์เรล/วัน) ยังคงต่ำกว่าอุปสงค์ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 1 ล้านบาร์เรล/วัน ทั้งนี้อัตราการใช้กำลังการกลั่นทั่วโลกน่าจะทรงตัว YoY ที่ประมาณ 83% ในปี 2569 โดย IEA คาดการณ์ว่าปริมาณการนำน้ำมันดิบเข้ากลั่นจะเพิ่มขึ้น 770,000 บาร์เรล/วัน (+0.9% YoY) เป็น 84.6 ล้านบาร์เรล/วัน โดยได้รับแรงหนุนหลักจากกำลังการกลั่นใหม่ในจีนและอินเดีย ทั้งนี้อินเดียมีแนวโน้มที่จะขยายกำลังการกลั่นเชิงรุกมากขึ้น โดยจะแข่งขันจีนตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไป เนื่องจากคาดว่าอินเดียจะเป็นประเทศที่มีส่วนแบ่งอุปสงค์น้ำมันโลกที่เพิ่มขึ้นมากที่สุดในทศวรรษหน้า

Figure 19: การเพิ่ม CDU ทั่วโลกเทียบกับอุปสงค์ส่วนเพิ่ม



Source: TOP, FACTs, Energy Aspect, EIA and IEA

Figure 20: การเปลี่ยนแปลงกำลังการกลั่นทั่วโลก (ปี 2567-2573)



Source: IEA

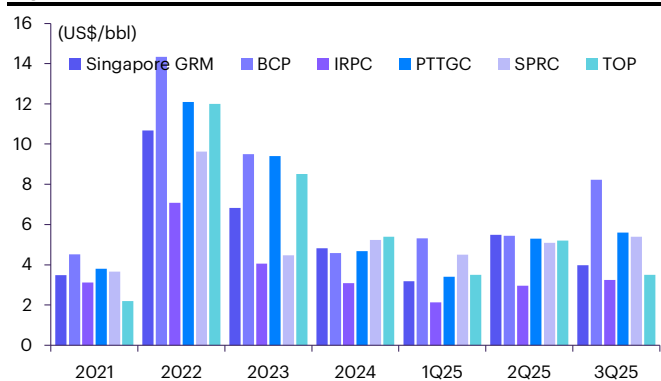
ค่าการกลั่นตลาดมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นในปี 2569-2570 ค่าการกลั่นตลาดดังที่แสดงใน Figure 19 คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นในช่วงปี 2569-2570 โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของอุปสงค์น้ำมันเบนซิน น้ำมันดีเซล และโดยเฉพาะน้ำมันอากาศยานจากการเดินทางทางอากาศที่กลับเข้าสู่ภาวะปกติ เราคาดการณ์ค่าการกลั่นที่ US\$5-5.5/บาร์เรลในปี 2569 โดยอ้างอิงจากสมมติฐานส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันหลักๆ ทั้งนี้ไม่รวมถึงของน้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF) ยังคงแข็งแกร่ง แต่ความคืบหน้าโครงการยังเป็นไปอย่างล่าช้า โดยคาดว่า SAF จะคิดเป็นสัดส่วนเพียง 0.8% ของน้ำมันอากาศยานทั้งหมดในปี 2569 (~2.4 ล้านตัน) ซึ่งบ่งชี้ถึงอัตราการเติบโตที่ชะลอตัวลงจากกรอบนโยบายที่ไม่เข้มงวดในยุโรปและสหราชอาณาจักร (IATA) สำหรับอุปสงค์น้ำมันเบนซินยังคงปรับตัวตามฤดูกาลและแข็งแกร่งในกลุ่มตลาดเกิดใหม่ โดยคาดว่าส่วนต่างราคาจะอยู่ที่ US\$11-12/บาร์เรลใน 2-3 ปีข้างหน้า

Figure 21: ค่าการกลั่นตลาด (Singapore hydrocracking)

Spread	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F
ULG-Dubai	4.43	11.01	18.85	16.68	13.39	11.32	12.00	12.00
Jet-Dubai	2.52	5.83	30.31	22.53	15.57	17.02	18.00	19.00
Diesel-Dubai	6.14	6.70	34.29	21.94	16.66	18.30	20.00	21.00
Fuel Oil-Dubai	(3.02)	(4.87)	(14.07)	(10.33)	(5.59)	(3.21)	(5.00)	(5.00)
Market GRM	0.43	3.49	10.69	6.83	4.83	4.35	5.38	5.86

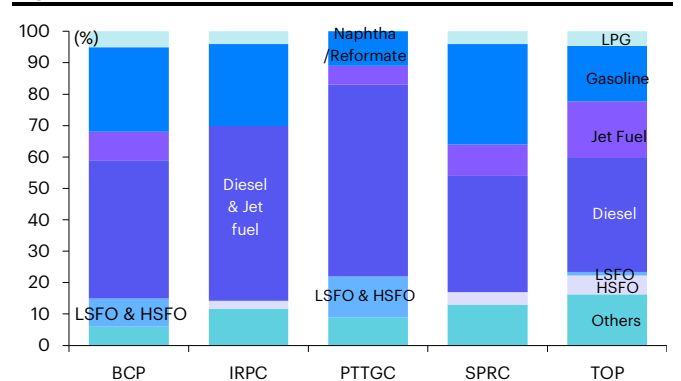
Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

Figure 22: ค่าการกลั่นของโรงกลั่นน้ำมันในประเทศไทย



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 23: สัดส่วนผลิตภัณฑ์ของโรงกลั่นน้ำมันไทย (9M68)

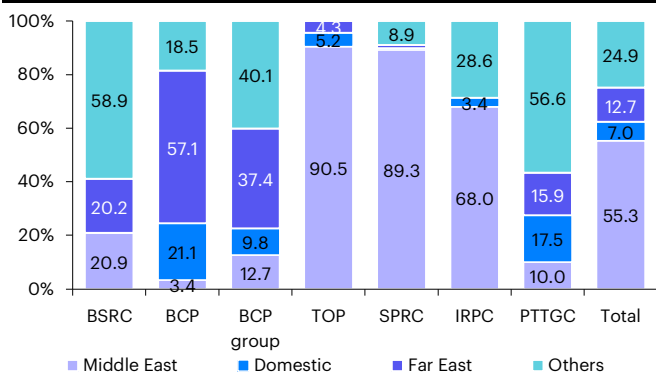


Source: Company data and InnovestX Research

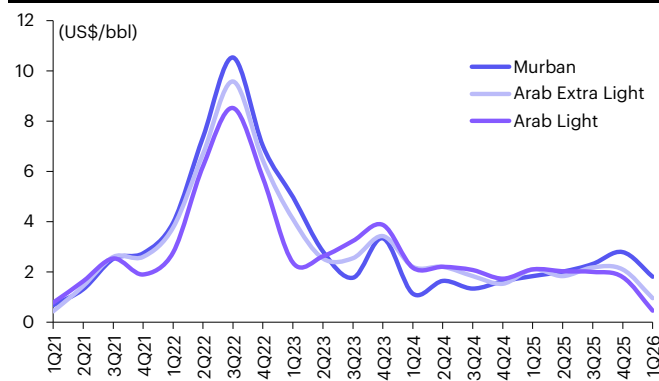
การจัดหาน้ำมันดิบยังคงเป็นความท้าทายเชิงโครงสร้างหลักสำหรับผู้ประกอบการโรงกลั่นไทย การจัดหาน้ำมันดิบยังคงเป็นความท้าทายเชิงโครงสร้างสำหรับผู้ประกอบการโรงกลั่นไทย โดยในปี 2568 น้ำมันดิบที่นำเข้าราว 55% มาจากตะวันออกกลาง ส่งผลให้อุตสาหกรรมนี้มีความเสี่ยงต่อการตัดสินใจด้านกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ และความผันผวนทางภูมิรัฐศาสตร์ในภูมิภาค ทั้งนี้ ความเคลื่อนไหวล่าสุดของ OPEC+ ที่จะยกระดับการผลิตตลอดปี 2569 ประกอบกับความพยายามของซาอุดีอาระเบียที่จะเร่งเพิ่มการผลิตในรอบถัดไปจากเดิมที่วางแผนไว้ในช่วงปลายปี 2569 ได้ตอกย้ำถึงความไม่แน่นอนด้านนโยบายที่เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจกระทบต่อปริมาณวัตถุดิบป้อนโรงกลั่นและทิศทางราคาน้ำมันดิบ ขณะที่ Saudi Aramco ซึ่งเป็นผู้จัดหาน้ำมันดิบรายใหญ่ที่สุดจากตะวันออกกลางของไทย ยังคงเดินหน้าปรับปรุงพันธสัญญาด้านอุปทานภายใต้ข้อจำกัดของกลุ่ม OPEC+ แม้ว่า Aramco จะยังคงมีสัญญาระยะยาวกับโรงกลั่นในเอเชีย แต่ความยืดหยุ่นที่มากขึ้นในการผันน้ำมันไปยังตลาดที่มีมาร์จิ้นสูงกว่า ส่งผลให้ราคาขายอย่างเป็นทางการ (OSPs) มีความผันผวนเพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นการเพิ่มความไม่แน่นอนด้านต้นทุนให้กับผู้ประกอบการโรงกลั่นไทย

