

พลังงาน

SET ENER index Close: 15/7/2026

20,607.82 +160.49 / +0.78%

Bt27,485mn

Bloomberg ticker: SETENERG



บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

แนวโน้มกลุ่ม PTT โดยรวมเป็นบวก

เราจัดงาน PTT Group Investor Day สำหรับนักลงทุนสถาบันในประเทศ โดยมุ่งเน้นที่แนวโน้มธุรกิจและกลยุทธ์สำคัญของกลุ่มบริษัท การประชุมครั้งนี้ตอกย้ำมุมมองเชิงบวกที่เรามีต่ออุตสาหกรรม โดยผู้บริหารให้ความสำคัญกับการเติบโตเฉพาะบริษัท ประสิทธิภาพการดำเนินงาน และวินัยในการจัดสรรเงินทุน มากกว่าการฟื้นตัวของวัฏจักรสินค้าโภคภัณฑ์ในภาพกว้าง เราขอหุ้นกลุ่มพลังงานต้นน้ำและโรงกลั่น ซึ่งมีความชัดเจนของกำไรมากที่สุด โดย PTTEP มีภาพการเติบโตของปริมาณการผลิตที่ชัดเจนที่สุดในขณะที่ TOP ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของธุรกิจโรงกลั่นและโครงการ CFP สูงที่สุด PTT สร้างความแข็งแกร่งและป้องกันความเสี่ยงผ่านการขยายธุรกิจ LNG และวินัยทางการเงิน ในขณะที่ OR และ PTTGC ยังคงจัดอยู่ในธีมการปรับโครงสร้างธุรกิจในระยะยาว เราคงคำแนะนำไว้ตามเดิม โดยมี PTT PTTEP และ TOP เป็นหุ้นเด่น

PTT: สร้างความแข็งแกร่งผ่านความมั่นคงทางพลังงานและวินัยทางการเงิน แนวโน้มของ PTT ได้รับการสนับสนุนจากความมั่นคงทางพลังงาน การขยายธุรกิจ LNG และวินัยในการจัดสรรเงินทุน ภาพรวมการประชุมเป็นบวก โดยผู้บริหารโฟกัสที่การดำเนินงานและผลตอบแทนเป็นหลัก กลยุทธ์สำคัญ ได้แก่ การขยายพอร์ต LNG การทำ asset monetization มูลค่า 1 แสนลบ. และการเพิ่มความสามารถในการทำกำไร การจัดหาพลังงานจากแหล่งที่หลากหลาย จนบรรลุที่แข็งแกร่ง และนโยบายบริหารเงินทุนที่เป็นมิตรต่อผู้ถือหุ้น จะช่วยสนับสนุนให้กำไรมีความแข็งแกร่งและเติบโตในระยะยาว

PTTEP: เห็นภาพการเติบโตของปริมาณการผลิตชัดเจนพร้อมกับกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง PTTEP ยังคงเป็นหนึ่งในหุ้นที่มี story การเติบโตที่ชัดเจนที่สุดในกลุ่ม โดยผู้บริหารดูมีความมั่นใจสูงสะท้อนถึงความชัดเจนของการเติบโตจากโครงการใหม่และการขยายธุรกิจสู่ต่างประเทศ พอร์ตที่เน้นก๊าซและสัญญาระยะยาวช่วยให้กำไรมีเสถียรภาพ ขณะที่ upside อาจมาจากโครงการ Lang Lebah การต่ออายุสัมปทาน การพัฒนาโครงการ CCS และการเข้าซื้อกิจการ กระแสเงินสดที่แข็งแกร่งช่วยสนับสนุนให้ผลตอบแทนผู้ถือหุ้นน่าสนใจ

TOP: ได้ประโยชน์จาก upside ของธุรกิจโรงกลั่นและการเติบโตที่ขับเคลื่อนโดยโครงการ CFP TOP ยังคงอยู่ในสถานะที่ดีที่จะได้รับประโยชน์จากปัจจัยพื้นฐานที่ดีของธุรกิจโรงกลั่นและการเพิ่มกำลังการผลิตในอนาคต ภาพรวมการประชุมเป็นบวกที่สุดในกลุ่ม โดยได้รับการสนับสนุนจากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง ความยืดหยุ่นในการจัดหาวัตถุดิบ และความคืบหน้าของโครงการพลังงานสะอาด (CFP) ความเสี่ยงทางการเงินลดลงเนื่องจากการหนี้สินลดลงและสภาพคล่องยังคงแข็งแกร่ง โครงการ CFP จะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการใช้วัตถุดิบและยกระดับความสามารถในการทำกำไรในระยะกลาง

OR: ก้าวข้ามธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน — ผู้สร้างระบบนิเวศทางธุรกิจที่ครอบคลุมยิ่งขึ้น OR กำลังเปลี่ยนผ่านจากการเป็นผู้นำค้าปลีกน้ำมันไปสู่ระบบนิเวศด้านผู้บริโภครถและการเดินทางที่กว้างขึ้น ภาพรวมการประชุมเป็นบวกและเน้นการดำเนินงานให้เกิดผลจริง โดยเน้นย้ำถึงการเติบโตในธุรกิจ Lifestyle, สถานีชาร์จ EV, การเพิ่มประสิทธิภาพด้านโลจิสติกส์ และการสร้างรายได้จากข้อมูลลูกค้า ธุรกิจ Mobility ยังคงเป็นเครื่องยนต์หลักในการสร้างกระแสเงินสด เพื่อสนับสนุนการขยายธุรกิจ non-oil ที่มีมาร์จิ้นสูงกว่า การพัฒนาระบบนิเวศอย่างต่อเนื่องน่าจะช่วยปรับปรุงคุณภาพของกำไรและกระจายแหล่งรายได้ให้กว้างขวางกว่าธุรกิจค้าปลีกน้ำมันที่ถูกควบคุมราคา

PTTGC: ความได้เปรียบด้านวัตถุดิบและการปรับโครงสร้างพอร์ตพอร์ทหุ้นมูลค่าในระยะยาว PTTGC กลายเป็นหุ้นที่มี story เกี่ยวกับการปรับโครงสร้างธุรกิจมากกว่าหุ้นที่อิงกับวัฏจักรสินค้าโภคภัณฑ์เพียงอย่างเดียว ภาพรวมการประชุมเป็นบวกอย่างระมัดระวัง โดยเน้นถึงความได้เปรียบด้านวัตถุดิบ การปรับพอร์ต การขยายธุรกิจเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษ และการลดภาระหนี้สิน แผนร่วมทุนกับ SCGC จะช่วยยกระดับความสามารถในการแข่งขันและปลดล็อก synergy เมื่อรวมกับการทำ asset monetization และการปรับปรุงการดำเนินงานแล้ว โครงการเหล่านี้จะช่วยยกระดับคุณภาพของกำไรและสนับสนุนความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว

IRPC: เตรียมพร้อมรับการฟื้นตัวผ่านความทนทานต่อความผันผวน กลยุทธ์ของ IRPC มุ่งเน้นการปรับปรุงการดำเนินงาน วินัยทางการเงิน และการกระจายธุรกิจ ภาพรวมการประชุมมีความระมัดระวัง สะท้อนถึงสภาวะธุรกิจโรงกลั่นที่ตึงเครียด แต่ยังคงมีปัจจัยกดดันในธุรกิจปิโตรเคมี ความคืบหน้าภายใต้กรอบกลยุทธ์ 4R การกระจายแหล่งวัตถุดิบ และการทำ asset monetization น่าจะช่วยเสริมสร้างความแข็งแกร่ง ในขณะเดียวกัน โอกาสในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน สาธารณูปโภค และ data center อาจสร้างแหล่งรายได้ใหม่และลดการพึ่งพาลาถที่เป็นไปตามวัฏจักร

ปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม ได้แก่: (1) ความคืบหน้าในการดำเนินโครงการขนาดใหญ่ เช่น โครงการ CFP ของ TOP การขยายธุรกิจต่างประเทศของ PTTEP และการขยายธุรกิจ LNG ของ PTT; (2) ความคืบหน้าในการปรับโครงสร้างพอร์ตธุรกิจ และการลดภาระหนี้ของ PTTGC และ IRPC; (3) การสร้างรายได้จากระบบนิเวศของ OR และสัดส่วนกำไรจากธุรกิจ Lifestyle; และ (4) พัฒนาการด้านภูมิรัฐศาสตร์และความผันผวนของราคาน้ำมัน ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อ sentiment และกำไรในระยะสั้น

Valuation summary – Energy

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 26F	P/E (x) 27F	P/BV (x) 26F	P/BV (x) 27F
BCP	Outperform	40.0	40.00	4.0	6.3	4.9	0.8	0.7
IRPC	Neutral	2.0	2.00	4.6	7.4	21.2	0.6	0.6
OR	Outperform	12.8	18.00	45.3	11.7	10.4	1.3	1.2
PTT	Outperform	38.5	43.00	17.9	10.0	10.8	0.9	0.9
PTTEP	Outperform	144.0	162.00	18.4	8.0	8.8	1.0	1.0
SPRC	Neutral	8.9	7.90	(5.1)	5.6	7.2	0.9	0.8
TOP	Outperform	56.5	60.00	10.1	4.1	8.4	0.6	0.6
Average					7.6	10.2	0.9	0.8

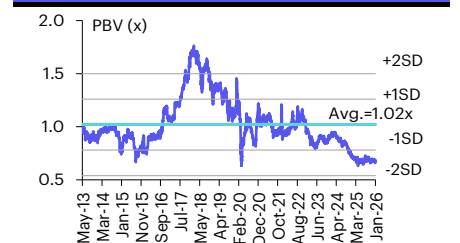
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Price performance

Absolute (%)	Relative to SET		
	1M	3M	12M
BCP	22.1	9.6	29.0
IRPC	12.1	15.4	132.1
OR	4.9	4.9	8.5
PTT	10.0	10.8	23.2
PTTEP	6.3	(5.0)	30.3
SPRC	26.4	29.2	68.6
TOP	28.4	20.2	91.5
Avg.	1.02x	1.3	(8.1)

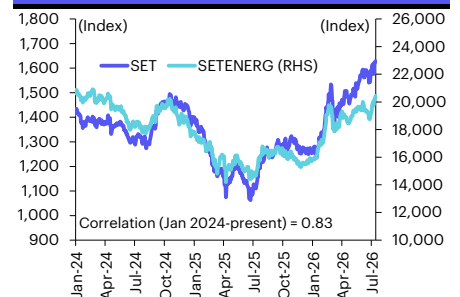
Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research

PBV band – SETENERG



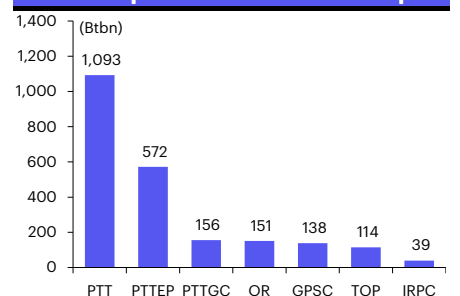
Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research

SETENERG vs. SET



Source: Bloomberg Finance L.P., InnovestX Investment Strategy & Research

Market capitalization – PTT Group



Source: Bloomberg Finance L.P., InnovestX Investment Strategy & Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้าน

หลักทรัพย์

0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

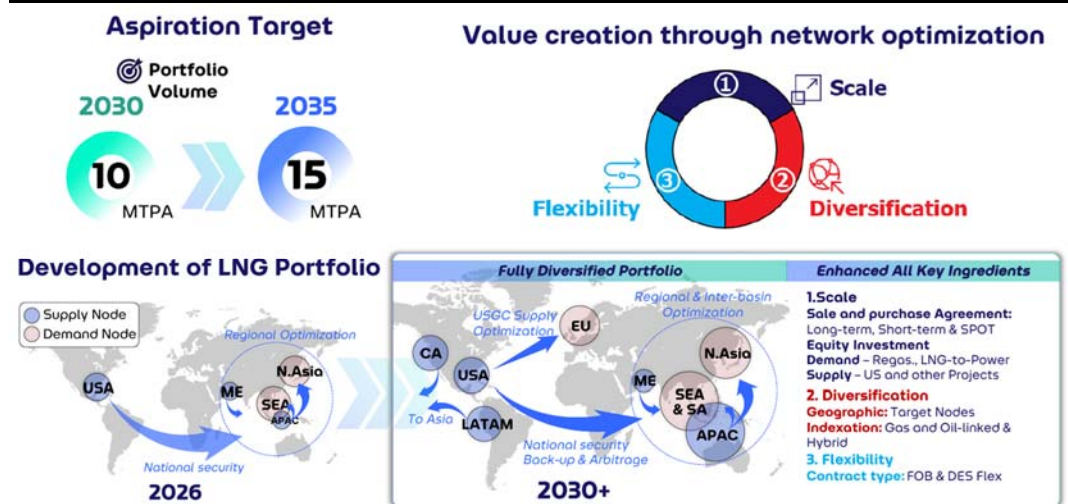
PTT: สร้างความแข็งแกร่งผ่านความมั่นคงทางพลังงานและวินัยทางการเงิน
(OUTPERFORM | ราคาเป้าหมาย: 43 บาท)

ความมั่นคงทางพลังงานยังคงเป็นยุทธศาสตร์หลัก แม้ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และความผันผวนของตลาดพลังงานโลกจะเพิ่มสูงขึ้น แต่ PTT ยังคงให้ความสำคัญกับความมั่นคงทางพลังงานผ่านการกระจายแหล่งจัดหาและการบริหารความเสี่ยงเชิงรุก บริษัทได้ลดการพึ่งพาน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางลงอย่างมีนัยสำคัญจาก 70% เหลือประมาณ 30% โดยหันไปจัดหาจากสหรัฐอเมริกา แอฟริกาตะวันตก และลาตินอเมริกาเพิ่มเติม เพื่อสนับสนุนความมั่นคงทางพลังงานภายในประเทศ PTT ยังได้เพิ่มการผลิตก๊าซจากอ่าวไทย และปรับแผนการซ่อมบำรุงโรงแยกก๊าซเพื่อให้มั่นใจว่ามีอุปทานเพียงพอในช่วงที่ความต้องการเพิ่มสูงขึ้น บริษัทยังคงรักษาระดับเครดิตระดับ investment grade และมีสภาพคล่องเพียงพอในการรองรับความผันผวนและความไม่แน่นอนของราคาพลังงาน

การขยายพอร์ต LNG เป็นเครื่องยนต์หลักในการขับเคลื่อนการเติบโต ผู้บริหารระบุว่า LNG เป็นหนึ่งในปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตที่สำคัญที่สุดของ PTT ในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า บริษัทตั้งเป้าที่จะก้าวขึ้นเป็นผู้เล่น LNG ระดับโลก โดยมีแผนขยายพอร์ต LNG เป็น 10 ล้านตันต่อปี ภายในปี 2571 และ 15 ล้านตันต่อปี ภายในปี 2578 PTT แตกต่างจากผู้นำเข้า LNG แบบดั้งเดิมตรงที่ตั้งเป้าบริหารจัดการปริมาณ LNG ในระดับโลกผ่านการซื้อขายระหว่างประเทศ การทำ arbitrage และการเพิ่มประสิทธิภาพพอร์ต การดำเนินกลยุทธ์นี้ยังช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นของอุปทาน ทำให้สามารถปรับเปลี่ยนเส้นทางการขนส่ง LNG มายังประเทศไทยเพื่อรองรับความต้องการในประเทศที่เพิ่มขึ้นอย่างไม่คาดคิด ปัจจุบันบริษัทมีสัญญาจัดหา LNG ระยะยาวรวมประมาณ 6.2 ล้านตันต่อปี กับพันธมิตรระดับโลก อาทิ Shell, BP, Petronas และซัพพลายเออร์หลายรายในสหรัฐฯ

