

ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ทำให้ภาพวัฏจักรเปลี่ยนไป

กลุ่มอุตสาหกรรมปิโตรเคมีของเอเชียได้เข้าสู่ช่วงที่ถูกขับเคลื่อนด้วยภาวะซ็อกภายหลังการหยุดชะงักของวัฏจักรอย่างรุนแรงซึ่งเกี่ยวข้องกับสงครามอิหร่านและความตึงเครียดที่ช่องแคบฮอร์มุซราคาน้ำมันดิบและแนฟทาพุ่งสูงขึ้น ส่งผลให้ราคาผลิตภัณฑ์ปรับตัวขึ้นและผลักดันให้ราคาหุ้นฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่ง โดย SETPETRO ปรับตัวเพิ่มขึ้น 42.8% YTD outperform SET ในขณะเดียวกัน การฟื้นตัวของราคาในครั้งนี้ส่วนใหญ่เกิดจากแรงผลักดันจากต้นทุน แทนที่จะได้รับแรงขับเคลื่อนจากอุปสงค์ ภาวะอุปทานล้นตลาดเชิงโครงสร้างโดยเฉพาะจากจีนยังคงมีอยู่ ท่ามกลางบริษัทนี้ ผู้ผลิตที่มีความมั่นคงด้านแหล่งวัตถุดิบ มีโครงสร้างธุรกิจแบบครบวงจรในระดับสูง และมีฐานการดำเนินงานทั่วโลกจะอยู่ในสถานะที่ได้เปรียบเชิงโครงสร้าง หุ่นยนต์ของเราคือ PTTGC เนื่องจากมีการพึ่งพาวัตถุดิบจากตะวันออกกลางน้อยกว่า และมีมาร์จิ้นที่กว้างกว่าสำหรับโรงแครกเกอร์โอเลฟินส์ที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบ นอกจากนี้ เรายังปรับเพิ่มคำแนะนำ IVL จาก NEUTRAL เป็น OUTPERFORM จากการมีฐานการผลิตทั่วโลกและอำนาจในการกำหนดราคาตลอดห่วงโซ่ PET และโพลีเอสเตอร์

สงครามอิหร่านกระทบอุปทาน สะท้อนเอเชียพึ่งพาวัตถุดิบจากตะวันออกกลาง สงครามอิหร่านได้สร้างภาวะซ็อกด้านวัตถุดิบอย่างมีนัยสำคัญต่อเอเชียเนื่องจากการทำให้การขนส่งน้ำมันดิบ แนฟทา LPG และ LNG จากตะวันออกกลางหยุดชะงัก การเดินเรือบรรทุกน้ำมันผ่านช่องแคบฮอร์มุซลดลงอย่างมาก ค่าประกันภัยและค่าระวางเรือพุ่งสูงขึ้น และโรงงานต้นน้ำหลายแห่งได้รับความเสียหาย ส่งผลให้อุปทานตึงตัว เอเชียซึ่งนำเข้าแนฟทา 55-60% จากตะวันออกกลาง ต้องปรับลดอัตราการใช้กำลังการผลิตและประกาศเหตุสุดวิสัยในบางพื้นที่ ผลกระทบที่เกิดขึ้นมีความแตกต่างกัน โดยผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบจะเผชิญกับแรงกดดันด้านมาร์จิ้น ในขณะที่ผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบและผู้ผลิตแบบครบวงจรจะได้รับผลกระทบน้อยกว่า

การปรับโครงสร้างกำลังการผลิตเร่งตัวขึ้น แต่ยังไม่ใช่วัฏจักรขาขึ้นที่แท้จริง ความขัดแย้งดังกล่าวทำให้กระบวนการปรับโครงสร้างกำลังการผลิตเร่งตัวขึ้นจากเดิมที่เป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามวัฏจักรไปสู่การปรับตัวแบบถูกบังคับจากภาวะซ็อก โรงแครกเกอร์ที่ใช้แนฟทาต้นทุนสูงเป็นวัตถุดิบในเอเชียตะวันออกเฉียงเหนือและยุโรปมีความเสี่ยงที่จะต้องปิดตัวลงอย่างถาวรมากขึ้น ซึ่งจะให้อุปทานตึงตัวขึ้นและสนับสนุนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์นี้ยังไม่ถือว่าเป็นการเข้าสู่วัฏจักรขาขึ้นของอุตสาหกรรมอย่างแท้จริง เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบปรับเพิ่มขึ้นเร็วกว่าราคาผลิตภัณฑ์ปลายน้ำ ส่งผลให้มาร์จิ้นแคบลง ขณะที่กำลังการผลิตใหม่ โดยเฉพาะในประเทศจีน ยังคงทยอยเข้าสู่ตลาด การฟื้นตัวในปัจจุบันจึงสะท้อน war premium และไม่ใช่การเปลี่ยนผ่านของวัฏจักรที่ขับเคลื่อนด้วยอุปสงค์ที่ยั่งยืน

ระยะเวลาของความขัดแย้งเป็นตัวกำหนดความผันผวนของกำไรและความชัดเจนของการฟื้นตัว เราประเมินฉากทัศน์ตามระยะเวลาของสงครามอิหร่านได้ 3 กรณี ในกรณีที่เกิดการหยุดชะงักระยะสั้น (ไม่เกิน 3 เดือน) การไหลของวัตถุดิบจะกลับสู่ภาวะปกติอย่างค่อยเป็นค่อยไป ซึ่งจะช่วยให้ upside ของกำไรมีจำกัด เนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะลดลงตามราคาน้ำมัน ความขัดแย้งระยะกลาง (3-12 เดือน) จะส่งผลบวกต่อผู้ผลิตแบบครบวงจรมากที่สุด เนื่องจากการปรับโครงสร้างกำลังการผลิตแบบบังคับจะทำให้อุปทานตึงตัว ในขณะที่อุปสงค์ยังคงทรงตัว ในกรณีความขัดแย้งยืดเยื้อ (มากกว่า 12 เดือน) ราคาน้ำมันที่สูงต่อเนื่องมีความเสี่ยงที่จะทำให้อุปสงค์ถูกทำลาย มาร์จิ้นหดตัว และเศรษฐกิจมหภาคชะลอตัว โดยรวมแล้ว หุ่นยนต์มี upside สูงสุดในกรณีที่การหยุดชะงักอยู่ในวงจำกัดแต่ยืดเยื้อ มากกว่าการคลี่คลายอย่างรวดเร็วหรือการยกระดับความรุนแรงเป็นเวลานาน

หุ้นที่มีความมั่นคงด้านวัตถุดิบท่ามกลางความผันผวนที่สูงขึ้น ด้วยมุมมองกรณีฐานของเราที่ว่าความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ในตะวันออกกลางจะยืดเยื้อต่อไปในอีก 3 เดือนข้างหน้า ส่งผลให้การขนส่งของน้ำมันผ่านช่องแคบฮอร์มุซมีจำกัด เราจึงเลือกหุ้นปิโตรเคมีไทยที่มีโครงสร้างวัตถุดิบที่แข็งแกร่งและการกระจายความเสี่ยงที่ดี PTTGC ยังคงเป็นหุ้นเด่นของเรา โดยได้รับแรงหนุนจากอุปทานอิเทนในประเทศ การดำเนินธุรกิจแบบครบวงจร และการพึ่งพาตะวันออกกลางน้อยกว่าบริษัทอื่น IVL ถูกปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น OUTPERFORM โดยได้รับแรงขับเคลื่อนจากฐานการดำเนินงานทั่วโลกและอำนาจในการกำหนดราคาในสายผลิตภัณฑ์ PET และโพลีเอสเตอร์ เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ SCC เนื่องจากส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ที่ตึงตัวน่าจะช่วยสนับสนุนกำไรในระยะสั้น แม้จะมีความเสี่ยงด้านวัตถุดิบ เราปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ IRPC เป็น NEUTRAL เนื่องจากราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้นล่าสุดได้สะท้อนส่วนต่างราคาที่ตึงตัวไปแล้ว ทำให้ upside มีจำกัด แม้ว่าโอกาสที่ความขัดแย้งจะคลี่คลายเร็วกว่าคาดจะมีน้อย แต่นักลงทุนควรระมัดระวัง หากความตึงเครียดลดลง เราคาดว่าความสนใจของตลาดจะย้ายจาก PTTGC ไปยัง SCC สะท้อนความพร้อมด้านวัตถุดิบที่ตึงตัว และราคาหุ้น SCC ที่ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่า PTTGC ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

ปัจจัยเสี่ยง ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่ ความผันผวนของราคาน้ำมันและวัตถุดิบ ซึ่งสามารถกดดันส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เมื่อราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้นช้ากว่าต้นทุน อุปสงค์ทั่วโลกและภูมิภาคที่อ่อนแอลงโดยเฉพาะจากจีน ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยนเงินบาทจากการที่วัตถุดิบส่วนใหญ่อยู่ในสกุล US\$ และการเพิ่มกำลังการผลิตในเอเชียอย่างต่อเนื่องซึ่งจะปลดปล่อยประโยชน์จากการปรับโครงสร้างกำลังการผลิต ราคาน้ำมันที่สูงเป็นเวลานานอาจทำให้ GDP โลกและอุปสงค์ปิโตรเคมีอ่อนแอลง ความเสี่ยงด้านกฎระเบียบและ ESG รวมถึงนโยบายด้านการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและการแทรกแซงของภาครัฐ เพิ่มความไม่แน่นอนให้กับอุตสาหกรรม ที่สำคัญ การกลับสู่ภาวะปกติของอุปทานวัตถุดิบอาจเกิดขึ้นหลังจากสถานการณ์ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์คลี่คลาย ส่งผลให้มาร์จิ้นมีความผันผวนเป็นเวลานานกว่าช่วงเวลาที่เกิดสถานการณ์ความขัดแย้ง

Valuation summary

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 26F	P/E (x) 27F	P/BV (x) 26F	P/BV (x) 27F
GGC	Neutral	4.2	4.20	4.2	13.4	9.5	0.5	0.5
IRPC	Neutral	1.9	2.00	4.1	40.1	211.4	0.6	0.6
IVL	Outperform	24.8	29.00	19.9	47.4	20.8	1.2	1.2
PTTGC	Outperform	35.5	42.00	19.7	47.7	25.8	0.5	0.5
SCC	Outperform	206.0	229.00	13.1	30.9	24.8	0.6	0.6
Average					35.9	58.5	0.7	0.7

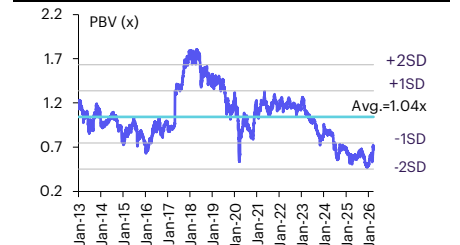
Source: InnovestX Research

Price performance

	Absolute (%)	1M	3M	12M	Relative to SET (%)	1M	3M	12M
GGC	41.2	23.7	(15.7)	48.9	7.5	(31.7)		
IRPC	35.9	94.9	105.3	43.3	69.4	66.5		
IVL	8.3	54.0	24.6	14.2	33.9	1.1		
PTTGC	25.7	69.0	101.7	32.5	46.9	63.6		
SCC	(8.4)	12.3	34.2	(3.5)	(2.4)	8.8		

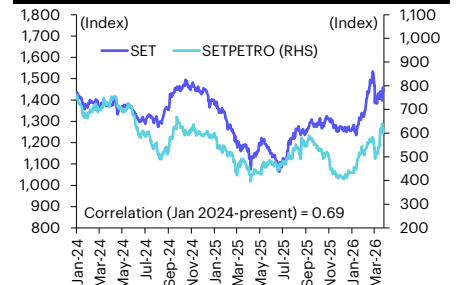
Source: SET and InnovestX Research

PBV band - SETPETRO



Source: SET and InnovestX Research

SET vs. SETPETRO



Source: Bloomberg Finance L.P. & InnovestX Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

ชัยวัฒน์ อาศิระวิชย์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

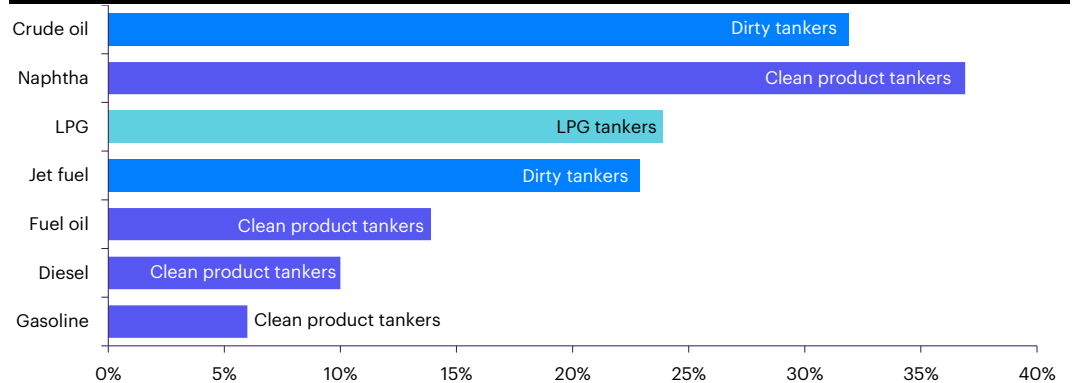
0-2793-9015

chaiwat.a@innovestx.co.th

1. ความพร้อมของวัตถุดิบเป็นข้อได้เปรียบสำคัญท่ามกลางสงครามอิหร่าน

นับตั้งแต่ปลายเดือนก.พ. 2569 อุตสาหกรรมปิโตรเคมีในเอเชียต้องเผชิญกับภาวะซ็อกด้านวัตถุดิบอย่างรุนแรง หลังการปิดช่องแคบฮอร์มุซท่ามกลางความขัดแย้งเกี่ยวกับอิหร่านที่ทวีความรุนแรงขึ้น การโจมตีด้วยขีปนาวุธ ความเสียหายของเรือ และการยกเลิกความคุ้มครองประกันภัย ส่งผลให้ปริมาณการเดินเรือบรรทุกน้ำมันลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และทำให้ต้องมีการเปลี่ยนเส้นทางเดินเรือผ่านแหลมกูดโฮป และการขนส่งน้ำมันดิบและเนฟทาหยุดชะงัก ทั้งนี้ ปริมาณการขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซอยู่ที่ประมาณ 1.5 ล้านบาร์เรล/วัน สำหรับ LPG และ 1.2 ล้านบาร์เรล/วัน สำหรับเนฟทา จำนวนเรือบรรทุกน้ำมันที่สัญจรผ่านลดลงจากมากกว่า 60 ลำ/วัน เหลือเพียงเลขหลักเดียว โดยมีเรือหลายร้อยลำจอดรออยู่นอกช่องแคบดังกล่าว สายการเดินเรือหลักๆ ได้ระงับการเดินเรือผ่านเส้นทางดังกล่าว ค่าเบี้ยประกันความเสี่ยงจากสงครามปรับเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว และมีการอนุญาตให้ผ่านได้เฉพาะเรือบางลำซึ่งส่วนใหญ่เป็นสินค้าที่ไม่ใช่ของชาติตะวันตก สถานการณ์ความตึงเครียดดังกล่าวส่งผลให้การนำเข้าน้ำมันดิบ คอนเดนเสท เนฟทา LPG และเมทานอลเข้าสู่เอเชีย ถูกจำกัดลงในการปฏิบัติ

Figure 1: สัดส่วนปริมาณการขนส่งทางเรือทั่วโลกผ่านช่องแคบฮอร์มุซ (ปี 2568)



Source: BloombergNEF, Vortexa and InnovestX Research

Note: Crude oil includes condensates. LPG is liquefied petroleum gas. Dirty tankers include very large crude carrier (VLCC), Suezmax and Aframax. Clean product tankers include long-range 2 (LR2), long-range 1 (LR1) and medium-range (MR) tankers.

การโจมตีโดยตรงต่อโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงาน Ras Laffan ของกาตาร์ และ Ras Tanura ของซาอุดีอาระเบีย ทำให้อุปทานตึงตัวมากยิ่งขึ้น ส่งผลให้ค่าเบี้ยประกันความเสี่ยงจากสงครามและค่าระวางขนส่งพุ่งสูงขึ้น และนับให้โรงงานปิโตรเคมีบางแห่งในเอเชียต้องลดอัตราการผลิตหรือประกาศเหตุสุดวิสัย ทั้งนี้ เอเชียนำเข้าเนฟทาจากตะวันออกกลางประมาณ 55-60% (ข้อมูลจาก Reuters) แตกต่างกันไปในแต่ละประเทศ โดยญี่ปุ่นและเกาหลีใต้มีสัดส่วนการนำเข้าจากตะวันออกกลางสูงกว่าจีน ส่งผลให้ภูมิภาคเอเชียยังคงมีความเสี่ยงสูงที่จะได้รับผลกระทบจากการหยุดชะงักที่จุดคอขวดการขนส่งทางทะเลเชิงยุทธศาสตร์แห่งนี้

Figure 2: สรุปวัตถุดิบอุตสาหกรรมปิโตรเคมีในเอเชีย

ประเทศ	เนฟทา	ก๊าซ/อีเทน	LPG	ถ่านหิน/อื่นๆ
จีน	-45%	-8-10%	-22-25%	-18-22%
อินเดีย	-68-72%	-18-22%	-5%	-3-5%
เกาหลีใต้	-82-86%	<2%	-12-15%	—
ญี่ปุ่น	-88-92%	—	-8-10%	—
ประเทศไทย	-38-42%	-40-45%	-8-10%	-5%
มาเลเซีย	-38-42%	-53-57%	-5%	—
สิงคโปร์	-92-95%	—	-3-5%	<1%
อินโดนีเซีย	-55-60%	-30-35%	-5-8%	—

Source: S&P Global, ICIS, Argus Media

ผลกระทบต่อโรงงานปิโตรเคมีและโครงสร้างพื้นฐานที่เกี่ยวข้อง นอกเหนือจากการขนส่งแล้ว โครงสร้างพื้นฐานยังได้รับความเสียหาย ซึ่งรวมถึง Ras Laffan (กาตาร์): โรงงาน LNG และ Pearl GTL ได้รับความเสียหายอย่างหนัก โดยเหตุเพลิงไหม้และการปิดโรงงานส่งผลให้สูญเสียผลผลิตเป็นเวลาหลายสัปดาห์ถึงหลายเดือน ซึ่งจากการประเมินเบื้องต้นว่าอาจต้องใช้เวลานานหลายปีหากความเสียหายรุนแรง Ras Tanura (ซาอุดีอาระเบีย): ความเสียหายจากโดรนนำไปสู่การปิดโรงงานบางส่วน ส่งผลให้ปริมาณผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปและวัตถุดิบปิโตรเคมีหายไปจากระบบ ก๊าซในสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE): โรงงาน Habshan ปิดดำเนินการชั่วคราวหลังเผชิญเหตุขีปนาวุธที่ถูกสกัดกั้นตกใกล้ ซึ่งเป็นอีกหนึ่งปัจจัยที่ทำให้วัตถุดิบที่เชื่อมโยงกับก๊าซตึงตัวขึ้น สงครามซ็อกเหล่านี้ส่งผลกระทบต่อเนื่องไปยังความสามารถในการจัดหาโอเลฟินส์/อะโรมาติกส์ อุปทานโพลีเมอร์ในภูมิภาค และห่วงโซ่อุปทานปุ๋ย (ยูเรีย, แอมโมเนีย) ผ่านข้อจำกัดด้าน LNG

เนื่องจากการหยุดชะงักของอุปทานรุนแรงขึ้น ผู้ผลิตปิโตรเคมีในสิงคโปร์ อินโดนีเซีย เกาหลีใต้ และจีน จึงเริ่มปรับลดอัตราการผลิตหรือประกาศเหตุสุดวิสัย เนื่องจากปริมาณเนฟทาไม่เพียงพอ ด้วยการที่ไม่มีวัตถุดิบทางเลือกอื่นในระยะสั้น เนื่องจากการขนส่ง LPG อีเทน และคอนเดนเสทก็ได้รับผลกระทบจากจุดคอขวดเดียวกันนี้ ทำให้กำลังการผลิตจำนวนมากในภูมิภาคมีความเสี่ยงต่อการขาดแคลน ขยะที่รัสเซียซึ่งเป็นผู้ผลิตรายใหญ่อันดับสอง ไม่สามารถเข้ามาทดแทนได้เนื่องจากมาตรการคว่ำบาตร ข้อจำกัดด้านโลจิสติกส์ และความสามารถในการเพิ่มปริมาณการผลิตที่จำกัด วิกฤตครั้งนี้จึงเป็นบททดสอบแบบเรียลไทม์ที่เผยให้เห็นว่า การเป็นผู้นำด้านปิโตรเคมีของเอเซียนั้นต้องอยู่บนระบบวัตถุดิบที่เปราะบางและมีความเสี่ยงสูง

แม้ว่า LPG และเอเทนจะเป็นวัตถุดิบทางเลือกที่มีศักยภาพ แต่ก็ได้รับผลกระทบเช่นกัน เนื่องจากต้องพึ่งพาเส้นทางเดินเรือเดียวกับแนฟทา ทั้ง LNG คอนเดนเสท และสินค้าที่เกี่ยวข้องต้องขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซ ซึ่งหมายความว่าจุดคอขวดดังกล่าวส่งผลกระทบต่อวัตถุดิบหลักทั้งในรูปแบบของเหลวและก๊าซพร้อมกัน เมื่อช่องแคบถูกปิดลงโดยปริยายและเรือต้องเปลี่ยนเส้นทางเดินเรือเพิ่มอีกหลายพันไมล์ ทำให้อุปทาน LPG และเอเทนต้องเผชิญกับความล่าช้า ต้นทุนที่สูงขึ้น และปริมาณที่ลดลง นอกจากนี้ ข้อจำกัดด้านโลจิสติกส์และตลาด LNG ทั่วโลกที่ตึงตัว ยังจำกัดความสามารถของโรงงานปิโตรเคมีในการปรับเปลี่ยนวัตถุดิบอย่างรวดเร็ว

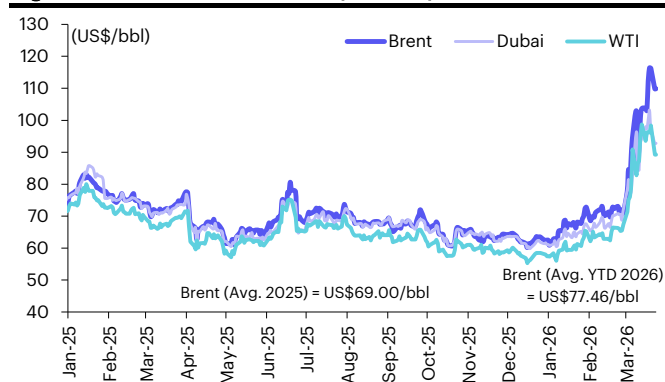
Figure 3: สินทรัพย์ด้านพลังงานและปิโตรเคมีในกลุ่มประเทศ GCC ที่ได้รับผลกระทบและระยะเวลาฟื้นตัว