การกระจายแหล่งน้ำมันดิบยังคงมีความสำคัญในเชิงกลยุทธ์ ผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยมีการจัดหาน้ำมันดิบจากสหรัฐฯ มากขึ้น โดยได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันดิบที่มีปริมาณจำกัดต่ำ (sweet crude) ที่แข่งขันได้และปริมาณส่งออกของสหรัฐฯ ที่เพิ่มขึ้น ขณะเดียวกันก็สอดคล้องกับแผนติดตามกระแสการค้าน้ำมันดิบทั่วโลกอย่างใกล้ชิดและเพิ่มประสิทธิภาพกลยุทธ์การจัดหาน้ำมันดิบ การดำเนินการเหล่านี้สะท้อนถึงความพยายามในวงกว้างที่จะลดการพึ่งพาน้ำมันดิบจากตะวันออกกลาง หลังจากเผชิญแรงกดดันต่อค่าโง่จากความเสี่ยงของนโยบาย

OPEC+ และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่อยู่ในระดับสูง การปรับเปลี่ยนสัดส่วนน้ำมันดิบดังกล่าวมีเป้าหมายเพื่อเพื่อเพิ่มความสามารถในการรับความผันผวน เพิ่มทางเลือกในการจัดหาวัตถุดิบ และลดความผันผวนของค่าการกลั่นในภาพรวมของโรงกลั่นไทย

Figure 24: แหล่งน้ำมันดิบของโรงกลั่นน้ำมันไทย


Source: Ministry of Energy, Company data and InnovestX Research

Figure 25: ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบ


Source: TOP and InnovestX Research

แนวโน้มผลประกอบการ 4Q68 – ทิศทางคละเค้ากัน QoQ

เราคาดว่าผลประกอบการ 4Q68 จะมีทิศทางคละเค้ากัน QoQ โดยกลุ่มโรงกลั่นน่าจะได้รับประโยชน์จากค่าการกลั่นที่สูงขึ้น แต่ผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจากราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลงแรงในช่วงปลายไตรมาสจะกดดันกำไรสุทธิ BCP น่าจะรายงานกำไรเติบโต QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากปริมาณการนำน้ำมันดิบเข้ากลั่นที่สูงขึ้นและค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้น ซึ่งจะหักล้างบางส่วนโดยขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและการตั้งสำรองการด้อยค่าของ OKEA ขณะที่คาดว่า IRPC SPRC และ TOP จะรายงานกำไรลดลง QoQ โดยมีสาเหตุหลักมาจากขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง แม้ว่าค่าการกลั่น/กำไรขั้นต้นจากการผลิตรวม (GRM/GIM) และผลการดำเนินงานปกติจะปรับตัวดีขึ้นก็ตาม ซึ่งสะท้อนถึงความไม่สอดคล้องกันระหว่างปัจจัยพื้นฐานและกำไรสุทธิที่รายงาน สำหรับ OR คาดว่าจะรายงานกำไรลดลง QoQ เช่นกัน เนื่องจากการตัดจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัทร่วมทุนจะมีน้ำหนักมากกว่าการฟื้นตัวตามฤดูกาล ในทางกลับกัน PTT และ PTTEP มีแนวโน้มที่จะรายงานกำไรเพิ่มขึ้น QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นจากธุรกิจ E&P และธุรกิจก๊าซในส่วนของ PTT รวมถึงปริมาณการขายที่สูงขึ้นและกำไรพิเศษในส่วนของ PTTEP แม้ว่าราคาขายเฉลี่ย (ASP) จะอ่อนตัวลงก็ตาม

Figure 26: กำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทน้ำมันและก๊าซ

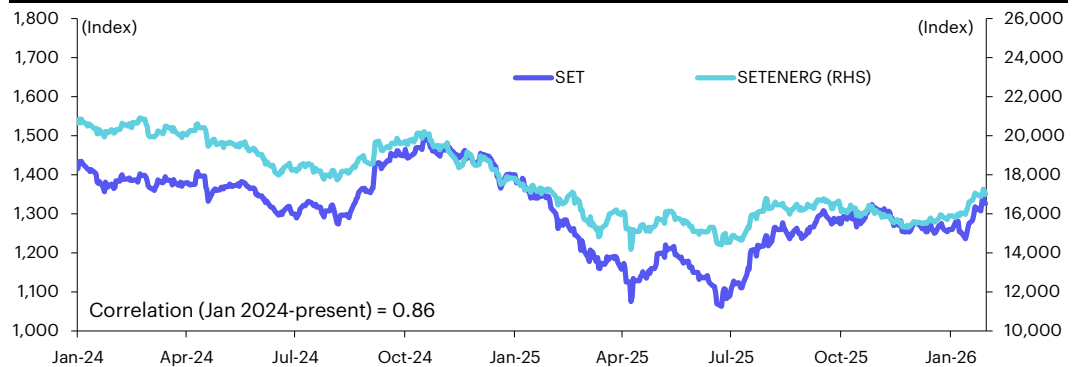
Company	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	YoY	4Q25F	QoQ	YoY	1Q26F	QoQ
BCP	16	2,115	(2,560)	1,108	+		+	+		+
กำไรที่เพิ่มขึ้นได้รับแรงหนุนจากปริมาณการกลั่นน้ำมันดิบที่สูงขึ้นและ GRM ที่แข็งแกร่งขึ้น แม้ว่าจะมีการรับรู้ผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน ปริมาณขายที่ลดลง และการรับรู้รายการด้อยค่าของสินทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นของ OKEA										
IRPC	(1,125)	(1,206)	(2,132)	340	+		-	+		+
ขาดทุนสต็อกน้ำมันเป็นปัจจัยหลักที่กดให้ผลประกอบการลดลง QoQ แต่ GIM ปรับดีขึ้นจาก GRM ที่สูงขึ้น										
OR	2,999	4,379	2,232	2,614	-		-	-		+
กำไรจากการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่การตัดจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัทร่วมทุนจะกดดันกำไรสุทธิ										
PTT	9,312	23,315	21,533	19,783	+		+	+		+
กำไรที่เพิ่มขึ้น QoQ ใน 4Q68 ได้รับแรงหนุนจากผลประกอบการที่ดีขึ้นของธุรกิจ E&P และธุรกิจก๊าซ										
PTTEP	18,299	16,561	13,515	12,695	-		+	+		+
ปริมาณขายที่สูงขึ้นและกำไรพิเศษช่วยสนับสนุนกำไรสุทธิ 4Q68 แม้ ASP จะปรับลดลง										
SPRC	162	714	(812)	1,579	+		-	+		-
ขาดทุนสต็อกน้ำมันเป็นปัจจัยหลักที่กดให้กำไรสุทธิลดลง QoQ แต่ enterprise margin ดีขึ้นจาก GRM ที่สูงขึ้น										
TOP	2,767	3,504	6,476	2,147	-		-	-		+
กำไรสุทธิที่ลดลง QoQ ใน 4Q68 เป็นผลจากขาดทุนสต็อกและขาดทุนจากการทำประกันความเสี่ยง ขณะที่กำไรจากการดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น QoQ จาก GIM ที่สูงขึ้นและอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่เพิ่มขึ้น										

