



กลุ่มพลังงาน:

การวางกลยุทธ์ท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

InnovestX Research



- ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ทั่วโลก (เวเนซุเอลา, รัสเซีย-ยูเครน, ช่องแคบฮอร์มุซ, สหรัฐฯ-จีน) ทำให้ซัพพลายตึงตัวและสนับสนุนราคาน้ำมันในระยะสั้น แต่ในระยะเดียวกันก็ส่งผลให้ต้นทุนน้ำมันดิบและค่าขนส่งของผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยปรับตัวสูงขึ้นด้วย
- เราคาดว่าประมาณการราคาน้ำมันดิบ Brent ปี 2569 ของเราที่ US\$62/บาร์เรลมีความเสี่ยงขาขึ้นเมื่อพิจารณาจากค่าพรีเมียมจากประเด็นภูมิรัฐศาสตร์ในปัจจุบัน (US\$5-10) แม้ว่าระดับสต็อกน้ำมันจะเพิ่มขึ้นและมีอุปทานน้ำมันที่แข็งแกร่งจากกลุ่ม non-OPEC ก็ตาม
- Risk-reward แตกต่างกัน:
 - **PTTEP** – มีความอ่อนไหวต่อราคาน้ำมันสูงสุด และมีงบดุลที่แข็งแกร่ง
 - **PTT** – แพลตฟอร์มธุรกิจครบวงจรและมั่นคงมากกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มพลังงาน พร้อมกับธุรกิจก๊าซที่มีลักษณะ defensive
 - **TOP** – หุ่นหลักที่เป็นตัวแทนค่าการกลั่น (GRM) โดยมี upside จากความแข็งแกร่งของผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle-distillates
- **กลยุทธ์การลงทุนกลุ่มพลังงาน:** เน้นการลงทุนแบบ selective โดยชอบบริษัทที่มีงบดุลแข็งแกร่ง มีกระแสเงินสดที่สม่ำเสมอ และมี upside ที่ชัดเจนต่อสมมติฐานราคาน้ำมันในกรณีฐานของเรา



ภูมิทัศน์ทางภูมิรัฐศาสตร์และผลกระทบต่อกลุ่มพลังงานไทย

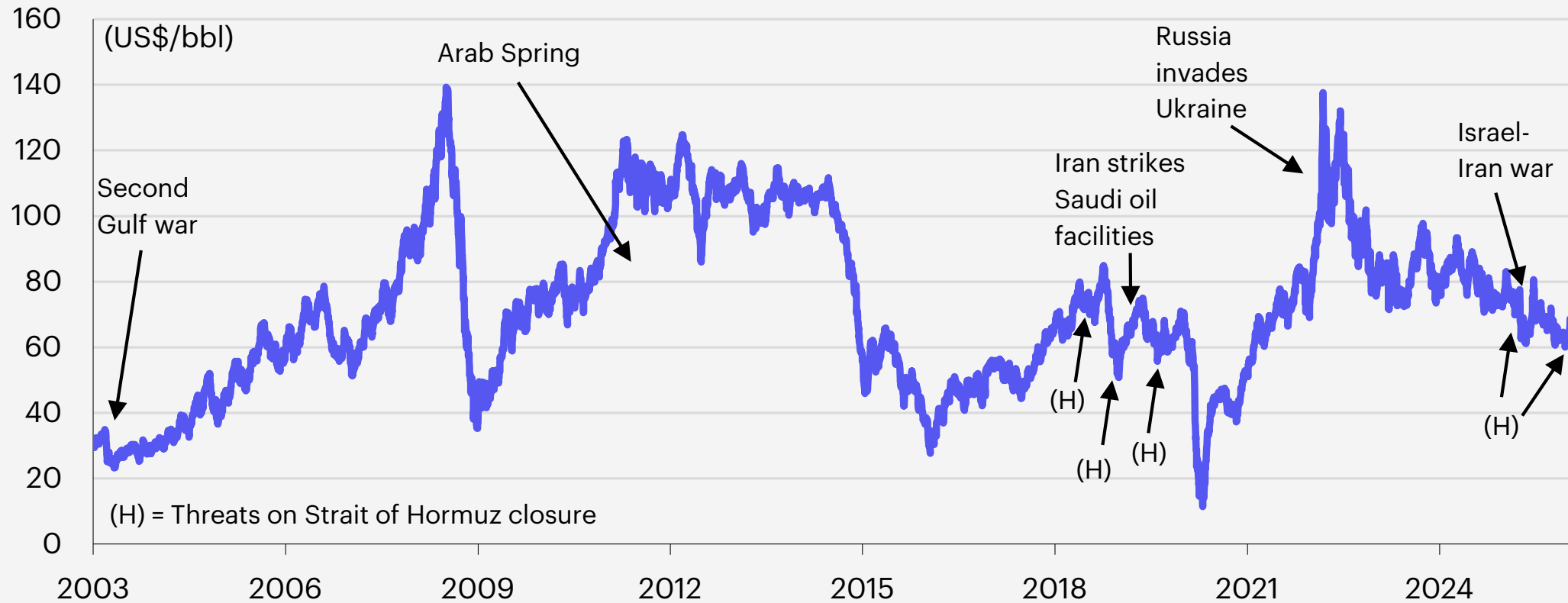
- **สหรัฐฯ-เวเนซุเอลา:** การยึดเรือบรรทุกน้ำมันทำให้ซัพพลายน้ำมันดิบชนิดหนัก (heavy sour crude) ตึงตัว ส่งผลกระทบระดับปานกลางต่อต้นทุนวัตถุดิบของโรงกลั่นไทย
- **รัสเซีย-ยูเครน:** การโจมตีโรงกลั่นในรัสเซียด้วยโดรนการผลิตและการส่งออกน้ำมันดีเซลและ LNG ซึ่งช่วยหนุนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates แต่ทำให้ราคาก๊าซมีความผันผวนมากขึ้น
- **ช่องแคบฮอร์มุซ:** การเพิ่มขึ้นของค่าเบี้ยประกันภัยความเสี่ยงสงครามและค่าขนส่งสำหรับน้ำมันดิบจากตะวันออกกลาง ถือเป็นความเสี่ยงหลักสำหรับประเทศไทย ซึ่งนำเข้าน้ำมันดิบประมาณ 50-60% จากภูมิภาคดังกล่าว
- **ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน:** กดดันกิจกรรมภาคอุตสาหกรรมทั่วโลก ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี และความต้องการใช้น้ำมันส่วนเพิ่ม

เหตุการณ์ทางภูมิรัฐศาสตร์ในอดีตและผลกระทบต่อราคาน้ำมัน

Event	Main period (market focus)	Approx. duration	Approx. peak Brent during event	Approx. price change vs. pre-event	Direction
US-led invasion of Iraq	Mar-Jun 2003	~3 months (acute phase)	~US\$35/bbl	+US\$10/bbl (+40%)	Up
Arab Spring & Libyan civil war	Jan-Sep 2011	~9 months (core phase)	~US\$125-130/bbl	+US\$20-25/bbl (+19%-24%)	Up
US-Iran Gulf tensions (Strait of Hormuz incidents)	1H-2H19	Episodic	~US\$70/bbl	Short-lived spikes of +US\$5-10/bbl (+8%-17%)	Volatile
Russia-Ukraine full-scale invasion	Feb-Jun 2022 (acute price action)	~4-5 months	~US\$130-140/bbl	+US\$35-45/bbl (+37%-47%)	Up (sharp)
Israel-Hamas war (Gaza conflict)	Oct 2023-early 2024 (initial phase)	Ongoing; first 3-4 months most sensitive	~US\$90-95/bbl	+US\$5-10/bbl (+6%-12%)	Modest up
Red Sea/Houthi attacks on shipping	Late-2023-2025	Ongoing (episodic)	~US\$90/bbl	Short-term spikes of +US\$5-10/bbl (+6%-13%)	Volatile

Source: Reuters, Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

ความผันผวนของราคาน้ำมันจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์



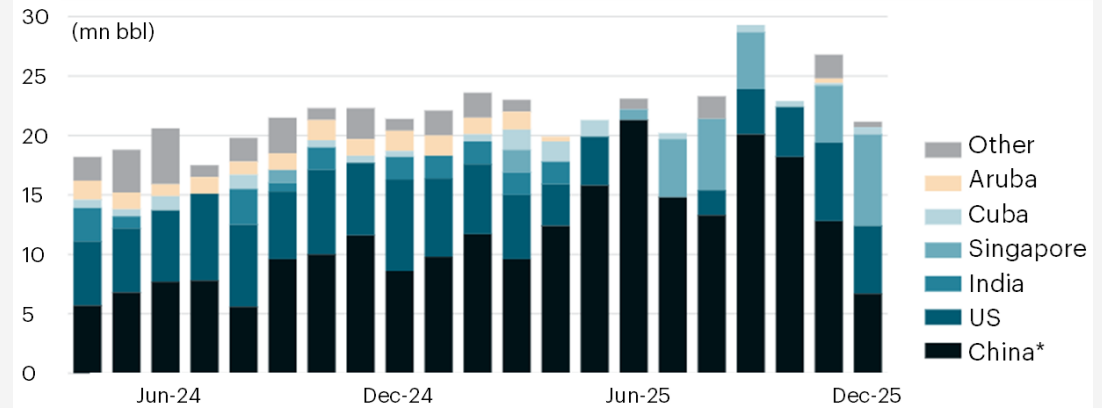
Source: Reuters, S&P Global Commodity Insights and InnovestX Research

เวเนซุเอลา: บั๊อจำกัดเชิงโครงสร้างต่อซัพพลายน้ำมันดิบชนิดหนัก (Heavy Sour)



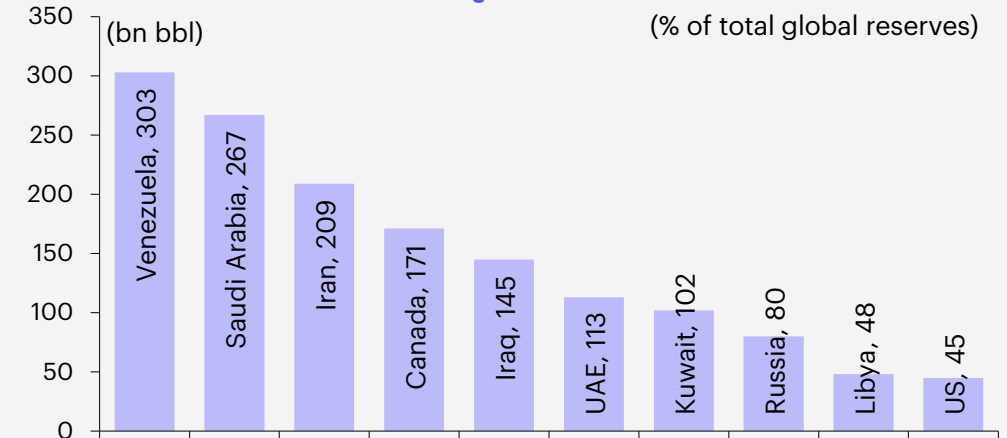
- การผลิตน้ำมันของเวเนซุเอลาถูกจำกัดเชิงโครงสร้างจากการถูกคว่ำบาตรและการขาดการลงทุนเป็นเวลาหลายปี โดยปริมาณการผลิตฟื้นตัวขึ้นเพียงเล็กน้อยมาอยู่เหนือระดับ 700kb/d เทียบกับอดีตที่เคยอยู่ที่ประมาณ 3mb/d
- **กรณีฐาน:** ความตึงตัวอย่างต่อเนื่องของน้ำมันดิบชนิดหนัก (เช่น Maya, Arab Heavy) จะช่วยหนุนค่าพรีเมียมและทำให้ต้นทุนวัตถุดิบสำหรับโรงกลั่นที่เน้นใช้น้ำมันดิบชนิดหนักปรับตัวสูงขึ้น
- **กรณีขาขึ้น (oil bullish):** สหรัฐฯ บังคับใช้มาตรการที่เข้มงวดขึ้นและยึดเรือบรรทุกน้ำมันเพิ่มเติม → ราคาน้ำมัน Brent ปรับตัวขึ้นแรง และส่วนต่างราคาน้ำมันดิบชนิดกว้างขึ้น
- **กรณีขาลง (oil bearish):** มีการผ่อนปรนมาตรการคว่ำบาตรบางส่วน อย่างไรก็ตาม ข้อจำกัดด้านการดำเนินงานมีแนวโน้มที่จะทำให้การส่งออกจริงเพิ่มขึ้นได้จำกัด ดังนั้นราคาน้ำมันจึงอาจมีความเสี่ยงขาลงน้อยกว่าที่คาดหวั่ข่าวระบุไว้