ประเทศ	โรงงาน	ประเภทสินทรัพย์	กำลังการผลิตติดตัว	การประเมินผลกระทบ	ระยะเวลาฟื้นตัวโดยประมาณ
กาตาร์	Ras Laffan (Trains 4 & 6)	LNG และผลิตภัณฑ์พลอยได้	LNG 12.8 ล้านตันต่อปี; คอนเดนเสท -51kBOED	มีรายงานความเสียหายทางโครงสร้างอย่างมีนัยสำคัญที่หน่วยแปรสภาพเป็นของเหลว ส่งผลให้มีความเสี่ยงในการหยุดดำเนินการระยะยาว	3-5 ปี
กาตาร์	Pearl GTL (Train 1)	Gas-to-Liquids	140kBOED (ดีเซล ~40%, แนฟทา 25%)	เกิดความล้มเหลวขั้นรุนแรงในหอปฏิกรณ์สังเคราะห์ GTL ซึ่งส่งผลกระทบต่อกำลังการผลิตอย่างมีนัยสำคัญ	≥12 เดือน
ซาอุดีอาระเบีย	Ras Tanura	โรงกลั่นน้ำมัน	550kbd	ความเสียหายจากสะเก็ดระเบิดในวงจำกัด ระบบความปลอดภัยหลักยังคงใช้งานได้ปกติ	กลับมาเริ่มดำเนินการแล้ว; ใช้เวลา 1-2 สัปดาห์เพื่อเดินเครื่องเต็มกำลัง
ซาอุดีอาระเบีย	SAMREF (Yanbu)	โรงกลั่นน้ำมัน	400kbd	ความเสียหายกระจุกตัวอยู่ที่หน่วยผลิตรอง (หน่วย FCC และ Hydrocrackers)	2-4 สัปดาห์
ซาอุดีอาระเบีย	Sadara Chemical	ปิโตรเคมี	3.5-3.9 ล้านตัน/ปี	การหยุดชะงักของการดำเนินงานเป็นระยะ จากความไม่เสถียรของโครงข่ายไฟฟ้าและปัญหาด้านโลจิสติกส์	2-4 สัปดาห์
ซาอุดีอาระเบีย	โครงการ Amiral	ปิโตรเคมี	เอทิลีน 1.65 ล้านตันต่อปี; PE 1 ล้านตันต่อปี	ความล่าช้าในการก่อสร้างและการทดสอบระบบ เนื่องจากการหยุดชะงักของระบบสาธารณูปโภคและโลจิสติกส์	2-4 สัปดาห์
ซาอุดีอาระเบีย	Tasnee New Complex	โพลีเมอร์และปิโตรเคมี	เอทิลีน 1.18 ล้านตันต่อปี; โพรพิลีน 0.4 ล้านตันต่อปี	การหยุดดำเนินการชั่วคราวอันเนื่องมาจากข้อจำกัดด้านพลังงานและวัตถุดิบต้นน้ำ	2-4 สัปดาห์
UAE	Ruwais Refinery	โรงกลั่นน้ำมัน	922kbd	การหยุดดำเนินการเพื่อเฝ้าระวังโดยตรวจพบความเสียหายทางกายภาพเพียงเล็กน้อย	1-2 สัปดาห์
บาห์เรน	Sitra (Bapco)	โรงกลั่นน้ำมัน	405kbd	ความเสียหายรุนแรงจากเหตุเพลิงไหม้ ซึ่งส่งผลกระทบต่อคลังจัดเก็บน้ำมันและหน่วยกลั่นลำดับส่วนหลัก	6-12 เดือน
คูเวต	Mina Al-Ahmadi	โรงกลั่นน้ำมัน	466kbd	ความเสียหายที่เกิดขึ้นกับระบบน้ำหล่อเย็นและท่อส่งเพื่อการส่งออก	1-3 เดือน

Source: Company disclosures, Reuters, OilPrice.com

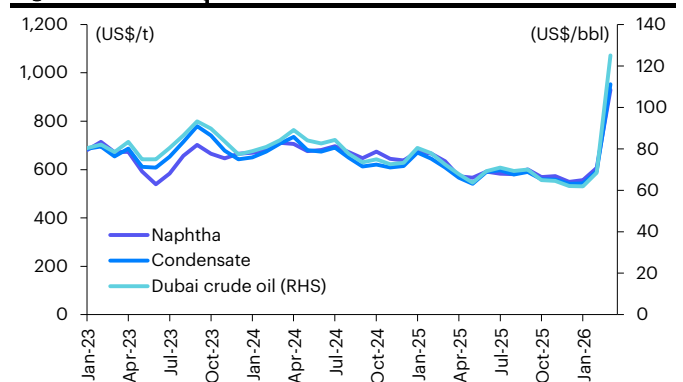
เหตุการณ์ดังกล่าวได้ผลักดันราคาน้ำมันให้พุ่งสูงขึ้นเกือบ 90% จากต้นปีนี้ มาอยู่ที่ US\$116-117/บาร์เรล สำหรับน้ำมันดิบ Brent โดยมีค่าเฉลี่ย YTD อยู่ที่ US\$78/บาร์เรล เทียบกับ US\$69/บาร์เรล ในปี 2568 ด้านราคาแนฟทาก็พุ่งสูงขึ้นถึง 111% YTD ในเดือนมี.ค. 2569 และระดับสูงสุดในรอบ 18 ปีที่ US\$1,140/ตัน โดยมีค่าเฉลี่ย YTD อยู่ที่ US\$684/ตัน (เพิ่มขึ้น 21% QoQ)

Figure 4: ราคาน้ำมันดิบ - Brent / Dubai / WTI



Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

Figure 5: ราคาวัตถุดิบ



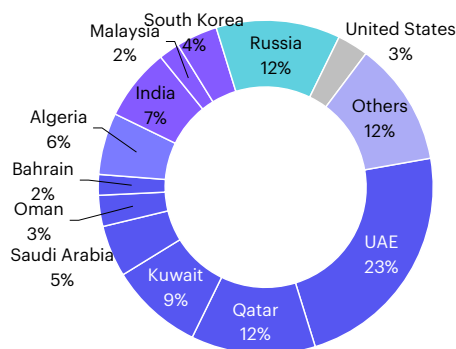
Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

ความขัดแย้งในภูมิภาคทำให้อุปทานวัตถุดิบของเอเชียตึงตัวมากขึ้น ภาวะข้อกีดกันนี้ส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตปิโตรเคมีที่ใช้วัตถุดิบเชื่อมโยงกับน้ำมันดิบ (แนฟทา) ขณะที่ผู้ผลิตที่ได้เปรียบจากการใช้อิเทนเป็นวัตถุดิบได้รับผลกระทบค่อนข้างน้อย สงครามอิหร่านทำให้อุปทานวัตถุดิบปิโตรเคมีของเอเชียตึงตัวขึ้นจากการหยุดชะงักของน้ำมันดิบ LNG และก๊าซเหลวจากตะวันออกกลาง ความเสี่ยงด้านความปลอดภัยที่เพิ่มขึ้นบริเวณช่องแคบฮอร์มุซ

มูลค่าและการโจมตีโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานในภูมิภาค ผลักดันให้ต้นทุนวัตถุดิบที่ส่งมอบให้แก่โรงกลั่นและโรงแตกเกอร์ของเอเชียปรับตัวสูงขึ้น โรงกลั่นบางแห่งในเอเชียได้พิจารณาปรับลดอัตราการผลิตน้ำมันดิบลงท่ามกลางความไม่แน่นอนด้านอุปทาน ส่งผลทำให้ปริมาณแผนภาพสำหรับป้อนเข้าสู่โรงงานปิโตรเคมีหลายรายปรับตัวลดลง ทั้งนี้แม้ว่าจะยังไม่มีประกาศเหตุสุดวิสัยในอุตสาหกรรมปิโตรเคมีเป็นวงกว้าง แต่ความขัดแย้งดังกล่าวทำให้ราคาวัตถุดิบมีความผันผวนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญมากกว่าที่จะก่อให้เกิดภาวะขาดแคลนอุปทานในทันที ซึ่งจะสร้างแรงกดดันต่อมาร์จิ้นทั่วทั้งภูมิภาค

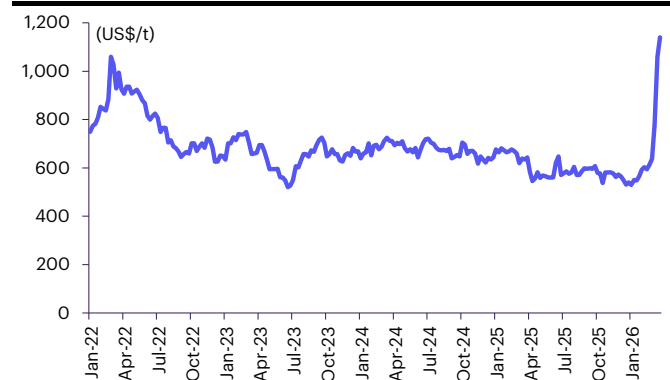
การหยุดชะงักของ LNG กดดันอุปทานก๊าซสำหรับอุตสาหกรรมปิโตรเคมี ผู้ผลิตปิโตรเคมีในเอเชียที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบเผชิญแรงกดดันด้านต้นทุนที่สูงขึ้น เนื่องจากสงครามอิหร่านทำให้การขนส่ง LNG จากตะวันออกกลางหยุดชะงัก และทำให้ดุลยภาพก๊าซโลกตึงตัวมากขึ้น ปริมาณ LNG ที่ลดลงผลักดันให้ราคา spot ก๊าซในเอเชียปรับตัวสูงขึ้น ซึ่งส่งผลกระทบต่อผู้ผลิตโอเลฟินส์ที่ใช้ไเทนเป็นวัตถุดิบในเอเชียตะวันออกเฉียงเหนือและเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ดังนั้นเพื่อตอบสนองต่อสถานการณ์ดังกล่าว บางประเทศจึงเปลี่ยนไปใช้ถ่านหินในการผลิตไฟฟ้าแทน ซึ่งเป็นการจำกัดปริมาณก๊าซสำหรับการใช้ในภาคอุตสาหกรรมทางอ้อม ประเด็นสำคัญที่ไม่สอดคล้องกันอยู่ที่เรื่องของเวลา เนื่องจากสัญญาซื้อขาย LNG ระยะยาวช่วยบรรเทาผลกระทบได้บางส่วน ซึ่งช่วยประวิงเวลาแต่ไม่ได้ขจัดผลกระทบด้านต้นทุนต่ออัตราการผลิตปิโตรเคมี

Figure 6: การนำเข้าแผนภาพของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีในเอเชีย (ปี 2568)



Source: ICIS

Figure 7: ราคาแผนภาพ (ญี่ปุ่น) C&F



Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

การปรับเปลี่ยนวัตถุดิบเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป ไม่ใช่การเปลี่ยนแปลงแบบพลิกโฉมในทันที บริษัทต่างๆ มีแนวโน้มดำเนินกลยุทธ์กระจายแหล่งวัตถุดิบเพิ่มเติมในวงจำกัด โดยพยายามจัดหาอุปทานจากผู้ส่งออกรายย่อยเมื่อมีโอกาส วิกฤตครั้งนี้อาจเร่งการลงทุกระยะยาวด้านความยืดหยุ่นของกระบวนการผลิต เช่น การเพิ่มกำลังการผลิตสำหรับโรงแตกเกอร์ LPG/ไเทน ผู้ผลิตอาจลงทุรมากขึ้นในด้านการรวบรวมธุรกิจต้นน้ำ (การสำรองสินค้าคงคลังเชิงกลยุทธ์ และการวางแผนรับมือความเสี่ยง อย่างไรก็ดี ระบบนิเวศอุตสาหกรรมปิโตรเคมีของเอเชียโดยพื้นฐานยังคงพึ่งพาการนำเข้าและถูกจำกัดด้วยภูมิศาสตร์ ดังนั้น การพึ่งพาแผนภาพจากตะวันออกกลางจะยังคงดำเนินต่อไปอีกหลายทศวรรษ โดยการเปลี่ยนแปลงใดๆ จะเป็นไปในลักษณะค่อยเป็นค่อยไป ไม่ใช่การเปลี่ยนแปลงโครงสร้างอย่างฉับพลัน

แรงกดดันต่อมาร์จิ้นเชิงโครงสร้างสำหรับอุตสาหกรรมปิโตรเคมีไทย ในระดับอุตสาหกรรม สงครามอิหร่านตอกย้ำถึงสภาพแวดล้อมด้านต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นเชิงโครงสร้างและมีความผันผวนมากขึ้นสำหรับอุตสาหกรรมปิโตรเคมีของไทย แม้ว่าราคาน้ำมันที่สูงขึ้นอาจช่วยหนุนราคาโพลีเมอร์ได้ชั่วคราว แต่อุปสงค์ทั่วโลกที่อ่อนแอและอุปทานส่วนเกินในเอเชียได้จำกัดความสามารถในการส่งผ่านต้นทุนและอำนาจในการกำหนดราคา ผลกระทบสุทธิคือความผันผวนของกำไรที่สูงขึ้น ความเสี่ยงด้านอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำลง และอัตราผลตอบแทนของเงินลงทุน (ROIC) ที่อ่อนแอลง โดยเฉพาะสำหรับผู้ผลิตที่ต้องพึ่งพาแผนภาพเป็นหลัก ผู้ประกอบการครบวงจรที่มีความเชื่อมโยงกับโรงกลั่นและมีแหล่งวัตถุดิบที่หลากหลายยังคงมีความสามารถในการป้องกันความเสี่ยงได้ดีกว่า แต่การฟื้นตัวของกลุ่มอุตสาหกรรมยังคงถูกจำกัดจนกว่าความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์จะคลี่คลายหรืออุปสงค์ปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ

การพึ่งพาวัตถุดิบและความอ่อนไหวของบริษัทปิโตรเคมีไทย บริษัทปิโตรเคมีที่จดทะเบียนในประเทศไทยมีความเสี่ยงจากการพึ่งพาน้ำมันดิบ แผนภาพ และ LNG นำเข้าในสัดส่วนสูง การหยุดชะงักของอุปทานจากตะวันออกกลางรวมถึงค่าระวางและค่าเบี้ยประกันความเสี่ยงที่สูงขึ้น ทำให้ต้นทุนวัตถุดิบของโรงแตกเกอร์ที่ใช้แผนภาพเป็นวัตถุดิบปรับตัวสูงขึ้น เช่น SCG Chemicals หรือ SCGC (บริษัทย่อยของ SCG) และ IRPC โดย SCGC มีความเสี่ยงด้านแผนภาพสูงกว่า เนื่องจากวัตถุดิบราวครึ่งหนึ่งนำเข้าจากตะวันออกกลาง ขณะที่วัตถุดิบสำหรับคอมเพล็กซ์ปิโตรเคมีของ IRPC ซึ่งส่วนใหญ่เป็นแผนภาพ มาจากโรงกลั่นน้ำมันที่ยังพึ่งพาน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางในสัดส่วนสูง ในทางกลับกัน PTTGC ได้รับประโยชน์จากสัดส่วนการใช้ไเทนในประเทศที่สูงกว่าและแผนภาพที่ผลิตได้เองจากโรงกลั่นน้ำมันของบริษัท ขณะที่ IVL มีความเสี่ยงมากที่สุดผ่านห่วงโซ่ PET/PTA ทั่วโลก แต่สามารถบรรเทาผลกระทบได้ผ่านการกระจายฐานการผลิตในหลายภูมิภาคและการใช้วัตถุดิบรีไซเคิล ในแง่ของความอ่อนไหว ราคาน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นทุกๆ US\$10/บาร์เรล อาจกดดันให้ GIM ลดลงประมาณ US\$1.5-2.5/บาร์เรล ขณะที่ต้นทุนแผนภาพที่เพิ่มขึ้นทุกๆ US\$50/ตัน อาจกดดันให้ส่วนต่างราคาโอเลฟินส์ลดลงประมาณ 10-20% ขึ้นอยู่กับความครบวงจรของธุรกิจและอัตราการผลิต

ความเสียหายของโรงงานกระบวนการผลิตปิโตรเคมีในภูมิภาค สงครามอิหร่านเริ่มส่งผลกระทบต่อการผลิตปิโตรเคมีในเอเชียผ่านความเสียหายโดยตรงต่อโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานต้นน้ำและโรงงานปิโตรเคมีครบวงจรในตะวันออกกลาง ซึ่งเป็นศูนย์กลางอุปทานที่สำคัญของภูมิภาค การโจมตีโรงงานผลิตก๊าซ โรงกลั่น และท่าเรือ

ส่งออก ทำให้การขนส่งวัตถุดิบมายังเอเชียหยุดชะงัก แม้สินทรัพย์ปลายน้ำในบางพื้นที่จะยังไม่ได้รับความเสียหาย สำนักข่าว Reuters ระบุว่ามีการปิดดำเนินการโรงงานน้ำมันและก๊าซหลายแห่งภายหลังการโจมตีในอ่าวเปอร์เซีย ส่งผลให้ปริมาณน้ำมันดิบ LNG และแก๊สธรรมชาติที่พร้อมจำหน่ายให้ผู้ซื้อในเอเชียลดลง แม้ว่าความเสียหายส่วนใหญ่จะเกิดขึ้นในส่วนต้นน้ำ แต่การขาดแคลนวัตถุดิบดังกล่าวได้บีบให้โรงงานปิโตรเคมีบางแห่งในเอเชียต้องลดอัตราการผลิตลง

การประกาศเหตุสุดวิสัยส่งสัญญาณถึงสภาวะตึงตัวของอุปทานที่รุนแรงขึ้น การประกาศเหตุสุดวิสัยของหลายบริษัทและการหยุดเดินเครื่องโรงงานเพื่อเผื่อระวังต่อภัยความรุนแรงของการหยุดชะงักด้านอุปทานที่เพิ่มมากขึ้น QatarEnergy ได้ประกาศเหตุสุดวิสัยระงับการส่งออก LNG ภายหลังการโจมตีโครงสร้างพื้นฐานด้านก๊าซ ส่งผลให้อุปทานวัตถุดิบที่เชื่อมโยงกับเอเทนสำหรับผู้ผลิตปิโตรเคมีในเอเชียตึงตัวขึ้น นอกจากนี้ Bapco Energies ของบาห์เรนยังได้ประกาศเหตุสุดวิสัยหลังจากโรงกลั่นหยุดชะงัก ทำให้อุปทานแก๊สธรรมชาติที่ส่งมายังเอเชียมีจำกัด แม้ว่าการประกาศเหตุสุดวิสัยอย่างเป็นทางการโดยโรงงานปิโตรเคมีในเอเชียจะยังคงมีจำกัด แต่โรงกลั่นในเอเชียได้พิจารณาปรับลดกำลังการกลั่นลงสูงสุด 30% ท่ามกลางความล่าช้าในการส่งมอบ ซึ่งส่งผลกระทบต่อปริมาณวัตถุดิบสำหรับโรงงานปิโตรเคมีปลายน้ำ

Figure 8: การประกาศเหตุสุดวิสัยและการหยุดเดินเครื่องโรงงานที่สำคัญ

บริษัท	สถานที่ตั้ง	กำลังการผลิตที่ได้รับผลกระทบ
QatarEnergy	กาตาร์ (Ras Laffan)	LNG + PE/PP 77.4 ล้านตันต่อปี
LyondellBasell	ยุโรป (Rotterdam)	การผลิตโพลีเอทิลีนในยุโรป
Formosa Petrochemical	ไต้หวัน (Mailiao)	เอทิลีน 2.93 ล้านตันต่อปี, โพรพิลีน 2.43 ล้านตันต่อปี
Formosa Plastics	ไต้หวัน	PE ในเอเชียตะวันออกเฉียงเหนือ ประมาณ 9.7 แสนตันต่อปี
PT Chandra Asri	อินโดนีเซีย	PE 7.55 แสนตันต่อปี + PP 5.9 แสนตันต่อปี
Aster Chemicals (ex-Shell)	สิงคโปร์	เอทิลีน 1.15 ล้านตันต่อปี + โพรพิลีน 5 แสนตันต่อปี
OMV	เยอรมนี (Burghausen)	เอทิลีน 4.85 แสนตันต่อปี + โพรพิลีน 2.25 แสนตันต่อปี
Orlen	โปแลนด์ (Plock)	เอทิลีน 7 แสนตันต่อปี + โพรพิลีน 3.85 แสนตันต่อปี
LG Chem	เกาหลีใต้ (Yeosu/Daesan)	ลดอัตราการผลิตเหลือขั้นต่ำ 60% ที่โรงแตกเอเทนและฟลักทุกแห่ง
INEOS Inovyn	ยุโรป	การส่งออก PE + PVC
Indian Govt directive	อินเดีย (OPaL, GAIL Pata, Reliance)	การจำกัดการส่งออกให้กับโรงงานปิโตรเคมี

Source: S&P Global, ICIS, Argus Media, Syntex

ความเสี่ยงด้านระยะเวลาที่ยืดเยื้อเกินกว่าการยุติความขัดแย้ง แม้ว่าสงครามอิหร่านจะลดระดับความรุนแรงลง แต่ผลกระทบต่อการผลิตปิโตรเคมีมีแนวโน้มที่จะยืดเยื้อเกินกว่าช่วงเวลาของความขัดแย้งโดยตรง การซ่อมแซมโรงงานผลิตก๊าซ โรงกลั่น และท่าเรือส่งออกที่เสียหายมักต้องใช้เวลาหลายสัปดาห์ถึงหลายเดือน ขณะที่การหยุดชะงักของการขนส่ง ค่าเบี้ยประกันที่สูงขึ้น และการเปลี่ยนเส้นทางเดินเรือผ่านแหลมกู๊ดโฮป ส่งผลให้ระยะเวลาการขนส่ง และต้นทุนเพิ่มสูงขึ้น แหล่งข่าวในอุตสาหกรรมเตือนว่าการกลับสู่ภาวะปกติของวัตถุดิบอาจล่าช้ากว่าการสร้างเสถียรภาพทางภูมิรัฐศาสตร์ โดยเฉพาะในส่วนของ LNG และแก๊สธรรมชาติ ส่งผลให้อุตสาหกรรมปิโตรเคมีในเอเชียต้องเผชิญกับความผันผวนของมาร์จิ้นที่ยืดเยื้อ อัตราการใช้กำลังการผลิตที่ลดลง และการฟื้นตัวที่ล่าช้า ซึ่งจะเป็นประโยชน์ต่อผู้ผลิตครบวงจร แต่เป็นปัจจัยลบต่อผู้ผลิตที่พึ่งพาการนำเข้าวัตถุดิบเป็นหลัก

SCC ประกาศเหตุสุดวิสัยจากการหยุดชะงักของวัตถุดิบ SCC ได้ประกาศเหตุสุดวิสัยและปิดโรงงานระยองโอเลฟินส์ (ROC) ชั่วคราว เนื่องจากปัญหาการหยุดชะงักของวัตถุดิบจากความตึงเครียดในตะวันออกกลาง แม้ว่าล่าสุดจะมีการอนุญาตให้เรือขนส่งสินค้าผ่านช่องแคบฮอร์มุซได้ในวงจำกัด แต่ผู้บริหารมองว่าพัฒนาการดังกล่าวยังไม่เพียงพอที่จะรับประกันเสถียรภาพในการดำเนินงาน จึงตัดสินใจปิดโรงงานเพื่อเผื่อระวัง เราประเมินว่าการปิดโรงงาน ROC จะส่งผลทำให้กำไรลดลง ~550 ลบ. ต่อไตรมาส หรือคิดเป็น 7% ของประมาณการกำไรปี 2569 เนื่องจากยังมีภาระต้นทุนคงที่ที่เกิดขึ้นต่อเนื่อง ในระยะกลาง SCC ให้ความสำคัญกับการเพิ่มความยืดหยุ่นด้านวัตถุดิบและความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุน ซึ่งรวมถึงการจัดหาอุปทานเพิ่มเติมจากแหล่งอื่นนอกเหนือจากตะวันออกกลาง และการเร่งผลักดันโครงการเอเทนของ LSP เพื่อลดต้นทุนเชิงโครงสร้างและลดความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์