Source: Company data and InnovestX Research

หุ้นเด่น – ยังแนะนำลงทุนแบบ Selective ในตลาดที่ถูกขับเคลื่อนโดยราคาน้ำมัน

SETENERG ปรับตัว underperform SET เล็กน้อยในปี 2568 แต่เริ่มฟื้นตัวในช่วงต้นปี หลังจากปรับตัวตามหลัง SET ในปี 2568 (ลดลง 11%) SETENERG กลับมาฟื้นตัวในช่วงต้นปี 2569 โดยปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% YTD เมื่อเทียบกับตลาดโดยรวมที่ +5% การฟื้นตัวของกลุ่มพลังงานได้รับแรงหนุนหลักจากกลุ่มโรงกลั่น (+17%) และกลุ่มพลังงานต้นน้ำ (+8%) ซึ่งสะท้อนถึงความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงขึ้น ส่งผลให้ทั้งราคาน้ำมันดิบและค่าการกลั่นปรับตัวสูงขึ้น เราคาดว่าปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันนี้จะยังคงดำเนินต่อไปจนถึง 1Q69 เนื่องจากยังไม่มีสัญญาณการลดระดับความรุนแรงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่มีนัยสำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในตะวันออกกลาง แม้ว่าอุปทานที่เพิ่มขึ้นทั้งจากกลุ่ม OPEC+ และนอกกลุ่ม OPEC จะบ่งชี้ถึงระดับสต็อกน้ำมันที่สูงขึ้นในช่วงปลายปี 2569 แต่ความกังวลของตลาดในระยะสั้นเกี่ยวกับโอกาสที่จะเกิดการหยุดชะงักของอุปทานยังคงเป็นปัจจัยหลักในการกำหนดทิศทางราคา

Figure 27: SET vs. SETENERG



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

หุ้นเด่นภายใต้ธีมการลงทุนที่ขับเคลื่อนด้วยราคาน้ำมัน ในสภาวะปัจจุบันที่ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงเป็นปัจจัยหนุนราคาน้ำมัน เรายังคงแนะนำ selective BUY ในหุ้นกลุ่มน้ำมันและก๊าซที่ได้านิสงส์จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นและมีแนวโน้มกำไรที่ชัดเจนที่สุด โดยเราเลือก PTTEP (ราคาเป้าหมาย 138 บาท) เป็นหุ้นเด่นในเชิงกลยุทธ์ เนื่องจากได้รับประโยชน์โดยตรงจากราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้นผ่านโครงสร้างต้นทุนที่แข่งขันได้ ปริมาณขายมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นในระยะ 3 ปีข้างหน้า และงบดุลที่แข็งแกร่งซึ่งช่วยสนับสนุนให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจ สำหรับ PTT (ราคาเป้าหมาย 39 บาท) เป็นหุ้นที่น่าสนใจจากพอร์ตธุรกิจที่ครบวงจรและธุรกิจก๊าซที่มีความมั่นคง ซึ่งช่วยพยุงกำไรท่ามกลางความผันผวนของตลาด ขณะที่การทยอยขายสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลัก (A1-Core asset monetization) อย่างต่อเนื่อง จะช่วยเพิ่มความแข็งแกร่งทางการเงินและสนับสนุนอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ >6% ในส่วนของ TOP (ราคาเป้าหมาย 53 บาท) อยู่ในสถานะที่ดีที่จะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่งขึ้น การลดภาระหนี้ผ่านการขายสินทรัพย์ และปริมาณการนำน้ำมันดิบเข้ากลั่นที่กลับสู่ระดับปกติ ซึ่งจะช่วยหนุนแนวโน้มกำไรให้แข็งแกร่งยิ่งขึ้นเมื่อเข้าสู่ปี 2569

หุ้นเด่นอันดับ 1 (เชิงกลยุทธ์) – PTTEP (138 บาท): านิสงส์ราคาน้ำมันหนุนผลตอบแทนธุรกิจต้นน้ำแข็งแกร่ง

ประเด็นการลงทุน: PTTEP มีความสามารถในการทำกำไรที่ล้นเกินศักยภาพราคาน้ำมันขาขึ้นในช่วงที่ผ่านมาซึ่งได้รับแรงหนุนจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ ขณะที่โครงสร้างการดำเนินงานที่มีต้นทุนต่ำช่วยรักษาอัตรากำไรได้ในทุกวัฏจักร ปริมาณการขายมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะ 3 ปีข้างหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการทยอยเดินเครื่องโครงการใหม่ ซึ่งช่วยเสริมความชัดเจนของกำไรในระยะกลาง นอกจากนี้ งบดุลที่แข็งแกร่งยังช่วยเพิ่มความคล่องตัวในการลงทุนและรักษาอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ให้อยู่ในระดับที่น่าสนใจ ซึ่งช่วยเพิ่มผลตอบแทนรวมให้กับผู้ถือหุ้น การผสมผสานระหว่างานิสงส์ราคาน้ำมัน การบริหารจัดการต้นทุนอย่างมีวินัย และกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น ส่งผลให้ PTTEP เป็นหุ้นกลุ่มพลังงานต้นน้ำที่แข็งแกร่งและมีโอกาสที่ผลประโยชน์จะสูงกว่าประมาณการในปัจจุบัน

มูลค่าหุ้นและความเสี่ยง: ราคาเป้าหมาย (สิ้นปี 2569) ของเราที่ 138 บาท คำนวณด้วยวิธี DCF อ้างอิงสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent ระยะยาวที่ US\$64/บาร์เรล ซึ่งต่ำกว่า forward curve ที่ US\$67/บาร์เรลเล็กน้อย สะท้อนถึงมุมมองที่ระมัดระวังของเรา แม้เราคาดการณ์ว่ากำไรสุทธิปี 2569 จะลดลงจากสมมติฐานราคาน้ำมันที่ลดลง แต่การปรับขึ้นของราคาน้ำมันล่าสุดจากสถานการณ์ความตึงเครียดในตะวันออกกลางและยุโรปที่ทวีความรุนแรงขึ้นถือเป็นความเสี่ยง upside ความเสี่ยงที่สำคัญประกอบด้วย ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ ต้นทุนต่อหน่วยที่สูงขึ้น การตั้งสำรองการด้อยค่าของสินทรัพย์ระหว่างการปรับพอร์ตลงทุน และกฎระเบียบด้านก๊าซเรือนกระจกที่เข้มงวดขึ้น ทั้งนี้ ประเด็นด้านผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและการปรับตัวเข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่านพลังงานยังคงเป็นปัจจัยสำคัญในด้าน ESG ที่ต้องพิจารณา

Figure 28: Forecasts and valuation – PTTEP

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	300,694	312,310	266,677	262,630	277,058
EBITDA	(Btmn)	232,446	240,982	202,191	187,945	203,626
Core profit	(Btmn)	78,656	78,239	58,748	48,988	55,972
Reported profit	(Btmn)	76,706	78,824	59,579	48,988	55,972
Core EPS	(Bt)	19.81	19.71	14.80	12.34	14.10
DPS	(Bt)	9.50	9.63	8.00	8.00	9.00
P/E, core	(x)	6.2	6.2	8.3	9.9	8.7
EPS growth, core	(%)	(13.3)	(0.5)	(24.9)	(16.6)	14.3
P/BV, core	(x)	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
ROE	(%)	16.3	15.1	10.7	8.6	9.5
Dividend yield	(%)	7.8	7.9	6.5	6.5	7.3
EV/EBITDA	(x)	1.9	1.9	2.5	3.1	3.1

Source: InnovestX Research

หุ้นเด่นอันดับ 2 – PTT (ราคาเป้าหมาย 39 บาท): แพลตฟอร์มธุรกิจครบวงจรช่วยหนุนกำไรแข็งแกร่ง