การกระจายแหล่ง LNG ช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการบริหารความเสี่ยง พอร์ต LNG ของ PTT ถูกวางโครงสร้างไว้อย่างรอบคอบเพื่อลดความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ โดยกาตาร์มีส่วนเพียงประมาณ 7% ของพอร์ต LNG ทั้งหมด ซึ่งช่วยจำกัดผลกระทบที่อาจเกิดขึ้นหากมีการหยุดชะงักในตะวันออกกลางหรือช่องแคบฮอร์มุซ การทำสัญญาซื้อขายระยะยาวกับซัพพลายเออร์หลายรายและกลไกราคาที่หลากหลายในภูมิภาคต่างๆ ช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นให้กับพอร์ตมากยิ่งขึ้น กลยุทธ์การกระจายความเสี่ยงนี้ช่วยให้ PTT สามารถรักษาเสถียรภาพของอุปทานไปพร้อมกับการลดความเสี่ยงจากการกระจุกตัวในประเทศใดประเทศหนึ่งหรือซัพพลายเออร์เพียงรายเดียว

Figure 1: PTT Group – เป้าหมายด้าน LNG



Source: PTT

แผนกลยุทธ์ asset monetization ตั้งเป้าสร้างมูลค่า 1 แสนลบ. PTT มีแผนปลดล็อกสินทรัพย์มูลค่าประมาณ 1 แสนลบ. จากการทำ asset monetization ในปี 2568-2570 โดยหนึ่งในกลยุทธ์สำคัญ คือ การรวมสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐาน เช่น ถังเก็บผลิตภัณฑ์ ท่าเทียบเรือ และระบบท่อขนส่ง เข้าสู่ PTT Tank ผู้บริหารเชื่อว่าการรวมศูนย์สินทรัพย์ดังกล่าวจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพในการใช้เงินทุน ปรับโครงสร้างงบดุลให้เหมาะสม ยกระดับ ROE และลดต้นทุนทางการเงิน ทั้งนี้ ณ 1Q69 บริษัทสามารถรับรู้มูลค่าแล้วประมาณ 1.8 หมื่นลบ. ขณะที่ธุรกรรมเพิ่มเติมยังอยู่ระหว่างดำเนินการ นอกจากนี้ บริษัทยังมองหาพันธมิตรเชิงกลยุทธ์ที่สามารถเสริมความเชี่ยวชาญด้านการดำเนินงาน โครงสร้างพื้นฐาน และแหล่งเงินทุน เพื่อเพิ่มมูลค่าในระยะยาว

โครงการ profit enhancement ตั้งเป้า EBITDA เติบโตอย่างยั่งยืน “Mission X” ยังคงเป็นองค์ประกอบหลักของโครงการริเริ่มเพื่อเพิ่มกำไรของ PTT โดยโครงการนี้ตั้งเป้าที่จะเพิ่ม EBITDA ให้ได้ 3 หมื่นลบ.ต่อปี ภายในปี 2570 โดยมีเป้าหมายระยะกลางอยู่ที่ 2 หมื่นลบ. ภายในปี 2569 ผู้บริหารระบุว่าเป้าหมายดังกล่าวได้รับการสนับสนุนจากแผนงานที่ระบุไว้อย่างชัดเจนตลอดห่วงโซ่อุปทาน ทั้งการปรับปรุงกระบวนการ การประหยัดต่อขนาด การปรับปรุงการดำเนินงาน และโอกาสในการเพิ่มอัตรากำไร ในขณะเดียวกัน โครงการ AXIS ได้นำปัญญาประดิษฐ์และเทคโนโลยีดิจิทัลมาใช้ในการสร้าง EBITDA เพิ่มขึ้นอีก 1.2 หมื่นลบ. ภายในปี 2572 ซึ่งเป็นการตอกย้ำถึงความมุ่งมั่นของบริษัทในการขับเคลื่อนการเปลี่ยนผ่านด้านเทคโนโลยีและการเพิ่มผลิตภาพ

Figure 2: โครงการ profit enhancement



Source: PTT

Note: ¹Including direct and indirect benefits, before elimination, ²Cumulative 2025-2026 (recurring basis)

* All numbers are shown in EBITDA (100%) except otherwise noted.

การจัดสรรเงินทุนยังคงมีวินัยและให้ความสำคัญกับผู้ถือหุ้น ผู้บริหารย้ำว่าโครงการลงทุนทั้งหมดต้องให้ผลตอบแทนสูงกว่าต้นทุนทางการเงินเฉลี่ยถ่วงน้ำหนัก (WACC) ของของบริษัทที่ประมาณ 6-7% ดังนั้น การตัดสินใจลงทุนจะถูกประเมินทั้งในด้านผลตอบแทนทางการเงินและความสอดคล้องเชิงกลยุทธ์ หากไม่มีโอกาสการลงทุนที่น่าสนใจ บริษัทอาจพิจารณาคืนเงินสดส่วนเกินให้ผู้ถือหุ้นผ่านเงินปันผลพิเศษ แทนการนำไปลงทุนในโครงการที่ให้ผลตอบแทนต่ำ กรอบการจัดสรรเงินทุนที่มีวินัยดังกล่าวช่วยสนับสนุนการสร้างมูลค่าในระยะยาว พร้อมทั้งรักษาความยืดหยุ่นทางการเงินและคงอันดับเครดิตในระดับนำลงทุน (investment grade)

การลงทุนในพลังงานสะอาดสนับสนุนการเปลี่ยนผ่านในระยะยาว PTT ยังคงแสวงหาโอกาสในการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานควบคู่ไปกับการรักษาแนวทางที่สมดุลต่อความสามารถในการทำกำไร โครงการดักจับและกักเก็บคาร์บอน (CCS) ที่แหล่งก๊าซอากิตยของ PTTEP ได้ผ่านขั้นตอนการตัดสินใจลงทุนขั้นสุดท้าย (FID) แล้ว และคาดว่าจะเริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ได้ในปี 2571 โครงการนี้ได้รับการออกแบบให้เป็นแพลตฟอร์มนำร่องเพื่อสนับสนุนเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero) ของกลุ่ม PTT พร้อมทั้งประเมินความสามารถในการทำกำไรทางธุรกิจในระยะยาว นอกจากนี้ PTT ยังอยู่ระหว่างศึกษาธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับไฮโดรเจนซึ่งมีโอกาสดิบโตในอนาคต ทั้งนี้ ความน่าสนใจเชิงพาณิชย์ในระยะยาวของ CCS ยังคงขึ้นอยู่กับกลไกการกำหนดราคาคาร์บอน ระบบการซื้อขายสิทธิในการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และกฎระเบียบที่เกี่ยวข้องกับสภาพภูมิอากาศในอนาคต

การสร้างผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นยังคงเป็นพันธกิจสำคัญ ควบคู่ไปกับแผนการลงทุนและการปรับเปลี่ยนธุรกิจ PTT ยังคงมุ่งมั่นที่จะตอบแทนผู้ถือหุ้นผ่านการจ่ายเงินปันผลอย่างสม่ำเสมอ บริษัทได้ประกาศจ่ายเงินปันผลรวม 2.30 บาท/หุ้น แบ่งเป็นเงินปันผลปกติ 2.10 บาท/หุ้น และเงินปันผลพิเศษ 0.20 บาท/หุ้น นอกจากนี้ ผู้บริหารยังให้คำมั่นที่จะรักษาอัตราค่าตอบแทนให้แก่ผู้ถือหุ้นไม่ต่ำกว่า 57% ของกำไรสุทธิในช่วงปี 2569-2571 (รวมถึงการซื้อหุ้นคืน) ผ่านการเข้าร่วมโครงการ Jump+ ของตลาดหลักทรัพย์ฯ ความมุ่งมั่นดังกล่าวสะท้อนถึงความเชื่อมั่นในฐานการเงินที่แข็งแกร่ง ความสามารถในการสร้างกระแสเงินสด และแนวโน้มกำไรในระยะยาว