Figure 9: ผลกระทบต่อวัตถุดิบและห่วงโซ่มูลค่าอุตสาหกรรมปิโตรเคมี

ห่วงโซ่มูลค่า / ผลิตภัณฑ์	วัตถุดิบตั้งต้นหลัก	การเปลี่ยนแปลงในฝั่งวัตถุดิบ	ผลกระทบที่ต่อเนื่องจากห่วงโซ่มูลค่าอุตสาหกรรม	ผลกระทบต่อเนื่อง / หมายเหตุ
เอทิลีน / โพลีเอทิลีน (HDPE/LDPE/LLDPE)	แก๊สธรรมชาติ (เอเทน), เอเทน/โพรพิลีน (ตะวันออกกลาง/สหรัฐฯ)	การปิดช่องแคบฮอร์มุซทำให้การส่งออกแก๊สธรรมชาติและ LPG จากตะวันออกกลางลดลงอย่างมาก ราคาแก๊ส C&F Japan พุ่งจาก US\$623 เป็น US\$756/ตัน ในช่วงต้นเดือนมีนาคม 2569 การหยุดชะงักของ LNG/NGL ที่ Ras Laffan ทำให้ปริมาณเอเทน/โพรพิลีนลดลง ▲▲▲ ต้นทุน ↑ / อุปทาน ↓	การปรับลดอัตราการผลิตของโรงแตกเอเทน และการประกาศเหตุสุดวิสัยในเอเซีย อุปทานเอทิลีนตึงตัว ราคาเม็ดพลาสติก PE ในตลาด Spot เอเชียแข็งตัวขึ้น โรงแตกก๊าซเอเทนในสหรัฐฯได้เปรียบในเชิงเปรียบเทียบ แต่ค่าขนส่ง/ประกันภัย ↑ ▲▲ ต้นทุน ↑ อุปทาน ↓ ระยะเวลาส่งมอบ ↑	การระบายน้ำมันสำรอง 400mb ของ IEA ช่วยผ่อนคลายฝั่งน้ำมันดิบ แต่ไม่ช่วยคอบวล LPG/แก๊สธรรมชาติ; ก่อส่งซาอุดี/ UAE ช่วยเฉพาะน้ำมันดิบ ไม่ครอบคลุมโกลด์สต็อก VLGC/ผลิตภัณฑ์
โพรพิลีน / PP (ผ่าน steam cracking และ PDH)	แก๊สธรรมชาติ (C3 จากแคร็กเอเทน), โพรพิลีน (PDH)	ส่วนลดราคาโพรพิลีนเทียบแก๊สธรรมชาติจากภาวะ LPG ตึงตัว; ต้นทุนวัตถุดิบของ PDH ปรับขึ้นแรง; แก๊สธรรมชาติขาด ▲▲ ต้นทุน ↑ อุปทาน ↓	มาร์จิ้น PDH ถูกบีบ; ราคา PP ตลาด spot ปรับขึ้นจากภาวะตึงตัวในภูมิภาค และระยะเวลาการขนส่งที่นานขึ้น ▲▲ ต้นทุน ↑ อุปทาน ↓ ระยะเวลาส่งมอบ ↑	การหยุดผลิต LNG/NGL ในกาตาร์ทำให้ปริมาณโพรพิลีนในภูมิภาคมีจำกัด การจัดหาใหม่จาก USGC ต้องอ้อมแหลมกู๊ดโฮปซึ่งเพิ่มเวลาขนส่งประมาณ 2 สัปดาห์
โกลดคอล (MEG/DEG), อนุพันธ์ EO	เอทิลีน	ต้นทุนเอทิลีน ↑ / อุปทาน ↓; ต้นทุนพลังงาน ↑ ▲▲	ราคา DEG ในเอเชียเพิ่มขึ้น 17% ในช่วงต้นเดือนมี.ค. 2569 MEG ตึงตัว เกิดแรงกดดันด้านต้นทุนตลอดห่วงโซ่การผลิตโพลีเอทิลีน ▲▲▲ ต้นทุน ↑ อุปทาน ↓	การปรับเปลี่ยนเส้นทางโกลด์สต็อกทำให้ระยะเวลาการส่งมอบสินค้า PTA/MEG นานขึ้น
กลุ่มอะโรมาติกส์ (BTX → PX/SM)	แก๊สธรรมชาติ / รีฟอร์มเมอร์	จำนวนเที่ยวเรือขนส่งแก๊สจากตะวันออกกลางลดลง การเดินเครื่องหน่วย Reformer ถูกจำกัด ราคาเบนซิน	มาร์จิ้นสไตรีน และ PX/PTA มีความผันผวน ราคาฟิล์มและเส้นใย PET ปรับตัวสูงขึ้น ▲▲ ต้นทุน ↑	ยุโรปได้รับผลกระทบน้อยกว่าเอเชีย แต่ยังเผชิญกับการส่งผ่านต้นทุนน้ำมัน/ LNG และค่าระวางเรือที่เพิ่มขึ้น

ห่วงโซ่อุปทาน / ผลิตภัณฑ์	วัตถุดิบตั้งต้นหลัก	การเปลี่ยนแปลงในฝั่งวัตถุดิบ	ผลกระทบที่ต่อห่วงโซ่อุปทาน	ผลกระทบต่อเนื่อง / หมายเหตุ
กลุ่ม C4 → บิวทาไดอีน → SBR/PBR	สายการผลิต C4 จากโรงแยกก๊าซ (อนุพันธ์จากแนฟทา)	ในเอเชียพุ่งขึ้นประมาณ 20% ในช่วงครึ่งแรกของเดือนมีนาคม 2569 ▲▲▲ ต้นทุน↑ อุปทาน↓ การลดอัตราการผลิตของโรงแยกก๊าซทำให้ผลผลิต C4 ลดลง ความตึงตัวของแนฟท่ายังคงมีอยู่ ▲▲ อุปทาน↓	อุปทานบิวทาไดอีนตึงตัว ราคาขายส่งเคราะห์เพิ่มขึ้น 5-10% ในระยะสั้น ผู้ผลิตยางล้อเผชิญกับภาวะเงินเฟ้อของวัตถุดิบต้นน้ำ ▲▲ ต้นทุน↑ อุปทาน↓	การเดินเรืออ้อมเส้นทางเพิ่มเวลาอีก 10-14 วัน สำหรับการค้าผลิตภัณฑ์ที่อิตาลีและเยอรมนีระหว่างเอเชียและยุโรป
กลุ่มไวนิล (EDC/VCM → เอทิลีน, คลอรีน PVC)		ต้นทุนเอทิลีน↑/หายากขึ้น ต้นทุนพลังงาน/ไอน้ำ↑ ท่ามกลางวิกฤต LNG ▲▲ ต้นทุน↑	ต้นทุนเงินสดของ VCM/PVC ↑ ระยะเวลาส่งออกผ่านแหลมกู๊ดโฮป ↑ มีการจัดสรรสินค้าให้เฉพาะลูกค้าตามสัญญา ▲▲ ระยะเวลาส่งมอบ↑	
ตัวทำลายและสารผสมรีแนฟทา / คอนเดนเสทฟอร์เมต		การดึงแนฟทาไปใช้ในโรงแยกก๊าซแทน สต็อกน้ำมันดิบที่ Fujairah ลดลง -29% ในหนึ่งสัปดาห์ระหว่างการหยุดชะงัก ▲▲ อุปทาน↓	ราคาตัวทำลายภาคอุตสาหกรรมแพงตัวขึ้น ความต้องการใช้ผสมน้ำมันเบนซินเข้ามาแย่งชิงแนฟทา ▲ ต้นทุน↑	เกิดการแย่งชิงวัตถุดิบโดยตรงกับโรงแยกก๊าซในช่วงที่ตลาดเอเชียตึงตัว

Source: Reuters, Bloomberg Finance LP, Argus, Chemanalyst and InnovestX Research

ฉากทัศน์ธุรกิจปิโตรเคมีตามระยะเวลาของความขัดแย้ง

ระยะเวลาของสงครามในอิหร่านยังคงมีความไม่แน่นอน ณ เวลาที่จัดทำรายงานฉบับนี้ ดังนั้น เราจึงจัดทำฉากทัศน์ตามระยะเวลา 4 กรณี (ดังแสดงใน Figure 10) เพื่อใช้เป็นหนึ่งในแนวทางประกอบการลงทุนในกลุ่มปิโตรเคมี ท่ามกลางภาวะตึงตัวของวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์ในปัจจุบัน ภายใต้ฉากทัศน์ความขัดแย้งยืดเยื้อ (การหยุดชะงักกินเวลาหลายสัปดาห์ ไม่ใช่เพียงไม่กี่วัน) ความตึงตัวของอุปทานวัตถุดิบจากตะวันออกกลางจะดำเนินต่อไปนานพอที่จะทำให้สต็อกแนฟทาในเอเชียลดลงสู่ระดับวิกฤต บังคับให้โรงแยกก๊าซในญี่ปุ่นและเกาหลีใต้ต้องลดอัตราการผลิต และผลักดันราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีให้สูงขึ้นตลอดทั้งห่วงโซ่อุปทาน ทั้งนี้ การหยุดชะงักของเรือบรรทุกน้ำมันในปัจจุบัน ขัดขวางด้านการประกันภัย และความล่าช้าในการเปลี่ยนเส้นทางเดินเรือ บ่งชี้ว่าฉากทัศน์นี้มีความเป็นไปได้มากที่สุด มากกว่าการกลับเข้าสู่ภาวะปกติอย่างรวดเร็ว ในสภาวะแวดล้อมเช่นนี้ เรามองว่านักลงทุนควรเลือกหุ้นกลุ่มผู้ผลิตที่ใช้โอเทนเป็นวัตถุดิบและผู้ผลิตครบวงจรที่มีความยืดหยุ่นด้านวัตถุดิบและทางเลือกในการส่งออก ขณะที่ควรหลีกเลี่ยงผู้ผลิตที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบเพียงอย่างเดียว

ในตลาดโลก ผู้ส่งออกที่ใช้โอเทนเป็นวัตถุดิบจากสหรัฐฯ ผู้ประกอบการ CTO ในจีน และผู้ผลิตครบวงจรในเอเชียที่สามารถเข้าถึงก๊าซได้ มีแนวโน้มสร้างผลประโยชน์ที่มีความทนทานดีกว่า ขณะที่โรงแยกก๊าซแบบ standalone ในเอเชียตะวันออกเฉียงเหนือเผชิญความเสี่ยง downside จากมาร์จินที่ลดลงและความเป็นไปได้ที่จะถูกบังคับให้หยุดการผลิต สำหรับตลาดไทย เรายังคงชอบผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบ เช่น PTTGC เนื่องจากการพึ่งพาวัตถุดิบนำเข้าจากตะวันออกกลางในระดับที่ต่ำกว่าผู้ผลิตรายอื่น ขณะที่ฐานการผลิตที่กระจายอยู่ทั่วโลกช่วยลดความเสี่ยงจากการหยุดชะงักของอุปทานในวันออกกลางให้กับ IVL ส่วนในระยะกลาง กลยุทธ์ด้านวัตถุดิบที่มีความยืดหยุ่นมากขึ้นของ SCC ซึ่งรวมถึงการจัดหาโอเทนจากสหรัฐฯ ในสัดส่วนที่สูงขึ้น น่าจะช่วยเพิ่มความมั่นคงด้านวัตถุดิบได้มากขึ้น

Figure 10: ผลกระทบเชิงกลยุทธ์ต่อกลุ่มปิโตรเคมีภายใต้ฉากทัศน์ตามระยะเวลา

ฉากทัศน์	ผลกระทบต่อวัตถุดิบ	ผลกระทบต่อห่วงโซ่อุปทาน	ผู้ได้ประโยชน์	ผู้เสียประโยชน์
1) จบสัปดาห์หน้า	คลัสเตอร์น้ำมัน: ราคาน้ำมัน/แนฟทาลดลงจาก >US\$110 เหลือประมาณ US\$85 สภาพคล่องกลับคืนสู่ตลาด Spot	ผันผวนระยะสั้น: ภาระจากสต็อกต้นทุนสูงยังคงอยู่; มาร์จินถูกบีบคั้นชั่วคราวเนื่องจากราคาผลิตภัณฑ์ลดลงเร็วกว่าต้นทุน	กลุ่มเทรดเดอร์: ทำกำไรจากความผันผวนที่สูง โรงกลั่นน้ำมัน: ได้ประโยชน์จากการเคลียร์สต็อกที่มีมาร์จินสูง	ผู้ซื้อช่วงปลายวัฏจักร: กลุ่มที่ต้นตระหนักและซื้อวัตถุดิบในช่วงราคาสูงสุดที่ US\$120/บาร์เรล
2) จบเดือนหน้า	สต็อกลดลง: สต็อกแนฟทาในเอเชียระดับ "วิกฤต" (7-10 วัน) ราคา LPG ยังคงสูงกว่าระดับพื้นฐานเกิน 50%	อุปทานขาดแคลน: การลดกำลังการผลิตเอทิลีน/โพรพิลีนในญี่ปุ่น/เกาหลีใต้ ลามไปสู่เม็ดพลาสติก PE/PP ราคาผลิตภัณฑ์ขึ้นปลายพุ่งสูงขึ้น	ผู้ส่งออกสหรัฐฯ: โรงแยกก๊าซที่ใช้โอเทนเป็นวัตถุดิบในสหรัฐฯ ส่งเม็ดพลาสติกราคาถูกทะลักเข้าสู่เอเชีย กลุ่ม CTO ของจีน: โรงงาน Coal-to-Olefins เดินเครื่องเต็ม 100%	โรงแยกก๊าซในเอเชียตะวันออกเฉียงเหนือ: ผู้ผลิตในญี่ปุ่น/เกาหลีใต้ถูกบังคับให้ลดอัตราการผลิตเหลือ 60% หรือหยุดดำเนินงานชั่วคราว
3) จบใน 3 เดือน	การปรับเปลี่ยนเชิงโครงสร้าง: การหันไปใช้น้ำมันดิบจากแหล่งนอกตะวันออกกลางในระยะยาว (รัสเซีย/สหรัฐฯ/แอฟริกาตะวันตก) โอเทนกลายเป็นวัตถุดิบที่มีความน่าเชื่อถือมากกว่า	การถ่ายโอนอุปสงค์: ราคาพลาสติกที่สูงทำให้เกิดการใช้วัสดุอื่นทดแทน (เช่น กระดาษ/แก้ว) หรือผู้บริโภคลดการใช้ในสินค้าคงทน	อินเดีย (Reliance): ใช้ประโยชน์จากกองเรือ VLEC* ขนาดใหญ่เพื่อนำเข้าโอเทนจากสหรัฐฯ โดยเลี่ยงวิกฤตคลองสุเอซ/ฮอร์น	ผู้ประกอบการ SME (Converters): ผู้ผลิตพลาสติกรายย่อยที่ไม่สามารถผลิตรายแรก ต้นทุนวัตถุดิบที่เพิ่มขึ้นกว่า 30% ไปยังผู้บริโภคได้
4) ยืดเยื้อ >3 เดือน	การเปลี่ยนเส้นทางถาวร: การค้าโลกเสี่ยงพื้นที่อ่าวเปอร์เซียอย่างถาวร เกิดการลงทุนมหาศาลในห่วงโซ่อุปทานแถบมหาสมุทรแอตแลนติก	การปิดกำลังการผลิตอย่างถาวร: ต้นทุนพลังงาน/วัตถุดิบที่สูงบีบให้โรงแยกก๊าซแบบ Standalone ในยุโรปและเอเชียต้องปิดตัวถาวร	ผู้ผลิตครบวงจร: PTTGC/SCGC (ไทย) เนื่องจากมีวัตถุดิบก๊าซในประเทศและความยืดหยุ่นของวัตถุดิบ IVL เนื่องจากการมีฐานการผลิตทั่วโลก	โรงแยกก๊าซ pure-play: โรงแยกก๊าซแนฟทาแบบ standalone ในตะวันออกและเกาหลีใต้เผชิญภาวะล้มละลายหรือการหยุดเดินเครื่องถาวร

Source: InnovestX Research

2. การปรับโครงสร้างกำลังการผลิต: สงครามอิหร่านเป็นตัวเร่ง

การปิดกำลังการผลิตมีแนวโน้มเกิดขึ้นต่อเนื่อง อุตสาหกรรมปิโตรเคมีกำลังเผชิญวิกฤตขาลงที่รุนแรงที่สุดช่วงหนึ่ง ส่งผลให้ผู้ประกอบการหันมาให้ความสำคัญกับปัจจัยที่สามารถควบคุมได้ โดยเฉพาะการทยอยปิดสินทรัพย์ที่เก่า ดันทุนสูง และมีประสิทธิภาพต่ำ กระแสการปรับโครงสร้างดังกล่าวได้รับแรงกดดันจากอุปสงค์ที่อ่อนแอ ภาวะกำลังการผลิตส่วนเกินทั่วโลก และความผันผวนทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังคงสร้างความไม่เสถียรให้กับตลาด นับตั้งแต่ปี 2566 กำลังการผลิตเอทิลีนมากกว่า 6.5 ล้านตันต่อปี ได้ถูกถอดออกจากระบบอย่างถาวรแล้ว และคาดว่าจะมีการปิดโรงงานเพิ่มเติมต่อเนื่องไปจนถึงปี 2570 ขณะที่รัฐบาลในจีน ญี่ปุ่น และเกาหลีใต้ ได้เข้ามามีบทบาทสนับสนุนการปรับโครงสร้างอุตสาหกรรม เนื่องจากตลาดเพียงอย่างเดียวไม่เพียงพอที่จะแก้ไขความไม่สมดุลเชิงโครงสร้างที่สะสมมาเป็นเวลานานในภาคอุตสาหกรรมนี้

Figure 11: การปิดกำลังการผลิตเอทิลีนในช่วงที่ผ่านมาและที่กำลังจะเกิดขึ้น

บริษัท	สถานที่ตั้ง	กำลังการผลิต (พันตันต่อปี)	วันที่หยุดผลิต
ExxonMobil	Notre Dame de Gravenchon, France	425	1Q68
PetroChina Fushun Petrochemical	Fushun, China	160	1Q68
Sinopec Qilu Petrochemical	Zibo, China	350	1Q68
Sinopec Qilu Petrochemical	Zibo, China	450	1Q68
Versalis	Brindisi, Italy	490	2Q68
PetroChina Jilin Petrochemical	Jilin, China	158	3Q68
Versalis	Priolo, Italy	490	3Q68
Yeochun	Yeosu, South Korea	475	3Q68
ExxonMobil	Mossmoran, United Kingdom	830	1Q69
PetroChina Lanzhou Petrochemical	Lanzhou, China	240	4Q69
PetroChina Lanzhou Petrochemical	Lanzhou, China	460	4Q69
Lotte Chemical	Daesan, South Korea	1,100	4Q69
Maruzen	Chiba, Japan	490	1Q70
Sinopec Maoming	Maoming, China	360	3Q70
TotalEnergies	Antwerp, Belgium	550	4Q70
Dow	Bohlen, Germany	565	4Q70

Source: S&P Global Commodity Insights

การปรับโครงสร้างโรงแครกเกอร์เข้มข้นขึ้นภายใต้แรงหนุนจากนโยบายรัฐบาล ทัวทั้งเอเชียและยุโรป นโยบายระดับประเทศเริ่มมีบทบาทสำคัญในการกำหนดทิศทางการลดกำลังการผลิต เนื่องจากผู้ผลิตเผชิญกับมาร์จินที่ไม่ยั่งยืน โดยญี่ปุ่นมีแผนปลดระวางโรงแครกเกอร์ที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบหลายแห่งภายในปี 2571 ขณะที่เกาหลีใต้มุ่งลดกำลังการผลิตเอทิลีนสูงสุดถึง 3.7 ล้านตันต่อปี ส่วนยุโรปเผชิญกับสภาวะตกต่ำที่หยั่งรากลึก โดยคาดว่าจะมีการปิดโรงแครกเกอร์ 7 แห่งภายในปี 2570 ท่ามกลางอัตราการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำอย่างต่อเนื่อง และราคาเอทิลีนที่ปรับลดลงสู่ระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2563 ด้านสหรัฐฯ เริ่มเห็นมาร์จินอ่อนตัวลงจากต้นทุนก๊าซธรรมชาติและอีเทนที่สูงขึ้น ส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรของโรงแครกเกอร์เข้าใกล้จุดคุ้มทุน ในภาพรวมทั่วโลก มาร์จินของอุตสาหกรรมยังคงอยู่ในใกล้ระดับต่ำสุดในรอบ 5 ปี เนื่องจากอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปลายน้ำยังซบเซา

Figure 12: แผนการปรับโครงสร้างกำลังการผลิตแยกตามประเทศในภูมิภาคเอเชีย

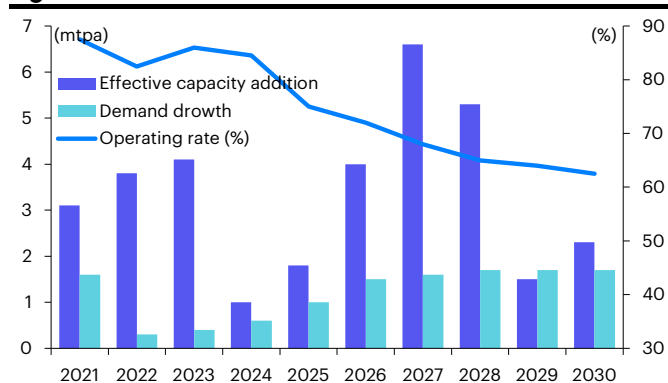
ประเทศ	ประเภทการปรับโครงสร้างกำลังการผลิต	สินทรัพย์ / ผู้ประกอบการที่อ้างถึง	ผลิตภัณฑ์ / หน่วยผลิตที่ได้รับผลกระทบ	ขนาดของกำลังการผลิต (ตามที่มีการเปิดเผย)	ช่วงเวลา / สถานะ	ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ
เกาหลีใต้	การปรับโครงสร้างทั้งอุตสาหกรรมโดยมุ่งเน้นการลดกำลังการผลิต (นำโดยรัฐบาล)	"10 บริษัทยักษ์ใหญ่ในประเทศ" ภายใต้ข้อตกลงที่กระทรวงฯ เป็นผู้กำกับดูแล	ห่วยโซเอทิลีน/โพรพิลีนของโรงแครกเกอร์เนฟทา	ปรับลดกำลังการผลิตเนฟทาลง 2.7-3.7 ล้านตันต่อปี จากปัจจุบันที่มี 14.7 ล้านตันต่อปี (ลดลงสูงสุดประมาณ 25%)	ประกาศข้อตกลงในเดือนส.ค. 2568; บริษัทต่างๆ ส่งแผนภายในสิ้นปี 2568	ภาวะอุปทานล้นตลาดเอเอธ, มาร์จินทรุดตัวจากการขยายกำลังการผลิตจำนวนมากของจีน; ความจำเป็นในการฟื้นฟูขีดความสามารถในการแข่งขัน
สิงคโปร์	แผนการปิดโรงงานปิโตรเคมีแบบครบวงจร บางส่วนเป็นการถาวร	ExxonMobil (โรงงานเคมีภัณฑ์ในสิงคโปร์ ภายใน Jurong integrated complex)	หนึ่งในสองโรงแครกเกอร์ (สายเอทิลีน)	กำลังการผลิตเอทิลีนรวมอยู่ที่ 1.9 ล้านตันต่อปี; การปิดตัวจะใช้กับโรงแครกเกอร์หน่วยที่เก่ากว่า (ไม่ได้ระบุกำลังการผลิตของหน่วยนั้นชัดเจน)	รายงานแผนเมื่อเดือนธ.ค. 2568; คาดว่าจะปิดตัวเสร็จสมบูรณ์ภายในเดือนมี.ย. 2569	ภาวะกำลังการผลิตปิโตรเคมีล้นตลาดโลก (โดยเฉพาะจากจีน) กดดันความสามารถในการทำกำไร; การปรับโครงสร้างพอร์ตโฟลิโอ
	การขายสินทรัพย์ / การเปลี่ยนเจ้าของ (ตามด้วยการเพิ่มประสิทธิภาพหรือปรับโครงสร้าง)	Shell Energy & Chemicals Park (Pulau Bukom)	นิคมโรงกลั่นและเคมีภัณฑ์	ไม่มีการระบุการลดกำลังการผลิตปิโตรเคมีถาวร; มีการระบุเรื่องการหยุดชะงักของการดำเนินงาน / การปรับปรุงประสิทธิภาพ	อ้างถึงการขายสินทรัพย์ในรายงานปี 2567; การหยุดเดินเครื่องหน่วยผลิตที่เกี่ยวข้องกับการรั่วไหล	การปรับพอร์ตโฟลิโอ; กลุ่ม trading houses/บริษัทน้ำมันแห่งชาติ (NOCs) เข้ามาถือหุ้น; ไม่ใช้การถอนกำลังการผลิตออกจากตลาดโดยตรง
จีน	การปิดโรงงาน/พื้นที่การผลิต และนโยบายในวงกว้างเพื่อจำกัดกำลังการผลิตส่วนเกิน	PetroChina / CNPC (Dalian Petrochemical) + หน่วยงานที่เกี่ยวข้องมีแผนลดจำนวนโรงกลั่นและผู้ผลิตปิโตรเคมี	Dalian: หน่วยแปรรูปน้ำมันดิบในพื้นที่ครบวงจร; ภาพรวม: "โรงกลั่นขนาดเล็ก/ล้าสมัย" และการเปลี่ยนผ่านไปสู่เคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษ	Dalian: โรงกลั่นขนาด 410 kbd; ทยอยปิดตัวโดยเหลือหน่วยสุดท้ายขนาด 200 kbd ที่จะปิดในวันที่ 30 มิ.ย. ภาพรวม: 40% ของกำลังการผลิตถูกระบุว่า "ล้าสมัย" และต้องปรับปรุง; 10% ของโรงกลั่นในจีนอาจปิดตัวก่อน	Dalian ทยอยปิดตั้งแต่สิ้นปี 2566 หน่วยสุดท้ายปิด 30 มิ.ย. 2568; ทิศทางนโยบายรายงานเมื่อ ส.ค.-ก.ย. 2568	กำลังการผลิตล้นตลาด + ความต้องการน้ำมันเชื้อเพลิงภาคขนส่งอ่อนแอ; ความปลอดภัย/การย้ายออกจากเขตเมือง (Dalian); รัฐผลักดันให้ลดการผลิตเชื้อเพลิง/เคมีภัณฑ์พื้นฐาน และหันไปผลิตเคมีภัณฑ์มูลค่าเพิ่มสูง