ประเด็นการลงทุน: พอร์ตธุรกิจที่ครบวงจรของ PTT ซึ่งครอบคลุมทั้งธุรกิจ E&P ก๊าซธรรมชาติ ปิโตรเคมี และโรงไฟฟ้า ช่วยสนับสนุนให้กำไรแข็งแกร่งท่ามกลางตลาดพลังงานที่มีความผันผวน โดยธุรกิจก๊าซยังคงเป็นตัวค้ำยันหลักที่ช่วยชดเชยแรงกดดันจากการแข่งขันในตลาดนำเข้า LNG ทั้งนี้ การทำ asset monetization ของบริษัทร่วมภายใต้โครงการ A1-Core จะช่วยลดล็อกมูลค่าเพิ่มเติมผ่านการรวมสินทรัพย์ประเภทท่าเทียบเรือและถังเก็บผลิตภัณฑ์ไว้ภายใต้บริษัท พีทีที แทงค์ เทอร์มินัล จำกัด (PTT Tank) ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการใช้งานสินทรัพย์ ขณะเดียวกันก็เป็นการสร้างรายได้จากโครงสร้างพื้นฐานผ่านการเข้าซื้อสินทรัพย์ การเช่ากลับ และการเป็นพันธมิตรร่วมกับ PTTGC และ TOP ซึ่งจะช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับงบดุลและสนับสนุนเป้าหมายการลดคาร์บอน เราคาดว่ากำไรปี 2569 จะปรับตัวลดลงเล็กน้อย เนื่องจากกำไรจากธุรกิจพลังงานต้นน้ำที่อ่อนตัวลงตามราคาน้ำมันจะไปหักล้างมาร์จิ้นธุรกิจก๊าซที่ทรงตัวและการฟื้นตัวของกลุ่ม P&R อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า PTT จะยังคงจ่ายเงินปันผลในระดับที่น่าพอใจ โดยคิดเป็นอัตราผลตอบแทนเกือบ 6% ในปี 2568-2571 เมื่อพิจารณาจากสถานะเงินสดที่แข็งแกร่ง

มูลค่าหุ้นและความเสี่ยง: เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM ด้วยราคาเป้าหมาย 39 บาท อ้างอิงวิธี Sum-of-the-parts (SOTP) โดยปัจจุบันหุ้น PTT ซื้อขายอยู่ที่ระดับ PBV ปี 2569 ที่ 0.8 เท่า และ PE 11.2 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 10 ปีอย่างมีนัยสำคัญ พร้อมอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล >6% ซึ่งได้รับแรงหนุนจากกระแสเงินสดและงบดุลที่มั่นคง การดำเนินกลยุทธ์ asset monetization และการปรับพอร์ตธุรกิจในกลุ่ม P&R จะช่วยลดล็อกมูลค่าโครงสร้างพื้นฐานและเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงินอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการวางตำแหน่งเชิงกลยุทธ์ระยะยาวของ PTT ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ การชะลอตัวของเศรษฐกิจ ความผันผวนของราคาน้ำมัน การกำกับดูแลและราคาขายปลีก การตั้งสำรองการด้อยค่าของพอร์ตลงทุน และแรงกดดันด้านการปฏิบัติตามเกณฑ์ ESG อย่างไรก็ตาม การกระจายการลงทุนไปสู่ธุรกิจ LNG และโครงสร้างพื้นฐาน ประกอบกับการบริหารจัดการทางการเงินอย่างรอบคอบ จะเป็นเกราะป้องกันที่แข็งแกร่งและช่วยสร้างความยืดหยุ่นท่ามกลางการเปลี่ยนแปลงของภูมิทัศน์พลังงาน

Figure 29: Forecasts and valuation – PTT

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	3,144,884	3,090,453	2,841,873	2,632,910	2,737,687
EBITDA	(Btmn)	442,938	411,782	386,771	397,060	405,263
Core profit	(Btmn)	102,933	81,770	72,724	83,394	90,107
Reported profit	(Btmn)	112,024	90,072	87,024	83,394	90,107
Core EPS	(Bt)	3.60	2.86	2.55	2.92	3.15
DPS	(Bt)	2.00	2.10	2.00	2.00	2.00
P/E, core	(x)	9.4	11.9	13.4	11.6	10.8
EPS growth, core	(%)	(35.9)	(20.6)	(11.1)	14.7	8.0
P/BV, core	(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE	(%)	6.5	5.0	4.3	4.8	5.0
Dividend yield	(%)	5.9	6.2	5.9	5.9	5.9
EV/EBITDA	(x)	3.6	3.7	3.3	3.0	2.8

Source: InnovestX Research

หุ้นเด่นอันดับ 3 – TOP (ราคาเป้าหมาย 53 บาท): อยู่ในสถานะที่ดีที่จะได้ประโยชน์จากการกลั่นที่ฟื้นตัว

ประเด็นการลงทุน: TOP อยู่ในสถานะที่พร้อมได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น โดยได้รับแรงหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่ปรับตัวดีขึ้น และสัดส่วนผลผลิตผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่สูงถึง 54% ในช่วง 9 เดือนแรกของปี 2568 ส่งผลให้ TOP เป็นตัวแทนหลักที่จะได้รับอานิสงส์จากวัฏจักรขาขึ้นของค่าการกลั่นในประเทศไทย ทั้งนี้ งบดุลของ TOP มีแนวโน้มแข็งแกร่งขึ้นหลังจากทำ asset monetization มูลค่า 1.82 หมื่นลบ. ภายใต้กรอบการดำเนินงาน “2S1P” ผ่านการเป็นพันธมิตรกับ PTT Tank ซึ่งจะช่วยให้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA ลดลงจาก 10.38 เท่า มาอยู่ที่ 8.54 เท่า โดยมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงานต่ำและได้รับการสนับสนุนอย่างมั่นคงจากกลุ่ม PTT เราคาดว่ากำไรปี 4Q68 จะปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ US\$23/บาร์เรล (QTD) จาก US\$18/บาร์เรลใน 3Q68 ขณะที่ส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินแข็งแกร่งขึ้นสู่ระดับ US\$13/บาร์เรล จาก US\$10/บาร์เรล และค่าพรีเมียมน้ำมันดิบลดลงสู่ระดับต่ำกว่า US\$2/บาร์เรล นอกจากนี้ ปริมาณการนำน้ำมันดิบเข้ากลั่นที่กลับสู่ระดับปกติตั้งแต่เดือนตุลาคม 2568 ทำให้ TOP ยังคงอยู่ในทิศทางที่จะบรรลุเป้าหมายอัตราการใช้กำลังการกลั่นทั้งปี 107-108%

มูลค่าหุ้นและความเสี่ยง: เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM และราคาเป้าหมายที่ 53 บาท อ้างอิง PBV เป้าหมายที่ยึดหลักความระมัดระวังที่ 0.6 เท่า (-1SD) ซึ่งเทียบเท่ากับระดับเดียวใน 4Q67 ก่อนที่จะเกิดปัญหาจากผู้รับเหมา EPC รายเดิม โดยราคาเป้าหมายดังกล่าวเทียบเท่ากับ EV/EBITDA ที่ 12 เท่า การใช้ PBV เป้าหมายที่สูงขึ้นสะท้อนถึงความเชื่อมั่นที่เพิ่มขึ้นต่อแนวโน้มของโครงการ CFP และแนวโน้มกำไรที่แข็งแกร่งขึ้น ความสำเร็จในการทำ asset monetization ช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้งบดุลและสนับสนุนการจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการ CFP เราคาดว่ากำไรปกติจะฟื้นตัวอย่างก้าวกระโดดในปี 2569 หลังจากผ่านพ้นฐานต่ำในปี 2568 ซึ่งได้รับผลกระทบจากการปิดซ่อมบำรุง โดย TOP ยังคงเป็นหุ้นตัวแทนโรงกลั่นไทยท่ามกลางแนวโน้มค่าการกลั่นที่เอื้ออำนวย ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ ความผันผวนของราคาน้ำมันและค่าการกลั่น ขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน ความอ่อนแอของกลุ่มธุรกิจอะโรแมติกส์ ความล่าช้าหรือต้นทุนบานปลายของโครงการ CFP และกฎระเบียบด้านก๊าซเรือนกระจกที่เข้มงวดขึ้น