คงราคาเป้าหมายที่ 43 บาท โดยได้รับปัจจัยหนุนจากแนวโน้มการเติบโตที่แข็งแกร่งและ valuation ที่น่าสนใจ เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อแนวโน้มของ PTT โดยได้รับปัจจัยหนุนจากการขยายพอร์ต LNG และการกระจายแหล่งจัดหา แม้ว่าบริษัทจะมีบทบาทในการรักษาความมั่นคงทางพลังงานของประเทศก็ตาม การเติบโตในระยะยาวน่าจะได้รับแรงหนุนจากธุรกิจเทรดดิ้ง LNG แผน asset monetization มูลค่า 1 แสนลบ. และโครงการเพิ่ม EBITDA การจัดสรรเงินทุนอย่างมีวินัย งบดุลที่แข็งแกร่ง และผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นที่น่าสนใจ เป็นปัจจัยสนับสนุน valuation ขณะที่การลงทุนในพลังงานสะอาดช่วยเพิ่มโอกาสการเติบโตในระยะยาว ปัจจุบันหุ้น PTT ซื้อขายที่ PBV 0.9 เท่า (ปี 2569) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 1.2 เท่า อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลยังคงน่าสนใจที่ระดับกว่า 6% โดยได้รับการสนับสนุนจากกระแสเงินสดที่มั่นคงและงบดุลที่แข็งแกร่ง บริษัทมีประวัติการจ่ายเงินปันผลที่สม่ำเสมอ เราจึงคงราคาเป้าหมายที่คำนวณด้วยวิธี SOTP ไว้ที่ 43 บาท

ความเสี่ยงที่สำคัญ: ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว ความผันผวนของราคาน้ำมัน การด้อยค่าของสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบ และการแทรกแซงของภาครัฐในการกำหนดราคาขายปลีกน้ำมัน สำหรับความเสี่ยงด้าน ESG ได้แก่ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมและการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

Figure 3: PTT – Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	3,090,453	2,662,145	2,466,236	2,435,773	2,468,653
EBITDA	(Btmn)	411,782	362,622	441,474	426,573	423,976
Core profit	(Btmn)	81,770	68,099	110,234	101,939	102,038
Reported profit	(Btmn)	90,072	90,166	101,920	101,939	102,038
Core EPS	(Bt)	2.86	2.38	3.86	3.57	3.57
DPS	(Bt)	2.10	2.30	2.40	2.50	2.50
P/E, core	(x)	13.4	16.1	10.0	10.8	10.8
EPS growth, core	(%)	(20.6)	(16.7)	61.9	(7.5)	0.1
P/BV, core	(x)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
ROE	(%)	5.0	4.1	6.5	5.8	5.7
Dividend yield	(%)	5.5	6.0	6.2	6.5	6.5
EV/EBITDA	(x)	4.0	4.4	3.1	3.1	2.8

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

PTTEP: เห็นภาพการเติบโตของปริมาณการผลิตชัดเจนพร้อมกับกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง
 (OUTPERFORM | ราคาเป้าหมาย: 162.00 บาท)

เห็นภาพการเติบโตของปริมาณการผลิตชัดเจน โดยได้รับปัจจัยหนุนจากโครงการใหม่และการขยายธุรกิจในด้านต่างประเทศ PTTEP ยืนยันเป้าปริมาณขายปี 2569 ที่ประมาณ 560 พันบาร์เรลเทียบเท่าน้ำมันดิบต่อวัน (KBOED) เทียบกับ 553 KBOED ใน 1Q69 และ 510 KBOED ในปี 2568 ผู้บริหารคาดการณ์อัตราการเติบโตเฉลี่ยสะสมต่อปี (CAGR) ของปริมาณขายที่ 3-4% จนถึงปี 2573 โดยได้รับแรงหนุนจากโครงการพัฒนาหลายโครงการที่มีกำหนดเริ่มการผลิตระหว่างปี 2570 ถึงปี 2573 ได้แก่ Vietnam Block B, Myanmar M3, Malaysia Greenfields, Mozambique Area 1 LNG, Algeria HBR Phase 2 และ UAE Ghasha Concession แม้ว่าปริมาณการผลิตจากสินทรัพย์เดิมหลายแห่งคาดว่าจะค่อยๆ ลดลงหลังปี 2571 แต่โครงการใหม่และการเข้าซื้อกิจการในช่วงที่ผ่านมาช่วยให้เห็นภาพการเติบโตในระยะยาวที่ชัดเจน นอกจากนี้ PTTEP ยังเน้นย้ำถึง upside เพิ่มเติมจากการต่ออายุสัมปทาน ความสำเร็จในการสำรวจ และการเปิดประมูลในอนาคต ซึ่งยังไม่รวมอยู่ในแผนปัจจุบันทั้งหมด

พอร์ตการลงทุนในต่างประเทศกลายเป็นปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญมากขึ้น ผู้บริหารยังคงปรับเปลี่ยนโครงสร้างพอร์ตการลงทุนของ PTTEP ให้มีความสมดุลมากขึ้น ควบคู่ไปกับการรักษาทกบาทในด้านความมั่นคงทางพลังงานของประเทศไทย ปัจจุบันสินทรัพย์ในต่างประเทศคิดเป็นสัดส่วนประมาณ 25% ของการผลิตในปี 2569 แต่คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น 40% ภายในปี 2573 โดยได้รับแรงหนุนจากการเติบโตในมาเลเซีย ตะวันออกกลาง และแอฟริกา โครงการสำคัญที่สร้างมูลค่าเพิ่ม ได้แก่ Malaysia SK410B (Lang Lebah), Malaysia Greenfields, Myanmar M3, Algeria HBR expansion และ Mozambique Area 1 บริษัทมีแผนลงทุน US\$3.33 หมื่นล้าน ในปี 2569-2573 โดยจะจัดสรรงบลงทุน 36% สำหรับการสำรวจและผลิต (E&P) ไปยังโครงการขยายการลงทุนในต่างประเทศ ผู้บริหารมองว่าโครงการเหล่านี้มีความสำคัญอย่างยิ่งในการชดเชยการลดลงตามธรรมชาติของสินทรัพย์เดิมในประเทศ และเพื่อรักษาปริมาณการผลิตและการทดแทนปริมาณสำรองในระยะยาว

Figure 4: PTTEP – โครงการพัฒนาและสำรวจ

Source: PTTEP

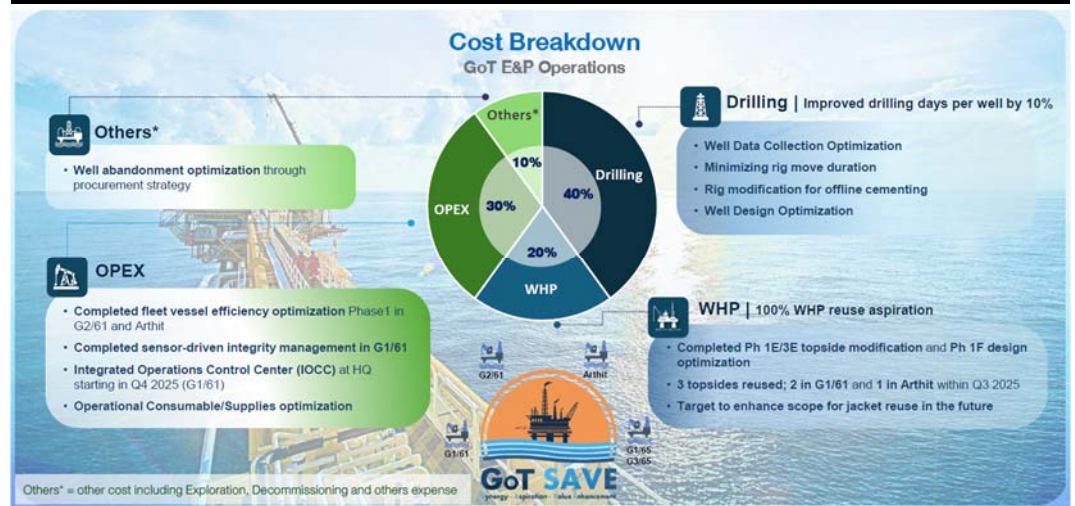
Lang Lebah อาจกลายเป็นโอกาสในการเติบโตที่สำคัญที่สุดที่ยังไม่ได้ถูกนำมาคำนวณรวมในพอร์ตลงทุน แม้ว่าผู้บริหารจะเปิดเผยข้อมูลแผนการพัฒนาโครงการ SK410B ในมาเลเซีย (Lang Lebah; สัดส่วนการถือหุ้น 42.5%) ค่อนข้างจำกัด แต่โครงการนี้ยังคงเป็นหนึ่งในปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าระยะยาวที่สำคัญที่สุดในพอร์ตลงทุนของ PTTEP โดยแหล่งก๊าซดังกล่าวมีปริมาณสำรองก๊าซประมาณ 5 ล้านล้านลูกบาศก์ฟุต และปัจจุบันอยู่ระหว่างการศึกษาปรับแบบโครงการ (re-engineering) เพื่อเพิ่มความคุ้มค่าของโครงการก่อนการตัดสินใจลงทุนขั้นสุดท้าย (FID) ที่สำคัญคือ Lang Lebah ยังไม่ได้อยู่รวมอยู่ในแผนการผลิตระยะ 5 ปีของ PTTEP ซึ่งสะท้อนถึง upside ที่มีนัยสำคัญต่อปริมาณสำรองและการผลิตในอนาคต ด้วยขนาดโครงการที่ใหญ่ ความสำเร็จในการพัฒนาเชิงพาณิชย์จะช่วยสนับสนุนให้ PTTEP มีแนวโน้มเติบโตอย่างต่อเนื่องหลังจากปี 2573 และช่วยชดเชยการลดลงของ