การส่งออกน้ำมันดิบของเวเนซุเอลา



Source: S&P Global Commodity Insights

ปริมาณสำรองน้ำมันดิบที่พิสูจน์แล้ว



Source: OPEC 2024 report

รัสเซีย-ยูเครน: ผลกระทบที่น้ำมันกลุ่ม middle distillates ตึงตัว และราคาก๊าซผืนผวน



- การโจมตีด้วยโดรนระยะไกลของยูเครนต่อโรงกลั่นและโครงสร้างพื้นฐานทางพลังงานของรัสเซียยังคงส่งผลกระทบต่อ การส่งออก น้ำมันดีเซลและการส่งผ่าน LNG อย่างต่อเนื่อง
- **กรณีฐาน:** ตลาดดีเซลยังคงมีลักษณะกระจายตัว (รัสเซียเบน เส้นทาง การส่งออกไปยังเอเชียและแอฟริกา; ยุโรปต้องพึ่งพาการ นำเข้าจากสหรัฐฯ และตะวันออกกลางมากขึ้น); ส่วนต่างราคาน้ำมัน ดีเซลยังอยู่ในระดับสูง; LNG ยังอยู่ในภาวะตึงตัวตามฤดูกาล
- **กรณีขาขึ้น (oil bullish):** โรงกลั่นในรัสเซียได้รับความเสียหาย อย่างหนัก → ผลกระทบที่น้ำมันกลุ่ม middle distillates ตึงตัวมาก ขึ้น และราคาน้ำมันดิบอ้างอิงให้ปรับตัวสูงขึ้น
- **กรณีขาลง:** การปรับเปลี่ยนเส้นทางและการเพิ่มประสิทธิภาพด้านโล จิสติกส์อาจช่วยบรรเทาความตึงตัวได้ แต่ความไม่แน่นอนยังคงอยู่ ในระดับสูงเนื่องจากมีข้อจำกัดในการประเมินความเสียหายเชิง ปริมาณและปริมาณการส่งออกทดแทน

โรงกลั่นรัสเซียหยุดดำเนินงานจากการโจมตีด้วยโดรนของยูเครน



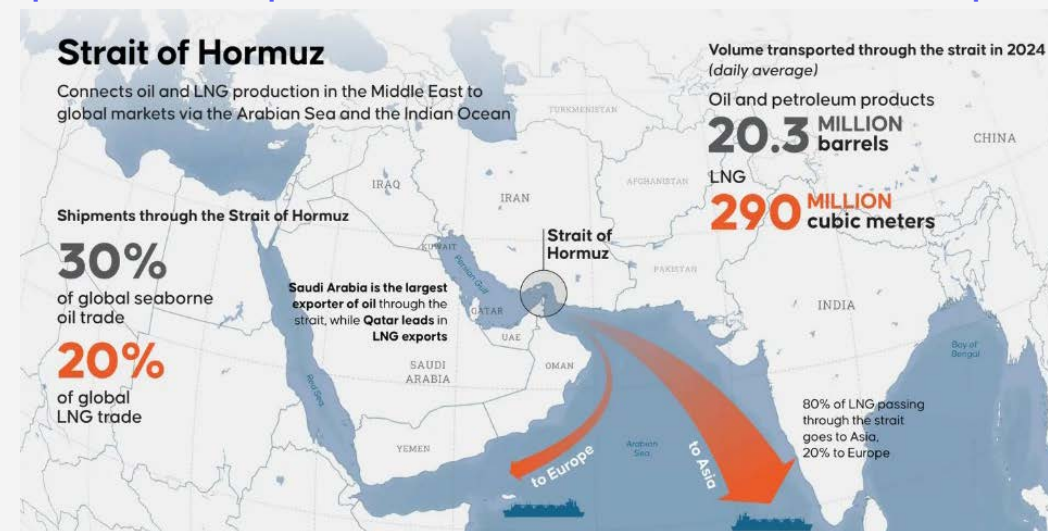
Source: S&P Global Commodity Insights

ช่องแคบฮอร์มุซ: ค่าขนส่ง ค่าประกันภัย และความเสียหายปลายหาง (tail risk)



- **น้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์น้ำมัน ~21mb/d** ส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซ; ความตึงเครียดระดับต่ำที่ยืดเยื้อระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่านยังคงหนุนให้ค่าเบี้ยประกันภัยความเสี่ยงสงครามอยู่ในระดับสูง
- **กรณีฐาน:** การส่งผ่านจริงไม่มีการหยุดชะงักอย่างมีนัยสำคัญ แต่ต้นทุนค่าขนส่งและค่าประกันภัยจะสูงขึ้นเชิงโครงสร้างสำหรับโรงกลั่นไทยที่นำเข้าน้ำมันดิบจากตะวันออกกลาง
- **ความเสียหายปลายหาง (tail risk):** เหตุการณ์เผชิญหน้าทางทหารโดยตรงอาจทำให้การขนส่งหยุดชะงักชั่วคราว ซึ่งตามสถิติในอดีตมักจะกระตุ้นให้ราคาน้ำมัน Brent ค่าขนส่ง และค่าประกันภัย ปรับตัวขึ้นแรง
- **มุมมองน้ำมันขาลง:** การผ่อนปรนมาตรการคว่ำบาตรต่ออิหร่านบางส่วนจะช่วยเพิ่มซัพพลายน้ำมันในภูมิภาคและทำให้ค่าพรีเมียมลดลง อย่างไรก็ตาม ยังไม่มีหลักฐานที่ชัดเจนเกี่ยวกับการเจรจาอย่างจริงจังระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่าน

จุดคอขวดเชิงยุทธศาสตร์ในอ่าวเปอร์เซีย – ช่องแคบฮอร์มุซ



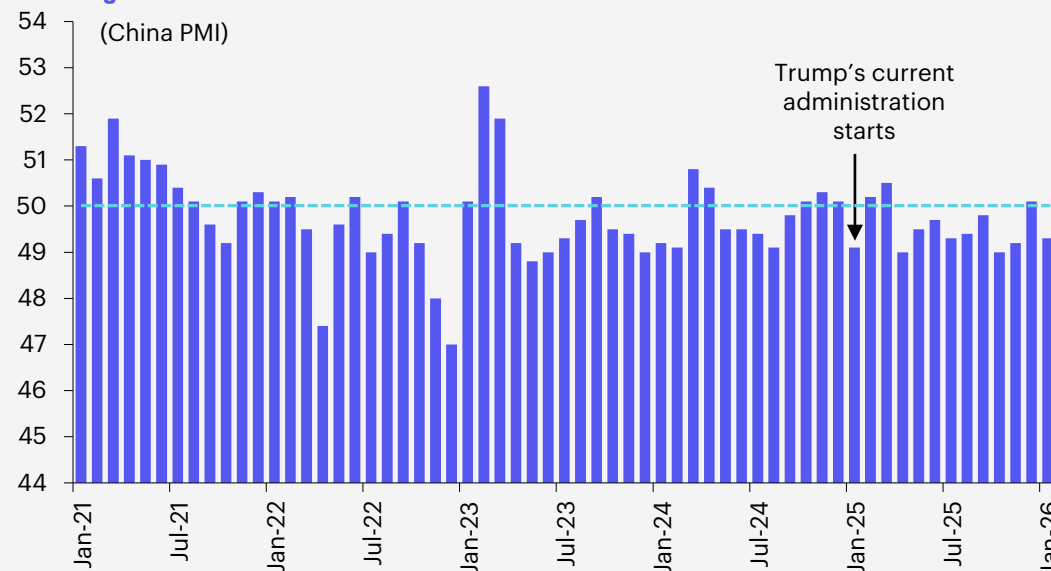
Source: Forbes (June 2025)

ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน: ปัจจัยจุดอุปสงค์



- มาตรการภาษีและการควบคุมการส่งออกยังคงกดดันภาคการผลิตทั่วโลกและความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี ขณะที่จีนได้ตอบโต้ด้วยการจัดเก็บภาษีนำเข้าก๊าซโพรเพนจากสหรัฐฯ
- **กรณีฐาน:** ความตึงเครียดอยู่ในระดับที่ควบคุมได้แต่ยังคงยืดเยื้อ; บริษัทต่างๆ กระจาย supply chains ไปยังภูมิภาคอาเซียน/เม็กซิโก ; ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและความต้องการใช้น้ำมันดีเซลเพิ่มขึ้นแรงกดดันในระดับปานกลาง
- **กรณีขาขึ้น (oil bullish):** การยกระดับมาตรการภาษีขึ้นอีกครั้ง หรือมีการควบคุมทางเทคโนโลยี/การส่งออกที่เข้มงวดขึ้น → บรรยากาศการลงทุนในภาคอุตสาหกรรมอ่อนตัวลง และราคาน้ำมัน Brent มีความเสี่ยงขาลง
- **กรณีขาลง (oil bearish):** การผ่อนปรนมาตรการภาษีในบางรายการ หรือการขยายระยะเวลาสงบศึกทางการค้าสามารถช่วยประคองความเชื่อมั่น และสนับสนุนความต้องการใช้น้ำมันดีเซลและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี อย่างไรก็ตาม ปัญหากำลังการผลิตส่วนเกินภายในประเทศจีนเอง ทำให้เป็นการยากที่จะสรุปว่ามาร์จิ้นที่อ่อนแอมีสาเหตุมาจากนโยบายการค้าเพียงอย่างเดียว

ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของจีน (PMI)



Source: National Bureau of Statistics

เมทริกซ์ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์



- **เวเนซุเอลา:** มีความน่าจะเป็นระดับปานกลางที่การบังคับใช้มาตรการจำกัดการส่งออกจะทวีความรุนแรงขึ้น ซึ่งอาจส่งผลให้ซัพพลายน้ำมันดิบชนิดหนักตึงตัว และหนุนราคาน้ำมันดิบ Brent ให้เพิ่มขึ้นเล็กน้อย
- **รัสเซีย-ยูเครน:** ความเสียหายของโรงกลั่นและการส่งออกน้ำมันดิบที่ลดลง ถือเป็นความเสี่ยงที่มีความน่าจะเป็นระดับปานกลาง ซึ่งอาจผลักดันให้ราคาน้ำมันดิบ Brent ปรับตัวสูงขึ้นในระดับปานกลาง
- **ช่องแคบฮอร์มุซ:** มีความน่าจะเป็นระดับต่ำถึงปานกลางที่เรือบรรทุกน้ำมันจะหยุดชะงัก แต่หากเกิดขึ้นจริงจะมีผลกระทบด้านบวกต่อราคาน้ำมัน Brent ในระดับสูง เนื่องจากเป็นเส้นทางขนส่งน้ำมันที่เป็นจุดยุทธศาสตร์สำคัญ
- **สหรัฐฯ-อิหร่าน:** แม้โอกาสเผชิญหน้ากันจะอยู่ในระดับต่ำ-ปานกลาง แต่หากเกิดขึ้นจริงจะสร้างแรงกระทบเชิงบวกต่อราคาน้ำมันในระดับสูง
- **สหรัฐฯ-จีน:** ภาษีศุลกากรหรือมาตรการควบคุมทางเทคโนโลยีที่มีความน่าจะเป็นระดับปานกลาง อาจทำให้ความต้องการใช้น้ำมันลดลง และสร้างแรงกดดันให้ราคาน้ำมันดิบ Brent ปรับตัวลดลงในระดับปานกลาง
- **อิหร่าน/เวเนซุเอลา:** ความเป็นไปได้ระดับต่ำถึงปานกลางที่จะมีการผ่อนปรนมาตรการคว่ำบาตรบางส่วน อาจส่งผลให้มีน้ำมันดิบชนิดหนักเข้าสู่ตลาดเพิ่มขึ้น และกดดันราคาน้ำมันลงเล็กน้อย