Figure 30: Forecasts and valuation – TOP

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	3,973	11,234	13,781
Reported profit	(Btmn)	19,443	9,959	14,204	11,234	13,781
Core EPS	(Bt)	9.88	3.77	1.78	5.03	6.17
DPS	(Bt)	3.40	1.90	2.00	2.00	2.20
P/E, core	(x)	4.3	11.4	24.0	8.5	6.9
EPS growth, core	(%)	(34.2)	(61.9)	(52.8)	182.8	22.7
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	13.5	5.0	2.3	6.2	7.3
Dividend yield	(%)	8.0	4.4	4.7	4.7	5.1
EV/EBITDA	(x)	6.0	10.0	14.4	11.0	9.7

Source: InnovestX Research

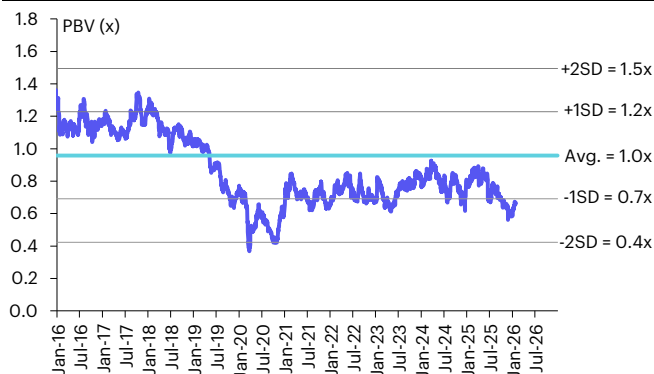
Figure 31: การเปลี่ยนแปลงคำแนะนำและราคาเป้าหมาย

Company	Rating		Target price		Comment
	Previous	New	Previous	New	
BCP	OUTPERFORM	OUTPERFORM	47.00	40.00	แม้ว่ามูลค่าเหมาะสมตามวิธี sum-of-the-parts ของเรายังคงอยู่ที่ 47 บาท แต่เราใช้อัตราคิดลด (discount) 15% ในการประเมินราคาเป้าหมายได้ที่ 40 บาท เพื่อสะท้อนความกังวลของตลาดที่มีต่อหนึ่งในผู้ถือหุ้นรายใหญ่ (ความกังวลระดับปานกลาง) อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM จากกำไรจากการกลั่นและการตลาดน้ำมันที่แข็งแกร่ง ขณะที่คาดว่าส่วนแบ่งกำไรจาก OKEA จะยังคงแข็งแกร่ง โดยได้รับปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันและก๊าซที่สูงขึ้นในตลาดยุโรป
SPRC	OUTPERFORM	NEUTRAL	6.40	6.40	ราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 40% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา หลังจากบริษัทตัดสินใจเปลี่ยนวิธีการบันทึกบัญชีสำหรับรายจ่ายซ่อมบำรุงจากการบันทึกเป็นค่าใช้จ่ายทั้งหมด มาเป็นการบันทึกเป็นสินทรัพย์บางส่วน การปรับวิธีบันทึกดังกล่าวจะช่วยเหลือหนุนให้กำไรปี 2569 แข็งแรงขึ้น อย่างไรก็ตาม เรามองว่าปัจจัยบวกนี้ได้ถูกสะท้อนในราคาหุ้นไปแล้ว

Source: InnovestX Research

Appendix:

Figure 32: PBV band – BCP



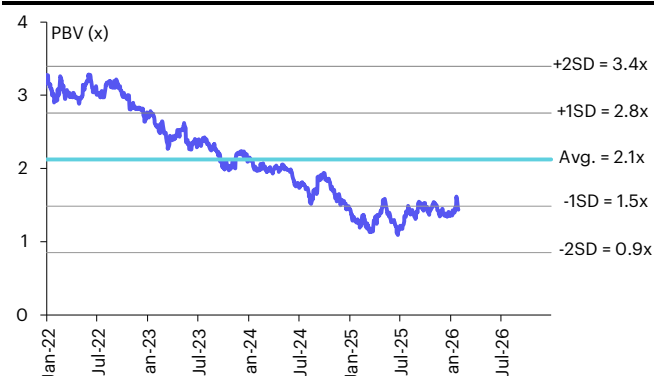
Source: InnovestX Research

Figure 33: PBV band – IRPC



Source: InnovestX Research

Figure 34: PBV band – OR



Source: InnovestX Research

Figure 35: PBV band – PTT



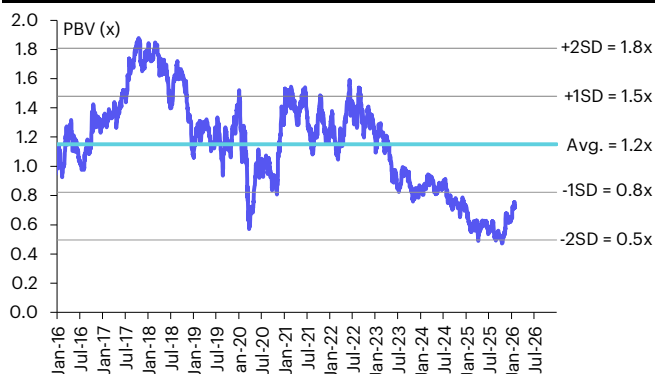
Source: InnovestX Research

Figure 36: PBV band – PTTEP



Source: InnovestX Research

Figure 37: PBV band – SPRC



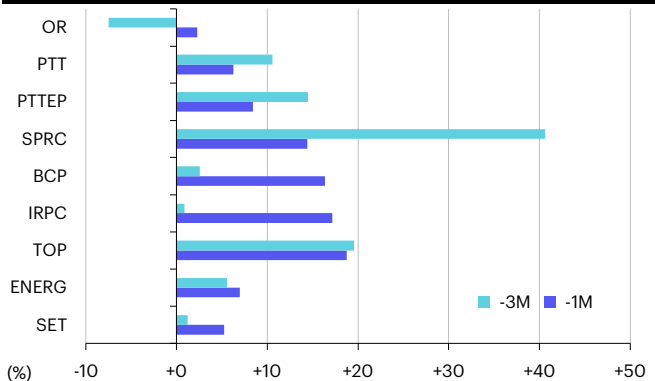
Source: InnovestX Research

Figure 38: PBV band – TOP



Source: InnovestX Research

Figure 39: Share price performance



Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

Figure 40: การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น - กลุ่มน้ำมันและก๊าซไทย

(%)	-1M	-3M	-6M	-9M	-12M	YTD
SET	+5.2	+1.2	+6.7	+10.7	+0.8	+5.2
ENERG	+7.0	+5.6	+1.4	+7.8	-1.0	+7.0
TOP	+18.8	+19.6	+23.9	+59.8	+64.4	+18.8
IRPC	+17.2	+0.9	+12.6	+33.3	+2.7	+17.2
BCP	+16.3	+2.5	-11.0	-15.4	-12.3	+16.3
SPRC	+14.4	+40.6	+18.4	+23.9	+27.4	+14.4
PTTEP	+8.4	+14.5	-2.8	+23.1	-3.9	+8.4
PTT	+6.3	+10.6	+2.3	+9.7	+7.9	+6.3
OR	+2.3	-7.5	-2.2	-6.2	+17.2	+2.3

Source: SET and InnovestX Research

Figure 41: Valuation summary (price as of Feb 2, 2026)

	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
BCP	Outperform	30.25	40.00	33.4	n.m.	4.3	4.5	n.m.	n.m.	(3)	0.7	0.7	0.6	(6)	11	10	3.5	1.2	6.0	3.6	3.2	2.6
IRPC	Underperform	1.12	1.00	(10.7)	n.m.	n.m.	n.m.	(58)	25	62	0.3	0.3	0.4	(8)	(6)	(3)	0.9	0.0	0.0	24.8	10.9	7.5
OR	Outperform	13.40	18.00	37.7	21.5	13.7	12.0	(33)	57	14	1.5	1.4	1.3	7	10	11	3.0	3.4	3.7	7.4	6.7	5.6
PTT	Outperform	34.25	39.00	19.7	12.0	13.5	11.7	(21)	(11)	15	0.9	0.8	0.8	5	4	5	6.1	5.8	5.8	3.7	3.3	3.0
PTTEP	Outperform	123.00	138.00	18.7	6.2	8.3	10.0	(1)	(25)	(17)	0.9	0.9	0.8	15	11	9	7.8	6.5	6.5	1.9	2.5	3.1
SPRC	Neutral	6.60	6.40	3.0	18.7	20.9	16.9	n.m.	(10)	24	0.7	0.7	0.7	4	3	4	6.1	6.1	6.1	5.9	6.2	4.9
TOP	Outperform	42.50	53.00	29.4	11.3	23.9	8.5	(62)	(53)	183	0.6	0.5	0.5	5	2	6	4.5	4.7	4.7	10.0	14.4	10.9
Average					14.0	14.1	10.6	(35)	(3)	40	0.8	0.8	0.7	3	5	6	4.5	3.9	4.7	8.2	6.7	5.4