การผลิตจากสินทรัพย์เดิมในประเทศ ดังนั้น นักลงทุนจึงมีแนวโน้มที่จะให้ความสนใจกับแนวคิดการพัฒนา ความคุ้มค่าของโครงการ และกรอบเวลาในการมุ่งสู่การตัดสินใจลงทุนขั้นสุดท้าย (FID) มากขึ้น

พอร์ตลงทุนที่เน้นก๊าซธรรมชาติยังคงสร้างเสถียรภาพให้กับกำไร พอร์ตลงทุนของ PTTEP ยังคงมีความเป็นสินทรัพย์เชิงรับ (defensive) สูงเมื่อเทียบกับบริษัทที่ประกอบธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (E&P) ทั่วโลก โดยก๊าซธรรมชาติคิดเป็นสัดส่วน 70-75% ของการผลิตทั้งหมด ผู้บริหารเน้นย้ำว่าการขายก๊าซส่วนใหญ่อยู่ภายใต้สัญญาระยะยาวที่มีการระบุปริมาณที่แน่นอนและสูตรราคาที่อิงกับราคาน้ำมันเพียงบางส่วน นอกจากนี้ การปรับราคามี lag time เฉลี่ย 6-12 เดือน ซึ่งช่วยลดความผันผวนจากการเปลี่ยนแปลงของราคาน้ำมันในระยะสั้น อย่างไรก็ตาม โครงสร้างดังกล่าวทำให้ PTTEP สามารถรักษาระดับราคาขายให้อยู่ในระดับที่ค่อนข้างมีเสถียรภาพประมาณ US\$5.8/MMBtu แม้ราคา LNG spot จะผันผวนสูง สำหรับปี 2569 ผู้บริหารคาดว่าราคาขายเฉลี่ยจะปรับเพิ่มขึ้นสู่ระดับ US\$6/MMBtu โดยอิงสมมติฐานราคาน้ำมัน Dubai ที่ US\$80-90/bbl ซึ่งช่วยสนับสนุนความแข็งแกร่งของกำไรในภาวะที่ราคาสินค้าโภคภัณฑ์มีความผันผวน

ความยั่งยืนของต้นทุนต่อหน่วยอาจกลายเป็นประเด็นถกเถียงสำคัญถัดไป PTTEP ยืนยันเป้าหมายที่จะรักษาต้นทุนต่อหน่วยไว้ที่ประมาณ US\$30/BOE แม้จะมีสัดส่วนสินทรัพย์ที่มีความซับซ้อนทางเทคนิคมากขึ้นและแหล่งผลิตที่มีอายุการใช้งานมานาน ผู้บริหารระบุถึงมาตรการเพิ่มประสิทธิภาพหลายด้าน เช่น การนำแท่นหลุมผลิตกลับมาใช้ใหม่ การเพิ่มประสิทธิภาพการขุดเจาะ และการบูรณาการด้านโลจิสติกส์ภายใต้โครงการ Gulf of Thailand SAVE อย่างไรก็ตาม โครงการสร้างแท่นโตะในอ่าวของบริษัทยังคงอยู่ในพื้นที่ที่ลึก ซับซ้อน หรือมีต้นทุนสูงกว่า นักลงทุนจึงอาจเฝ้าระวังมากขึ้นว่าบริษัทจะสามารถรักษาความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนในระดับแนวหน้าของอุตสาหกรรมไว้ได้หรือไม่ ในช่วงที่กำลังเปลี่ยนผ่านจากสินทรัพย์ในประเทศที่อยู่ในระยะปลายไปสู่โครงการโตะในต่างประเทศ ซึ่งสิ่งนี้อาจกลายเป็นหนึ่งในปัจจัยขับเคลื่อนที่สำคัญที่สุดของ valuation ในระยะยาวและความยั่งยืนของกระแสเงินสดอิสระ

Figure 5: PTTEP – โครงการ GoT SAVE



Source: PTTEP

การต่ออายุสัญญาสัมปทานแหล่งก๊าซในประเทศอาจมีความสำคัญมากกว่าโครงการใหม่ๆ ผู้บริหารย้ำหลายครั้งถึงแหล่ง Yadana, S1 และสินธุอ้อม ซึ่งเป็นสินทรัพย์ที่สัญญาสัมปทานจะสิ้นสุดลงในช่วงปี 2571-2574 พร้อมทั้งกล่าวถึงความคืบหน้าในการหารืออย่างต่อเนื่องกับหน่วยงานที่เกี่ยวข้องและกิจกรรมการสำรวจเพื่อสนับสนุนการต่ออายุสัญญา แม้ว่าปัจจุบันความสนใจของนักลงทุนจะมุ่งเน้นไปที่การพัฒนาโครงการใหม่ แต่ความสำเร็จในการต่ออายุสัมปทานของสินทรัพย์เดิมเหล่านี้จะเป็นแหล่งที่มาของการเพิ่มปริมาณการผลิตที่มีความเสี่ยงต่ำกว่าและอาจให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าโครงการใหม่ เมื่อพิจารณาจากบทบาทเชิงกลยุทธ์ของ PTTEP ในด้านความมั่นคงทางพลังงานของไทย และการที่ประเทศต้องพึ่งพาการนำเข้า LNG มากขึ้น ความเป็นไปได้ที่จะมีการผลิตต่อเนื่องจากสินทรัพย์เหล่านี้เป็นสิ่งที่น่าสนใจให้ค่าต่ำเกินไป ทั้งนี้ หากมีพัฒนาการเชิงบวกเกี่ยวกับการต่ออายุสัมปทานจะช่วยเพิ่มความชัดเจนของการผลิตในระยะยาวได้อย่างมีนัยสำคัญมากกว่าแนวโน้มมาตรฐานในปัจจุบัน

โครงการ CCS แห่งแรกของไทยอาจเปิดโมเดลธุรกิจใหม่ โครงการ CCS ที่แห่งอาทิตย์ไม่ได้เป็นเพียงโครงการด้าน ESG เท่านั้น ผู้บริหารระบุว่าโครงการดังกล่าวได้ผ่านการตัดสินใจลงทุนขั้นสุดท้าย (FID) ในปี 2568 โดยคาดว่าจะสามารถเริ่มการอัดกลับคาร์บอนไดออกไซด์ได้ในปี 2571 อีกทั้งยังคาดว่าจะเริ่มจุดเริ่มต้นของการกำหนดรอบกฎระเบียบและการดำเนินงานสำหรับธุรกิจ CCS เชิงพาณิชย์ในอนาคตของประเทศไทย นอกจากนี้ PTTEP ยังอยู่ระหว่างการวางตำแหน่งเพื่อเข้าร่วม Eastern CCS Hub ซึ่งอาจนำไปสู่การสร้างธุรกิจบริการดักจับและกักเก็บคาร์บอน (CCS-as-a-Service) โดยใช้ประโยชน์จากศักยภาพด้าน E&P ที่มีอยู่ แม้ว่าผลกระทบต่อการทำกำไรในระยะสั้นจะยังมีจำกัด แต่นักลงทุนเริ่มมองว่าโครงสร้างพื้นฐาน CCS เป็นความได้เปรียบเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญสำหรับบริษัทน้ำมันแห่งชาติและผู้ผลิตก๊าซ