ประเทศ	ประเภทการปรับ โครงสร้างกำลังการผลิต	สินทรัพย์ / ผู้ประกอบการ ที่เกี่ยวข้อง	ผลิตภัณฑ์ / หน่วยผลิตที่ ได้รับผลกระทบ	ขนาดของกำลังการผลิต (ตามที่มีการเปิดเผย)	ช่วงเวลา / สถานะ	ปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญ
	การปลดระวางโรงกลั่น/ โรงงานเคมีภัณฑ์ที่ไม่มี ประสิทธิภาพ (ระดับ บริษัท)	PetroChina	โรงกลั่นและโรงงาน เคมีภัณฑ์ที่เก่า/ไม่มี ประสิทธิภาพ จำนวน 19 หน่วย	สิ้นปี 2577 (ยังไม่ใช้แผน ที่มีข้อผูกมัด) 19 หน่วยผลิต (ไม่ได้ เปิดเผยกำลังการผลิต)	รายงานเมื่อเดือน พ.ย. 2568	มาร์จินต่ำ, ภาวะอุปทาน ล้นตลาด, ความ ปลอดภัย/อายุการใช้งาน ของหน่วยผลิต (>20 ปี), การแข่งขันที่รุนแรง เกินไป
ญี่ปุ่น	การลดอัตราการผลิต ระยะสั้นจากการ หยุดชะงักของวัตถุดิบ ไม่ใช่การปรับเชิง โครงสร้าง	ผู้ผลิตปิโตรเคมีในญี่ปุ่น; Tokyo Gas / Osaka Gas	การดำเนินงานปิโตรเคมีที่ ต้องพึ่งพาแพฟกา	ไม่มีการเปิดเผยการลด กำลังการผลิตถาวร; เป็น การจำกัดผลผลิต เนื่องจากข้อจำกัดด้าน อุปทานแพฟกา	รายงานเมื่อวันที่ 25 มี.ค. 2569	ผลกระทบจากราคา วัตถุดิบ/โลจิสติกส์ (การ พึ่งพาแพฟกา/LPG); สต็อกสินค้าครอบคลุม การใช้งานเพียงไม่กี่ สัปดาห์; การปรับลด ผลผลิต

Source: Oilprice.com, Reuters

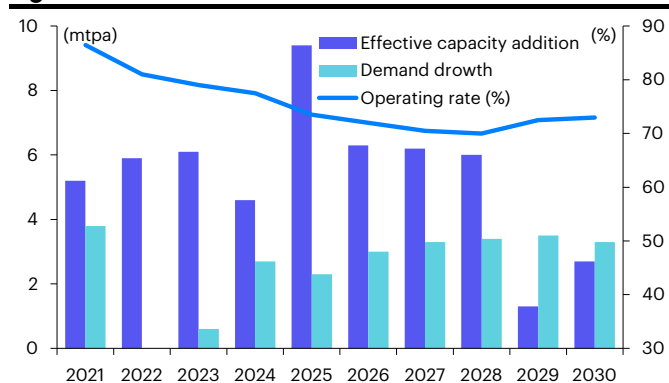
กำลังการผลิตใหม่ยังคงเข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง แม้จะมีการปิดโรงงานเก่าไปบ้างแล้ว แต่กำลังการผลิตใหม่ยังคงเข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง โดยเฉพาะในจีน ตะวันออกกลาง และสหรัฐฯ ซึ่งซ้ำเติมภาวะอุปทานส่วนเกินให้รุนแรงขึ้น โดยคาดว่าในปี 2569 เพียงปีเดียวจะมีกำลังการผลิตเอทิลีนใหม่เพิ่มขึ้นประมาณ 6 ล้านตันต่อปี ซึ่งมีแนวโน้มที่จะไปหักล้างความพยายามในการปรับโครงสร้างกำลังการผลิตในเกาหลีใต้และประเทศอื่นๆ สถานการณ์นี้บ่งชี้ว่าภาวะอุปทานส่วนเกินและแรงกดดันต่อมาร์จินมีแนวโน้มจะลากยาวไปจนถึงปี 2570 แม้อุปสงค์เอทิลีนอาจเริ่มฟื้นตัวเล็กน้อยตามสภาวะเศรษฐกิจโลกที่เริ่มมีเสถียรภาพก็ตาม ทั้งนี้ ช่วงเวลาที่มาร์จินจะกลับมาฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญนั้นจะขึ้นอยู่กับความสมดุลระหว่างการปิดกำลังการผลิตเพิ่มเติมอย่างต่อเนื่อง การแทรกแซงเชิงนโยบายของภาครัฐที่มีการประสานกัน และอัตราการเติบโตของอุปสงค์

Figure 13: กำลังการผลิต HDPE เพิ่มขึ้น



Source: CMA, ICIS, Argus and TOP

Figure 14: กำลังการผลิต PP เพิ่มขึ้น



Source: CMA, ICIS, Argus and TOP

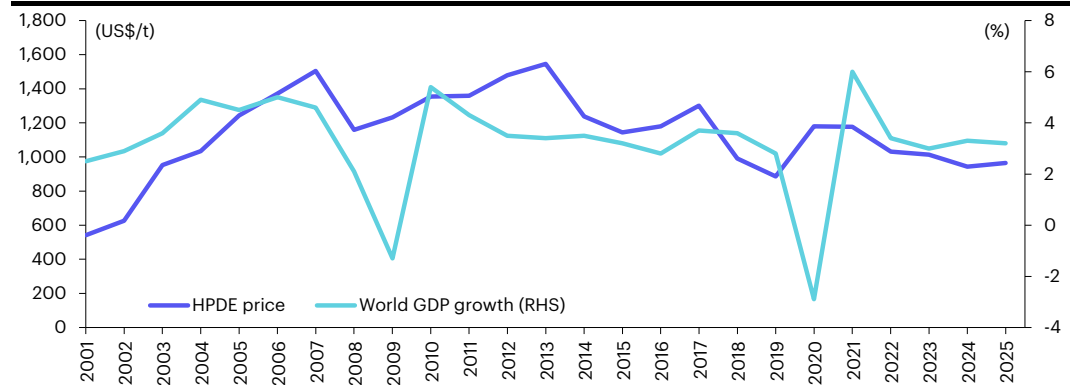
สงครามอาจเร่งให้เกิดการปิดโรงงานมากขึ้น สงครามในตะวันออกกลางได้เปลี่ยนทิศทางของกระบวนการปรับโครงสร้างกำลังการผลิตในอุตสาหกรรมปิโตรเคมีเอเชียอย่างมีนัยสำคัญ จากเดิมที่เป็นการปรับตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปตามวัฏจักร กลายเป็นกระบวนการที่ขับเคลื่อนด้วยภาวะวิกฤตอย่างรวดเร็ว ทั้งนี้ก่อนเกิดความขัดแย้ง การปรับโครงสร้างกำลังการผลิตคาดว่าจะใช้ระยะเวลา 3-5 ปี โดยมีปัจจัยขับเคลื่อนจากภาวะอุปทานส่วนเกินเชิงโครงสร้างและมาร์จินที่อ่อนแอ อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงจากการปิดช่องแคบฮอร์มุซได้ทำให้ระยะเวลาดังกล่าวสั้นลงอย่างมาก จากการหยุดชะงักของวัตถุดิบและผลิตภัณฑ์ราคาน้ำมันดิบให้ปรับขึ้นเหนือระดับ US\$100/บาร์เรล ส่งผลให้การปรับโครงสร้างกำลังการผลิตไม่ได้พิจารณาเพียงความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนอีกต่อไป แต่ให้ความสำคัญกับความมั่นคงของวัตถุดิบและความต่อเนื่องในการดำเนินงานเป็นหลัก โรงเครเคอร์ที่ใช้แพฟกาเป็นวัตถุดิบและมีต้นทุนสูงในเอเชียตะวันออกเฉียงเหนือและบางส่วนของยุโรปจึงเผชิญกับการถูกบังคับให้หยุดเดินเครื่อง มากกว่าการปรับลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจ ทั้งนี้ ผู้เชี่ยวชาญในอุตสาหกรรมบางรายระบุว่าโรงงานหลายแห่งที่เดิมวางแผนจะหยุดซ่อมบำรุงชั่วคราวในช่วงต้นปี 2569 ขณะนี้อยู่ระหว่างการพิจารณาเพื่อปิดตัวอย่างถาวร ซึ่งบ่งชี้ถึงการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างที่ไม่อาจย้อนกลับได้

สถานการณ์ดังกล่าวสร้างโอกาสในระยะกลางผ่านการปรับโครงสร้างกำลังการผลิตที่เร่งตัวขึ้นและวินัยของอุตสาหกรรมที่ดีขึ้น การบังคับให้ผู้ผลิตที่มีต้นทุนสูงออกจากตลาดส่งผลให้อุปทานที่มีประสิทธิภาพตึงตัวขึ้น ช่วยสนับสนุนให้ส่วนต่างราคาส่งออกสำหรับผู้ผลิตที่อยู่รอดได้เพราะมีวัตถุดิบของตนเอง มีแหล่งวัตถุดิบที่หลากหลาย หรือโครงสร้างธุรกิจครบวงจรที่แข็งแกร่ง ปรับตัวสูงขึ้น การเปลี่ยนแปลงนี้กำลังผลักดันให้เกิดการประเมินมูลค่าสินทรัพย์ใหม่เชิงโครงสร้าง โดยผู้ผลิตที่ใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบและผู้ผลิตครบวงจรจะได้รับประโยชน์จากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นและการสร้างกระแสเงินสดที่ดีขึ้น ในเอเชีย ผู้ผลิตที่สามารถรับประกันการส่งมอบสินค้าได้มีส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น เนื่องจากลูกค้าให้ความสำคัญกับความแน่นอนของอุปทานมากกว่าราคาซื้อขายในตลาดจร วิกฤตครั้งนี้ยังตอกย้ำถึงกระแสการปรับตัวสู่การพึ่งพาการผลิตภายในภูมิภาคมากขึ้น โดยศูนย์กลางการผลิตในท้องถิ่นจะมีความได้เปรียบด้านราคา ในระยะยาว ปัจจัยดังกล่าวอาจช่วยให้มาร์จินมีเสถียรภาพมากขึ้น และลดวัฏจักรผันผวนรุนแรงที่เคยเกิดขึ้นในอดีต

3. ทำไมวัฏจักรปิโตรเคมียังไม่ฟื้นตัวอย่างแท้จริง

แม้ว่าราคาผลิตภัณฑ์ในห่วงโซ่ปิโตรเคมีที่ปรับขึ้นล่าสุดจะบ่งชี้ถึงจุดเปลี่ยน แต่เราเชื่อว่ายังเร็วเกินไปที่จะสรุปว่าอุตสาหกรรมได้เข้าสู่ช่วงฟื้นตัวแล้ว หากพิจารณาปัจจัยเบื้องหลังการฟื้นตัวในครั้งนี้อย่างละเอียดจะพบว่า ความแข็งแกร่งในปัจจุบันสะท้อนถึงการหยุดชะงักที่เกิดจากปัจจัยทางภูมิรัฐศาสตร์ ไม่ใช่การฟื้นตัวที่ยั่งยืนซึ่งนำไปโดยอุปสงค์ การพุ่งขึ้นของราคาครั้งล่าสุดถูกขับเคลื่อนจากภาวะอุปทานหยุดชะงักที่มีต้นตอมาจากความขัดแย้งในตะวันออกกลาง ไม่ได้เกิดจากปัจจัยพื้นฐานในตลาดปลายทางที่ปรับตัวดีขึ้น การหยุดชะงักของอุปทานน้ำมันประมาณ 8 ล้านบาร์เรล/วัน ประกอบกับข้อจำกัดด้านประกันภัยและการขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซได้ผลักดันให้ราคาพลังงานและวัตถุดิบปิโตรเคมีปรับเพิ่มขึ้นอย่างฉับพลัน ส่งผลให้ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับสูงขึ้น อย่างไรก็ดี การปรับขึ้นดังกล่าวเกิดจากต้นทุนการผลิตที่สูงขึ้นเป็นหลัก ไม่ได้เกิดจากการบริโภคที่เพิ่มขึ้น เรามองว่าราคาในปัจจุบันสะท้อนถึง "war premium" ซึ่งสร้างฐานราคาที่ถูกพยุงไว้ด้วยความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ มากกว่าปัจจัยพื้นฐานด้านอุปสงค์และอุปทาน

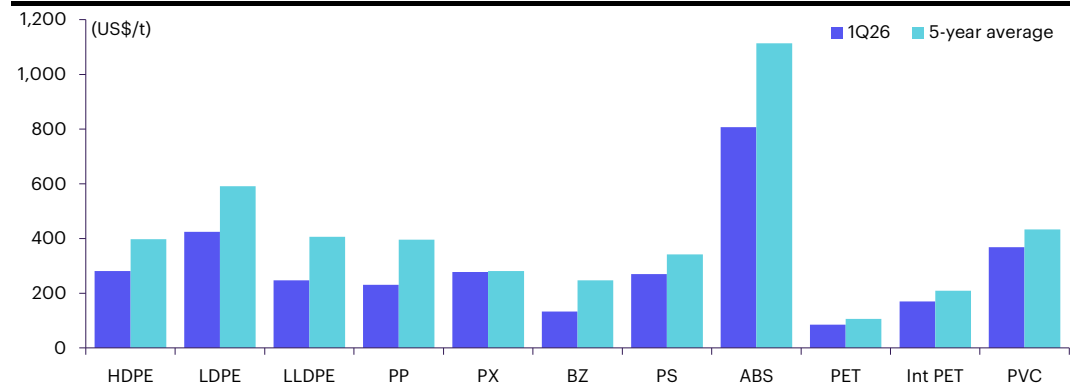
Figure 15: ราคา HDPE เทียบกับ GDP ไทย



Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

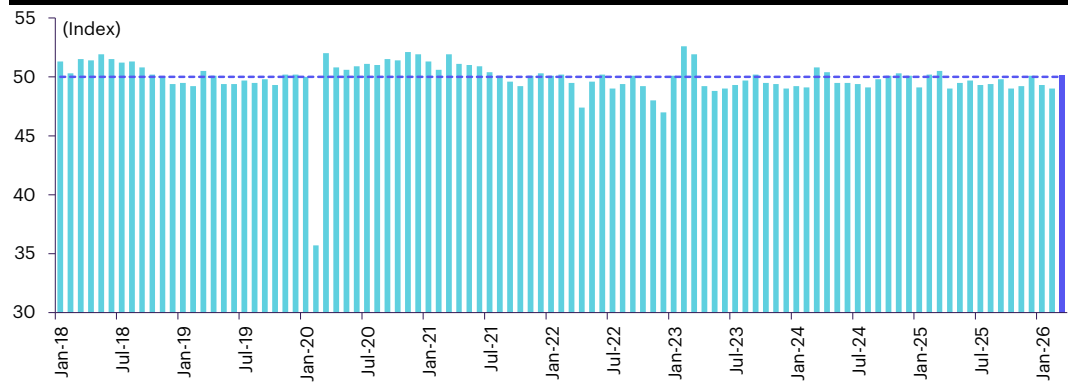
การปรับตัวเพิ่มขึ้นของราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีในครั้งนี้ไม่ได้ส่งสัญญาณถึงการกลับมามีอำนาจในการกำหนดราคา เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นเร็วกว่าราคาขายผลิตภัณฑ์ปลายทาง ส่งผลให้มาร์จิ้นถูกกดดันในเกือบทุกส่วนของห่วงโซ่มูลค่า ผู้ผลิตพยายามส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นเท่าที่จะทำได้ แต่เริ่มเห็นแรงต้านอย่างชัดเจนในกลุ่มธุรกิจที่อ่อนไหวต่อราคา เช่น วัสดุก่อสร้าง บรรจุก๊าซ และสินค้าอุปโภคบริโภคคงทน ปริมาณการขายที่ไม่เติบโตก็ยิ่งประดังดังกล่าว โดยลูกค้ายอมจ่ายในราคาที่สูงขึ้นเพราะหลีกเลี่ยงไม่ได้ ไม่ใช่เพราะอุปสงค์ขยายตัว

Figure 16: ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี



Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

ความแตกต่างดังกล่าวมีความสำคัญ เนื่องจากปัญหาเชิงโครงสร้างที่เป็นปัจจัยกดดันให้อุตสาหกรรมเข้าสู่ช่วงขาลงในช่วงปี 2563-2572 ยังคงดำรงอยู่ ประเด็นที่สำคัญที่สุด คือ ภาวะกำลังการผลิตส่วนเกินทั่วโลกที่ยืดเยื้อ ซึ่งนำโดยประเทศจีน แม้อุปสงค์ภายในประเทศจะอ่อนแอ แต่จีนยังคงเดินหน้าเพิ่มกำลังการผลิตจำนวนมากอย่างต่อเนื่อง ซึ่งเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์การพึ่งพาตนเองในระยะยาว ส่งผลให้อัตราการใช้กำลังการผลิตทั่วโลกยังคงอยู่ที่ระดับ 75-80% ซึ่งต่ำกว่าระดับประมาณ 90% ที่โดยทั่วไปถือเป็นสัญญาณของวัฏจักรขาขึ้นที่แข็งแกร่งอย่างมีนัยสำคัญ การฟื้นตัวของราคามีแนวโน้มที่จะยังคงเปราะบางต่อไปจนกว่ากำลังการผลิตส่วนเกินจะถูกดูดซับหรือกำจัดออกไปอย่างมีนัยสำคัญ

Figure 17: ดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อภาคการผลิตของจีน (PMI)

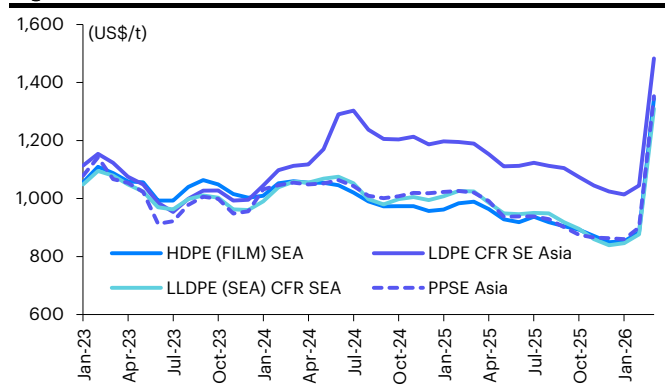
Source: Investing.com and InnovestX Research

Note: Number for Mar 2026 is based on latest forecast.