เมทริกซ์ประเมินความเสี่ยงเชิงคุณภาพ (ช่วง 12-18 เดือนข้างหน้า)

ประเด็นทางภูมิรัฐศาสตร์	สถานการณ์ (กรณีหลัก)	ความน่าจะเป็น*	ผลกระทบต่อ Brent **	ช่องทางผลกระทบหลัก
เวเนซุเอลา	การยกระดับความเข้มงวดในการบังคับใช้มาตรการควบคุมการส่งออกน้ำมันดิบ	ปานกลาง	↑ (เล็กน้อย-ปานกลาง)	Supply shock น้ำมันชนิดหนัก-ก้ำมะดันสูง
รัสเซีย-ยูเครน	โรงกลั่นเสียหายอย่างมีนัยสำคัญ และการส่งออกดีเซลลดลง	ปานกลาง	↑ (ปานกลาง)	ค่าการกลั่นน้ำมันดิบที่ลดลง, ความตึงตัวของผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป
ช่องแคบฮอร์มุซ	การเดินเรือบรรทุกน้ำมันหยุดชะงักชั่วคราว	ต่ำ-ปานกลาง	↑↑ (สูง)	Supply shock ในจุดยุทธศาสตร์การเดินเรือ
สหรัฐฯ-อิหร่าน	การเผชิญหน้าทางทหารโดยตรง หรือเหตุการณ์รุนแรงครั้งใหญ่	ต่ำ-ปานกลาง	↑↑ (สูง)	ความเสี่ยงที่ซ้อนทับกันทั้งในระดับภูมิภาคและบริเวณช่องแคบฮอร์มุซ
สหรัฐฯ-จีน	มาตรการภาษี/การควบคุมเทคโนโลยี	ปานกลาง	↓ (ปานกลาง)	การชะลอตัวของอุปสงค์ (ภาคการค้าและอุตสาหกรรม)
อิหร่าน / เวเนซุเอลา	การผ่อนคลายนโยบายการคว่ำบาตรบางส่วน	ต่ำ-ปานกลาง	↓ (เล็กน้อย-ปานกลาง)	ซัพพลายน้ำมันดิบชนิดหนักเพิ่มขึ้น

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

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



- **กลุ่มโรงกลั่นไทย:**
 - ได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลที่สูงขึ้นในสถานการณ์ความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน
 - ได้รับผลกระทบจากต้นทุนวัตถุดิบและค่าขนส่งที่สูงขึ้นหากมีความตึงเครียดเพิ่มขึ้นบริเวณช่องแคบฮอร์มุซ หรือความขัดแย้งระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่านยกระดับ
- **PTTEP (พลังงานต้นน้ำ):**
 - ได้อานิสงส์เชิงบวกอย่างมากหากราคาน้ำมันดิบ Brent ปรับขึ้น; มี upside เพิ่มเติมจากสภาวะน้ำมันดิบชนิดหนักตึงตัว; แต่มีความเสี่ยง downside หากมีการผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตร หรือเกิดภาวะ demand shock รุนแรง
- **PTT (ธุรกิจก๊าซ/LNG และธุรกิจพลังงานครบวงจร):**
 - อ่อนไหวต่อต้นทุนการจัดหาและการส่งผ่านต้นทุนตามนโยบายภาครัฐ; อาจเผชิญแรงกดดันต่อมาร์จิ้นหากโครงสร้างค่าไฟ/ค่าก๊าซปรับขึ้นช้ากว่าต้นทุนจริง
- **บริษัทที่มีสัดส่วนธุรกิจการตลาดสูง (OR, ธุรกิจการตลาดของ BCP):**
 - มีความอ่อนไหวต่อระดับราคาน้ำมันในระยะกลางค่อนข้างจำกัด; มีความเสี่ยงต่อปริมาณการขาย การแข่งขัน และกฎระเบียบด้านการค้าปลีกมากกว่า

ตารางแสดงทิศทางผลกระทบทางการเงิน



อันดับ / ความเสี่ยง	กลุ่มธุรกิจ	ปัจจัยขับเคลื่อนทางการเงินหลัก	ผลกระทบเชิงทิศทาง
1. ช่องแคบฮอร์มุซ – ค่าขนส่งและค่าระหว่างเรือฟุ้ง	โรงกลั่นไทย	ค่าการกลั่น (GRM) ต้นทุนวัตถุดิบ (น้ำมันดิบตะวันตกกลาง) เงินทุนหมุนเวียนและมูลค่าสต็อก FX / ราคาน้ำมันในประเทศและนโยบายรัฐ	ผสมผสาน: Brent ↑↑ แต่ต้นทุนน้ำมันดิบและค่าขนส่ง ↑↑ ผลสุทธิขึ้นกับการส่งผ่านต้นทุนและสต็อก ↓↓ (ต้นทุนถึงหน้าโรงกลั่นสูงขึ้นจากค่าระหว่างและค่าเบี่ยงความเสี่ยงสงคราม) ↑ (ระยะสั้นอาจได้กำไรจากสต็อกหาก Brent พุ่งแรง) ขึ้นกับบริบท การควบคุมราคาอาจมีมาร์จิ้น
2. การหยุดชะงักของอุปทานน้ำมันดีเซลจากรัสเซีย-ยูเครน	โรงกลั่นไทย PTTEP (ทางอ้อม)	ส่วนต่างราคาดีเซล & GRM การใช้กำลังการผลิตและปริมาณส่งออก ราคาน้ำมัน Brent และ gas oil	↑↑ (โรงกลั่นที่เน้นดีเซลได้ประโยชน์จากอุปทานตึงตัว) ↑ (เดินเครื่องสูงและส่งออกผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates) ↑ เล็กน้อย จากราคาน้ำมันดิบ Brent และราคาน้ำมัน gas oil ในภูมิภาคที่แข็งแกร่งขึ้น แต่ผลเชิงบวกนี้จะน้อยกว่าหุ้นกลุ่มโรงกลั่น
3. เวเนซุเอลา – ความตึงตัวของอุปทานน้ำมันดิบชนิดหนักและมีกำมะถันสูง	โรงกลั่นไทย PTTEP	ส่วนต่างราคาน้ำมันดิบชนิดหนักและกำมะถันสูงเทียบ benchmark ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ ราคาขายจริงของธุรกิจต้นน้ำ (หากอ้างอิงกับราคาน้ำมันดิบ Brent หรือราคาอ้างอิงในภูมิภาค)	↓↓ (โครงสร้างวัตถุดิบที่เป็นน้ำมันดิบชนิดหนักกว่าจะมีต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นในเชิงเปรียบเทียบ) มีโอกาส ↑ หากระบบโรงกลั่นทั่วโลกเกิดภาวะตึงตัว แต่อาจไม่สามารถชดเชยต้นทุนน้ำมันดิบชนิดหนักที่เพิ่มขึ้นได้อย่างเต็มที่ ↑ เล็กน้อย หากราคาน้ำมันดิบ Brent และน้ำมันดิบชนิดหนักมีการปรับระดับราคาขึ้น (Re-rate)
4. ความตึงเครียดทางการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน (ความเสี่ยงด้านอุปสงค์)	PTTEP โรงกลั่นไทย	Brent และราคาก๊าซภูมิภาค ปริมาณขาย LNG/ก๊าซ/ของเหลว สเปกโตรเคมี GRM และการใช้กำลังการผลิต	↓↓ ผ่านการคาดการณ์อุปสงค์ที่ลดลงและบรรยากาศการลงทุนแบบหลีกเลี่ยงความเสี่ยง ↓ เล็กน้อย หากการเติบโตของอุปสงค์ในเอเชียชะลอตัวลง ↓↓ (เป็นธุรกิจตามวัฏจักรและอ่อนไหวต่อสภาวะการค้า; ได้รับแรงกดดันจากภาวะกำลังการผลิตล้นตลาดในจีนอยู่แล้ว) ↓ จากปริมาณการผลิตที่ลดลง และส่วนต่างราคาน้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่อ่อนแอลงในช่วงอุปสงค์ชะลอ
5. ความผันผวนของสถานการณ์ LNG ระหว่างรัสเซีย-ยูเครน	PTT (ก๊าซ/LNG) PTTEP	ต้นทุน LNG เทียบการส่งผ่านราคา โครงสร้างค่าไฟและก๊าซ ราคาขายก๊าซ	↓↓ หากมีสัดส่วนการขายในตลาดสูง และการเรียกคืนต้นทุนผ่านค่าไฟฟ้าในประเทศ ถูกจำกัด ความเสี่ยงจากการกำกับดูแล หากปรับราคาล่าช้า อาจ ↑ หากสัญญาผูกติดกับราคา LNG หรือ Brent ที่พุ่งสูงขึ้น; แต่มีความเสี่ยงด้านปริมาณ หากราคาที่สูงเกินไปกดดันให้ความต้องการใช้ลดลง
6. อิหร่าน / เวเนซุเอลา – การผ่อนปรนมาตรการคว่ำบาตร (ปัจจัยลบต่อราคาน้ำมัน)	PTTEP โรงกลั่นไทย	ราคาขายอิง Brent การเปลี่ยนทรัพยากรสำรองให้เป็นรายได้ (ความคุ้มค่าของโครงการ) ต้นทุนวัตถุดิบ	↓↓ เนื่องจากอุปทานส่วนเพิ่มของน้ำมันดิบชนิดหนักและมีกำมะถันสูง กดดันราคาอ้างอิง ราคาที่ลดลงมี NPV และผลตอบแทนของโครงการใหม่ให้ต่ำลง ↑ (ต้นทุนน้ำมันดิบชนิดหนักถูกลดลง; ช่วยปรับปรุงความคุ้มค่าเชิงเศรษฐศาสตร์ของสัดส่วนน้ำมันดิบที่ใช้เป็นวัตถุดิบ)
7. ความตึงเครียดที่ทวีความรุนแรงขึ้นระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่าน (Tail Risk)	PTTEP โรงกลั่นไทย PTT/ไฟฟ้า	Brent และ risk premium ต้นทุนวัตถุดิบและค่าขนส่ง ค่าก๊าซและค่าไฟ	↑↑ สำหรับราคาขายจริง (Realized prices) แต่ต้องแลกมาด้วยความเสี่ยงด้านการดำเนินงานและเสี่ยงจากประเทศผู้ให้สัมปทานที่เพิ่มสูงขึ้น ↓↓ (ต้นทุนพุ่งสูงขึ้นอย่างรุนแรง); อาจเกิดภาวะมาร์จิ้นหดตัว หากราคาขายในประเทศถูกควบคุมโดยรัฐบาล ต้นทุนเชื้อเพลิงสูงขึ้น; มีความเสี่ยงที่ข้อจำกัดทางการเมืองจะทำให้การปรับค่าไฟฟ้า (Tariff pass-through) ล่าช้ากว่ากำหนด