งบดุลที่แข็งแกร่งสะท้อนศักยภาพในการทำ M&A อย่างต่อเนื่อง แม้ว่าบริษัทจะมีแผนลงทุน 5 ปีที่ US\$3.33 หมื่นล้าน แต่ ณ 1Q69 PTTEP มีอัตราส่วนหนี้สินต่อทุน (D/E) เพียง 0.24 เท่า และอัตราส่วนหนี้สินต่อ EBITDA ที่ 0.64 เท่า ซึ่งต่ำกว่าระดับเพดานภายในของบริษัทอย่างมีนัยสำคัญ โดยผู้บริหารระบุชัดว่า PTTEP ยังคงมีความสามารถในการก่อหนี้เพิ่มเติมเพื่อรองรับการลงทุน การพัฒนาโครงการ และโอกาสในการเข้าซื้อกิจการ เมื่อพิจารณาจากความสำเร็จในการเข้าซื้อสินทรัพย์ในมาเลเซีย แอลจีเรีย และประเทศไทยในช่วงที่ผ่านมา การเติบโตใน

ระยะถัดไปอาจรวมถึงการขยายกิจการผ่านการทำ M&A ไม่ได้จำกัดอยู่เพียงการเติบโตจากภายใน (organic growth) เท่านั้น แม้ตัวเลือกละเอียดนี้ยังไม่ได้สะท้อนในประมาณการการผลิตปัจจุบัน แต่ยังคงเป็นปัจจัยกระตุ้นสำหรับการเติบโตในอนาคต

วินัยทางการเงินช่วยสนับสนุนการเติบโตพร้อมกับรักษาความน่าสนใจของเงินปันผล ผู้บริหารเน้นย้ำถึงแนวทางการจัดสรรเงินทุนอย่างมีวินัยซึ่งสร้างสมดุลระหว่างการลงทุนเพื่อการเติบโต ความแข็งแกร่งทางการเงิน และผลตอบแทนของผู้ถือหุ้น กระแสเงินสดจากการดำเนินงานประมาณ US\$5-6 พันล้านต่อปียังคงเป็นแหล่งเงินทุนหลัก และมีการใช้ project financing สำหรับโครงการขนาดใหญ่ ด้วยงบดุลที่แข็งแกร่งและความสามารถในการก่อหนี้ที่ยังมีอยู่ PTTEP ยังคงมุ่งรักษาระดับเครดิตระดับ investment-grade พร้อมกับการลงทุนในโครงการที่สร้างมูลค่า ผู้บริหารกล่าวว่าย่ำว่าสำคัญในการจัดสรรเงินทุน ได้แก่ การรักษาปริมาณการผลิตและความมั่นคงทางพลังงาน การลงทุนในโครงการเพื่อการเติบโต การรักษาความยืดหยุ่นทางการเงิน และการสร้างผลตอบแทนที่ยั่งยืนให้แก่ผู้ถือหุ้น ความมุ่งมั่นนี้สะท้อนผ่านเงินปันผลปี 2568 ที่ 8.75 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผลที่ 59% และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 7.7% ด้วยกระแสเงินสดที่แข็งแกร่งและการบริหารเงินทุนอย่างมีวินัย PTTEP ดูเหมือนจะมีความพร้อมในการจัดหาเงินทุนเพื่อสนับสนุนการเติบโต ควบคู่กับการรักษาระดับเงินปันผลที่น่าพอใจ

Risk-reward น่าสนใจ หนุนโดยการเติบโตและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผล เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ PTTEP ด้วยราคาเป้าหมาย 162 บาท โดยได้รับการสนับสนุนจากการเติบโตของปริมาณการผลิตที่ชัดเจน พอร์ตการลงทุนที่เน้นก๊าซซึ่งช่วยลดความผันผวนของกำไร และความสามารถในการสร้างกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง โครงการจำนวนมากที่จะเริ่มดำเนินการในปี 2570-2573 จะช่วยสนับสนุนให้ปริมาณการผลิตเติบโตที่ CAGR 3-4% ขณะที่สินทรัพย์ต่างประเทศจะมีบทบาทในการช่วยสนับสนุนการเติบโตที่มีนัยสำคัญมากขึ้น สัญญาซื้อขายก๊าซระยะยาวของ PTTEP ช่วยลดความผันผวนของกำไร และงบดุลที่แข็งแกร่งช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นสำหรับการลงทุนและ M&A เมื่อรวมกับอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าพอใจและการจัดสรรเงินทุนที่มีวินัย เราเชื่อว่า risk-reward ยังอยู่ในระดับที่น่าพอใจที่ valuation ปัจจุบัน

ปัจจัยเสี่ยง: 1) ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบ 2) ต้นทุนต่อหน่วยที่สูงขึ้น 3) การด้อยค่าของสินทรัพย์ และ 4) การเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการดำเนินธุรกิจ และการปรับตัวสู่พลังงานสะอาด

Figure 6: PTTEP – Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	312,310	281,449	294,249	290,382	305,680
EBITDA	(Btmn)	240,982	239,240	217,583	213,482	223,730
Core profit	(Btmn)	78,239	58,057	71,097	65,094	69,078
Reported profit	(Btmn)	78,824	60,273	65,514	65,094	69,078
Core EPS	(Bt)	19.71	14.62	17.91	16.40	17.40
DPS	(Bt)	9.63	8.75	8.50	8.50	8.50
P/E, core	(x)	7.3	9.8	8.0	8.8	8.3
EPS growth, core	(%)	(0.5)	(25.8)	22.5	(8.4)	6.1
P/BV, core	(x)	1.1	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE	(%)	15.1	11.0	13.3	11.5	11.5
Dividend yield	(%)	6.7	6.1	5.9	5.9	5.9
EV/EBITDA	(x)	2.2	2.5	3.0	3.3	3.2

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

TOP: ได้ประโยชน์จาก upside ของธุรกิจโรงกลั่นและการเติบโตที่ขับเคลื่อนโดยโครงการ CFP

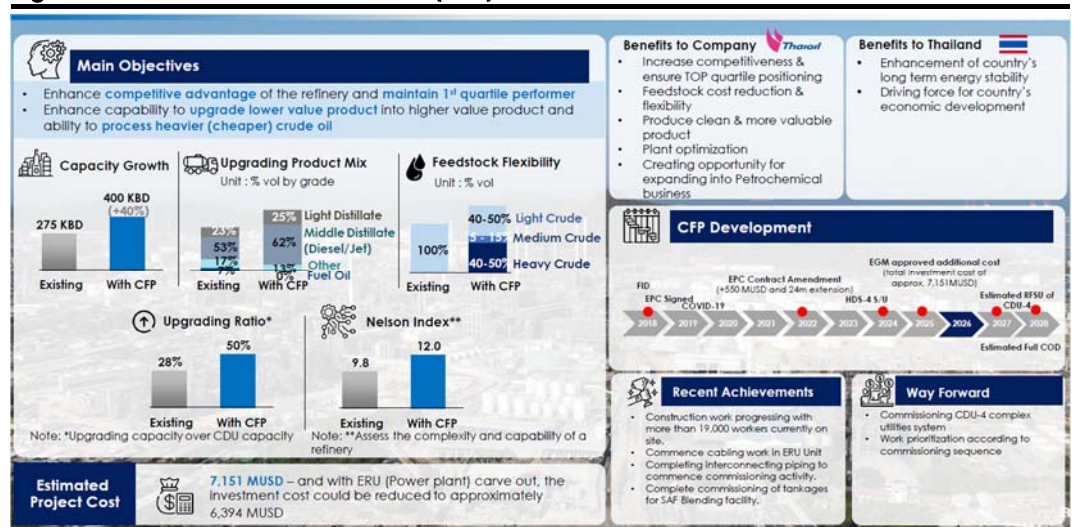
(OUTPERFORM | ราคาเป้าหมาย: 60.00 บาท)

ปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจโรงกลั่นยังคงสนับสนุน แม้คาดว่าค่าการกลั่นจะกลับสู่ระดับปกติ ผู้บริหารคาดว่าค่าการกลั่นจะลดลงจากระดับที่สูงผิดปกติใน 2Q69 แต่จะยังคงอยู่เหนือค่าเฉลี่ยในอดีต ตลาดน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินยังคงได้รับอานิสงส์จากระดับสินค้าคงคลังที่ต่ำ ขณะที่การหยุดเดินเครื่องโรงกลั่นในตะวันออกกลางในตะวันออกกลางและเอเชียส่งผลให้มีอุปทานจำกัด แม้ว่าการกลับมาเปิดช่องแคบฮอร์มุซจะช่วยให้การขนส่งน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์กลับสู่สภาวะปกติ แต่คาดว่าจะการดำเนินงานของโรงกลั่นจะฟื้นตัวช้ากว่า ซึ่งจะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่นไปจนถึงช่วง 2H69 น้ำมันดีเซลยังคงเป็นปัจจัยหลักในการขับเคลื่อนกำไรจากอุปทานในยุโรปที่ตั้งตัวและความไม่แน่นอนของการส่งออกน้ำมันจากรัสเซีย แม้ว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวลดลงจากจุดสูงสุดเมื่อไม่นานนี้ แต่กำลังการกลั่นใหม่ที่มีจำกัดและอุปทานน้ำมันดีเซลที่ตึงตัวน่าจะช่วยสนับสนุนความสามารถในการทำกำไรอย่างต่อเนื่อง

ความยืดหยุ่นในการจัดหาวัตถุดิบกลายเป็นความได้เปรียบทางการแข่งขัน TOP แสดงให้เห็นถึงความยืดหยุ่นในการดำเนินงานที่แข็งแกร่งในช่วงที่เกิดเหตุการณ์ไม่สงบในตะวันออกกลาง โดยก่อนเกิดความขัดแย้ง อุปทานน้ำมันดิบประมาณ 90% มาจากตะวันออกกลาง แต่บริษัทสามารถปรับลดสัดส่วนดังกล่าวลงเหลือประมาณ 35% ได้อย่างรวดเร็ว โดยหันไปจัดหาวัตถุดิบจากอเมริกาเหนือ แอฟริกาตะวันตก และอเมริกาใต้ แม้ว่าต้นทุนการขนส่งและการจัดซื้อจะสูงขึ้น แต่สิ่งนี้ทำให้ TOP สามารถรักษาอัตรากำไรใช้ค่าสิ่งการกลั่นได้สูงกว่า 110% โดยไม่มีการหยุดชะงักของอุปทาน ผู้บริหารเน้นย้ำว่าบริษัทสามารถปรับเปลี่ยนแหล่งจัดหาวัตถุดิบได้อย่างรวดเร็วตามสภาวะตลาด โดยได้รับแรงหนุนจากเครือข่ายอุปทานทั่วโลกของ PTT การกลับมาใช้งานทุ่นผูกเรือลากทะเลหมายเลข 2 (SBM-2) ใน 2Q69 ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพด้านโลจิสติกส์และน่าจะช่วยสนับสนุนกำไรในระยะยาว

โครงการ CFP ยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนมูลค่าที่สำคัญ โครงการพลังงานสะอาด (Clean Fuel Project หรือ CFP) ยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตในระยะยาวที่สำคัญที่สุดสำหรับ TOP ปัจจุบันการก่อสร้างมีความคืบหน้าประมาณ 30% โดยมีคนงานในไซต์งานประมาณ 19,000 คน ผู้บริหารยืนยันเป้าหมายการก่อสร้าง CDU-4 แล้วเสร็จใน 2Q70 และเริ่มดำเนินงานเชิงพาณิชย์เต็มรูปแบบใน 3Q71 โดยมีมูลค่าเงินลงทุนสุทธิรวมประมาณ US\$5.96 พันล้าน หลังจากหักค่าชดเชยและส่วนลดต้นทุนต่างๆ โดยคาดว่าโครงการ CFP จะช่วยหนุนให้ GRM ปรับเพิ่มขึ้นได้อีก US\$4-5/บาร์เรล ผ่านการใช้น้ำมันดิบหนักที่มีต้นทุนต่ำกว่า การผลิตน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินเพิ่มขึ้น และการผลิตน้ำมันเตาลดลง นอกเหนือจากการปรับปรุงค่าการกลั่นแล้ว โครงการนี้ยังช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการจัดหาวัตถุดิบจากแหล่งที่หลากหลายมากขึ้น เช่น แคนาดา และเวเนซุเอลา เนื่องจากโครงการ CFP เป็นโครงการลงทุนขนาดใหญ่ งบดุลจึงยังคงเป็นสิ่งสำคัญที่นักลงทุนให้ความสนใจ

Figure 7: TOP – โครงการพลังงานสะอาด (CFP)



Source: TOP

ความกังวลด้านงบดุลลดลงอย่างมีนัยสำคัญ TOP มีความคืบหน้าอย่างมีนัยสำคัญในการเสริมสร้างความแข็งแกร่งของงบดุล แม้จะมีการลงทุนในโครงการ CFP อย่างต่อเนื่อง ใน 1Q69 บริษัทได้ซื้อหุ้นกู้คืนประมาณ US\$550 ล้าน และออกหุ้นกู้ด้วยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายทุน (perpetual bond) มูลค่า US\$600 ล้าน ซึ่งส่วนใหญ่ถูกนับเป็นทุนหนี้สินสุทธิลดลงมาอยู่ที่ประมาณ 2.17 หมื่นลบ. ในขณะที่อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA ปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ประมาณ 1.0 เท่า สภาพคล่องยังคงอยู่ในระดับสูง โดยมีเงินสดและเงินลงทุนระยะสั้นมากกว่า 7.6 หมื่นลบ. ผู้บริหารเชื่อว่าแหล่งเงินทุนที่มีอยู่เพียงพอสำหรับการดำเนินโครงการ CFP ให้แล้วเสร็จ และไม่เห็นความจำเป็นเร่งด่วนในการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติม ตัวชี้วัดเครดิตที่ดีขึ้นและการที่ Moody's ปรับแนวโน้มอันดับเครดิตจาก negative (เชิงลบ) เป็น stable (มีเสถียรภาพ) ช่วยลดความกังวลด้านการเงินลงได้อีก

ธุรกิจปิโตรเคมียังคงเป็นความท้าทายในระยะยาว ผู้บริหารยังคงระมัดระวังต่อเนื่องแนวโน้มธุรกิจปิโตรเคมี แม้ว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะปรับตัวขึ้นชั่วคราวในช่วงที่เกิดความขัดแย้งในตะวันออกกลางจากการหยุดชะงักของอุปทาน แต่อุปสงค์ที่อ่อนแอและการเพิ่มกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่องยังคงกดดันอุตสาหกรรม PX ดูเหมือนจะมีสถานะที่ดีกว่าผลิตภัณฑ์อื่นๆ ค่อนข้างมากเนื่องจากคาดว่าจะมีโครงการใหม่เกิดขึ้นไม่มากนัก ในขณะที่ผลิตภัณฑ์เบนซินยังคงเผชิญกับภาวะอุปทานล้นตลาด ส่วนกลุ่มโพลีเอทิลีนสาคดว่ายังคงเผชิญสภาวะที่ท้าทายต่อไปจนถึงปี 2571-2572 เนื่องจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะในประเทศจีน ยังคงสูงกว่าการเติบโตของอุปสงค์ นอกจากนี้ การส่งออกโพลีเอทิลีนและโพลีโพรพิลีนจากจีนที่เพิ่มขึ้น ยังสร้างแรงกดดันต่อราคาในภูมิภาค ส่งผลให้ส่วนต่างราคาที่ฟื้นตัวเมื่อไม่นานนี้ไม่น่าจะเกิดขึ้นได้อย่างยั่งยืนเมื่อสภาวะตลาดกลับสู่ภาวะปกติ