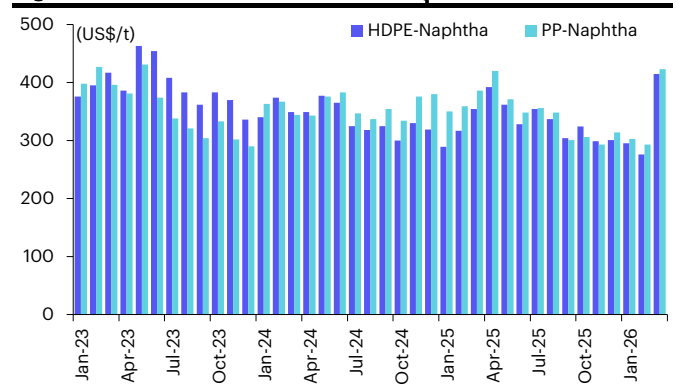
อุตสาหกรรมปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงของการเปลี่ยนผ่าน อุปสงค์ในตลาดปลายทางหลักๆ ของผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมียังคงอ่อนแอ ภาวะชะลอตัวของภาคก่อสร้างในจีนยังคงกดดันความต้องการใช้เคมีภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องกับการก่อสร้าง ขณะที่อุตสาหกรรมยานยนต์และกลุ่มสินค้าฟุ่มเฟือยอื่นๆ ยังไม่ฟื้นตัว นอกเหนือจากจีนแล้ว อัตราดอกเบี้ยที่อยู่ในระดับสูงและภาวะเงินเฟ้อที่ยืดเยื้อทำให้การบริโภคอยู่ในระดับจำกัด ทำให้มีความเสี่ยงเพิ่มขึ้นที่ราคาซึ่งปรับตัวสูงขึ้นจะกลายเป็นปัจจัยทำลายอุปสงค์ แทนที่จะช่วยเพิ่มมาร์จิ้น

การฟื้นตัวของราคาส่งล่าสุดสะท้อนถึงการปรับลดกำลังการผลิตเชิงโครงสร้างและความแตกต่างในแต่ละภูมิภาค ไม่ใช่วัฏจักรขาขึ้นที่เกิดขึ้นพร้อมกันทั่วโลก ผู้ผลิตที่มีต้นทุนต่ำและมีความได้เปรียบด้านวัตถุดิบในอเมริกาเหนือและบางส่วนของตะวันออกกลางอยู่ในสถานะที่ดีกว่าในการรองรับผลกระทบนี้ภายใต้สมมติฐานว่าเส้นทางการขนส่งยังคงเปิดใช้งานได้ ในขณะเดียวกัน ผู้ผลิตที่มีต้นทุนสูงในยุโรปและเอเชียตะวันออกเฉียงเหนือเผชิญกับแรงกดดันที่สูงขึ้น ซึ่งเร่งให้เกิดการปิดโรงงานและการออกจากตลาดอย่างถาวร กระบวนการดังกล่าวเป็นการปรับสมดุลแบบบังคับ ซึ่งทำให้อุตสาหกรรมมีขนาดเล็กลงและมีลักษณะเป็นภูมิภาคมากขึ้น มากกว่าจะเป็นการฟื้นตัวตามวัฏจักรแบบดั้งเดิม

การปรับโครงสร้างกำลังการผลิตยังคงเกิดขึ้นไม่เท่ากันในแต่ละภูมิภาคและในแต่ละสายผลิตภัณฑ์ และยังล่าช้ากว่าระดับที่จำเป็นต่อการฟื้นฟูสภาวะเศรษฐกิจในช่วงกลางวัฏจักร นอกจากนี้ สินค้าคงคลังที่ค้างอยู่ทำให้ผลกระทบต่อมาร์จิ้นจากต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นเกิดขึ้นล่าช้าออกไป เมื่อต้นทุนเหล่านี้ส่งผ่านเข้ามาในไตรมาสต่อไป ความสามารถในการทำกำไรจะอ่อนแอลงอีกครั้ง โดยเฉพาะอย่างยิ่งหากเงินเฟ้อยังคงส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ แม้ว่าราคาจะฟื้นตัว แต่การฟื้นตัวดังกล่าวได้รับแรงหนุนจากข้อจำกัดด้านภูมิรัฐศาสตร์ โลจิสติกส์ และประกันภัยมากกว่าการฟื้นตัวของอัตราการใช้กำลังการผลิต ส่งผลให้ความเสี่ยงด้านกำไรยังคงค่อนข้างสูง โดยประมาณการมาร์จิ้นและ EBITDA ของ consensus มีความเสี่ยงที่จะถูกปรับลดลงอีก วัฏจักรได้เปลี่ยนทิศทางแล้ว แต่ยังไม่เข้าสู่ช่วงฟื้นตัว

Figure 18: ราคาโพลีโอเลฟินส์

Source: Industry data and InnovestX Research

Figure 19: ส่วนต่างราคา PE เทียบกับต้นทุนแนฟทา

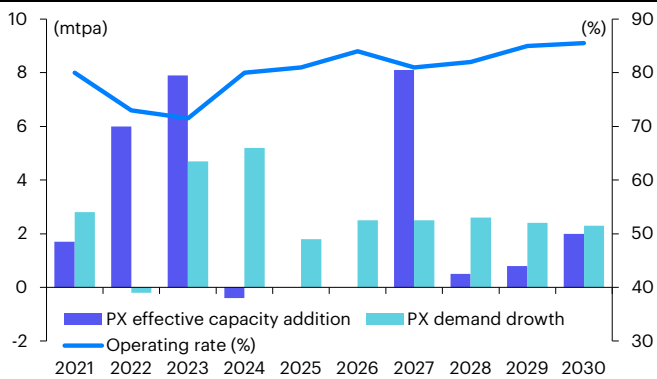
Source: Industry data and InnovestX Research

4. PX อยู่ในสถานะที่ดีที่สุดเมื่ออุปทานถึงตัวในปี 2569

ตลาด PX ในเอเชียก้าวเข้าสู่ปี 2569 ด้วยภาวะอุปทานที่ตึงตัวขึ้น โดยมีจีนเป็นศูนย์กลางของประเด็นนี้ ตลอดช่วงหลายปีที่ผ่านมา จีนได้ขยายกำลังการผลิตกรดเทรฟทาสิกบิสฟุทรี (PTA) อย่างรวดเร็ว โดยเพิ่มกำลังการผลิตเกือบ 29 ล้านตันต่อปี ในระหว่างปี 2566-2568 และปัจจุบันครองกำลังการผลิต PTA ราว 3 ใน 4 ของกำลังการผลิต PTA ทั่วโลก การขยายกำลังการผลิต PTA ทำให้มีความต้องการ PX เพื่อใช้เป็นวัตถุดิบหลักในระดับสูงอย่างต่อเนื่อง ขณะที่การผลิต PX ภายในประเทศของจีนยังไม่สามารถเพิ่มขึ้นได้ทัน ส่งผลให้ปริมาณการนำเข้า PX ของจีนยังคงปรับเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง

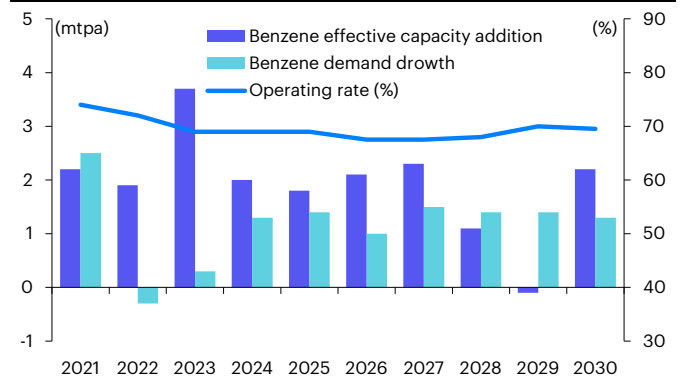
ในด้านอุปทาน คาดว่าจะผ่อนคลายลงเล็กน้อยในระยะสั้น โดยมีโครงการ PX ใหม่เพียงไม่กี่โครงการที่อยู่ในแผนงาน และโครงการขนาดใหญ่อย่าง Huajin จะเริ่มทยอยเดินเครื่องในช่วงปลายปี 2569 ขณะเดียวกัน ภาคการกลั่นของจีนซึ่งเผชิญแรงกดดันจากอุปสงค์น้ำมันเชื้อเพลิงที่อ่อนแอและเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน ได้ลดอัตราการกลั่นลง ซึ่งยิ่งซ้ำเติมภาวะการขาดแคลน PX ภายในประเทศ

Figure 20: กำลังการผลิต PX เพิ่มขึ้น



Source: CMA, CCF Group and TOP

Figure 21: กำลังการผลิตเบนซินเพิ่มขึ้น

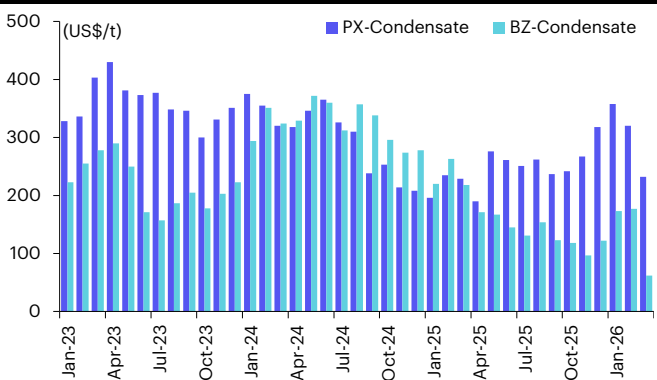


Source: CMA, CCF Group, and TOP

ทิศทางตลาด PX กำลังเปลี่ยนไปเช่นกัน เนื่องจากผู้ผลิตในตะวันออกกลางเริ่มให้ความสนใจในการส่งออกไปยังอินเดียมากขึ้น ขณะเดียวกันยังคงรักษาความยืดหยุ่นในการเบี่ยงผลผลิตไปใช้ในการผลิตน้ำมันเบนซินแทน โดยเฉพาะในฤดูกาลขับขี่ของสหรัฐฯ ในช่วงฤดูร้อน ซึ่งมีความต้องการใช้ PX เพื่อนำไปผสมในน้ำมันเบนซินมากขึ้น การปรับเปลี่ยนตามฤดูกาลนี้ทำให้อุปทาน PX ทั่วโลกตึงตัวมากขึ้นไปอีก เนื่องจากโรงกลั่นให้ความสำคัญกับส่วนผสมที่ช่วยเพิ่มค่าออกเทนสำหรับน้ำมันเชื้อเพลิง ขณะเดียวกัน ความคาดหวังว่าการบริโภคน้ำมันเบนซินในตลาดตะวันออกจะเพิ่มขึ้น ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลจากการชะลอตัวของการใช้รถยนต์ไฟฟ้า (EV) ยิ่งช่วยหนุนแนวโน้มดังกล่าว

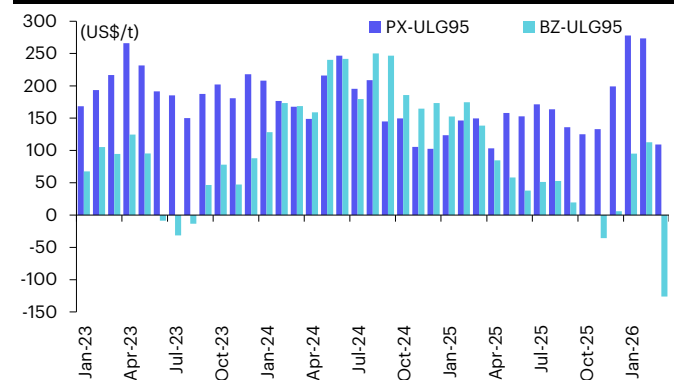
แม้จะเผชิญแรงกดดันเหล่านี้ แต่ผู้ผลิต PX ในเอเชียยังคงได้รับประโยชน์จากมาร์จินที่แข็งแกร่งขึ้นในช่วงปลายปี 2568 ถึงต้นปี 2569 ส่งผลให้อุตสาหกรรมใช้กำลังการผลิตปรับเพิ่มขึ้น อุปสงค์ที่แข็งแกร่งจากทั้งอุตสาหกรรมโพลีเอสเตอร์ของจีนและภาคการผสมน้ำมันเบนซินช่วยดูดซับผลผลิต PX ในภูมิภาค

Figure 22: ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีกับคอนเดนเสท



Source: Industry data and InnovestX Research

Figure 23: ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีกับ ULG95

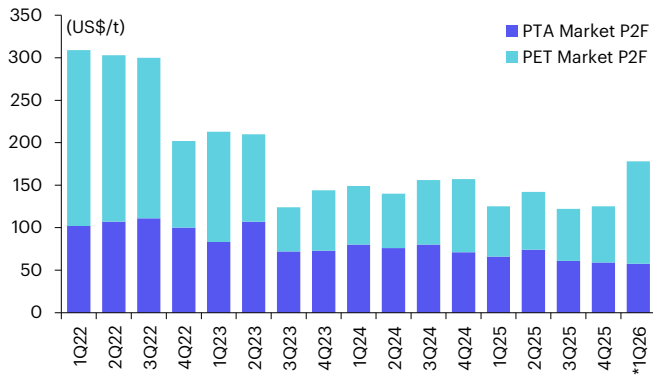


Source: Industry data and InnovestX Research

ในฝั่ง PTA กำลังการผลิตจำนวนมากของจีนก่อให้เกิดภาวะอุปทานส่วนเกิน ซึ่งผู้ผลิตเผชิญความท้าทายในการบริหารจัดการ โดยระดับสินค้าคงคลังภายในประเทศที่เพิ่มสูงขึ้นทำให้ผู้ผลิตจีนเร่งผลักดันการส่งออกไปยังตลาดใหม่ เช่น แอฟริกา ละตินอเมริกา และยุโรป แม้จะมีการปรับลดอัตราการผลิตลงในปี 2568 แต่นโยบายภาครัฐที่มุ่งควบคุมภาวะกำลังการผลิตส่วนเกินยังไม่ได้นำไปสู่การปิดโรงงานในวงกว้าง จุดเปลี่ยนเกิดขึ้นเมื่ออินเดียยกเลิกข้อกำหนดการควบคุมคุณภาพที่เข้มงวดสำหรับการนำเข้า PTA ในช่วงปลายปี 2568 ส่งผลให้ปริมาณการส่งออกจากจีนเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งช่วยบรรเทาภาวะอุปทานส่วนเกินได้ชั่วคราว ทั้งนี้อินเดียยังคงเป็นแหล่งอุปสงค์ PTA ที่เติบโตอย่างต่อเนื่อง แม้จะมีแผนเพิ่มกำลังการผลิตภายในประเทศผ่านโครงการต่างๆ เช่น โรงงานขนาด 1.25 ล้านตันต่อปี ของ GAIL ในเมือง Mangalore อย่างไรก็ตาม การบริโภคโพลีเอสเตอร์ที่แข็งแกร่งทั้งในจีนและ

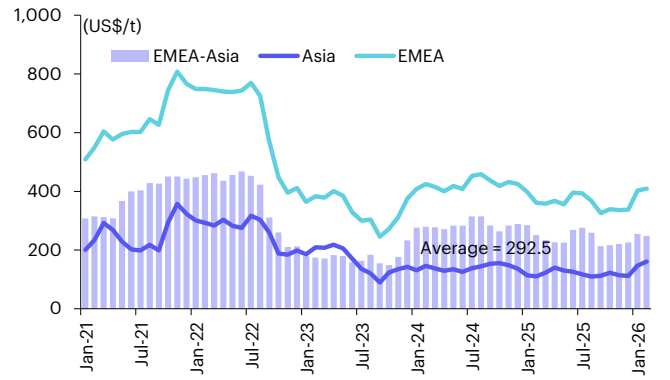
อินเดียคาดว่าจะช่วยประคองกิจกรรมในตลาด PTA และ PX ให้ดำเนินต่อไปตลอดปี 2569 โดยจีนมีแนวโน้มที่จะยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักของปัจจัยพื้นฐานในภูมิภาค

Figure 24: Product-to-feed margin ตาม PTA/PET



Source: Industry data and InnovestX Research

Figure 25: ส่วนต่างราคา PET – เอเชีย vs. EMEA



Source: Industry data and InnovestX Research

5. ผลกระทบต่อบริษัทไทย

สงครามอิหร่านที่ทวีความรุนแรงขึ้นและการขนส่งผ่านช่องแคบฮอร์มุซที่หยุดชะงักถือเป็นภาวะวิกฤตที่มีนัยสำคัญ แต่ส่งผลกระทบต่อบริษัทพลังงานและปิโตรเคมีของไทย ช่องทางหลักที่ส่งผ่านผลกระทบคือราคาน้ำมันดิบและแนฟทาที่สูงขึ้น ประกอบกับความล่าช้าในการขนส่ง ค่าประกันภัย และการขาดแคลนวัตถุดิบ มากกว่าเพียงแค่การสูญเสียอุปทานทางกายภาพเพียงอย่างเดียว บริษัทที่พึ่งพาวัตถุดิบนำเข้าจากตะวันออกกลางโดยตรงมีความเสี่ยงสูงสุด ในขณะที่บริษัทที่มีโครงสร้างธุรกิจครบวงจร มีการกระจายแหล่งวัตถุดิบ และมีฐานการผลิตทั่วโลกจะได้รับผลกระทบน้อยกว่า

ในบรรดาบริษัทไทย SCC (ผ่าน SCGC) ได้รับผลกระทบเชิงลบมากที่สุด สะท้อนจากการหยุดเดินเครื่องโรงโอเลฟินส์ที่ระยองจากปัญหาการขาดแคลนวัตถุดิบ ซึ่งตอกย้ำความอ่อนไหวระดับสูงของ SCC ต่อความพร้อมของแนฟทา และ downside ต่อผลประโยชน์ในช่วง 1Q69-2Q69 แม้อาจได้รับการชดเชยบางส่วนจากมาร์จินที่สูงขึ้นของส่วนการผลิตที่เหลืออยู่ IRPC เผชิญแรงกดดันจากต้นทุนน้ำมันดิบและค่าระวางขนส่งที่ปรับสูงขึ้นเช่นกัน แม้ว่าธุรกิจโรงกลั่นจะช่วยรองรับผลกระทบได้บางส่วน สำหรับ IVL ได้รับผลกระทบผ่านราคา PX และ MEG ที่สูงขึ้น รวมถึงการหยุดชะงักด้านโลจิสติกส์ แต่ด้วยฐานการผลิตที่มีอยู่ทั่วโลกทำให้สามารถปรับสมดุลและส่งผ่านต้นทุนได้ ซึ่งช่วยจำกัดความเสี่ยง downside ส่วน PTTGC ดูเหมือนจะได้รับผลกระทบน้อยที่สุด โดยได้รับแรงหนุนจากแหล่งวัตถุดิบที่ค่อนข้างหลากหลาย และมีโอกาสได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในภูมิภาคที่ตึงตัวขึ้น แม้ว่าราคาน้ำมันดิบและค่าขนส่งจะสูงขึ้นก็ตาม

ในมุมมองการลงทุน เราแนะนำให้เพิ่มน้ำหนักการลงทุนใน PTTGC และ IVL เนื่องจากมีความทนทานและมีโอกาสได้รับประโยชน์จากภาวะอุปทานตึงตัว ในขณะที่คงมุมมองระมัดระวังต่อ SCC เนื่องจากมีความเสี่ยงจากการหยุดชะงักของการดำเนินงานโดยตรง สำหรับ IRPC ควรลงทุนแบบ selective และเน้นการเก็งกำไรจนกว่าจะเห็นความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับเสถียรภาพของราคาน้ำมันดิบ

Figure 26: ผลกระทบของสงครามอิหร่านต่อบริษัทไทย

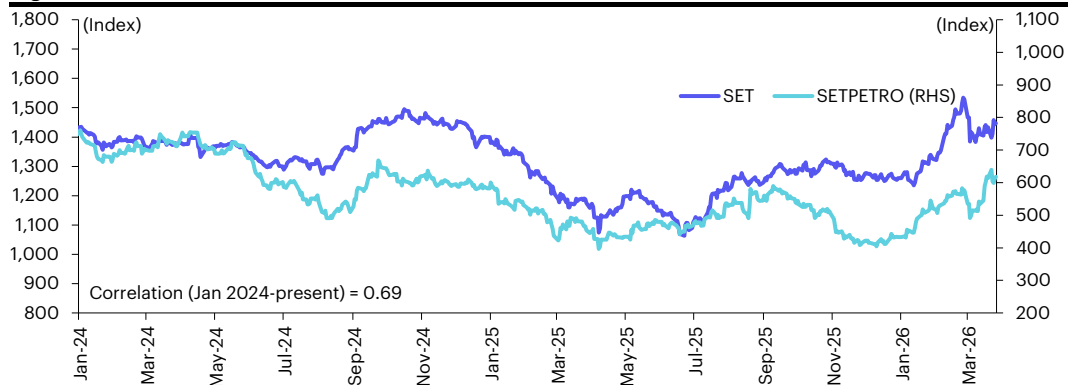
บริษัท	Positioning / Exposure	ผลกระทบเชิงบวก	ผลกระทบเชิงลบ	การบรรเทาผลกระทบ / การดำเนินการเชิงกลยุทธ์
PTTGC	พึ่งพาวัตถุดิบนำเข้าจากตะวันออกกลางน้อย มีความเสี่ยงจำกัดจากการหยุดชะงักที่ช่องแคบฮอร์มุซ	ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่มีโอกาสปรับตัวดีขึ้นในระยะสั้น หากอุปทานทั่วโลกตึงตัวและคู่แข่งปรับลดอัตราการผลิต	การขาดแคลนวัตถุดิบ ต้นทุนที่พุ่งสูงขึ้น และการเปลี่ยนเส้นทางเดินเรือผ่านแหลมกูดโฮปทำให้ค่าระวางเรือและประกันภัยเพิ่มขึ้น ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น ต้นทุนการผลิตสูงขึ้นและทำให้มาร์จินแคบลง	เพิ่มการกระจายแหล่งวัตถุดิบ นอกเหนือจากตะวันออกกลาง สำรองสินค้าคงคลังเชิงกลยุทธ์ และปรับอัตราการผลิตของโรงแคแรกเกอร์ ทำสัญญาซื้อขายวัตถุดิบระยะยาวหรือหาแหล่งวัตถุดิบทางเลือก
IVL	ห่วงโซ่คุณค่า PET และโพลีเอสเตอร์ทั่วโลกมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากราคาวัตถุดิบ (PX และ MEG) ที่สูงขึ้นตามความผันผวนของราคาน้ำมันและเคมีภัณฑ์ ห่วงโซ่อุปทานโลกเผชิญความล่าช้า	ราคาเม็ดพลาสติก PET ทั่วโลกที่สูงขึ้น จะช่วยหนุนราคาขาย หากอุปสงค์ยังคงแข็งแกร่งและสามารถส่งผ่านต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังลูกค้าได้	ต้นทุนวัตถุดิบและพลังงานสูงขึ้น: ราคามะกอก, แอมโมเนีย, สไตรีน และ LAB ส่วนปรับตัวขึ้น ทำให้ต้นทุนวัตถุดิบเพิ่มขึ้น ความล่าช้าด้านโลจิสติกส์จากการหยุดชะงักที่ฮอร์มุซส่งผลกระทบต่อความต่อเนื่องของอุปทาน	เพิ่มการกระจายตัวทางภูมิศาสตร์ของซัพพลายเออร์วัตถุดิบ ปรับสมดุลปริมาณสินค้าคงคลัง ใช้ประโยชน์จากฐานการดำเนินงานทั่วโลกของ IVL ในการปรับสมดุลการผลิต
IRPC	มีความเสี่ยงสูงจากการบูรณาการโรงกลั่นและปิโตรเคมี โดยราคาน้ำมันดิบและแนฟทาที่สูงขึ้นก่อให้เกิดแรงกดดันด้านต้นทุน รวมถึงข้อจำกัดด้านค่าขนส่งและวัตถุดิบในเอเชีย	มีโอกาสมาร์จินของผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปจะเพิ่มขึ้น หากคู่แข่งในภูมิภาคลดอัตราการผลิตหรือประกาศหยุดผลิต	ราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น (เพิ่มขึ้น 61% เป็น US\$115/บาร์เรล ณ มี.ค. 2569) ทำให้ต้นทุนการดำเนินงานเพิ่มขึ้น ความล่าช้าในห่วงโซ่อุปทานทำให้มีความเสี่ยงที่โรงงานจะต้องชะลอการผลิต	มุ่งเน้นประสิทธิภาพการใช้พลังงาน การป้องกันความเสี่ยงจากราคาน้ำมันดิบ และเพิ่มประสิทธิภาพการบูรณาการโรงกลั่นและปิโตรเคมีเพื่อรองรับความผันผวน
SCC	ได้รับผลกระทบโดยตรง — SCGC หยุดเดินเครื่องโรงงาน ROC จากการขาดแคลนวัตถุดิบที่เกิดจากความขัดแย้งในตะวันออกกลางและปัญหาช่องแคบฮอร์มุซ	มีโอกาสมาร์จินจะเพิ่มขึ้นจากส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ที่กว้างขึ้นตามราคา PE/PP ที่สูงขึ้นเนื่องจากอุปทานในภูมิภาคตึงตัว ซึ่งช่วยชดเชยต้นทุนคงที่ของ ROC ได้ทั้งหมด	ยังคงขาดแคลนวัตถุดิบ แต่บริษัทได้จัดหาวัตถุดิบสำรองไว้จนถึงสิ้นเดือนพ.ค. 2569 ต้นทุนพลังงานและวัตถุดิบสูงขึ้นตามราคาน้ำมัน	จัดหาวัตถุดิบจากแหล่งที่หลากหลาย เสริมความแข็งแกร่งของโครงสร้างพื้นฐานคลังจัดเก็บ ทำสัญญาจัดหาวัตถุดิบระยะยาว และยกระดับระบบติดตามห่วงโซ่อุปทาน