ความอ่อนไหวของราคาน้ำมันต่อกำไรและราคาเป้าหมาย



บริษัท	การเปลี่ยนแปลงโดยประมาณของกำไรสุทธิปี 2569F จากกรณีฐาน (+US\$5/บาร์เรล)	การเปลี่ยนแปลงโดยประมาณของราคาเป้าหมาย (+US\$5/บาร์เรล สำหรับราคาน้ำมันระยะยาว)	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 อย่างไรก็ตามกำไรที่ดี กำไรถูกกดดันจาก: 1) ธุรกิจก๊าซและท่อก๊าซในประเทศที่มีการควบคุมราคา และ 2) ความเสี่ยงด้านมาร์จินก๊าซ/LNG หากการส่งผ่านต้นทุนล่าช้า
OR	+3% (ทิศทางขึ้นกับมาร์จิน เทียบกับผลขาดทุน/กำไรจากสต็อก)	+3% (EV/EBITDA)	ระยะสั้น ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นอาจสร้างกำไรจากสต็อก แต่กดดันมาร์จินต่อหน่วยและปริมาณขาย ขณะที่ราคาน้ำมันขาลงมักหนุนอุปสงค์และมาร์จินการตลาด แต่ทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อก โดยตลอดวัฏจักร ระดับราคาน้ำมันมีความสำคัญน้อยกว่าปริมาณขาย การแข่งขันและนโยบายกำกับราคาขายปลีก
TOP	+8% (ส่วนใหญ่เป็นผลทางบัญชี)	+3% (PBV)	ที่ระดับ GRM คงที่ ราคาน้ำมันมีผลต่อกำไร/ขาดทุนจากสต็อกและความต้องการเงินทุนหมุนเวียน ทั้งนี้ การประเมินมูลค่าด้วยวิธี PBV แทบจะไม่มีการเปลี่ยนแปลง เว้นแต่ว่าราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะส่งผลให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ หรืออุปสงค์เปลี่ยนแปลงไปในเชิงโครงสร้าง
SPRC	+15% (ได้แรงหนุนจากสต็อกน้ำมัน)	+5% (PBV)	ดำเนินธุรกิจโรงกลั่นเพียงอย่างเดียว กำไรสุทธิถูกกำหนดโดยค่าการกลั่นและอัตราการใช้กำลังการกลั่นเป็นหลัก ทั้งนี้ ระดับราคาน้ำมันจะส่งผลต่อกำไรผ่านการรับรู้กำไร/ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและงบดุล มากกว่าที่จะส่งผลต่อกำไรจากการดำเนินงานจริงของโรงกลั่น
BCP	+6%	+2% (sum-of-parts)	ธุรกิจโรงกลั่นมีการดำเนินงานคล้ายกับ TOP และ SPRC ในขณะที่ธุรกิจการตลาดอาจได้รับประโยชน์จากราคาน้ำมันที่ลดลง (จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นและความสามารถในการซื้อของผู้บริโภค) ทั้งนี้ ธุรกิจพลังงานหมุนเวียนและธุรกิจอื่นที่ไม่ใช่โรงกลั่นช่วยกระจายความเสี่ยง ทำให้ค่า beta ต่อราคาน้ำมันดิบโดยรวมลดลงเมื่อเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นอย่างเดียว นอกจากนี้ ราคาน้ำมันและก๊าซที่สูงขึ้นในยุโรปจะช่วยหนุนกำไรของธุรกิจสำรวจและผลิต (E&P) ในประเทศนอร์เวย์ (OKEA)
IRPC	+20%	+7% (PBV)	การดำเนินธุรกิจที่มีทั้งโรงกลั่นและปิโตรเคมีควบคู่กัน: กำไรสุทธิมีความอ่อนไหวต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ (ค่าการกลั่น และส่วนต่างราคาโอเลฟินส์/อะโรเมติกส์) มากกว่าระดับราคาน้ำมันที่แท้จริง ทั้งนี้ การเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันส่งผลกระทบต่อต้นทุนเนฟทาและวัตถุดิบ ซึ่งส่งผลกระทบต่อต้นทุนต่ออัตรากำไรของธุรกิจปิโตรเคมี ขณะที่ผลกระทบด้านสต็อกน้ำมันและเงินทุนหมุนเวียนนั้นมีลักษณะคล้ายคลึงกับโรงกลั่นอื่นๆ

Source: InnovestX Research

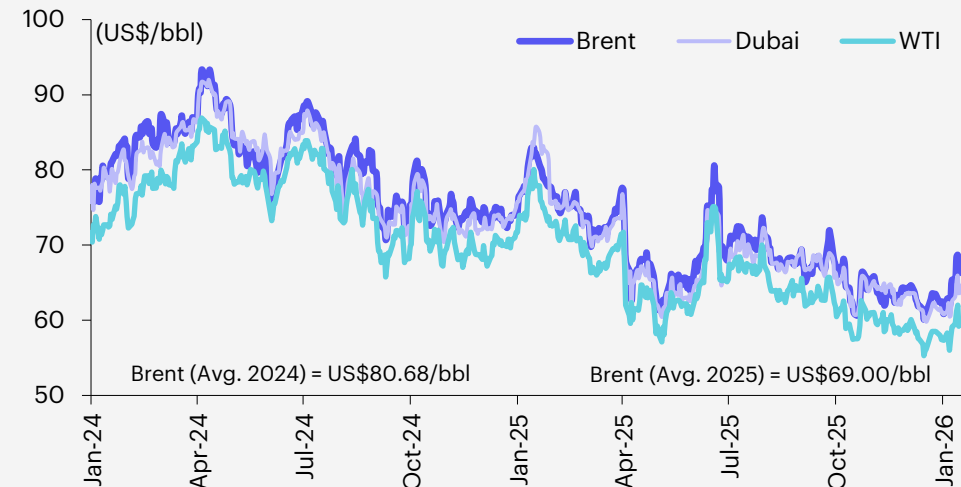
แนวโน้มตลาดน้ำมันปี 2569: หน่วยงานต่างๆ มีความเห็นไม่ตรงกัน



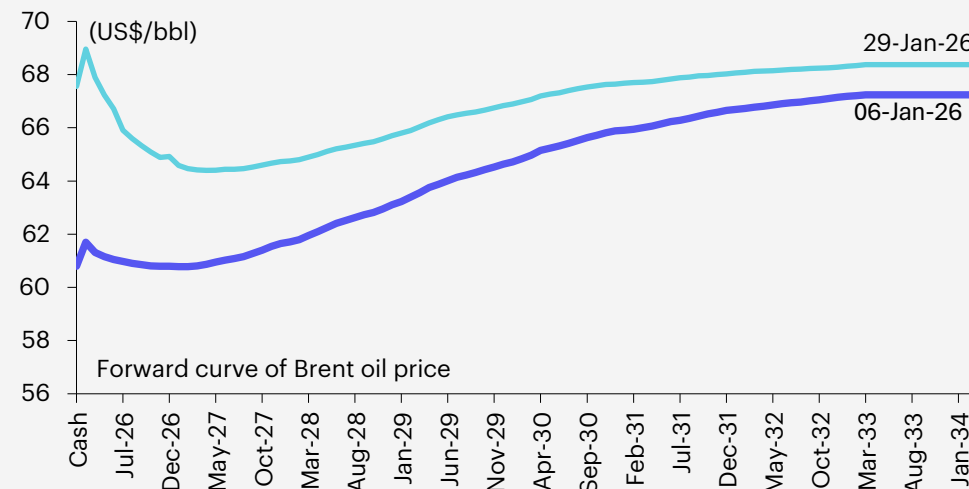
- **OPEC:** มีมุมมองเชิงบวกมากที่สุด โดยคาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์ที่ +1.4 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 นำโดยกลุ่มประเทศ non-OECD ขณะที่ความต้องการน้ำมันดิบจากกลุ่ม OPEC+ อยู่ที่ประมาณ 43 ล้านบาร์เรล/วัน และตลาดมีความสมดุลในวงกว้าง
- **EIA:** คาดการณ์ว่าอุปทานน้ำมันทั่วโลกจะสูงกว่าอุปสงค์ ~2.8 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 และ ~2.1 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2570 บ่งชี้ถึงการสะสมสต็อกอย่างต่อเนื่องและภาวะอุปทานส่วนเกิน
- **IEA:** รายงานประจำเดือนมกราคม 2569 ส่งสัญญาณว่าจะมีอุปทานส่วนเกินมากกว่าเดิมที่ ~4.09 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2569 ซึ่งชี้ให้เห็นถึงปัจจัยพื้นฐานที่อ่อนแอที่สุด
- **กรณีฐานของ IN VX:** คาดการณ์ราคาน้ำมันดิบ Brent ที่ US\$62/บาร์เรล ในปี 2569 โดยมีมุมมองโน้มเอียงไปทาง EIA/IEA เนื่องจากเห็นการสะสมของสต็อกน้ำมันที่ชัดเจนและโมเมนตัมเศรษฐกิจมหภาคที่อ่อนตัว แม้ว่าโครงสร้างราคาในตลาดล่วงหน้าจะมี geopolitical premium ราว US\$5-6/บาร์เรล

US\$/bbl	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

ราคาน้ำมันดิบอ้างอิง



Forward curve – Brent



Source: Bloomberg Finance LP, Barchart and InnovestX Research

สมดุลอุปสงค์-อุปทาน และการเปลี่ยนแปลงของสต็อกน้ำมัน



▪ อุปสงค์:

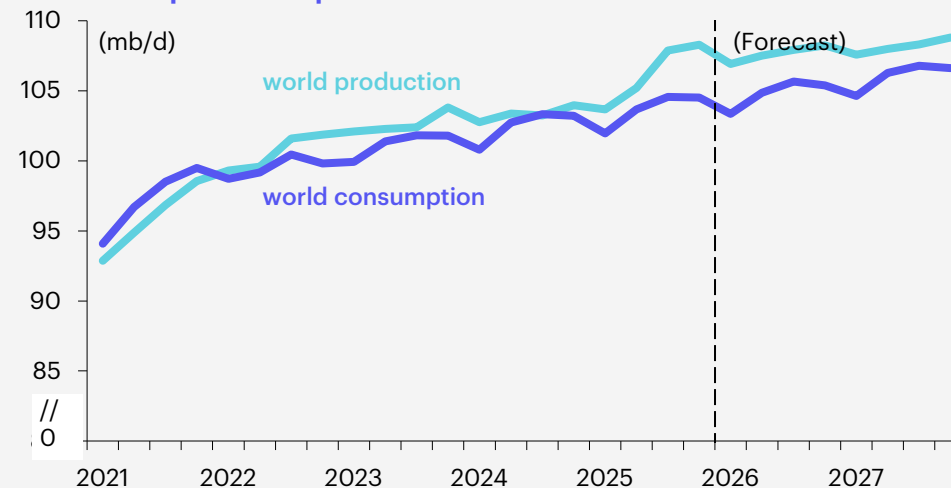
- OPEC: +1.4mb/d ในปี 2569 โดยส่วนใหญ่มาจากกลุ่มประเทศ non-OECD
- IEA: +0.93mb/d;
- EIA: ~+1.1 mb/d โดยการเติบโตเกือบทั้งหมดมาจากกลุ่มประเทศ non-OECD ในเอเชียและตะวันออกกลาง

▪ อุปทาน:

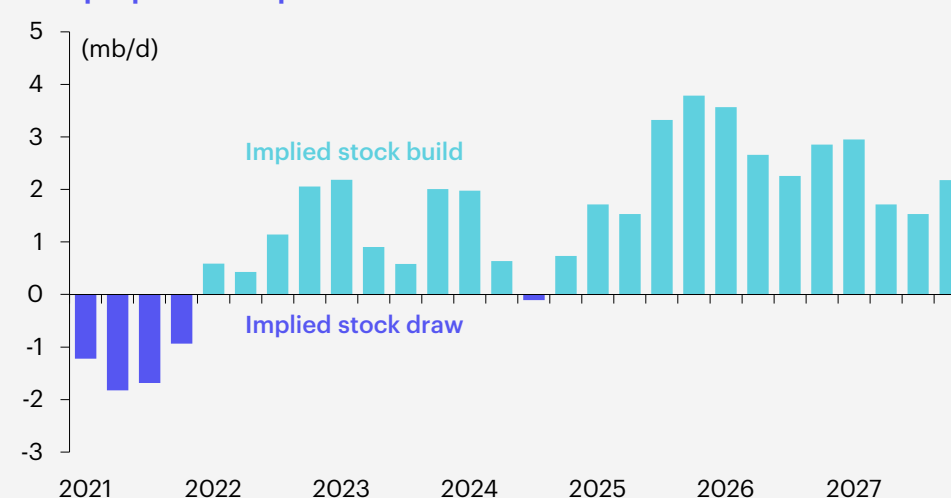
- OPEC: non OPEC+ liquids +0.6mb/d, OPEC+ NGLs/non conventional +0.1mb/d; บ่งชี้ถึงความต้องการน้ำมันดิบจากกลุ่ม OPEC+ ที่สมดุล
- EIA & IEA: คาดซัพพลายเพิ่มขึ้นมากกว่าที่ OPEC ประเมินไว้ ทำให้คาดว่าจะมีการสะสมของสต็อกน้ำมันในปริมาณที่มาก

- ภาพรวมเศรษฐกิจมหภาค: IMF ระบุว่าความเสี่ยงด้านการเงินระดับมหภาคอาจลด GDP โลกลงได้ถึง 2% ซึ่งทำให้ความเสี่ยงเอนเอียงไปทางอุปสงค์ที่อ่อนแอกว่ากรณีฐานของ OPEC

แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานน้ำมันโลก



สมดุลอุปสงค์-อุปทานน้ำมัน



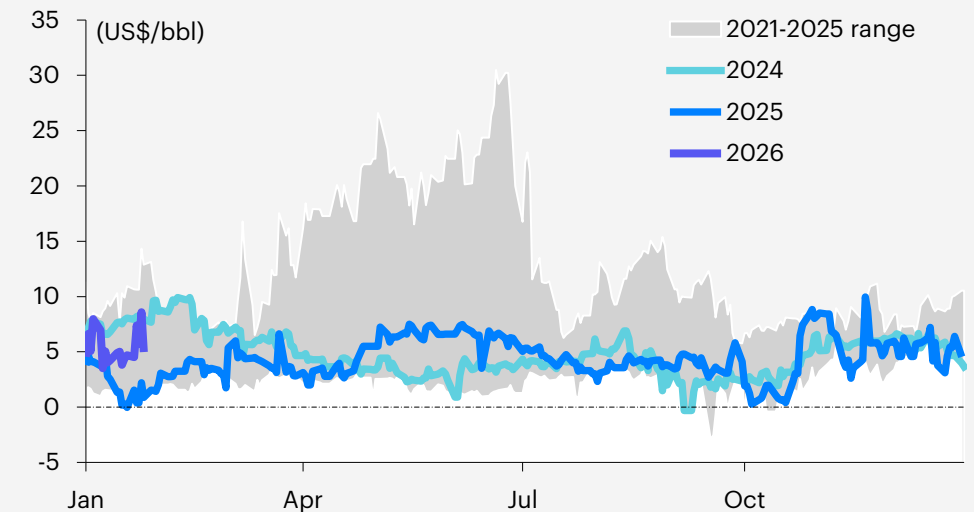
Source: US EIA and InnovestX Research

ค่าการกลั่น: ผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ยังคงเป็นแรงหนุนหลัก



- ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ (Singapore GRM) เฉลี่ยอยู่ที่ US\$4.7/บาร์เรล ใน 4Q68 (+18% QoQ) โดยได้รับแรงหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate ที่เพิ่มขึ้น 31% QoQ และส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้น 52% QoQ
- ส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลแต่ละระดับ US\$24.5/บาร์เรล ใน 4Q68 ซึ่งเป็นระดับสูงสุดนับตั้งแต่ 4Q66 โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปทานน้ำมันดีเซลที่ตึงตัวในยุโรปและการหยุดชะงักของอุปทานจากรัสเซีย
- สำหรับปี 2569–2570 คาดว่าค่าการกลั่นตลาด (market GRM) จะปรับตัวดีขึ้นเป็น US\$5.4–5.9/บาร์เรล โดยมีปัจจัยหนุนจากน้ำมันเบนซิน น้ำมันดีเซล และโดยเฉพาะอย่างยิ่งน้ำมันอากาศยาน เนื่องจากการเดินทางทางอากาศกลับสู่ภาวะปกติ
- IEA/EIA ส่งสัญญาณว่ามาร์จิ้นในแต่ละภูมิภาคจะไม่เท่ากัน แต่โดยรวมยังคงเป็นบวกต่อโรงกลั่นที่เน้นผลิตผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates

Singapore GRM (Hydrocracking)



Expected market GRM (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

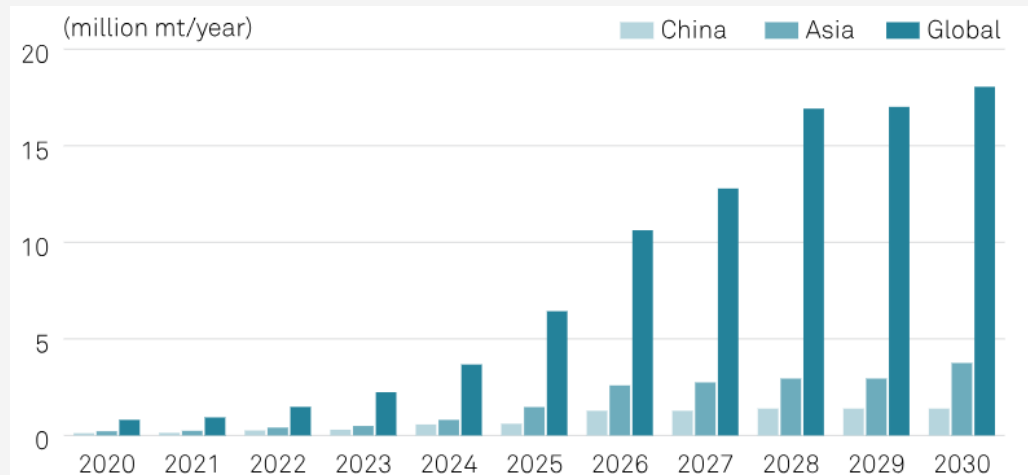
Source: Reuters and InnovestX Research

กำลังการกลั่น อัตราการใช้กำลังการผลิต และปัจจัยด้าน SAF

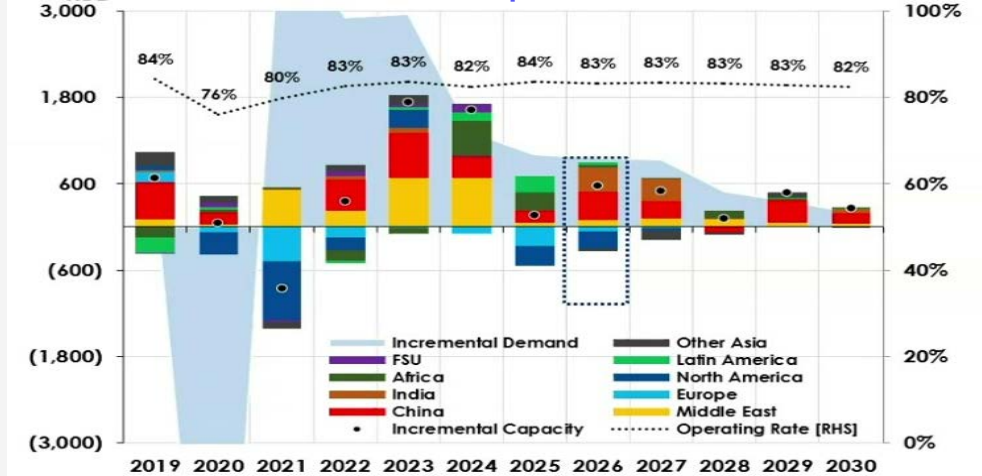


- กำลังการกลั่น (CDU) ใหม่สุดอยู่ในปี 2569 อยู่ที่ ~600kb/d เทียบกับการเติบโตของอุปสงค์ 1mb/d; IEA คาดการณ์ว่าปริมาณการกลั่นน้ำมันดิบจะเพิ่มขึ้น 770kb/d (+0.9% YoY) สู่ระดับ 84.6mb/d
- กำลังการกลั่นที่เพิ่มขึ้นกระจุกอยู่ในจีนและอินเดีย โดยอินเดียจะกลายเป็นแรงขับเคลื่อนหลักของอุปสงค์และกำลังการกลั่นส่วนเพิ่มหลังปี 2569
- ปริมาณการผลิตน้ำมันเชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF) จะมีสัดส่วนเพียง ~0.8% ของน้ำมันอากาศยานทั้งหมด (~2.4 ล้านตัน) ในปี 2569 ซึ่งสะท้อนถึงการดำเนินโครงการที่ล่าช้าและนโยบายสนับสนุนที่ยังไม่เข้มข้นนักในยุโรปและสหราชอาณาจักร

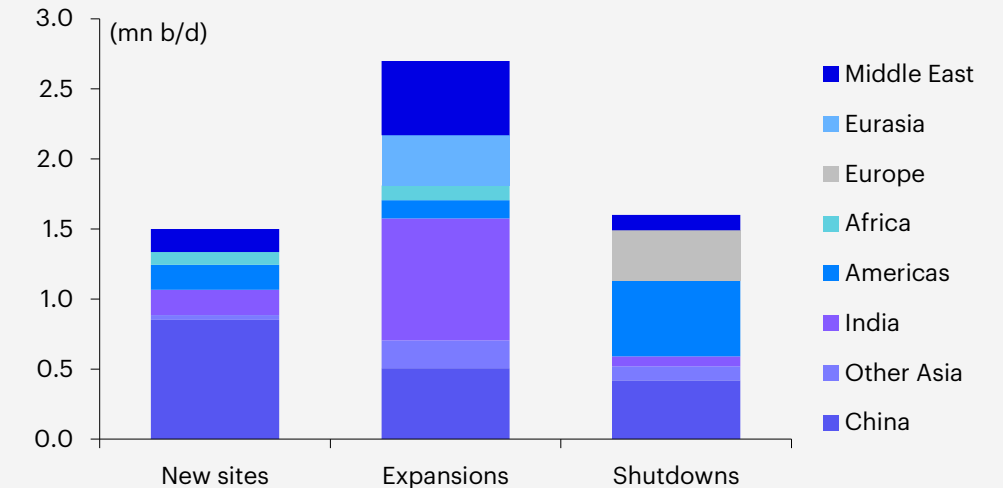
การผลิต SAF ที่โลกที่ประเมินได้



การเพิ่ม CDU ทั่วโลกเทียบกับอุปสงค์ส่วนเพิ่ม



การเปลี่ยนแปลงกำลังการกลั่นทั่วโลก (ปี 2567-2573)