Source: InnovestX Research

Figure 42: Regional peer comparison - กลุ่มน้ำมันและก๊าซ

Company	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			Div. Yield (%)			ROE (%)			EV/EBITDA (x)		
	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
Bharat Petroleum	7.1	7.3	8.3	32.8	(3.9)	(11.9)	1.6	1.4	1.3	5.2	4.9	4.1	24.7	21.3	16.7	5.7	5.6	6.0
Hindustan Petroleum	6.6	6.3	6.9	47.3	4.3	(9.4)	1.5	1.3	1.1	5.1	5.5	5.0	24.5	22.2	17.7	6.5	5.8	6.2
Indian Oil	10.1	8.5	8.8	20.1	19.6	(3.2)	1.1	1.0	1.0	4.0	4.7	4.4	12.5	13.1	11.5	7.5	6.3	6.3
Reliance Industries Ltd	23.9	21.7	19.6	27.2	10.3	10.3	2.1	1.9	1.8	0.5	0.5	0.5	8.8	8.9	9.2	12.3	11.0	9.9
Indian Oil	10.1	8.5	8.8	20.1	19.6	(3.2)	1.1	1.0	1.0	4.0	4.7	4.4	12.5	13.1	11.5	7.5	6.3	6.3
S-Oil	78.8	13.8	11.6	181.6	471.5	19.2	1.4	1.3	1.2	0.3	1.5	2.1	2.0	11.1	11.1	15.7	7.2	6.6
SKC	n.m	n.m	n.m	41.9	45.9	56.7	3.6	4.1	4.3	n.a	n.a	n.a	(22.7)	(13.8)	(7.3)	n.a.	45.1	26.8
Sinopec Shanghai Petrochemical	n.m	23.2	9.4	(210.0)	377.3	145.9	0.6	0.6	0.6	0.9	0.9	2.8	(1.1)	2.7	4.3	20.3	10.9	7.3
China Petroleum & Chemical	15.8	13.0	11.5	(31.1)	21.5	12.8	0.7	0.7	0.7	4.4	5.3	6.0	4.6	5.5	6.2	6.9	6.4	6.0
PetroChina	9.5	9.5	9.0	(5.3)	0.1	5.5	1.0	0.9	0.9	5.3	5.2	5.4	10.1	9.6	9.5	4.9	4.8	4.7
Petronas Dagangan Bhd	18.2	18.1	17.9	6.7	0.3	1.3	3.5	3.4	3.4	4.8	4.9	5.1	18.1	18.3	17.9	8.8	8.7	8.7
Bangchak Corpation	11.5	5.3	4.8	65.5	116.8	11.3	0.7	0.6	0.6	3.9	5.8	6.1	7.1	11.1	11.1	4.7	4.3	4.1
IRPC	n.m	n.m	14.7	56.8	71.3	354.8	0.4	0.4	0.4	0.7	0.7	1.7	(4.3)	(1.6)	0.2	11.4	9.2	7.9
PTT	11.3	10.4	10.0	(4.8)	8.9	4.1	0.8	0.8	0.8	5.7	5.9	6.0	7.6	7.7	7.8	5.5	5.2	5.1
PTT Exploration & Production	8.1	8.3	8.1	(13.8)	(2.9)	2.6	0.1	0.8	0.8	60.9	6.3	6.3	5.9	10.0	9.7	2.6	2.6	2.6
Star Petroleum Refining	12.5	10.3	8.4	3.5	21.9	23.2	0.7	0.7	0.7	5.6	5.8	7.6	6.0	6.5	9.3	6.2	5.8	4.7
Thai Oil	7.1	7.9	7.1	35.4	(10.2)	11.2	0.6	0.5	0.5	4.8	4.9	5.4	7.2	6.8	6.8	8.6	6.8	6.4
Average	16.5	11.5	10.3	16.1	69.0	37.1	1.3	1.3	1.2	7.3	4.2	4.6	7.3	9.0	9.0	8.4	8.9	7.4

Source: Bloomberg Finance L.P

Figure 43: ESG ratings ของบริษัทพลังงาน

Company	SET ESG Ratings	Morningstar Sustainability ESG Risk	Global ESG Ratings by Third Party									
			ESG Book		Moody's ESG Solutions		MSCI		Refinitiv		S&P Global	
			ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank
BCP	-	Medium	65.74	30 / 93	-	- / -	AA	2 / 71	67.58	53 / 207	85	11 / 173
IRPC	-	Medium	59.34	62 / 93	-	- / -	BBB	31 / 71	71.73	30 / 207	72	38 / 173
OR	AAA	Medium	68.77	13 / 93	-	- / -	AA	2 / 71	66.06	57 / 207	89	3 / 173
PTT	AAA	High	76.31	1 / 93	44	10/23	AA	2 / 71	80.43	8 / 207	81	27 / 173
PTTEP	AAA	High	65.40	31 / 93	45	7/23	BBB	31 / 71	65.39	60 / 207	65	46 / 173
SPRC	BBB	High	69.49	6 / 93	-	- / -	BBB	31 / 71	59.01	105 / 207	30	91 / 173
TOP	AAA	Severe	66.39	26 / 93	47	6/23	BBB	31 / 71	65.21	63 / 207	83	21 / 173

Source: SET

Note: ESG Ratings Information by Third Parties

Information from global sustainability performance assessors who are partners of the Stock Exchange of Thailand:

Morningstar Sustainability - Sustainability risk assessment: Negligible, Low, Medium, High, Severe

ESG Book - Assessment score: 0-100

Moody's ESG Solutions - Assessment score: 0-100

MSCI - Assessment rating: CCC to AAA

Refinitiv - Assessment score: 0-100

S&P Global - Assessment score: 0-100

Figure 44: ข้อมูล ESG – กลุ่มพลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)