Source: Company data and InnovestX Research

6. หุ่นเด่นกลุ่มปิโตรเคมี: PTTGC ยังคงเป็นหุ่นเด่นของเรา

SETPETRO ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างโดดเด่นใน 1Q69 SETPETRO ปรับตัวเพิ่มขึ้น 42.8% YTD outperform SET ที่เพิ่มขึ้น 14.9% อย่างมีนัยสำคัญ การปรับตัวขึ้นสะท้อนสะท้อนมุมมองเชิงบวกของตลาดที่คาดว่าสงครามอิหร่าน (ทำให้เกิดการหยุดชะงักของอุปทานวัตถุดิบและผลผลิตปิโตรเคมีในภูมิภาคเอเชียเหนือลดลง โดยเฉพาะในประเทศจีน) จะเกิดขึ้นในช่วงเวลาสั้นๆ นอกจากนี้ยังได้รับแรงหนุนจากความคาดหวังต่อการปรับโครงสร้างกำลังการผลิตในเอเชียภายใต้ความพยายามที่นำโดยภาครัฐในการฟื้นฟูอุตสาหกรรม หลังจากผลประกอบการอ่อนแอเป็นเวลานาน ผู้ประกอบการปิโตรเคมีของไทยมีสถานะที่ดีกว่าคู่แข่งในภูมิภาคจากความมั่นคงของแหล่งวัตถุดิบและการมีฐานการดำเนินงานทั่วโลก โดยเฉพาะ PTTGC และ IVL ซึ่งราคาหุ้นปรับตัวเพิ่มขึ้น 57% และ 43% YTD ตามลำดับ และเป็นแรงขับเคลื่อนผลการดำเนินงานของกลุ่มในช่วง 1Q69

Figure 27: SET vs. SETPETRO



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

หุ่นเด่นภายใต้ความเสี่ยงการหยุดชะงักของอุปทานจากช่องแคบฮอร์มุซ ในสภาวะแวดล้อมปัจจุบันของสงครามอิหร่าน มีการหยุดชะงักของอุปทานวัตถุดิบจากตะวันออกกลาง รวมถึงการผลิตที่ลดลงในภูมิภาคดังกล่าวจากความเสียหายของโครงสร้างพื้นฐาน ภายใต้มุมมองกรณีฐานของเราที่คาดว่าความตึงเครียดทางภูมิศาสตร์ในตะวันออกกลางจะยังยืดเยื้อในช่วง 3 เดือนข้างหน้า ซึ่งจะส่งผลให้ปริมาณการขนส่งน้ำมันผ่านช่องแคบฮอร์มุซมีจำกัด เราจึงชื่นชอบหุ้นปิโตรเคมีไทยที่มีโครงสร้างวัตถุดิบที่ยืดหยุ่นและมีการกระจายความเสี่ยง โดย PTTGC ยังคงเป็นหุ่นเด่นของเรา ซึ่งได้รับแรงหนุนจากอุปทานอิเทนภายในประเทศ การดำเนินงานแบบครบวงจร และการพึ่งพาวัตถุดิบจากตะวันออกกลางในระดับต่ำ แม้ว่าโอกาสที่สถานการณ์จะคลี่คลายเร็วกว่าที่คาดนั้นจะมีน้อย แต่นักลงทุนควรใช้ความระมัดระวัง หากความตึงเครียดผ่อนคลายลง เราคาดว่าความสนใจของตลาดจะย้ายจาก PTTGC ไปยัง SCC ซึ่งสะท้อนถึงความพร้อมของวัตถุดิบที่ดีขึ้น และราคาหุ้น SCC ที่ยังปรับตัวขึ้นน้อยกว่า PTTGC ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา

PTTGC – คงคำแนะนำ OUTPERFORM: PTTGC ยังคงเป็นหุ่นเด่นของเรา เนื่องจากมีความมั่นคงด้านวัตถุดิบมากที่สุดท่ามกลางการหยุดชะงักของอุปทานที่เกี่ยวข้องกับสงครามอิหร่านและความเสี่ยงจากช่องแคบฮอร์มุซ บริษัทได้รับประโยชน์จากการมีแหล่งน้ำมันดิบที่หลากหลาย และที่สำคัญคือการได้รับก๊าซอิเทนในประเทศจาก PTT ซึ่งช่วยลดการพึ่งพาวัตถุดิบนำเข้าจากตะวันออกกลางอย่างมีนัยสำคัญ ความได้เปรียบเชิงโครงสร้างดังกล่าวช่วยสนับสนุนความทนทานของกำไรในช่วงที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับสูงและเกิดการหยุดชะงักด้านโลจิสติกส์ ขณะที่อุปทานในภูมิภาคที่ดึงดูดช่วยสนับสนุนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PTTGC จึงอยู่ในสถานะที่ดีที่สุดในการปกป้องมาร์จิ้นและสร้าง upside จากสภาวะตลาดที่ดึงดูดเป็นเวลานาน

IVL – ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น OUTPERFORM (จาก NEUTRAL): เราปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ IVL เป็น OUTPERFORM เพื่อสะท้อนการมีความเสี่ยงโดยตรงต่อภูมิภาคตะวันออกกลางในระดับจำกัด และความสามารถสูงในการลดความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ผ่านการผลิตที่กระจายอยู่ทั่วโลก ทั้งนี้แม้ต้นทุนวัตถุดิบและพลังงานที่สูงขึ้นยังเป็นแรงกดดันในระยะสั้น แต่ที่ผ่านมา IVL ได้แสดงให้เห็นถึงอำนาจในการกำหนดราคา ซึ่งช่วยให้สามารถส่งผ่านต้นทุนตลอดห่วงโซ่อุปทาน PET และโพลีเอสเตอร์ได้ การมีสินทรัพย์และฐานการผลิตกระจายอยู่ทั่วโลกทำให้บริษัทสามารถปรับสมดุลการผลิตได้ ส่งผลให้กำไรไม่เสถียรภาพมากกว่าคู่แข่งในภูมิภาคในช่วงที่เกิดการหยุดชะงักของอุปทาน

SCC – คงคำแนะนำ OUTPERFORM: เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ SCC ด้วยมุมมองเชิงบวกมากขึ้นหลังจากส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ปรับตัวขึ้นมาก ซึ่งช่วยสนับสนุนกำไรอย่างมีนัยสำคัญ แม้ว่าก่อนหน้านี้ SCC จะเผชิญกับความท้าทายด้านวัตถุดิบ แต่ผู้บริหารสามารถจัดหาวัตถุดิบได้เพียงพอไปจนถึงสิ้นเดือนพ.ค. และมีศักยภาพในการจัดหาเพิ่มเติมหากการหยุดชะงักยังคงยืดเยื้อ แม้ว่ายังมีความผันผวนในระยะสั้น แต่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นและความชัดเจนของแหล่งวัตถุดิบช่วยสนับสนุนให้ risk-reward ดีกว่าที่ตลาดเคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้

IRPC – ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น NEUTRAL (จาก UNDERPERFORM): เราปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ IRPC เป็น NEUTRAL หลังจากปรับราคาเป้าหมาย ในขณะที่เดียวกัน เราเชื่อว่าราคาหุ้นในปัจจุบันได้สะท้อนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กลุ่มโพลีเมอร์ที่แข็งแกร่งไปแล้ว ทำให้มี upside จำกัด แม้ว่าราคาน้ำมันดิบและต้นทุนโลจิสติกส์ที่สูงขึ้นจะยังคงเป็นความเสี่ยง แต่โครงสร้างธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมีแบบครบวงจรของ IRPC ช่วยชดเชยผลกระทบได้บางส่วน ณ ระดับราคาปัจจุบัน valuation อยู่ในระดับที่เหมาะสมแล้ว ซึ่งสนับสนุนให้เราไม่มองที่เป็นกลางมากกว่าที่จะแนะนำให้ซื้อ

Figure 28: การเปลี่ยนแปลงคำแนะนำและราคาเป้าหมาย

บริษัท	คำแนะนำ		ราคาเป้าหมาย		ความเห็น
	เดิม	ใหม่	เดิม	ใหม่	
IVL	NEUTRAL	OUTPERFORM	19.00	29.00	เราปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ IVL เป็น OUTPERFORM เพื่อสะท้อนการมีความเสี่ยงโดยตรงต่อภูมิภาคตะวันออกกลางในระดับจำกัดและความสามารถสูงในการลดความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ผ่านฐานการผลิตที่กระจายอยู่ทั่วโลก ทั้งนี้แม้ต้นทุนวัตถุดิบและพลังงานที่สูงขึ้นยังเป็นแรงกดดันในระยะสั้น แต่ที่ผ่านมา IVL ได้แสดงให้เห็นถึงอำนาจในการกำหนดราคา ซึ่งช่วยให้สามารถส่งผ่านต้นทุนตลอดห่วงโซ่อุปทาน PET และโพลีเอสเตอร์ได้
IRPC	UNDERPERFORM	NEUTRAL	1.10	2.00	ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้ว 94% YTD สะท้อนถึงมุมมองเชิงบวกของตลาดต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้น ในขณะที่ยังคงมีอัตราการใช้กำลังการผลิตในระดับสูงโดยไม่ได้รับผลกระทบจากการหยุดชะงักของอุปทานแนฟทา เราเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนปัจจัยดังกล่าวไปแล้ว และราคาหุ้นอาจทรงตัวอยู่ในระดับปัจจุบัน หากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ในตะวันออกกลางยังคงดำเนินต่อไป
PTTGC	OUTPERFORM	OUTPERFORM	38.00	42.00	ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเพื่อสะท้อนการ re-rating ของตลาดจากความได้เปรียบด้านวัตถุดิบและความเสี่ยงจากการหยุดชะงักของอุปทานที่มีจำกัด

Source: InnovestX Research

7. ข้อมูลสำคัญรายบริษัท

PTTGC (ราคาเป้าหมาย: 42 บาท): สถานะวัตถุดิบแข็งแกร่งท่ามกลางความเสี่ยงในตะวันออกกลาง

ประเด็นสำคัญในการลงทุน: PTTGC เป็นหุ้นที่น่าสนใจลงทุน โดยมีปัจจัยหนุนจากความเสี่ยงด้านวัตถุดิบที่ต่ำ ปัจจัยพื้นฐานของอุตสาหกรรมที่ดีขึ้นจากการหยุดชะงักของอุปทานในปัจจุบัน และผลประโยชน์ที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งในปี 2569 ท่ามกลางความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ในตะวันออกกลางที่เพิ่มขึ้น ซึ่งอาจกระทบต่ออุปทานน้ำมันและแนฟทา เรามองว่า PTTGC มีความเสี่ยงด้านวัตถุดิบต่ำที่สุดเมื่อเทียบกับหุ้นในกลุ่มเดียวกัน โดย PTTGC มีการนำเข้าน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางน้อยกว่า 15% เทียบกับโรงกลั่นส่วนใหญ่ที่นำเข้ามากกว่า 50% ซึ่งช่วยจำกัดความผันผวนด้านอุปทานและราคา สำหรับวัตถุดิบโพลีเอทิลีน (อีเทนและ LPG) นั้นมีการจัดหาภายในประเทศจากโรงแยกก๊าซของ PTT ขณะที่แนฟทาสามารถจัดหาได้ภายในเครือ ทั้งนี้ PTTGC ได้จัดหาน้ำมันดิบล่วงหน้าไว้แล้วสำหรับช่วง 45-60 วันข้างหน้า เพื่อสนับสนุนความต้องการในการดำเนินงาน

อุปทานน้ำมันสำเร็จรูปกลุ่ม middle distillates และ PX ที่ตั้งตัวขึ้นจะเป็นแรงหนุนต่อ PTTGC ในปี 2569 ส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินปรับขึ้นสู่ระดับสูงกว่า US\$30/บาร์เรล ในเดือนมี.ค. เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ US\$18/บาร์เรล ในปี 2568 เราคาดว่าปัจจัยนี้จะช่วยหนุนให้ค่าการกลั่นพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้นประมาณ US\$8/บาร์เรล QoQ จาก US\$7.9/บาร์เรล ใน 4Q68 แม้จะถูกหักล้างบางส่วนโดยค่าขนส่งที่สูงขึ้นก็ตาม ขณะที่ปัจจัยพื้นฐานของ PX น่าจะปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน โดยได้รับแรงหนุนจากการขาดแคลนวัตถุดิบและการเลื่อนกำหนดการเริ่มเดินเครื่องกำลังการผลิตใหม่ในภูมิภาคออกไปเป็นปี 2570 นอกจากนี้ PTTGC ยังได้รับประโยชน์จากการใช้วัตถุดิบผลิตสารอะโรเมติกส์ภายในประเทศและราคาโพลีเมอร์ที่แข็งแกร่งขึ้นหลังจากผู้ผลิตในภูมิภาคประกาศเหตุสุดวิสัย

หลังจากเผชิญกับผลขาดทุนในช่วง 2 ปีที่ผ่านมาจากการปรับโครงสร้างธุรกิจ การปิดซ่อมบำรุงครั้งใหญ่ และภาพรวมอุตสาหกรรมที่อ่อนแอ เราคาดว่าจะเห็นผลประโยชน์ปี 2569 เพิ่มขึ้นอย่างแข็งแกร่งกว่าที่เคยประเมินไว้ก่อนหน้านี้ โดยได้แรงหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โรงกลั่นและปิโตรเคมีที่ปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้ ผลประกอบการยังจะได้รับประโยชน์จากกำไรจากการขายหุ้นและสินทรัพย์จำนวน 2.3 พันลบ. ภายใต้โครงการขายสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐาน โดยเรามองว่าความเสี่ยง downside จากการตั้งค่าเผื่อด้วยค่าสินทรัพย์เพิ่มเติมมีจำกัด

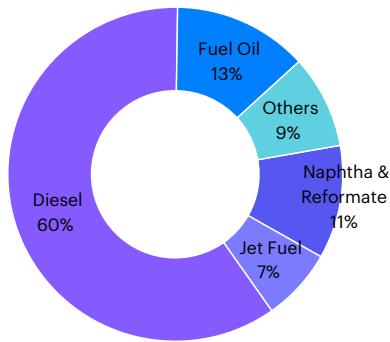
การประเมินมูลค่าและความเสี่ยง: เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ PTTGC ด้วยราคาเป้าหมาย 42 บาท อ้างอิง PBV 0.7 เท่า (-0.9SD) (เพิ่มขึ้นจากราคาเป้าหมายเดิมที่ 38 บาท) เพื่อสะท้อนส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจากธุรกิจปิโตรเคมีและธุรกิจโรงกลั่น ซึ่งได้แรงหนุนจากการบริหารจัดการวัตถุดิบที่มีประสิทธิภาพมากขึ้นและสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น เราคาดว่าผลการฟื้นตัวของผลประกอบการในปี 2569-2570 และ sentiment กลุ่มปิโตรเคมีที่ดีขึ้น น่าจะช่วยสนับสนุนราคาหุ้น โดยราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 10.8 เท่า (ปี 2569) ซึ่งสูงกว่าคู่แข่งในภูมิภาค (10.1 เท่า) เล็กน้อยจากการพึ่งพาวัตถุดิบจากตะวันออกกลางในระดับที่ต่ำกว่า ความเสี่ยงที่สำคัญ ได้แก่: 1) ราคาน้ำมันดิบและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ผันผวนของธุรกิจโรงกลั่นและธุรกิจปิโตรเคมี 2) ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นจากอุปทานก๊าซที่ลดลง 3) รายการด้อยค่าของสินทรัพย์ และ 4) การเปลี่ยนแปลงกฎเกณฑ์เกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง (<3% ของกำลังการผลิต) ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดและเศรษฐกิจหมุนเวียน

Figure 29: Forecasts and valuation – PTTGC

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	608,550	487,585	533,724	500,789	503,380
EBITDA	(Btmn)	26,920	19,298	31,262	35,125	38,689
Core profit	(Btmn)	(24,010)	(17,036)	3,353	6,198	8,689
Reported profit	(Btmn)	(29,811)	(14,600)	3,353	6,198	8,689
Core EPS	(Bt)	(5.33)	(3.78)	0.74	1.37	1.93
DPS	(Bt)	0.50	0.50	0.50	0.70	1.00
P/E, core	(x)	n.a.	n.a.	47.7	25.8	18.4
EPS growth, core	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	84.9	40.2
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	(8.5)	(6.0)	1.1	2.1	2.9
Dividend yield	(%)	1.4	1.4	1.4	2.0	2.8
EV/EBITDA	(x)	13.2	15.1	9.8	8.8	8.3

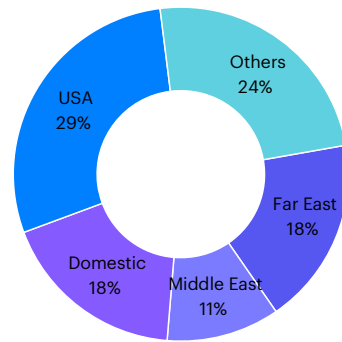
Source: InnovestX Research

Figure 30: สัดส่วนผลิตภัณฑ์ของโรงกลั่นน้ำมัน



Source: PTTGC and InnovestX Research

Figure 31: แหล่งน้ำมันดิบ (ปี 2568)



Source: Department of Energy Business and InnovestX Research

IVL (ราคาเป้าหมาย: 29 บาท): การปรับโครงสร้างฐานการผลิตเพื่อขับเคลื่อนความเป็นผู้นำด้านต้นทุน

ประเด็นสำคัญในการลงทุน: จุดแข็งสำคัญของ IVL คือขนาดธุรกิจระดับโลก โมเดลธุรกิจครบวงจร และการปรับกลยุทธ์ใหม่อย่างมีวินัย ในฐานะหนึ่งในผู้ผลิต PET และโพลีเอสเตอร์รายใหญ่ที่สุดของโลก IVL จึงได้รับประโยชน์จากการกระจายฐานการผลิตในหลายภูมิภาคและความสามารถในการบริหารจัดการต้นทุนตลอดห่วงโซ่คุณค่า เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการที่บริษัทให้ความสำคัญกับความแข็งแกร่งของงบดุล วินัยทางการเงิน และประสิทธิภาพในการดำเนินงาน โดยเฉพาะภายหลังการขยายธุรกิจเชิงรุกในช่วงหลายปีที่ผ่านมา นอกจากนี้ การลงทุนด้านโซลูชันการรีไซเคิลและเศรษฐกิจหมุนเวียนอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ระยะเริ่มต้น ยังช่วยเสริมความสามารถในการแข่งขันระยะยาวของบริษัท ท่ามกลางมาตรฐานด้านความยั่งยืนที่เข้มงวดขึ้น ทำให้ IVL ยังคงน่าสนใจสำหรับนักลงทุนสถาบันและนักลงทุนที่ให้ความสำคัญกับ ESG แม้จะเผชิญความผันผวนเชิงวัฏจักรในระยะสั้น

การปรับกลยุทธ์ของ IVL ไปสู่การสร้างความแข็งแกร่ง ความเป็นผู้นำด้านต้นทุน และการจัดสรรเงินทุนอย่างมีวินัย จะเป็นลำดับความสำคัญหลักในปี 2569 ท่ามกลางภาวะอุปทานส่วนเกินทั่วโลกที่ยังคงอยู่ ซึ่งส่วนใหญ่มาจากประเทศจีน ทำให้ปริมาณการขายเติบโตจำกัดในระยะสั้น เราคาดว่าฐานการผลิตทั่วโลกของ IVL และการพึ่งพาวัตถุดิบจากตะวันออกกลางในระดับต่ำ จะช่วยปกป้องกำไรของบริษัทจากสงครามอิหร่านที่กำลังดำเนินอยู่ ผู้บริหารยืนยันว่าต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นจะสามารถส่งผ่านไปยังลูกค้าได้ ขณะที่ต้นทุนพลังงานราว 50% มีการทำสัญญาป้องกันความเสี่ยงไว้แล้ว

IVL กำลังเปลี่ยนโฟกัสจากการขยายขนาดธุรกิจ ไปสู่การฟื้นฟูคุณภาพกำไร การสร้างกระแสเงินสด และเสริมความแข็งแกร่งของงบดุล การเปลี่ยนผ่านในช่วงปี 2567-2571 จะอาศัยมาตรการภายในเป็นหลัก โดยมุ่งลดต้นทุนคงที่ผ่านการยกระดับประสิทธิภาพการจัดซื้อทั่วโลก การปรับปรุงกระบวนการผลิต และการปรับโครงสร้างฐานการผลิต โดยกำลังอยู่ระหว่างการประเมินโรงงานมากกว่า 80 แห่ง

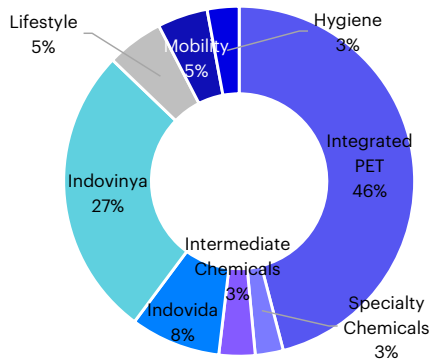
การประเมินมูลค่าและความเสี่ยง: เราคาดว่าวินัยด้านต้นทุนจะช่วยสนับสนุนให้กำไรปี 2569 เติบโตแม้เผชิญแรงกดดันจากเศรษฐกิจมหภาคและภูมิรัฐศาสตร์ โดยคาดว่ากำไรจะพลิกเป็นบวกที่ 2.9 พันลบ. หลังจากขาดทุน 7.3 พันลบ. ในปี 2568 เราปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ IVL เป็น OUTPERFORM เพื่อสะท้อนการมีความเสี่ยงโดยตรงต่อตะวันออกกลางที่จำกัด และความสามารถสูงในการลดความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ผ่านฐานการผลิตที่กระจายอยู่ทั่วโลก แม้ว่าต้นทุนวัตถุดิบและพลังงานที่สูงขึ้นจะยังคงเป็นปัจจัยลบในระยะสั้น แต่ที่ผ่านมา IVL ได้แสดงให้เห็นถึงอำนาจในการกำหนดราคา ซึ่งช่วยให้สามารถส่งผ่านต้นทุนในกลุ่มผลิตภัณฑ์ PET และโพลีเอสเตอร์ได้ การมีสินทรัพย์และฐานการผลิตกระจายอยู่ทั่วโลกทำให้บริษัทสามารถปรับสมดุลการผลิตได้ ส่งผลให้กำไรไม่เสถียรภาพมากกว่าคู่แข่งในภูมิภาคในช่วงที่เกิดการหยุดชะงักของอุปทาน เราปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย (สิ้นปี 2569) จาก 19 บาท เป็น 29 บาท อ้างอิง PBV 1.4 เท่า (-0.3SD) และ EV/EBITDA 8.6 เท่า ซึ่งยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งในภูมิภาคที่ 10.1 เท่า ปัจจัยเสี่ยงคือ: 1) อุปสงค์ที่อ่อนแอลง 2) การเพิ่มประสิทธิภาพของสินทรัพย์ใหม่ได้น้อยกว่าคาด และ 3) การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์พลาสติก ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดและเศรษฐกิจหมุนเวียน

Figure 32: Forecasts and valuation – IVL

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	541,583	447,246	433,101	433,397	438,844
EBITDA	(Btmn)	46,419	31,955	42,695	45,000	47,572
Core profit	(Btmn)	4,392	(8,115)	2,938	6,678	9,926
Reported profit	(Btmn)	(19,262)	(7,348)	2,938	6,678	9,926
Core EPS	(Bt)	0.78	(1.45)	0.52	1.19	1.77
DPS	(Bt)	0.70	0.70	0.74	0.80	0.84
P/E, core	(x)	31.7	n.m.	47.4	20.8	14.0
EPS growth, core	(%)	1,027.9	n.m.	n.m.	127.3	48.6
P/BV, core	(x)	1.1	1.2	1.2	1.2	1.1
ROE	(%)	3.0	(6.7)	2.5	5.7	8.2
Dividend yield	(%)	2.8	2.8	3.0	3.2	3.4
EV/EBITDA	(x)	8.0	11.5	8.1	7.1	6.2