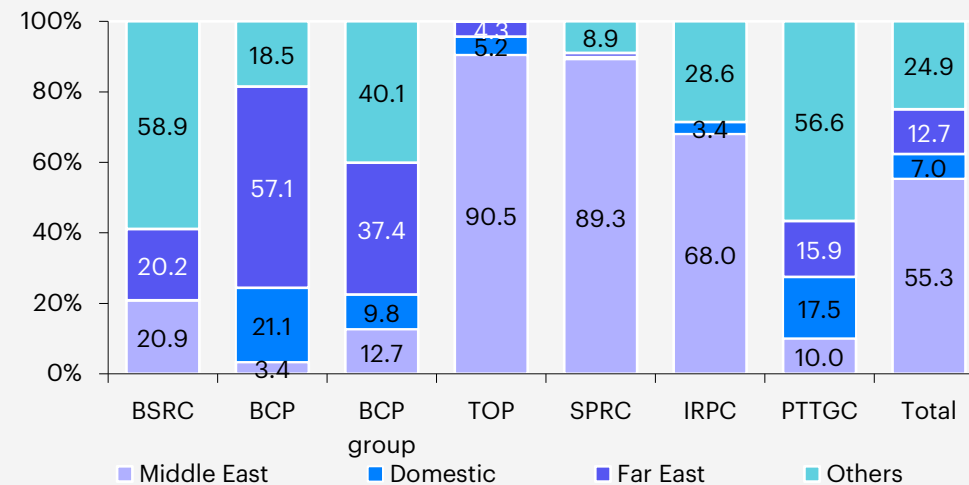
Source: S&P Global, TOP, FACTs, Energy Aspect, EIA and IEA

โรงกลั่นไทย: ความเสี่ยงด้านการจัดหาน้ำมันดิบและการกระจายแหล่งวัตถุดิบ

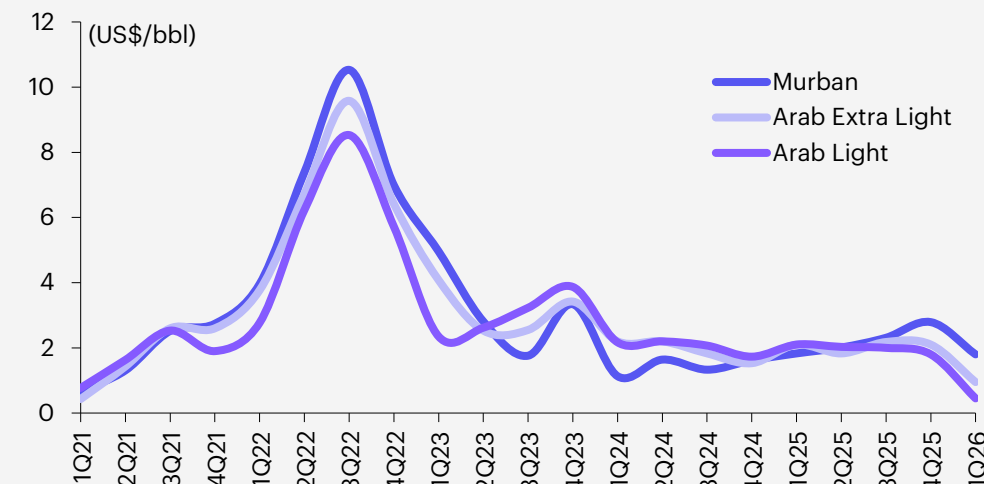


- ประมาณ 55% ของการนำเข้าน้ำมันดิบของประเทศไทยในปี 2568 มาจากตะวันออกกลาง ทำให้โรงกลั่นมีความเสี่ยงต่อการตัดสินใจของกลุ่ม OPEC+ และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ในแถบอ่าวเปอร์เซีย
- ความยืดหยุ่นของ Saudi Aramco ภายใต้ข้อจำกัดของ OPEC+ ส่งผลให้ราคาขายอย่างเป็นทางการ (OSPs) มีความผันผวนมากขึ้น ซึ่งเพิ่มความไม่แน่นอนด้านต้นทุน
- โรงกลั่นต่างๆ เริ่มกระจายความเสี่ยงด้วยการหันไปนำเข้าน้ำมันดิบจากสหรัฐฯ โดยใช้ประโยชน์จากน้ำมันดิบที่มีปริมาณกำมะถันต่ำ (sweet grade) ที่มีราคาแข่งขันได้ และปริมาณการส่งออกที่เพิ่มขึ้น เพื่อลดการพึ่งพาซัพพลายจากตะวันออกกลาง
- วัตถุประสงค์: เพื่อเพิ่มความยืดหยุ่น เพิ่มทางเลือกในการใช้วัตถุดิบ และลดความผันผวนของค่าการกลั่นภายใต้สภาวะภูมิรัฐศาสตร์ที่ผันผวนมากขึ้น

แหล่งน้ำมันดิบของโรงกลั่นน้ำมันไทย



ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบ



Source: Ministry of Energy and TOP

แนวโน้มผลประกอบการ 4Q68 – ทิศทางคละเค้ากัน QoQ



■ กลุ่มโรงกลั่นน้ำมัน:

- ค่าการกลั่น (GRM) ปรับตัวดีขึ้น QoQ แต่ราคาน้ำมันที่ลดลงในช่วงปลายไตรมาสทำให้มีขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง
- **BCP:** กำไร QoQ ได้รับปัจจัยหนุนจากปริมาณการกลั่นน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นและค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้น โดยถูกหักล้างบางส่วนด้วยขาดทุนจากสต็อกน้ำมันและการตั้งสำรองการด้อยค่าของ OKEA
- **IRPC, SPRC, TOP:** คาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง QoQ แม้ว่า GRM/GIM จะดีขึ้น โดยสาเหตุหลักมาจากผลกระทบจากสต็อกน้ำมันและการป้องกันความเสี่ยง

■ PTT & PTTEP:

- **PTT:** กำไรปรับตัวดีขึ้น QoQ โดยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนแบ่งกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นจากธุรกิจ E&P และธุรกิจก๊าซ
- **PTTEP:** ปริมาณขายที่เพิ่มขึ้นและกำไรพิเศษช่วยชดเชยราคาขายเฉลี่ย (ASP) ที่ลดลงใน 4Q68

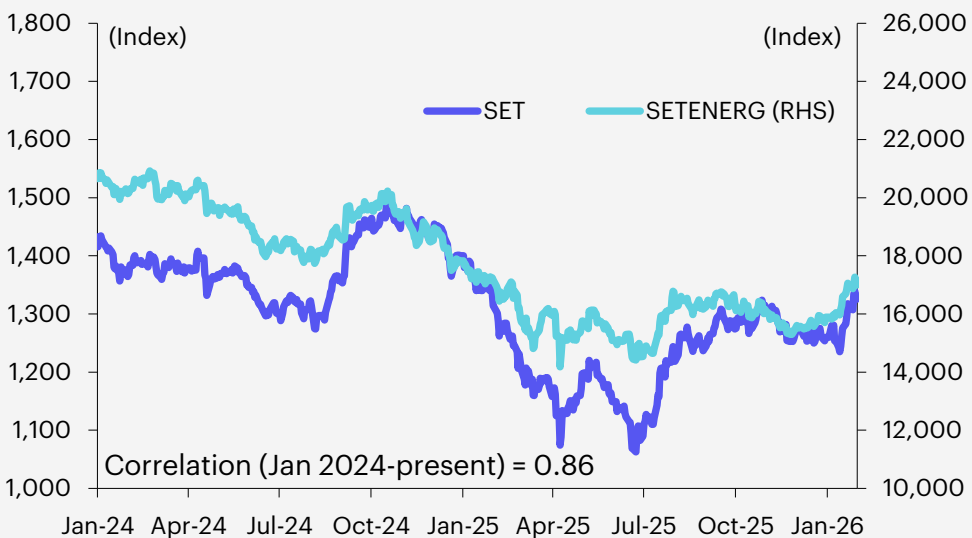
Company	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25F		1Q26F	
					YoY	QoQ	YoY	QoQ
BCP	16	2,115	(2,560)	1,108	+	+	+	+
					กำไรที่เพิ่มขึ้นได้รับแรงหนุนจากปริมาณการกลั่นน้ำมันดิบที่สูงขึ้นและ GRM ที่แข็งแกร่งขึ้น แม้ว่าจะมีการรับรู้ผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน ปริมาณขายที่ลดลง และการรับรู้รายการด้อยค่าของสินทรัพย์ ที่เพิ่มขึ้นของ OKEA			
IRPC	(1,125)	(1,206)	(2,132)	340	+	-	+	+
					ขาดทุนสต็อกน้ำมันเป็นปัจจัยหลักที่ก่อให้เกิดผลประกอบการลดลง QoQ แต่ GIM ปรับดีขึ้นจาก GRM ที่สูงขึ้น			
OR	2,999	4,379	2,232	2,614	-	-	-	+
					กำไรจากการดำเนินงานจะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล แต่การตัดจำหน่ายเงินลงทุนในบริษัทร่วมค้าจะกดดันกำไรสุทธิ			
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	+	-	+	-
					ขาดทุนสต็อกน้ำมันเป็นปัจจัยหลักที่ก่อให้เกิดกำไรสุทธิลดลง 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 ที่สูงขึ้นและอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น			

Performance และ Valuation กลุ่มพลังงาน



- SETENERG ให้ผลตอบแทนต่ำกว่าตลาด (underperform) ในปี 2568 (-11%) แต่เริ่มกลับมาฟื้นตัวในช่วงต้นปี 2569 โดยปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% YTD เทียบกับ SET ที่ +5% ซึ่งได้รับแรงขับเคลื่อนหลักจากกลุ่มโรงกลั่น (+17%) และหุ้นกลุ่มพลังงานต้นน้ำ (+8%)
- การฟื้นตัวสะท้อนถึงความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงขึ้น ซึ่งหนุนให้ราคาน้ำมันดิบและค่าการกลั่น (GRM) ปรับตัวสูงขึ้น และช่วยสนับสนุนโมเมนตัมของกลุ่มพลังงานในระยะสั้น ทั้งนี้ เราคาดว่าปัจจัยหนุนจากราคาน้ำมันจะยังคงดำเนินต่อไปตลอดช่วง 1Q69 เนื่องจากยังไม่มีสัญญาณการลดระดับความรุนแรงในตะวันออกกลาง

SETENERG vs. SET



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



- **Top pick #1 – PTTEP (ราคาเป้าหมาย 138 บาท):**
 - มีความอ่อนไหวสูงต่อราคาน้ำมัน ต้นทุนการดำเนินงานต่ำ ปริมาณขายเพิ่มขึ้น จบดุลแข็งแกร่ง และผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจ
 - ราคาเป้าหมายที่คำนวณด้วยวิธี DCF อ้างอิงสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent ระยะยาวที่ US\$64/บาร์เรล ซึ่งต่ำกว่า forward curve (US\$67/บาร์เรล) สะท้อนถึงมุมมองที่ระมัดระวัง
- **Top pick #2 – PTT (ราคาเป้าหมาย 39 บาท):**
 - มีพอร์ตธุรกิจครบวงจร พร้อมกับความมั่นคงของกำไรจากธุรกิจก๊าซ อีกทั้งมี upside จากการทำ asset monetization (A1 Core)
 - ซื้อขายที่ PBV ปี 2569 ~0.8 เท่า โดยมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ~6%
- **Top pick #3 – TOP (ราคาเป้าหมาย 53 บาท):**
 - ตัวแทนหลัก (proxy) ในกลุ่มโรงกลั่น โดยมีสัดส่วนการผลิตผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates สูงถึง 54%; ได้ประโยชน์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น (GRM) และความแข็งแกร่งของดีเซล; จบดุลปรับตัวดีขึ้นหลังการทำ asset monetization มูลค่า 1.82 หมื่นลบ.