Company	BCP	IRPC
2025 SET ESG Ratings	--	--
2025 CG Rating	5	5
Member of DJSI	No	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2023	2023
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	7.44 (1/62)	6.45 (3/62)
- Environmental Score and Rank	8.81 (1/62)	6.81 (4/62)
- Social Score and Rank	7.12 (4/62)	6.55 (7/62)
- Governance Score and Rank	5.67 (7/62)	5.78 (4/62)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- BCP มุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจคาร์บอนต่ำ เป็นผู้นำการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน มีการเพิ่มสัดส่วนธุรกิจสีเขียวอย่างต่อเนื่องเพื่อลดการปล่อยคาร์บอน - นอกจากนี้บริษัทยังก่อตั้ง Carbon Markets Club เพื่อส่งเสริมการซื้อขายคาร์บอนเครดิต และตั้งเป้าหมายปล่อยก๊าซคาร์บอนเป็นศูนย์ (carbon neutral) ในปี 2573 และปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ (Zero GHG Emission) ในปี 2593 - BCP ลดการใช้น้ำประปาและน้ำใต้ดินลงได้ 53% ในปี 2567 รวมถึงโครงการ Utilization & Process Water Management ซึ่งเพิ่มประสิทธิภาพการใช้ประปา โดยลดการใช้ประปาที่ไม่เหมาะสม - BCP บริหารจัดการของเสีย 100% จากโรงกลั่น โดยใช้หลัก 3Rs (Reduce, Reuse & Recycle) ในปี 2567 และบรรลุเป้าหมายในการลดปริมาณของเสียที่ส่งกำจัดด้วยวิธีการเผาเป็นศูนย์ที่กำหนดไว้ภายในปี 2568 - เรามีนโยบายเชิงบวกต่อการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมของ BCP ซึ่งสะท้อนออกมาจาก ranking ที่สูงกว่าบริษัทอื่นในธุรกิจเดียวกัน	- IRPC ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 20% ภายในปี 2573 และเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนในปี 2593 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Emission) ภายในปี 2603 - บริษัททำการศึกษาโครงการต่างๆ เพื่อใช้พลังงานหมุนเวียนมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง อาทิ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบทุ่นลอยน้ำ (Floating Solar Power) รวมทั้งกำหนดเป้าหมายระยะยาวของดัชนีประสิทธิภาพการใช้พลังงานของบริษัท (Energy Intensity Index: EII) เพื่อลดและใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ - โครงการ floating solar ของ IRPC เป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบทุ่นลอยน้ำขนาดใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ที่คาดว่าจะช่วยลดก๊าซเรือนกระจกได้ถึงประมาณ 9,459 ตัน คาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าต่อปี โครงการนี้ได้รับรางวัลจากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (TGO)
ประเด็นด้านสังคม	- BCP ได้รับความไว้วางใจจากชุมชนท้องถิ่นมากขึ้น โดยมีระดับความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 94.7% ในปี 2567 เทียบกับเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 90% คะแนนความผูกพันของชุมชนยังคงอยู่ที่ 89% จากชุมชนในพื้นที่รอบโรงกลั่น - คะแนนความผูกพันที่พนักงานมีต่อองค์กรในปี 2567 อยู่ที่ 82% ลดลงจาก 85% ในปี 2566 แต่ยังคงสูงกว่าเป้าหมาย บริษัทให้ความสำคัญกับอาสาสมัครและความปลอดภัย โดยอัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTI) ของพนักงานเท่ากับ 0 ครั้ง และผู้รับเหมาเท่ากับ 1 ครั้ง - ด้วยนโยบายส่งเสริมกิจกรรมร่วมกับชุมชนรอบโรงกลั่นน้ำมันเพื่อส่งเสริมสิทธิสตรีและการมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชนอย่างเป็นรูปธรรม BCP จึงได้รับรางวัล UN Women Thailand Women's Empowerment Principles Awards (WEPs) (รางวัลชุมชน) จากการผลักดันแนวปฏิบัติด้านความเท่าเทียมและหลากหลายทางเพศไปใช้ในสถานที่ทำงาน และส่งเสริมการมีส่วนร่วมและบทบาทของสตรีในภาคธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยงด้านสังคมของ BCP อยู่ในระดับแนวหน้าเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม	- ความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 80.9% ในปี 2567 สูงกว่าเป้าที่ 78% โดยไม่มีการหยุดชะงักของธุรกิจที่เกิดจากการประท้วงของชุมชน - IRPC ให้ความสำคัญกับโครงการบริหารทรัพยากรบุคคลเพื่อพัฒนาศักยภาพและขีดความสามารถของบุคลากรเพื่อช่วยขับเคลื่อนบริษัทให้เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน ในขณะที่ยังคงรักษาความสามารถในการแข่งขันของบริษัท - ระดับความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 82% (เทียบกับเป้าที่ 80%) โดยไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานของพนักงานและผู้รับเหมา - IRPC ได้รับรางวัลสถานะเลิศอันดับสอง Women's Empowerment Principles (WEPs) Awards ประจำปี 2567 ของ UN Women สาขาการส่งเสริมความเท่าเทียมทางเพศผ่านกิจกรรมชุมชนและอุตสาหกรรม
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	- คณะกรรมการ BCP ประกอบด้วยกรรมการ 15 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน (20% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 11 คน เกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (73.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 2 คน (13.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - BCP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ "ดีเลิศ" (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2567 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ BCP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของผู้บริหารในการดำเนินธุรกิจ ความสามารถในการดำเนินการตามแผนกลยุทธ์เพื่อการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท - BCP กำลังเผชิญกับความกังวลเกี่ยวกับหนึ่งในผู้ถือหุ้นรายใหญ่	- คณะกรรมการ IRPC ประกอบด้วยกรรมการ 14 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 4 คน (28.57% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 9 คน (64.29%) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 1 คน (7.14% ของคณะกรรมการทั้งหมด) จำนวนกรรมการอิสระสูงกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำ - IRPC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ "ดีเลิศ" (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2567 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ IRPC เป็นที่น่าพอใจ โดยส่วนหนึ่งสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

Note: ^{1/} คะแนนอยู่ในช่วง 0-10 โดยคะแนนที่สูงกว่าบ่งบอกถึงการบริหารจัดการประเด็นสำคัญได้ดีกว่า

Source: Company data, SET, Thai Institute of Directors, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

Figure 45: สรุปข้อมูล ESG – กลุ่มพลังงาน (น้ำมันและก๊าซ) - ต่อ

Company	OR	PTT	PTTEP
2025 SET ESG Ratings	AAA	AAA	AA**
2025 CG Rating	5	5	5
Member of DJSI	Yes	Yes	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2023	2023	2022
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	6.79 (2/62)	5.19 (8/62)	6.39 (4/62)
- Environmental Score and Rank	8.03 (2/62)	4.64 (10/62)	6.27 (6/62)
- Social Score and Rank	7.88 (2/62)	5.95 (8/62)	7.78 (2/62)
- Governance Score and Rank	4.03 (21/62)	5.40 (11/62)	5.29 (13/62)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- OR มุ่งมั่นบรรเทาและป้องกันผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่เกิดจากการดำเนินงานเชิงห่วงโซ่มูลค่า (Value Chain) และใช้ระบบการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ISO 14001 เป็นแนวปฏิบัติ โดยครอบคลุมคลังก๊าซ คลังน้ำมัน และคลังปิโตรเลียม โรงคว่ำกาแฟคาเพื่อเขมร และคลังอาคารสำนักงานพระโขนง ส่งผลให้ในปี 2567 ไม่พบกรณีละเมิดข้อกำหนด และกฎหมายด้านสิ่งแวดล้อม - OR ให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการน้ำที่ใช้แล้วที่เกิดจากการดำเนินงานของสถานประกอบการใน OR เอง โดยมีการนำน้ำมาใช้ซ้ำ และ/หรือ นำน้ำผ่านกระบวนการบำบัดเพื่อนำน้ำกลับมาใช้ใหม่ - OR มุ่งมั่นลดปริมาณของเสียจากการดำเนินธุรกิจตามหลัก เศรษฐกิจหมุนเวียน โดยคิดค้นพัฒนาเพื่อใช้ลดอายุการใช้งานของผลิตภัณฑ์ และส่งเสริมการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์สูงสุด ด้วยการนำของเสียจากกระบวนการหนึ่งไปใช้ให้เกิดประโยชน์ในด้านอื่นๆ - OR กำลังดำเนินการขยายเครือข่ายสถานีชาร์จ EV Station PluZ สำหรับยานยนต์ไฟฟ้าทั้งใน PTT Station และพื้นที่อื่นๆ ที่มีศักยภาพ เพื่อส่งเสริมการเปลี่ยนผ่านสู่รถยนต์ไฟฟ้า โดย ณ เดือนธ.ค. 2567 มีการเปิดให้บริการสถานีชาร์จ EV Station PluZ แล้ว > 1,000 แห่ง	- PTT ตั้งเป้าจำกัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของกลุ่ม PTT ทั้ง scope 1 และ scope 2 โดยในระยะยาวตั้งเป้าหมายลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 15% ภายในปี 2573 เมื่อเทียบกับปริมาณการปล่อยในปี 2563 รวมทั้งบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2583 และเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 สำหรับการค้าพลังงานของ PTT เอง PTT สามารถควบคุมการปล่อย CO2 ได้ที่ 41.45 ล้านตันในปี 2567 เทียบกับเป้าหมายที่ <51 ล้านตัน - PTT กำหนดการเปลี่ยนแปลงรูปแบบธุรกิจไปสู่อุตสาหกรรมเป้าหมายของประเทศ ซึ่งรวมถึงการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานแห่งอนาคต เช่น พลังงานหมุนเวียน ระบบกักเก็บพลังงาน และยานยนต์ไฟฟ้า - นอกจากนี้บริษัทยังดำเนินการวิจัยและศึกษาเทคโนโลยี Carbon Capture and Storage (CCS) และศึกษาความเป็นไปได้ในการนำก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ไปใช้ประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ นอกเหนือไปจากการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกภายในกลุ่ม PTT จากการปลูกป่าในพื้นที่ของ PTT และการนำพื้นที่ป่า 1 ล้านไร่เข้าร่วมโครงการสนับสนุนกิจกรรมลดก๊าซเรือนกระจก	- PTTEP ได้กำหนดเป้าหมายเพื่อลดปริมาณความเข้มข้น (Intensity) การปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้ได้น้อยกว่าร้อยละ 30 ภายในปี 2573 และร้อยละ 50 ภายในปี 2583 (จากปีฐาน 2563) เพื่อเป้าในการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ ให้ได้ตามเป้าหมายในปี 2593 PTTEP สามารถลดก๊าซเรือนกระจกได้ 358.187k ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า - PTTEP ได้ทำการศึกษาความเป็นไปได้ในการลงทุนเทคโนโลยีการดักจับและกักเก็บคาร์บอน (CCUS) ซึ่งเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ในการจัดการก๊าซเรือนกระจก บริษัทได้เลือกโครงการอาทิตย์เป็นโครงการนำร่องในการใช้เทคโนโลยี CCS ด้วยความสำเร็จของโครงการนี้ในอนาคตการปล่อย CO2 จะลดลงมากกว่า 500,000 ตัน/ปี - PTTEP ได้มีการพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมทั้งในด้านการผลิตและพื้นที่การผลิตใหม่อย่างต่อเนื่อง ได้แก่ โครงการอนุรักษ์และฟื้นฟูทรัพยากรธรรมชาติและระบบนิเวศทางทะเลภายใต้ “กลยุทธ์ทะเลเพื่อชีวิต (Ocean for Life)” และเทคโนโลยีสนับสนุนการเปลี่ยนผ่านพลังงาน
ประเด็นด้านสังคม			
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล			