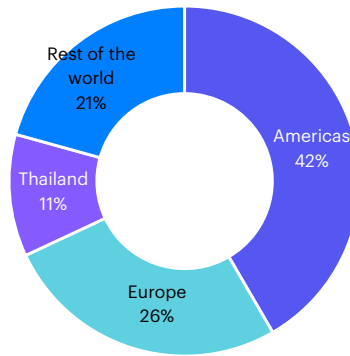
Source: InnovestX Research

Figure 33: โครงสร้าง adjusted EBITDA breakdown (ปี 2568)



Source: IVL and InnovestX Research

Figure 34: โครงสร้างสินทรัพย์จำแนกตามภูมิภาค (ปี 2568)



Source: IVL and InnovestX Research

SCC (ราคาเป้าหมาย: 229 บาท): ปรับมุมมองเป็นบวกเนื่องจากส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ที่สูงขึ้นจะช่วยสนับสนุนกำไร 1Q69

ประเด็นสำคัญในการลงทุน: เพื่อตอบสนองต่อการหยุดชะงักของอุปทานวัตถุดิบ เอสซีจี เคมิคอลส์ (SCGC) ได้ประกาศหยุดเดินโรงงานระยองโอเลฟินส์ (ROC ซึ่ง SCGC ถือหุ้น 68%) ในมาบตาพุดเป็นการชั่วคราวตั้งแต่วันที่ 1 เดือนมี.ค. 2569 โดยจะบันทึกค่าใช้จ่ายคงที่ 150 ลบ./เดือน อย่างไรก็ตาม สงครามระหว่างสหรัฐฯ-อิหร่าน ได้กระตุ้นให้ราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม (PE/PP) ปรับตัวสูงขึ้นอย่างรวดเร็วและผลักดันให้ส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์สูงขึ้น โดยส่วนต่างราคา HDPE เพิ่มขึ้นเป็น US\$400-500/ตัน จาก US\$300/ตัน ในช่วงก่อนเกิดสงครามสหรัฐฯ-อิหร่าน ซึ่งมากเกินพอที่จะชดเชยต้นทุนคงที่ดังกล่าว และส่งผลให้การหยุดเดินเครื่องโรงงาน ROC กลายเป็นผลบวกสุทธิ นอกเหนือจากการพัฒนาล่าสุดที่เรือขนส่งวัตถุดิบ 1 ลำ (จากทั้งหมด 2-3 ลำ) ได้รับไฟเขียวจากรัฐบาลอิหร่านให้ผ่านช่องแคบฮอร์มุซได้แล้ว SCC ยังสามารถจัดหาเรือขนส่งวัตถุดิบเพิ่มเติมอีก 3 ลำ ทำให้สามารถขยายระยะเวลาเดินเครื่องโรงงาน MOC และ LSP ไปจนถึงสิ้นเดือนพ.ค. 2569 จากเดิมที่สิ้นเดือนเม.ย. เราคาดว่าบริษัทจะสามารถจัดหาวัตถุดิบเพิ่มเติมหลังเดือนเม.ย. ได้ เนื่องจากยังมีแผนฟลักในตลาดที่อยู่นอกตะวันออกกลาง แต่ต้องมีการเจรจาด้านราคา ซึ่งจะส่งผลทำให้ SCGC สามารถเดินเครื่องโรงงาน MOC และ LSP ต่อไปในอัตราการใช้กำลังการผลิตที่เหมาะสม และได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ที่อยู่ในระดับสูงในปัจจุบัน

คาดการณ์กำไรสุทธิ 1Q69 แข็งแกร่ง เพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ เราประเมินว่ากำไรสุทธิ 1Q69 จะเพิ่มขึ้นทั้ง YoY และ QoQ เนื่องจากเราคาดการณ์ในเบื้องต้นว่า SCC จะบันทึกกำไรสุทธิจำนวนมากถึง 2.3 พันลบ. ใน 1Q69 จากราคาวัตถุดิบแนฟทาที่ปรับตัวสูงขึ้นใน 1Q69 ขณะที่เราคาดว่ากำไรปกติ 1Q69 ของ SCC จะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากส่วนแบ่งกำไรที่เพิ่มขึ้นของธุรกิจซีเมนต์ (ช่วง high seasonพร้อมกับราคาขายเฉลี่ย (ASP) ที่สูงขึ้น) ธุรกิจบรรจุภัณฑ์ (ต้นทุนวัตถุดิบที่ลดลงและผลกระทบจากต้นทุนถ่านหินที่สูงขึ้นที่ยังไม่เกิดขึ้นทันที) และผลประกอบการธุรกิจเคมีคอลส์ที่ปรับตัวดีขึ้น (ส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ที่สูงขึ้น โดยส่วนต่างราคา HDPE เพิ่มขึ้นเป็น US\$328/ตัน ใน 1Q69QTD (4Q68: US\$308/ตัน, 1Q68: US\$320/ตัน) ขณะที่เมื่อเทียบ YoY เราคาดว่ากำไรปกติของ SCC จะลดลง YoY จากต้นทุนคงที่และค่าใช้จ่ายดอกเบี้ยที่สูงขึ้นของโรงงาน LSP

กลยุทธ์ชัดเจนสำหรับแผนระยะกลางถึงระยะยาว ผู้บริหารของ SCC คาดว่าอุปสงค์/อุปทานของเอทิลีนและโพรพิลีนทั่วโลกจะเข้าสู่ภาวะสมดุลเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้ประมาณ 6 เดือนถึง 1 ปี เนื่องจากการโจมตีโรงงานและปิโตรเคมีในตะวันออกกลางเมื่อไม่นานนี้ อาทิ Ruwais Refining & Petrochemical Complex ในสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ จะช่วยให้อุปทานในตลาดลดลงในระยะกลาง เราคาดว่าโรงงาน LSP ในเวียดนามจะก้าวขึ้นเป็นหนึ่งในผู้ผลิตปิโตรเคมีต้นทุนต่ำและมีความยืดหยุ่นสูงในระดับ top quartile ของโลก หลังจากโครงการอู่แท่นแล้วเสร็จในปลายปี 2570 โดยโครงการดังกล่าวจะทำให้โรงงาน LSP สามารถใช้วัตถุดิบอู่แท่นราคาถูก (ต่ำกว่าแนฟทาราว US\$250/ตัน) ในสัดส่วนสูงสุด 70-80% ด้วยเงินลงทุน US\$500 ล้าน และมีระยะเวลาคืนทุนเพียง 3-4 ปี เราประเมิน upside ของกำไรจากโครงการนี้ได้ที่ 6-7 พันลบ. ต่อปี ตั้งแต่ปี 2571 เป็นต้นไป

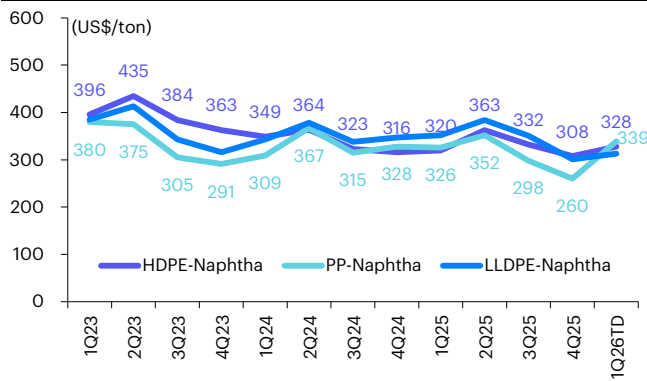
การประเมินมูลค่าและความเสี่ยง: เรามีมุมมองเชิงบวกต่อ SCC มากขึ้นเมื่อพิจารณาจากการปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของส่วนต่างราคาสินค้าเคมีภัณฑ์ในปัจจุบัน และการจัดหาวัตถุดิบเพิ่มเติมที่เพียงพอไปจนถึงสิ้นเดือนพ.ค. รวมถึงโอกาสในการจัดหาวัตถุดิบเพิ่มเติมได้อีกในระยะถัดไป นอกจากนี้ ราคาหุ้น SCC ที่ปรับตัวลดลงมาแล้ว 19% นับตั้งแต่สงครามสหรัฐฯ-อิหร่านเริ่มต้นขึ้น ได้สะท้อนข่าวร้ายส่วนใหญ่ไปแล้ว เรายังคงคำแนะนำระยะ 3 เดือนสำหรับ SCC ไว้ที่ OUTPERFORM โดยคงราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 ไว้ที่ 229 บาท อ้างอิงวิธี SOTP (EV/EBITDA ที่ 8 เท่า สำหรับธุรกิจเคมีคอลส์และบรรจุภัณฑ์, 9 เท่า สำหรับธุรกิจซีเมนต์ และ PBV 1.5 เท่า สำหรับบริษัทร่วม) ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ คือ ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น อัตราดอกเบี้ยที่สูงขึ้น ความผันผวนของอัตราแลกเปลี่ยน และสถานการณ์อุปทานในตลาดในธุรกิจซีเมนต์และธุรกิจเคมีคอลส์

Figure 35: Forecasts and valuation – SCC

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	511,172	496,925	501,581	519,222	533,807
EBITDA	(Btmn)	53,946	56,997	60,204	62,783	64,150
Core profit	(Btmn)	1,832	4,962	7,990	9,988	11,138
Reported profit	(Btmn)	6,342	14,075	7,990	9,988	11,138
Core EPS	(Bt)	1.53	4.14	6.66	8.32	9.28
DPS	(Bt)	5.00	5.00	4.00	5.00	6.00
P/E, core	(x)	134.3	49.6	30.8	24.6	22.1
EPS growth, core	(%)	(86.7)	170.9	61.0	25.0	11.5
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	(%)	0.4	1.2	2.0	2.5	2.7
Dividend yield	(%)	2.4	2.4	2.0	2.4	2.9
EV/EBITDA	(x)	(0.4)	5.7	5.6	4.3	2.2

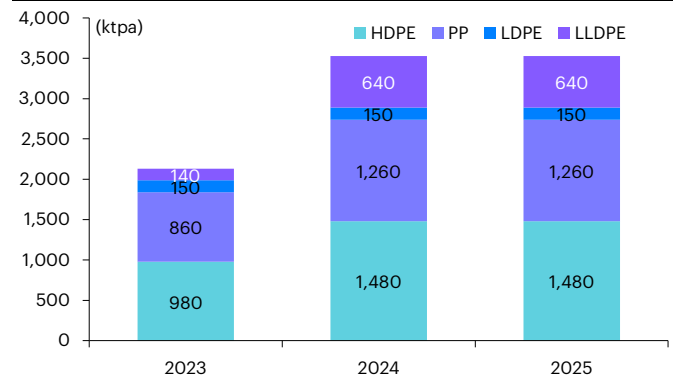
Source: InnovestX Research

Figure 36: ส่วนต่างราคา HDPE และ PP



Source: Company data and InnovestX Research

Figure 37: กำลังการผลิตสินค้าเคมีภัณฑ์ปลายน้ำของ SCGC



Source: Company data and InnovestX Research

IRPC (ราคาเป้าหมาย: 2.00 บาท): กำไรระยะสั้นได้รับปัจจัยหนุนจากภาวะขาดแคลนเนฟทา

ประเด็นสำคัญในการลงทุน: การที่ IRPC สามารถผลิตวัตถุดิบเนฟทาได้เองช่วยสนับสนุนความต่อเนื่องในการผลิตของกลุ่มปิโตรเคมีท่ามกลางสภาวะขาดแคลนอุปทานในภูมิภาค โดยมีปัจจัยหนุนจากโครงสร้างธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมีแบบครบวงจร รวมถึงการสนับสนุนเชิงกลยุทธ์จากกลุ่ม PTT ซึ่งช่วยสร้างเสถียรภาพในการดำเนินงานและสร้าง upside ในช่วงที่ค่าการกลั่นแข็งแกร่ง บริษัทจะได้รับประโยชน์จากการประกาศเหตุผลวิสัยของผู้ผลิตที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบหลายรายในภูมิภาค ซึ่งต้องพึ่งพาวัตถุดิบนำเข้าจากตะวันออกกลางจำนวนมาก นอกจากนี้ IRPC ยังจัดหาน้ำมันดิบจากแหล่งทางเลือกอื่นเพื่อเพิ่มอัตราการผลิตให้สูงสุด ซึ่งจะช่วยลดการพึ่งพาน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางที่มีสัดส่วนสูงกว่า 50% ก่อนการปิดช่องแคบฮอร์มุซ เราคาดว่ากำไร 1Q69 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ ในอัตราที่เร็วกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้ โดยได้รับแรงหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่กว้างขึ้น และส่วนต่างราคาน้ำมันสำเร็จรูปกลุ่ม middle distillate ที่แข็งแกร่งขึ้นจากอุปทานในภูมิภาคที่ตึงตัวขึ้นในขณะเดียวกัน ด้วยระยะเวลาของสงครามในตะวันออกกลางที่ยังมีความไม่แน่นอน IRPC มีความเสี่ยงสูงที่จะได้รับแรงกดดันด้านมาร์จิ้นเมื่อปัญหาการหยุดชะงักของอุปทานคลี่คลายลง เนื่องจากบริษัทมีต้นทุนการดำเนินงานที่สูงกว่าคู่แข่งในประเทศ ทั้งนี้ บริษัทยังไม่มีแผนลดต้นทุนอย่างมีนัยสำคัญซึ่งจะช่วยเพิ่มกำไรจากการดำเนินงานได้ในระยะกลาง

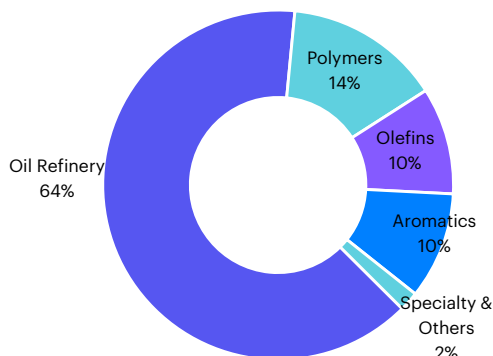
การประเมินมูลค่าและความเสี่ยง: เราปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ IRPC จาก UNDERPERFORM เป็น NEUTRAL พร้อมปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย (สิ้นปี 2569) จาก 1.10 บาท เป็น 2.00 บาท อ้างอิง PBV ที่ 0.6 เท่า (ปี 2569) หรือ -1SD ของค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี เพิ่มขึ้นจากเดิมที่ 0.4 เท่า เพื่อสะท้อน sentiment ระยะสั้นที่ดีขึ้นในตลาดปิโตรเคมีจากสภาวะขาดแคลนอุปทาน เราปรับเพิ่มประมาณการผลประกอบการปี 2569 จากเดิมที่คาดว่าจะขาดทุน 1.7 พัน ลบ. เป็นกำไรสุทธิ 983 ลบ. โดยอิงจากการปรับสมมติฐาน GIM เพิ่มขึ้นเป็น US\$9.5/บาร์เรล (จากเดิม US\$8.8/บาร์เรล) ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญต่อประมาณการและการประเมินมูลค่า คือ ความผันผวนของราคาน้ำมัน (ทำให้มีขาดทุนสต็อกน้ำมัน) และค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ลดลง ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

Figure 38: Forecasts and valuation – IRPC

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	314,833	279,572	294,799	273,926	254,575
EBITDA	(Btmn)	3,331	6,583	12,211	10,900	12,256
Core profit	(Btmn)	(5,826)	(4,544)	983	187	1,800
Reported profit	(Btmn)	(5,193)	(3,571)	983	187	1,800
Core EPS	(Bt)	(0.29)	(0.22)	0.05	0.01	0.09
DPS	(Bt)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.04
P/E, core	(x)	n.a	n.a	40.1	211.4	21.9
EPS growth, core	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	(81.0)	865.0
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	(%)	(8.0)	(6.7)	1.5	0.3	2.7
Dividend yield	(%)	0.5	0.5	0.5	0.5	2.1
EV/EBITDA	(x)	30.4	12.2	5.2	5.2	4.0

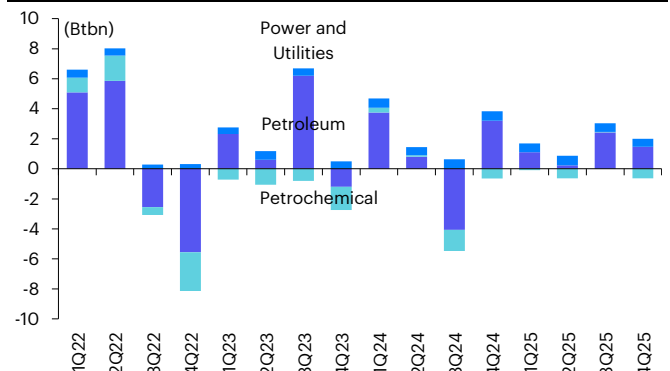
Source: InnovestX Research

Figure 39: IRPC – โครงสร้างกำลังการผลิต



Source: IRPC and InnovestX Research

Figure 40: IRPC – โครงสร้าง EBITDA



Source: IRPC and InnovestX Research

8. ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญสำหรับกลุ่มปิโตรเคมี

ความผันผวนของราคาน้ำมันและวัตถุดิบ: ผู้ผลิตปิโตรเคมีไทยยังคงมีความเสี่ยงสูงต่อความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ แผลฟก LPG และราคาก๊าซ เนื่องจากประเทศไทยมีสถานะเป็นผู้นำเข้าสุทธิและพึ่งพาแหล่งนำเข้าจากต่างประเทศเป็นหลัก ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นมักจะกดดันส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์เมื่อราคาผลิตภัณฑ์ปรับขึ้นตามต้นทุนไม่ทัน ในขณะที่โครงสร้างธุรกิจแบบครบวงจรช่วยป้องกันความเสี่ยงได้จำกัดเมื่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ปิโตรเคมีอ่อนแอลงพร้อมกัน ส่งผลให้ความเสี่ยงด้านสต็อกเพิ่มขึ้น และทำให้มีความผันผวน QoQ มากขึ้น

ความเสี่ยงด้านอุปสงค์ที่เชื่อมโยงกับวัฏจักรโลกและภายในประเทศ: อุปสงค์มีความเกี่ยวข้องอย่างใกล้ชิดกับภาคการผลิตทั่วโลก การส่งออกในภูมิภาค และการบริโภคภายในประเทศ ความอ่อนแอของเศรษฐกิจจีน อาเซียน หรือ GDP โลก มักจะกดดันการใช้กำลังการผลิตและราคาผลิตภัณฑ์ให้ลดลง โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ PE และ PP (commodity-grade) การฟื้นตัวภายในประเทศที่ยังไม่ทั่วถึงและรอบการซื้อที่ลดลงทำให้ความชัดเจนลดลง ซึ่งจะเพิ่มความผันผวนของกำไรในช่วงกลาง

ความเสี่ยงด้านอัตราแลกเปลี่ยน (FX): ความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนมีนัยสำคัญ เนื่องจากรายได้และต้นทุนวัตถุดิบส่วนใหญ่อยู่ในสกุลเงิน US\$ ในขณะที่ต้นทุนการดำเนินงานและหนี้สินบางส่วนอยู่ในสกุลเงินบาท การอ่อนค่าของเงินบาทช่วยสนับสนุนการส่งออก แต่ทำให้ต้นทุนวัตถุดิบและภาระหนี้ US\$ สูงขึ้น ในขณะที่การแข็งค่าของเงินบาทจะกดดันมาร์จิ้น ผลกระทบสุทธิจะแตกต่างกันไปตามโครงสร้างต้นทุนและการป้องกันความเสี่ยงของแต่ละบริษัท ทำให้การเปรียบเทียบระหว่างบริษัททำได้จำกัด

GDP โลกที่อ่อนแอจากราคาน้ำมันที่สูงต่อเนื่อง: ราคาน้ำมันที่ทรงตัวในระดับสูงต่อเนื่องมีความเสี่ยงที่จะทำให้ GDP โลกชะลอตัวลง โดยเฉพาะประเทศผู้นำเข้าน้ำมันอย่างประเทศไทย ต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นทำให้กำลังซื้อและกิจกรรมทางอุตสาหกรรมลดลง ส่งผลให้อุปสงค์ปิโตรเคมีลดลง การปรับขึ้นราคาในระยะสั้นอาจถูกหักล้างด้วยอุปสงค์ที่ลดลง ซึ่งจะส่งผลทำให้ต้นทุนการใช้กำลังการผลิตลดลงและมาร์จิ้นแคบลง

กำลังการผลิตปิโตรเคมีใหม่ในเอเชีย: การเพิ่มกำลังการผลิตในจีนและเอเชียถือเป็นปัจจัยลบเชิงโครงสร้าง ซึ่งจะเพิ่มอุปทานในภูมิภาคเพิ่มขึ้นและการแข่งขันในตลาดส่งออกที่ผู้ผลิตไทยไม่มีอำนาจในการกำหนดราคา ความเสี่ยงจะสูงที่สุดในกลุ่มโพลีเมอร์ (commodity-grade) ที่มีความแตกต่างจำกัด แม้ว่าความล่าช้าของกำลังการผลิตใหม่อาจช่วยลดแรงกดดันในระยะสั้น แต่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในระยะกลางยังคงเผชิญความเสี่ยง downside

กฎระเบียบภาครัฐและความเสี่ยงเชิงนโยบาย: กฎระเบียบด้านสิ่งแวดล้อมและอุตสาหกรรมที่เข้มงวดขึ้นทำให้ต้นทุนการปฏิบัติตามกฎหมายและงบลงทุนสูงขึ้น โดยเฉพาะสำหรับสินทรัพย์ที่มีอายุการใช้งานนาน นโยบายที่ตึงเกินไปที่ความมั่นคงทางพลังงานหรือการควบคุมเงินเฟ้ออาจส่งผลกระทบต่อราคาวัตถุดิบและการจัดสรรก๊าซ ความไม่แน่นอนด้านกฎระเบียบยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญ เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงอย่างกะทันหันสามารถส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนจากการลงทุนอย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์และความมั่นคงทางพลังงาน: ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ในภูมิภาคพลังงานที่สำคัญจะเพิ่มความเสี่ยงด้านความมั่นคงของอุปทานและความผันผวนของราคา การหยุดชะงักของน้ำมันดิบ LNG หรือแอฟกา สามารถทำให้ต้นทุนเพิ่มขึ้นได้แม้ไม่มีความเสี่ยงโดยตรง การที่ประเทศไทยต้องพึ่งพาวัตถุดิบนำเข้าทำให้กลุ่มปิโตรเคมีมีความอ่อนไหวต่อสถานการณ์ความไม่มั่นคงของโลกที่ยืดเยื้อ

การหยุดชะงักของอุปทานและข้อจำกัดด้านโครงสร้างพื้นฐาน: การดำเนินงานขึ้นอยู่กับการจัดหาวัตถุดิบ สารานุกรมโลก และโลจิสติกส์ที่ต่อเนื่อง การหยุดชะงักของอุปทานก๊าซ โรงกลั่น หรือท่าเรือ สามารถส่งผลกระทบต่อการผลิตและมาร์จิ้นได้อย่างรวดเร็ว แม้โครงสร้างธุรกิจแบบครบวงจรจะช่วยให้เพิ่มความแข็งแกร่งของกำไร แต่ความซับซ้อนของห่วงโซ่อุปทานที่เพิ่มขึ้นก็ทำให้มีความเสี่ยงที่การหยุดชะงักในจุดใดจุดหนึ่งจะแพร่กระจายไปทั่วทั้งระบบ