PTTEP (138 บาท) – อานิสงส์ราคาน้ำมันหนุนผลตอบแทนธุรกิจต้นน้ำแข็งแกร่ง

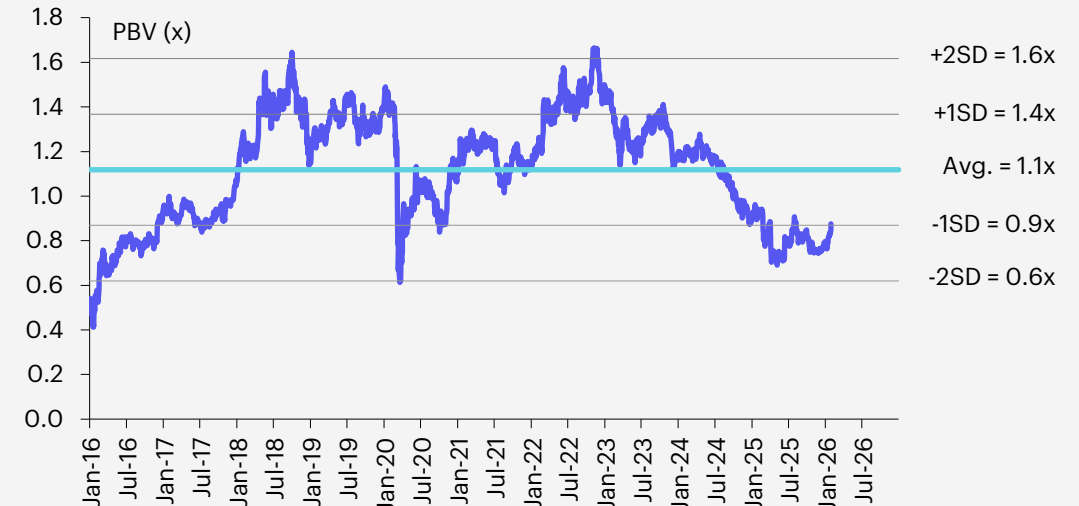


- PTTEP มีความสามารถในการทำกำไรที่ล้นเกินไปกับทิศทางราคาน้ำมันขาขึ้นในช่วงที่ผ่านมาซึ่งได้รับแรงหนุนจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ ขณะที่โครงสร้างการดำเนินงานที่มีต้นทุนต่ำช่วยรักษามาร์จิ้นได้ในทุกสภาวะตลาด
- ปริมาณการขายมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในระยะ 3 ปีข้างหน้า โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการทยอยเดินเครื่องโครงการใหม่ ซึ่งช่วยเสริมความชัดเจนของกำไรในระยะกลาง
- งบดุลที่แข็งแกร่งช่วยเพิ่มความคล่องตัวในการลงทุนและรักษาอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลให้อยู่ในระดับที่น่าพอใจ
- ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 ที่ 138 บาท อ้างอิงวิธี DCF บนสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent ระยะยาวที่ US\$64/บาร์เรล ซึ่งต่ำกว่า forward curve ที่ US\$67/บาร์เรล เพื่อยืดหลักความระมัดระวังในการประเมินมูลค่าหุ้น ทั้งนี้ หากราคาน้ำมันทรงตัวในระดับสูงได้อย่างต่อเนื่อง จะสร้าง upside ให้กับ NAV และกระแสเงินสดในระยะยาว
- ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ, ต้นทุนต่อหน่วยที่เพิ่มขึ้น, โอกาสรับรู้ผลขาดทุนจากการซื้อขายระหว่างการผลิต การลงทุน และกฎระเบียบที่เข้มงวดขึ้นเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) การปรับตัวเข้าสู่ช่วงเปลี่ยนผ่านพลังงานยังคงเป็นปัจจัยหลักด้าน ESG

Forecasts and valuation

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	10.0	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	(%)	7.7	7.8	6.5	6.5	7.3
EV/EBITDA	(x)	1.9	1.9	2.5	3.1	3.1

PBV band



PTT (ราคาเป้าหมาย 39 บาท): แพลตฟอร์มธุรกิจครบวงจรช่วยหนุนกำไรแข็งแกร่ง

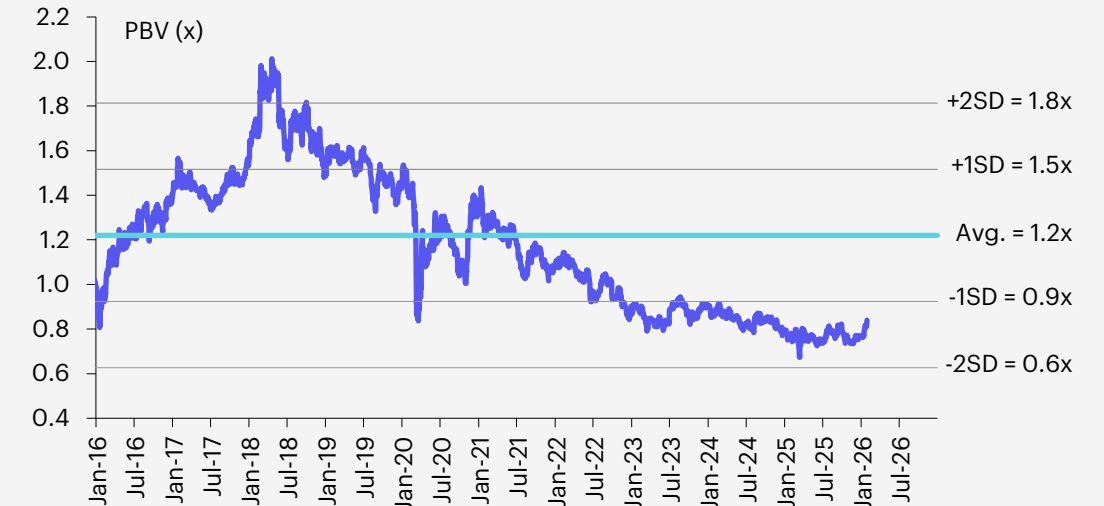


- โครงสร้างธุรกิจที่ครบวงจรของ PTT ทั้งธุรกิจ E&P, ก๊าซ, ปิโตรเคมี และโรงไฟฟ้า ช่วยสนับสนุนความแข็งแกร่งของกำไร โดยธุรกิจก๊าซ ช่วยรักษาเสถียรภาพของอัตรากำไร แม้ว่าจะมีการแข่งขันจากการนำเข้า LNG
- โครงการ A1 Core ช่วยปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์ผ่านการรวมท่าเทียบเรือและถังเก็บผลิตภัณฑ์ไว้ภายใต้ PTT Tank และการทำ infrastructure monetization ร่วมกับ PTTGC และ TOP ซึ่งช่วยเสริมความแข็งแกร่งของงบดุลและสนับสนุนแผนลดการปล่อยคาร์บอน
- กำไรอาจปรับตัวลดลงเล็กน้อยในปี 2569 เนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์ในกลุ่มธุรกิจต้นน้ำที่อ่อนแอลงจะไปหักล้างมาร์จิ้นธุรกิจก๊าซที่ทรงตัวและกลุ่มธุรกิจ P&R ที่ปรับตัวดีขึ้น แม้ราคาน้ำมันที่สูงกว่าคาดจะสร้าง upside ผ่านธุรกิจ E&P
- เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM ด้วยราคาเป้าหมาย 39 บาท (วิธี SOTP) โดยหุ้น PTT ซื้อขายที่ PBV ปี 2569 ที่ 0.8 เท่า และ PE 11.7 เท่า พร้อมกับการให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล ~6%
- ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว, ความผันผวนของราคาน้ำมัน, กฎระเบียบจากภาครัฐ, การตั้งสำรองการด้อยค่า และแรงกดดันด้าน ESG

Forecasts and valuation

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)	9.5	12.0	13.5	11.7	10.9
EPS growth, core	(%)	(35.9)	(20.6)	(11.1)	14.7	8.0
P/BV, core	(x)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
ROE	(%)	6.5	5.0	4.3	4.8	5.0
Dividend yield	(%)	5.8	6.1	5.8	5.8	5.8
EV/EBITDA	(x)	3.6	3.7	3.3	3.0	2.8

PBV band



TOP (53 บาท): อยู่ในสถานะที่ดีที่จะได้ประโยชน์จากค่าการกลั่นที่ฟื้นตัว

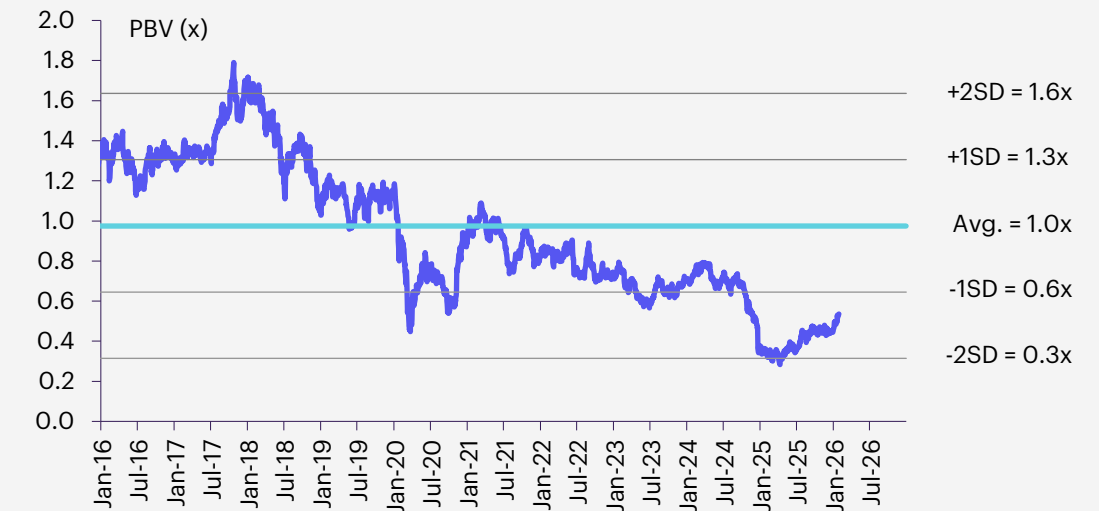


- TOP อยู่ในตำแหน่งที่ได้ประโยชน์อย่างชัดเจนจากการฟื้นตัวของ GRM หนุนโดยมาร์จิ้นของผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่ปรับตัวดีขึ้น และการมีส่วนผลิตผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate yield สูงถึง 54% ทำให้ TOP เป็นตัวแทนหลักสำหรับวัฏจักรขาขึ้นในธุรกิจโรงกลั่นของไทย
- งบดุลจะปรับตัวดีขึ้นหลังการทำ asset monetization มูลค่า 1.82 หมื่นล. ร่วมกับ PTT Tank ซึ่งจะทำให้อัตราส่วน net debt/EBITDA ลดลงจาก 10.38 เท่าอยู่ที่ 8.54 เท่า โดยมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงานในระดับต่ำ
- เราคาดว่ากำไรปี 2569 จะแข็งแกร่งขึ้นจากส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและน้ำมันเบนซินที่ดี ในขณะที่ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบปรับตัวลดลงต่ำกว่า US\$2/บาร์เรล ทั้งนี้ ด้วยปริมาณการนำน้ำมันดิบเข้ากลั่นที่กลับสู่ภาวะปกติ TOP ยังคงเดินหน้าเพิ่มปริมาณการผลิตในปี 2569
- เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM และราคาเป้าหมาย 53 บาท (อ้างอิง PBV 0.6 เท่า) การทำ asset monetization ได้สำเร็จช่วยเสริมความแข็งแกร่งให้กับงบดุลและสนับสนุนการจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการ CFP ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ ความผันผวนของราคาน้ำมันและค่าการกลั่น, ผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน, ความอ่อนแอของธุรกิจอะโรเมติกส์, การล่าช้าของโครงการ CFP และกฎระเบียบด้านก๊าซเรือนกระจก (GHG) ที่เข้มงวดขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	469,244	466,777	393,558	401,888	373,039
EBITDA	(Btmn)	37,359	20,999	16,632	24,807	28,105
Core profit	(Btmn)	22,080	8,412	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	11.3	23.9	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	4.5	4.7	4.7	5.2
EV/EBITDA	(x)	6.0	10.0	14.4	10.9	9.7