Note: ^{1/} คะแนนอยู่ในช่วง 0-10 โดยคะแนนที่สูงกว่าบ่งบอกถึงการบริหารจัดการประเด็นสำคัญได้ดีกว่า
Source: Company data, SET, Thai Institute of Directors, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

Figure 46: สรุปข้อมูล ESG – กลุ่มพลังงาน (น้ำมันและก๊าซ) - ต่อ

Company	SPRC	TOP
2025 SET ESG Ratings	--	AAA
2025 CG Rating	5	5
Member of DJSI	No	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2023	2023
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	4.44 (13/62)	5.96 (5/62)
- Environmental Score and Rank	2.93 (16/62)	5.42 (8/62)
- Social Score and Rank	5.72 (9/62)	7.33 (3/62)
- Governance Score and Rank	6.06 (1/62)	5.58 (8/62)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- SPRC ได้ร่วมมือกับผู้เชี่ยวชาญจากบริษัทเชฟรอนซึ่งเป็นโรงกลั่นชั้นนำของโลกเพื่อศึกษาและกำหนดแนวทางการปรับปรุงประสิทธิภาพการใช้พลังงานและการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอย่างต่อเนื่อง รวมถึงศึกษาโครงการใหม่ๆ เกี่ยวกับพลังงานหมุนเวียน/พลังงานสะอาด (Renewable energy/Clean energy), การกักเก็บคาร์บอน (CCUS) เป็นต้น - SPRC บรรลุเป้าหมายดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพการใช้พลังงาน (Energy Intensity Index) และอยู่ในระดับชั้นนำ (1st Quartile) ของกลุ่มอุตสาหกรรมกลั่นในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก - การศึกษาดูงานแสดงให้เห็นว่าการรั่วไหลของน้ำมันส่งผลกระทบต่อคุณภาพสิ่งแวดล้อมและระบบนิเวศในระดับต่ำ โดยมีผลกระทบในช่วงแรกแต่ฟื้นตัวกลับสู่สภาวะปกติได้อย่างรวดเร็ว กุ่มผูกเรือน้ำลึกแบบกุ่มเดี่ยวกลางทะเล (SPM) กลับมาเปิดดำเนินการตามปกติแล้วในเดือนก.ค. 2567 หลังจากหยุดใช้งานเป็นเวลานานเนื่องจากต้องผ่านการตรวจสอบที่ใช้เวลานานโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง	- TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2567 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2593 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2603 - TOP สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการผลิตลงได้ในปี 2567 (28,985 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน 39 โครงการ) - ชุมชนท้องถิ่นไม่มีการร้องเรียนเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในปี 2567 - TOP สามารถรักษาระดับประสิทธิภาพด้านพลังงานอยู่ในกลุ่ม 2nd quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้ หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2571 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile
ประเด็นด้านสังคม	- การดำเนินงานด้านความปลอดภัยอย่างต่อเนื่อง ทำให้บริษัทมีชั่วโมงการทำงานปลอดภัยโดยปราศจากการบาดเจ็บขึ้นหยุดงานสะสมกว่า 39.9 ล้านชั่วโมง เมื่อสิ้นปี 2567 นับเป็นเวลาต่อเนื่องมากกว่า 11 ปี - ในปี 2567 บริษัทยังคงให้ความสำคัญกับการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างยั่งยืนผ่านแนวทาง 4 ด้านหลัก ได้แก่: ด้านการศึกษา ด้านคุณภาพชีวิต ด้านสิ่งแวดล้อม และด้านสนับสนุนชุมชน - เนื่องจากเหตุการณ์น้ำมันดิบรั่วไหล บริเวณกุ่มผูกเรือน้ำลึกแบบกุ่มเดี่ยวกลางทะเล หรือจุดขนถ่ายน้ำมันในทะเล (SPM) เมื่อวันที่ 25 มกราคม 2565 บริษัทได้ขยายพื้นที่การดำเนินกิจกรรมการรับผิดชอบต่อสังคมและการมีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้เสียเพื่อให้ครอบคลุมพื้นที่ที่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าว ซึ่งบริษัทได้รับการยอมรับจากชุมชนและสังคมอยู่ที่ร้อยละ 84 ในปี 2567 เทียบกับเป้าหมายที่ร้อยละ 80	- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP เพิ่มขึ้นจาก 95.19% ในปี 2566 สู่ 95.54% ในปี 2567 แต่ยังคงสูงกว่าเป้าหมาย >85% สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะที่ความถี่ของเส้นทางการของบริษัทในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว - TOP ยังคงมีการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของพนักงาน โดยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานของผู้ปฏิบัติงานทั้งหมด (TRIR) ลดลงจาก 1.2 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานในปี 2566 เป็น 0.17 ในปี 2567 ต่ำกว่าเป้าหมายที่ <0.30 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงาน ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรดีขึ้นจาก 92% ในปี 2566 เป็น 98% ในปี 2567 ในขณะที่อัตราการลาออกลดลงจาก 3.62% ในปี 2566 เป็น 3.51% ในปี 2567 - TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	- คณะกรรมการ SPRC ประกอบด้วยกรรมการ 9 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 4 คน (44.44% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 4 คน (44.44% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 2 คน (22.22% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - SPRC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 7 ติดต่อกันในปี 2567 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ SPRC เป็นที่น่าพอใจ สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจน้ำมันและก๊าซ ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท	- คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (93.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (53.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 4 คน (26.7% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - TOP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 16 ติดต่อกันในปี 2567 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

Note: ^{1/} คะแนนอยู่ในช่วง 0-10 โดยคะแนนที่สูงกว่าบ่งบอกถึงการบริหารจัดการประเด็นสำคัญได้ดีกว่า

Source: Company data, SET, Thai Institute of Directors, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กริสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อ้างอิงข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2025 Companies with CG Rating
Companies with Excellent CG Scoring

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, 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, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIIL, WORK, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีว่าด้านการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกลดผลสำรวจ 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังว่า ดังกล่าวประกอบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีว่าด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ ค ล้าง นิตินัยกรรมการ หรือข้อตกลงทางจดทะเบียนหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator
Certified (ได้รับการรับรอง)

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, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, 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, PPM, 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, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, 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, TISOLE, 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, WIIL, 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

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, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, 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, DTCL, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, 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, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, 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, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIY, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, 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, PSGC, PSP, PTL, QDC, 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, SMO, 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, TGPPO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUL, 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, WASH, 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.