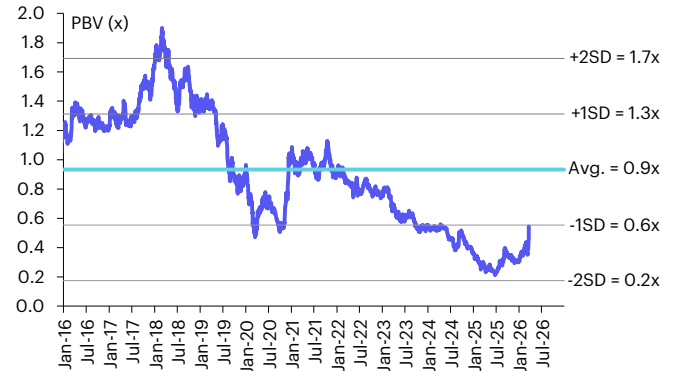
9. Appendix

Figure 41: PBV band – GGC



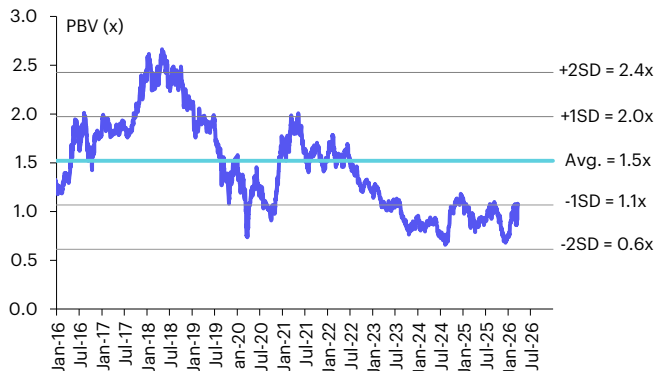
Source: InnovestX Research

Figure 42: PBV band – IRPC



Source: InnovestX Research

Figure 43: PBV band – IVL



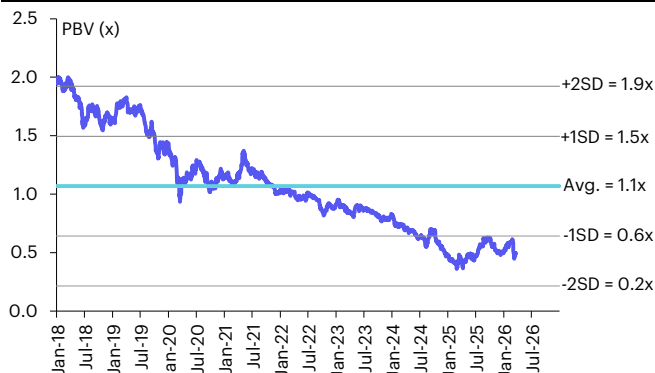
Source: InnovestX Research

Figure 44: PBV band – PTTGC



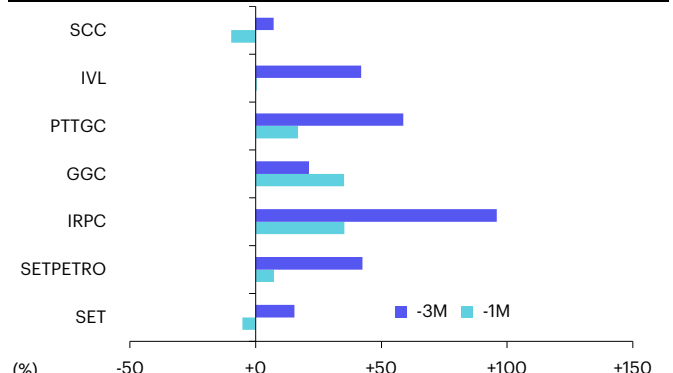
Source: InnovestX Research

Figure 45: PBV band – SCC



Source: InnovestX Research

Figure 46: Share price performance



Source: InnovestX Research

Figure 47: Share price performance – หุ้นปิโตรเคมีไทย

(%)	-1M	-3M	-6M	-9M	-12M	YTD
SET	-5.3	+15.4	+12.3	+33.7	+23.1	+14.9
SETPETRO	+7.3	+42.5	+12.4	+33.5	+36.3	+42.8
IRPC	+35.2	+95.9	+62.7	+159.5	+104.3	+93.9
GGC	+35.1	+21.2	+5.3	+3.6	-19.4	+18.3
PTTGC	+16.8	+58.7	+26.9	+69.2	+87.5	+57.1
IVL	+0.4	+42.0	+2.7	+13.3	+15.6	+42.9
SCC	-9.8	+7.1	-11.7	+21.9	+32.2	+10.6

Source: SET and InnovestX Research

Note: Price as of 27 March 2026

Figure 48: Valuation summary (price as of Mar 30, 2026)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F
GGC	Neutral	4.18	4.20	4.2	n.m.	13.4	9.5	(73)	n.m.	41	0.5	0.5	0.5	(6)	4	5	0.0	3.7	5.3	4.6	2.0	1.1
IRPC	Neutral	1.93	2.00	4.1	n.m.	40.1	211.4	22	n.m.	(81)	0.6	0.6	0.6	(7)	1	0	0.5	0.5	0.5	12.2	5.2	5.2
IVL	Outperform	24.80	29.00	19.9	n.m.	47.4	20.8	n.m.	n.m.	127	1.2	1.2	1.2	(7)	3	6	2.8	3.0	3.2	11.5	8.1	7.1
PTTGC	Outperform	35.50	42.00	19.7	n.m.	47.7	25.8	29	n.m.	85	0.6	0.5	0.5	(6)	1	2	1.4	1.4	2.0	15.1	9.8	8.8
SCC	Outperform	206.00	229.00	13.1	49.8	30.9	24.8	171	61	25	0.6	0.6	0.6	1	2	2	2.4	1.9	2.4	9.3	9.3	8.8
Average					49.8	35.9	58.5	37	61	39.4	0.7	0.7	0.7	(5)	2	3	1.4	2.1	2.7	10.5	6.9	6.2

Source: InnovestX Research

Figure 49: Regional peer comparison – กลุ่มปิโตรเคมี

Company	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F	26F	27F	28F
Sinopec Shanghai Petrochem	19.0	9.6	6.1	209.4	98.3	56.5	0.5	0.5	0.4	2.5	4.1	7.2	1.2	3.2	8.6	8.2	5.8	4.5
China Petroleum & Chemical	10.0	9.3	8.5	31.6	8.1	9.8	0.6	0.6	0.5	5.4	6.1	6.6	6.9	7.6	8.5	6.1	5.6	5.4
PetroChina	10.1	10.2	9.7	13.6	(1.6)	5.1	1.1	1.0	1.1	10.6	9.8	10.5	5.1	4.9	5.6	5.0	5.1	4.9
Reliance Industries	20.9	18.9	15.1	10.4	10.6	24.7	1.8	1.7	1.5	8.8	9.1	10.8	0.5	0.6	0.8	10.6	9.6	9.1
Mitsui Chemicals	11.9	9.6	8.1	37.8	24.6	18.6	0.8	0.7	0.7	6.8	8.2	9.1	4.2	4.7	5.7	6.6	5.8	5.0
Asahi Kasei Corp	12.6	11.2	9.9	13.5	12.2	13.6	1.0	0.9	0.9	8.0	8.6	9.2	2.9	3.1	3.4	6.7	6.3	5.5
Sumitomo Chemical	12.8	11.4	10.3	34.6	12.1	10.5	0.9	0.8	0.8	7.0	7.4	7.8	2.9	3.4	3.9	6.7	6.6	6.1
Formosa Chemicals & Fibre	64.9	34.6	11.6	175.8	87.6	197.8	0.9	0.9	0.9	1.2	2.6	8.2	1.6	2.3	6.5	14.9	13.5	14.6
Formosa Plastics Corp	n.m.	28.4	18.3	94.9	2225.0	54.7	1.0	1.0	1.2	0.9	3.5	6.4	1.0	2.6	4.1	30.0	20.1	32.8
Nan Ya Plastics Corp	18.8	13.7	10.8	659.6	37.4	27.1	1.7	1.7	1.7	8.4	10.4	15.8	3.1	5.0	7.0	17.2	13.1	13.2
Formosa Petrochemical Corp	22.2	23.8	17.7	144.8	(6.9)	34.2	1.6	1.7	1.9	6.5	6.9	10.6	2.5	3.4	4.8	12.8	12.2	11.7
Petronas Chemicals Group	44.4	52.8	39.8	151.5	(15.9)	32.8	1.3	1.3	1.3	3.4	2.2	3.2	1.6	1.4	1.5	11.5	12.6	11.9
Indorama Ventures	25.7	17.2	15.9	165.6	49.6	7.8	1.1	1.1	1.1	4.8	6.4	7.3	2.4	2.7	2.7	8.7	8.1	7.9
PTT Global Chemical	43.7	27.4	15.3	125.1	59.2	79.1	0.6	0.6	0.5	1.5	2.1	4.1	1.4	2.1	2.5	9.3	8.6	7.5
Global Green Chemicals	13.5	9.5	n.m.	146.4	41.9	n.m.	0.5	0.5	n.a	3.5	4.8	n.m.	3.8	5.3	n.a	3.1	2.7	n.a.
Alpek SA de CV	44.6	11.6	7.3	149.4	283.1	58.8	0.7	0.7	0.7	3.6	6.8	10.1	0.8	6.3	7.8	6.2	5.6	4.9
Eastman Chemical	12.3	10.9	10.2	40.0	13.2	5.9	1.4	1.3	1.3	11.6	12.8	13.9	4.7	4.9	5.1	8.2	7.6	7.2
Average	24.2	18.2	13.4	129.7	172.9	39.8	1.0	1.0	1.0	5.6	6.6	8.8	2.7	3.7	4.9	10.1	8.8	9.5

Source: Bloomberg Finance L.P., InnovestX Research

Figure 50: ESG ratings ของบริษัทที่ประกอบธุรกิจปิโตรเคมี

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
GGC	-	-	-	- / -	-	- / -	-	- / -	-	- / -	86	16 / 174
IRPC	-	Medium	59.07	64 / 93	-	- / -	BBB	31 / 71	72.29	31 / 230	70	43 / 174
IVL	AAA	Medium	58.01	71 / 93	45	07 / 23	-	- / -	69.85	43 / 230	82	26 / 174
PTTGC	AAA	Low	57.60	70 / 93	50	02 / 23	BBB	31 / 71	77.26	14 / 230	88	6 / 174
SCC	AAA	Medium	62.43	54 / 93	48	03 / 23	A	14 / 71	57.86	120 / 230	71	40 / 174

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

Figure 51: ข้อมูล ESG – กลุ่มปิโตรเคมี

Company	GGC	IVL	PTTGC
2025 SET ESG Ratings	-	AAA	AAA
2025 CG Rating	5	5	5
Member of DJBIC	No	Yes	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2023	2023	2023
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	n.a.	5.30 (1/13)	4.87 (2/13)
- Environmental Score and Rank	n.a.	4.95 (1/13)	4.78 (2/13)
- Social Score and Rank	n.a.	7.79 (1/13)	4.93 (2/13)
- Governance Score and Rank	n.a.	3.73 (2/13)	4.97 (1/13)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- เมทิลเอสเทอร์ (ไมโอดีเซล) ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์หลักของ GGC ช่วยลดมลภาวะ รวมถึงปัญหามลพิษ PM2.5 หรือผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม - GGC บริหารจัดการพลังงานภายใต้มาตรฐาน ISO 50001 พร้อมทั้งดำเนินโครงการลดการใช้พลังงานเพื่อลดผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงทางสภาพภูมิอากาศ - GGC บริหารจัดการของเสียที่ได้จากการดำเนินงานตามแนวทาง 3Rs เพื่อควบคุมปริมาณของเสีย ซึ่งประกอบไปด้วยการลดปริมาณการเกิดของเสีย (Reduce) การใช้ซ้ำ (Reuse) และการนำกลับมาใช้ใหม่ (Recycle) ตลอดจนการลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและค่าใช้จ่ายในการกำจัดของเสีย GGC ยังคงเดินหน้าเป้าหมายในการลดปริมาณของเสียอันตรายและไม่อันตรายสู่การฝังกลบให้เป็นศูนย์ (Zero-Waste to Landfill)	- IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิตหลักในธุรกิจซีเมนต์พลาสติก บริษัทมุ่งเน้นที่จะเพิ่มการผลิต PET หลังการบริโภคที่ถูกลดเป็นก่อนเป็น 1,500,000 ตันภายในปี 2573 - IVL ยังคงเดินหน้านำไปเป็นโครงการมากกว่า 70 โครงการ เพื่อนำวัตถุดิบที่ผ่านการรีไซเคิลมาใช้ในกระบวนการผลิต และมากกว่า 40 โครงการ เพื่อเปลี่ยนผ่านสู่การใช้วัตถุดิบฐานชีวภาพหรือคาร์บอนต่ำ - IVL ตั้งเป้าใช้ไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน 25% ภายในปี 2573 - ตั้งแต่เดือนก.พ. 2554 จนถึงเดือนธ.ค. 2568 IVL ได้รีไซเคิลขวด PET มากถึง 166,000 ล้านขวด ซึ่งช่วยลดขยะพลาสติกสู่สิ่งแวดล้อมถึง 3.1 ล้านตัน และลดการปล่อยคาร์บอนฟุตพริ้นท์ถึง 4 ล้านตัน ในปี 2568 มีขวด PET หลังการบริโภค ถูกนำมารีไซเคิลโดยตรงมากกว่า 362,000 ตัน และทางอื่นอีก 96,500 ตัน รวมเป็นจำนวนขวดทั้งสิ้นกว่า 30.57 พันล้านขวด	- PTTGC ตั้งเป้าหมายลดก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1 และ 2) ลง 20% ภายในปี 2573 จากจุดสูงสุดในปี 2568 และมุ่งสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ และร่วมมือกับคู่ค้าและลูกค้าเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขต 3 ให้ได้ 50% ภายในปี 2593 - บริษัทเป็นหนึ่งในองค์กรแรกๆ ในประเทศไทยที่นำหลักเศรษฐกิจหมุนเวียนมาใช้โดยสร้างความตระหนักสู่ด้านการจัดการขยะ - PTTGC ลงทุนในเทคโนโลยีพลังงานหมุนเวียนและบูรณาการโครงการริเริ่มเพื่อสิ่งแวดล้อมให้เข้ากับการปฏิบัติการในธุรกิจอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าลดการใช้พลังงานฟอสซิล รวมถึงติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป บริษัทเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงานและลดการใช้พลังงานในกระบวนการผลิตและในสำนักงาน นอกจากนี้บริษัทยังร่วมมือกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่ม PTT ศึกษาโอกาสพัฒนาโครงการ CCUS ในประเทศไทยด้วย
ประเด็นด้านสังคม	- GGC ไม่มีข้อร้องเรียนจากชุมชนเกี่ยวกับการดำเนินงานของบริษัท ซึ่งส่งผลให้คะแนนการประเมินความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 92.64% ในปี 2567 เทียบกับเป้าที่ 84% ซึ่งเป็นไปตามกลยุทธ์ในการบริหารจัดการด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของบริษัท - GGC ได้จัดทำกลยุทธ์ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม 5 ปี (พ.ศ. 2564 – 2568) และบูรณาการการดำเนินงานเข้ากับมาตรฐานความปลอดภัยในระดับสากลโดยมุ่งเน้นการดำเนินงานด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยใน 3 ด้าน ได้แก่ ความปลอดภัยส่วนบุคคล ความปลอดภัยในกระบวนการผลิต และความปลอดภัยนอกการปฏิบัติงาน	- IVL เริ่มใช้ระบบการจัดการซอฟต์แวร์ ระดับสากลด้าน ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม (EHS) และความยั่งยืน - IVL ยังคงให้ความสำคัญกับการดำเนินโครงการป้องกันการบาดเจ็บและเจ็บป่วย (I2P2) ซึ่งกำหนดให้โรงงานวิเคราะห์แนวโน้มของอุบัติเหตุการณ อย่างเป็นระบบ และหาวิธีการควบคุมเพื่อลดประเภทของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นซ้ำๆ ในปี 2568 อัตราการเกิดเหตุการณ์ที่บันทึกได้ทั้งหมด (TRIR) ลดลงมาจาก 0.44 เทียบกับ 0.66 ในปี 2567 - IVL มีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน (LTIFR) อยู่ที่ 0.39 ในปี 2567 ลดลงจาก 0.49 (ปี 2566) เข้าใกล้เป้าหมายที่วางไว้ที่น้อยกว่า 0.5 กรณี/ 200,000 ชั่วโมงทำงาน ภายในปี 2568 - IVL ยังคงให้ความสำคัญกับความหลากหลาย เพื่อให้ทีมงานสามารถนำเสนอแนวคิดที่น่าสนใจและมุมมองที่เป็นเอกลักษณ์เพื่อการพัฒนาได้อย่างยั่งยืน จุดเด่นด้านความหลากหลายในปี 2568 ได้แก่ ผู้หญิงในกำลังแรงงาน (23.63%) และในคณะกรรมการ (25%) - IVL ยังคงให้ความสำคัญกับผู้คนทั่วไปเกี่ยวกับระบบเศรษฐกิจหมุนเวียน คุณสมบัติของ rPET และบทบาทสำคัญที่ทุกคนสามารถทำได้ด้วยการรีไซเคิลและป้องกันการจัดการ PET ที่ไม่ถูกต้องอย่างต่อเนื่อง	- PTTGC ดำเนินกิจกรรมเพื่อสังคม โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างรายได้ที่ยั่งยืนให้กับชุมชนท้องถิ่น โดยใช้ประโยชน์จากกลยุทธ์เกี่ยวกับเศรษฐกิจหมุนเวียน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการบริหารจัดการขยะเพื่อส่งมอบเป็นวัตถุดิบให้กับโรงงานผลิตเม็ดพลาสติกรีไซเคิลของบริษัทภายใต้โครงการ Community Waste Model เพื่อส่งเสริมให้ชุมชนมีการจัดการขยะอย่างครบวงจรจากต้นทางถึงปลายทาง - PTTGC ใช้คำแนะนำของลูกค้านำมาปรับปรุงประสิทธิภาพการบริหารจัดการความสัมพันธ์ลูกค้า บริหารรักษาความพึงพอใจของลูกค้าไว้ได้อย่างต่อเนื่องที่ 93% - PTTGC ให้ความสำคัญกับการพัฒนาศักยภาพของพนักงาน โดยยังคงรักษามูลค่าระหว่างงานและชีวิตส่วนตัว และดูแลเรื่องความปลอดภัยและอาชีวอนามัย พร้อมทั้งกำหนดค่าตอบแทนที่แข่งขันได้ อัตราการลาออกของพนักงานอยู่ที่ 1.89% ในปี 2567 (เทียบกับ 3.62% ในปี 2567) อัตราความถี่ของการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานเป็นศูนย์ และอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานอยู่ที่ 0.11 กรณี/1 ล้านชั่วโมงทำงาน
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	- คณะกรรมการ GGC ประกอบด้วยกรรมการ 11 คน แบ่งเป็นกรรมการอิสระ 7 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด (63.64% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน (27.27% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 2 คน (18.18% ของกรรมการทั้งหมด) - GGC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปีที่ 8 ติดต่อกันในปี 2568 - เรามองว่าแนวทางการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ GGC สอดคล้องกับแนวทางปฏิบัติของบริษัทอื่นๆ ในอุตสาหกรรม	- IVL มีกรรมการจำนวน 12 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 คน (41.67% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 2 คน และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 5 คน คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการผู้หญิง 3 คน (25% ของกรรมการทั้งหมด) - กรรมการในคณะกรรมการสรรหา พิจารณาคำตอบแทน และกำกับดูแล กอการ (NCCG) เป็นกรรมการอิสระทุกท่าน - บริษัทได้รับผลการจัดอันดับระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 10 ติดต่อกันในปี 2568 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ IVL เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินการขยายขีดความสามารถ ประสิทธิภาพและความเชี่ยวชาญ ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการบริหารอิสระ	- คณะกรรมการ PTTGC ประกอบด้วยกรรมการ 13 คน ซึ่งประกอบด้วยกรรมการอิสระ 7 คน (53.85% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 5 คน (38.46% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยไม่มีกรรมการผู้หญิง - PTTGC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2568 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ PTTGC เป็นที่น่าพอใจ โดยส่วนหนึ่งสะท้อนถึงประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของผู้บริหาร ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

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

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

Figure 52: ข้อมูล ESG – กลุ่มปิโตรเคมี

Company	IRPC	SCC
2025 SET ESG Ratings	-	AAA
2025 CG Rating	5	5
Member of DJBIC	Yes	No
Bloomberg ESG (Year)	2023	2023
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	6.47 (3/62)	4.58 (2/21)
- Environmental Score and Rank	6.81 (4/62)	3.56 (3/21)
- Social Score and Rank	6.64 (5/62)	7.65 (1/21)
- Governance Score and Rank	5.78 (3/62)	4.52 (4/21)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- 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 ที่คาดว่าจะช่วยลดก๊าซเรือนกระจกได้ประมาณ 9,459 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าต่อปี โครงการนี้ได้รับรางวัลจากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (TGO)	- ภายในปี 2593 SCC ตั้งเป้าหมายที่จะปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ ด้วยการใช้เทคโนโลยีที่ดีที่สุดเพื่อเพิ่มประสิทธิภาพพลังงาน เพิ่มสัดส่วนการใช้พลังงานหมุนเวียน ขยายการใช้เทคโนโลยีดักจับและกักเก็บคาร์บอน ผลิตสินค้าที่ปล่อยคาร์บอนต่ำ และปลูกต้นไม้ พันธุ์ และรักษาป่าเพื่อเป็นแหล่งดูดซับคาร์บอน ภายในปี 2573 SCC ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก 20% จากปี 2563 (เทียบกับ 2.7% ในปี 2564) และลดการใช้พลังงาน 13% จากปี 2550 (เทียบกับ 7.1% ในปี 2564) - ภายในปี 2568 SCC ตั้งเป้าหมายการใช้วัสดุจากกลับมาใช้ใหม่และวัสดุหมุนเวียน 8 ล้านตันต่อปี (เทียบกับ 3.8 ล้านตัน ในปี 2564) การลดการใช้จากภายนอก 23% จากปี 2557 (เทียบกับ 22.6% ในปี 2564) การนำของเสียอันตรายและไม่อันตรายจากกระบวนการผลิตไปฝังกลบเป็นศูนย์ทุกปี (เทียบกับของเสียอันตรายที่นำไปฝังกลบ 0% และของเสียไม่อันตรายที่นำไปฝังกลบ 0.01% ในปี 2564) การลดปริมาณของเสียที่ต้องกำจัดต่อตันการผลิต 70% จากปี 2557 (เทียบกับ 99% ในปี 2564) การลดปริมาณฝุ่นที่ปล่อยออกสู่ภายนอก 8% จากปี 2563 (เทียบกับ 15% ในปี 2564) - เรามองเห็นว่าปัจจัยสิ่งแวดล้อมเป็นปัจจัยที่มีนัยสำคัญต่อการดำเนินงานของ SCC ในอนาคต เนื่องจากคาดว่าจะมีกฎระเบียบที่เข้มงวดมากขึ้นสำหรับผู้ประกอบการที่ปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิ จากการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิที่ 22.1 ล้านตัน ณ ปีฐาน 2565 แต่บริษัทได้มีนโยบาย และเป้าหมายที่ชัดเจนในการลดก๊าซเรือนกระจกให้เป็นศูนย์ ทำให้คะแนน ESG ด้านสิ่งแวดล้อมยังอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในกลุ่มฯ
ประเด็นด้านสังคม		
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล		

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

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ 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 กริสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย 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 อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ 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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (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, AFC, 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, PIJW, 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, BRD, 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, SPCO, 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.

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

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ ค ล้าง นิตยสารกรรมการ หรือข้อตกลงทางจดทะเบียนหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับรับรอง)

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, SMT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, 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, ONGSENS, 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, SMC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPOR, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, 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.