PBV band



ESG และการกำกับดูแล: การลดความเสี่ยงและ Premium



- หุ้นกลุ่มพลังงานของไทยส่วนใหญ่ได้รับคะแนนการกำกับดูแลกิจการ (CG Rating) ในระดับ "ดีเลิศ" (5 ดาว) และมีคะแนน SET ESG Ratings ที่แข็งแกร่ง (PTT, PTTEP, TOP, OR)
- พันธกิจด้านสิ่งแวดล้อม:
 - PTT: ตั้งเป้าความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutrality) ภายในปี 2583; การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero) สำหรับการดำเนินงานของบริษัทเองภายในปี 2593
 - PTTEP: ตั้งเป้า Net Zero ภายในปี 2593; โครงการนำร่อง CCS ที่โครงการอาทิตย์; กลยุทธ์ด้านความหลากหลายทางชีวภาพ "Ocean for Life"
 - BCP, IRPC, TOP, SPRC: มีเป้าหมายการลดการปล่อย GHG ที่ชัดเจน, โครงการเพิ่มประสิทธิภาพ, ตัวชี้วัดด้านความปลอดภัยที่แข็งแกร่ง
- การกำกับดูแลกิจการ: มีสัดส่วนกรรมการอิสระในระดับสูง และมีประวัติด้าน CG ที่แข็งแกร่งต่อเนื่องยาวนาน

Company	SET ESG Ratings	Morningstar Sustainalytics 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 Sustainalytics – 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



- **เศรษฐกิจมหภาคและอุปสงค์:** ภาวะเศรษฐกิจโลกชะลอตัว หรือการใช้รถยนต์ไฟฟ้า (EV) ที่เร็วกว่าคาด อาจกดดันอุปสงค์น้ำมันให้ลดลงมากกว่าที่ EIA/IEA คาดการณ์ไว้ในปัจจุบัน
- **ภูมิรัฐศาสตร์:**
 - หากมีการผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตรที่รวดเร็วขึ้น (อิหร่าน/เวเนซุเอลา) จะเป็นปัจจัยลบต่อราคาน้ำมันเมื่อเทียบกับกรณีฐานของเรา
 - ความขัดแย้งที่รุนแรงมากขึ้นในตะวันออกกลางอาจผลักดันให้ราคาน้ำมันสูงกว่าสมมติฐานของเราที่ US\$62/บาร์เรลอย่างมาก แต่อาจไปบีบค่าการกลั่น หรือกระตุ้นให้เกิดการแทรกแซงจากภาครัฐได้
- **กฎระเบียบ:** การควบคุมราคาขายปลีกน้ำมันภายในประเทศและค่าไฟฟ้า อาจจำกัด upside ของโรงกลั่นและผู้ประกอบการแบบครบวงจร
- **ความไม่สอดคล้องของประมาณการ:** การคาดการณ์ที่แตกต่างกันอย่างมากของหน่วยงานต่างๆ (OPEC เทียบกับ EIA/IEA) ทำให้ช่วงความเชื่อมั่นของสมมติฐานราคาน้ำมันกว้างกว่าปกติ นักลงทุนจึงควรทำ stress test พอร์ตลงทุนภายใต้หลายสมมติฐานราคาน้ำมัน



- ปัจจัยภูมิรัฐศาสตร์ยังคงช่วยพยุงราคาน้ำมันในระยะสั้น แต่ปัจจัยพื้นฐานระยะกลาง (การเพิ่มขึ้นของสต็อกน้ำมันและการขยายตัวของซัพพลายนอก OPEC) บ่งชี้ว่าราคาน้ำมันดิบ Brent น่าจะอยู่ต่ำกว่าระดับ US\$65/บาร์เรล
- กลุ่มโรงกลั่นไทยได้รับปัจจัยหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่ง แต่ต้องเผชิญกับอุปสรรคเชิงโครงสร้างด้านการจัดหาวัตถุดิบและต้นทุนค่าขนส่ง ขณะที่ความผันผวนของสต็อกน้ำมันอาจทำให้ภาพรวมของค่าการกลั่นที่แท้จริงไม่ชัดเจน
- คำแนะนำการลงทุน:
- เพิ่มน้ำหนักการลงทุน (Overweight): PTTEP (เก็งกำไรตามราคาน้ำมัน), PTT (หุ้นหลักกลุ่มธุรกิจครบวงจร), TOP (ตัวแทนค่าการกลั่น)
- ลงทุนแบบ Selective: BCP, SPRC, OR, IRPC โดยพิจารณาจากสัดส่วนประเภทน้ำมันดิบที่ใช้ งบดุล รวมถึงปัจจัยกระตุ้นหรือความเสี่ยงเฉพาะตัว
- การดำเนินกลยุทธ์: รักษาวิสัยตามสถานการณ์จำลอง ติดตามสถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์และการปรับประมาณการของหน่วยงานหลักอย่างต่อเนื่อง รวมถึงปรับสมดุลพอร์ตการลงทุนระหว่างกลุ่มต้นน้ำ กลุ่มโรงกลั่น และกลุ่มการตลาด ตามสภาวะของวัฏจักรที่เปลี่ยนแปลงไป

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.

Peer comparison – กลุ่มปิโตรเคมี



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
China Petroleum & Chemical	15.8	13.0	11.5	(25.0)	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
Sinopec Shanghai Petrochemical	n.m	23.2	9.4	(175.9)	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
PetroChina	9.5	9.5	9.0	(3.4)	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
Asahi Kasei	14.7	12.8	11.4	25.1	14.7	12.3	1.1	1.0	1.0	2.6	2.9	3.1	7.0	8.0	8.6	7.3	6.7	6.3
Sumitomo Chemical	17.5	12.7	10.6	189.6	38.2	19.1	0.8	0.8	0.8	2.4	3.0	3.5	4.7	6.2	7.1	6.5	6.5	6.4
Mitsui Chemicals Inc	18.1	13.4	11.0	28.7	35.5	21.8	1.0	0.9	0.9	3.4	3.5	3.7	6.2	7.4	8.4	7.7	6.9	6.2
Reliance Industries	24.0	21.7	19.6	29.1	10.8	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
Petronas Chemicals Group Bhd	n.m	37.1	25.6	(113.6)	535.0	44.8	0.7	0.7	0.7	2.8	2.2	3.2	(0.5)	1.9	2.9	8.6	6.8	6.1
Formosa Chemicals & Fibre	n.m	32.3	19.9	(1,611.7)	244.4	62.6	0.9	0.9	0.9	0.8	2.2	3.3	(2.4)	2.0	3.4	25.8	13.9	11.7
Formosa Petrochemical	44.1	23.6	22.7	92.1	86.9	3.9	1.6	1.6	1.6	2.1	2.7	3.5	4.2	6.8	6.7	16.0	13.3	12.7
Formosa Plastics	n.m	321.8	27.9	(217.4)	124.4	1,051.7	1.0	1.0	1.0	0.8	0.9	2.7	(1.3)	1.3	3.7	46.0	46.0	20.4
Nan Ya Plastics	161.1	24.5	18.5	12.1	558.8	32.3	1.7	1.6	1.6	0.7	3.0	4.6	1.1	6.6	7.7	25.3	16.2	12.7
Alpek SAB de CV	n.m	10.4	6.8	(56.7)	196.1	52.4	0.4	0.4	0.5	3.0	5.3	6.6	(2.8)	4.8	7.3	6.2	5.4	5.1
Eastman Chemical	17.1	12.2	10.8	(47.3)	40.9	12.8	1.4	1.3	1.3	4.8	4.8	5.0	10.1	11.6	12.7	8.4	7.9	7.4
Global Green Chemicals	n.m	10.3	7.2	(115.4)	155.4	41.9	0.4	0.4	0.3	n.a	5.0	6.9	(6.0)	3.5	4.8	3.8	2.4	2.0
Indorama Ventures	n.m	19.3	12.9	84.8	289.7	50.3	0.9	0.9	0.8	3.4	2.7	3.3	(1.1)	4.7	7.1	10.0	7.9	7.3
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 Global Chemical	n.m	41.5	25.5	50.4	118.1	62.9	0.5	0.4	0.4	9.6	2.5	2.8	5.9	1.2	1.9	11.1	7.0	6.8
Average	35.8	37.6	15.3	(99.9)	162.2	111.0	1.0	0.9	0.9	2.8	3.0	3.8	2.4	5.1	6.2	13.2	10.5	8.2

Source: Bloomberg Finance L.P.

ESG summary – กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี



Company	BCP	BSRC	IRPC	OR	PTT	PTTEP	SPRC	TOP	GGC	IVL	PTTGC
2025 SET ESG Ratings	No	No	No	AAA	AAA	AAA	No	AAA	No	AAA	AAA
2025 CG Rating	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Member of DJSI	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	No	Yes	Yes
Bloomberg ESG											
Year	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2023	2023	-	2022	2022
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	7.08 (1/62)	3.02 (16/62)	4.08 (10/62)	6.79 (2/62)	5.40 (6/62)	6.04 (4/62)	3.65 (12/62)	6.25 (3/62)	-	5.50 (1/14)	4.60 (2/14)
- Environmental Score and Rank	8.4 (1/62)	2.23 (14/62)	3.33 (10/62)	8.06 (2/62)	4.73 (10/62)	5.51 (6/62)	1.98 (16/62)	5.59 (4/62)	-	5.15 (1/14)	5.00 (2/14)
- Social Score and Rank	6.92 (3/62)	3.25 (13/62)	3.80 (11/62)	7.83 (2/62)	6.72 (3/62)	7.63 (2/62)	4.62 (8/62)	8.43 (1/62)	-	7.42 (1/14)	3.22 (2/14)
- Governance Score and Rank	5.24 (11/62)	4.28 (16/62)	5.78 (4/62)	4.02 (19/62)	5.30 (13/62)	5.45 (9/62)	6.07 (1/62)	5.38 (8/62)	-	4.35 (2/14)	5.45 (1/14)

Source: Company data, SET, Thai Institute of Directors, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research
 Note: 1/ Scores range between 0-10, with higher scores indicating a better management of material issues.

กำเนิดจักรวาลใหม่ แห่งการลงทุน

ครบทุกเรื่อง ทั้งเครื่องมือ ข้อมูล
เพื่อคว้าทุกโอกาสการลงทุนทั่วโลก

Win Your Way with Precision Tools, Powerful Insight.



Disclaimer

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

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกัธนาคารฯ 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการ เชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจาก แหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการ ใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก 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, SMP, 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, CRD, CSC, 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, WIIK, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีว่าด้านการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกลดผลสำรวจลง 1 ช่องคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อนี้ ดังกล่าวประกอบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีว่าด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ขัดกันกับระเบียบ ประกาศฯ ล้างมิดคณะกรรมกร หรือขัดถกผลการจดทะเบียนหลักทรัพย์กับ

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, PPPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMT, SMP, 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, INGRS, INSET, TRF, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIIK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

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

N/A

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, DTIC, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, INGRS, INSET, IRCP, IRCPY, 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, MRDIYT, 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, 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, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, 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.