ความเสี่ยงที่สำคัญยังคงอยู่ที่การแทรกแซงทางนโยบายและความผันผวนของราคาน้ำมัน ผู้บริหารระบุถึงความเสี่ยงหลัก 3 ประการ ได้แก่ ราคาน้ำมันที่ปรับตัวลดลง ความต้องการเงินทุนหมุนเวียนที่สูงขึ้น และการแทรกแซงจากภาครัฐ มาตรการควบคุมราคาน้ำมันดีเซลชั่วคราวของประเทศไทยส่งผลให้ความสามารถในการทำกำไรลดลงประมาณ 2.8 พันลบ. ในช่วงที่มีความขัดแย้ง แม้ว่าจะได้รับอนุญาตให้ส่งออกน้ำมันเครื่องบินไปยังตลาดที่กำหนดได้ แต่ข้อจำกัดในการส่งออกน้ำมันดีเซลยังคงมีอยู่ ซึ่งต้องมีการบริหารจัดการสินค้าคงคลังและการผลิตอย่างจริงจัง นับถึงปัจจุบัน TOP ยังสามารถรักษาอัตราการใช้กำลังการกลั่นไว้ได้ด้วยการเพิ่มการผลิตน้ำมันเครื่องบินและปรับการจัดเก็บให้เหมาะสม อย่างไรก็ตาม หากข้อจำกัดยังคงอยู่เป็นเวลานาน อาจส่งผลต่อประสิทธิภาพการดำเนินงาน นอกจากนี้ ผลขาดทุนจากการป้องกันความเสี่ยง (hedging) ในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับขึ้นล่าสุด ยังสะท้อนถึงความอ่อนไหวของกำไรต่อความผันผวนของราคาสินค้าโภคภัณฑ์ ซึ่งเป็นประเด็นที่นักลงทุนควรติดตามในช่วง 2H69

Valuation ยังคงตามหลังปัจจัยพื้นฐานที่ปรับตัวดีขึ้น เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อ TOP โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 60 บาท (PBV ปี 2569 ที่ 0.7 เท่า) โดยได้รับแรงหนุนจากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง การดำเนินงานที่มีประสิทธิภาพ และความแข็งแกร่งทางการเงินที่เพิ่มขึ้น ปัจจัยพื้นฐานของน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินยังคงอยู่ในเกณฑ์ดี ในขณะที่ความยืดหยุ่นในการจัดหาวัตถุดิบของ TOP ช่วยเพิ่มความทนทานของกำไรในช่วงที่ตลาดหยุดชะงัก โครงการพลังงานสะอาด (CFP) ยังคงเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ โดยมีศักยภาพในการเพิ่ม GRM ได้อีก US\$4-5/บาร์เรล และผลักดันการเติบโตของกำไรได้อย่างมีนัยสำคัญตั้งแต่ปี 2571 เป็นต้นไป ด้วยการหนี้ที่ลดลง ความเสี่ยง

ด้านแหล่งเงินทุนที่คล่องตัว และ valuation ที่ยังต่ำกว่าระดับในอดีต เราเชื่อว่าตลาดยังไม่สะท้อน upside ของกำไร และศักยภาพในการสร้างมูลค่าในระยะยาวของ TOP อย่างเต็มที่

ความเสี่ยงที่สำคัญ: ราคาน้ำมันและค่าการกลั่นมีความผันผวน ราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลงส่งผลทำให้เกิดผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน และอุปสงค์ผลิตภัณฑ์จะโหมติดยาลดลง ส่วนความเสี่ยงอื่นๆ ได้แก่ โอกาสเกิดความล่าช้าในการเริ่มดำเนินโครงการ CFP และงบประมาณที่บานปลาย ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ ได้แก่ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

Figure 8: TOP – Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	466,777	395,682	510,989	422,789	413,981
EBITDA	(Btmn)	20,999	17,686	47,297	29,826	30,694
Core profit	(Btmn)	8,412	3,481	30,933	14,995	15,853
Reported profit	(Btmn)	9,959	14,584	22,933	14,995	15,853
Core EPS	(Bt)	3.77	1.56	13.85	6.71	7.10
DPS	(Bt)	1.90	1.80	2.20	2.40	2.50
P/E, core	(x)	15.0	36.3	4.1	8.4	8.0
EPS growth, core	(%)	(61.9)	(58.6)	788.6	(51.5)	5.7
P/BV, core	(x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	5.0	1.9	15.3	6.9	7.0
Dividend yield	(%)	3.4	3.2	3.9	4.2	4.4
EV/EBITDA	(x)	11.5	9.8	5.2	8.3	7.6

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

OR: ก้าวข้ามธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน – สู่การสร้างระบบนิเวศทางธุรกิจที่ครอบคลุมยิ่งขึ้น

(OUTPERFORM | ราคาเป้าหมาย: 18.00 บาท)

ธุรกิจ Mobility ยังคงเป็นเครื่องยนต์ในการสร้างกระแสเงินสด แม้จะเผชิญกับภาวะการหยุดชะงักของอุตสาหกรรม ธุรกิจ Mobility ยังคงเป็นแหล่งสร้างกระแสเงินสดหลักของ OR โดยได้รับการสนับสนุนจากสถานะผู้นำที่มีส่วนแบ่งการตลาดน้ำมัน 42% และส่วนแบ่งการตลาดค้าปลีก 38% แม้ว่าอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นชั่วคราวจากความต้องการด้านอุปทานในตะวันออกกลางจะช่วยหนุนปริมาณขายใน 1Q69 แต่ผู้บริหารคาดว่า การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันตลอดทั้งปีจะสอดคล้องกับการเติบโตของ GDP ประเทศไทยที่ประมาณ 2% ทั้งนี้ การแทรกแซงจากภาครัฐ ภาษีของกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง และการกำหนดราคาเชื้อเพลิงอากาศยานยังคงเป็นความเสี่ยงต่อมาร์จิ้น อย่างไรก็ตาม OR ยังคงมุ่งเน้นการรักษาค่าการตลาดและระดับกำไรขั้นต้นที่สนับสนุนการสร้างกระแสเงินสดที่แข็งแกร่ง ซึ่งช่วยให้ธุรกิจ Mobility สามารถจัดหาเงินทุนสำหรับการลงทุนเพื่อการเติบโต พร้อมทั้งช่วยสร้างเสถียรภาพของกำไรในช่วงที่มีการเปลี่ยนแปลงผ่านพอร์ตธุรกิจ

ธุรกิจ Lifestyle จะก้าวขึ้นเป็นแรงขับเคลื่อนการเติบโตของกำไรที่สำคัญ ธุรกิจ Lifestyle จะก้าวขึ้นมาเป็นแรงขับเคลื่อนการเติบโตของกำไรที่สำคัญของ OR โดยได้รับการสนับสนุนจากยอดขายสาขาเดิมที่แข็งแกร่ง การขยายเครือข่าย และประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้น โดย Café Amazon มียอดขายต่อไตรมาสสถิติสูงสุดที่ 112 ล้านแก้ว และตั้งเป้าหมายยอดขายที่ 1.2 ล้านแก้วต่อวัน ด้าน EBITDA ของกลุ่มธุรกิจนี้สูงกว่า 10% ซึ่งได้รับอานิสงส์จากการประหยัดต่อขนาด (Operating Leverage) และการควบคุมต้นทุนที่เข้มงวดขึ้น ทั้งนี้ ฝ่ายบริหารคาดว่าสัดส่วนกำไร EBITDA ของธุรกิจ Lifestyle จะเพิ่มขึ้นจากประมาณ 28% ในปัจจุบัน เป็น 35-40% ภายในปี 2573 ซึ่งปัจจัยดังกล่าวจะช่วยกระจายความเสี่ยงของกำไรจากการพึ่งพาการค้าปลีกน้ำมันที่ถูกควบคุมโดยรัฐ

Figure 9: OR – แผนกลยุทธ์



Source: OR

ระบบนิเวศยานยนต์ไฟฟ้า (EV) สร้างทางเลือกในการเติบโตมากกว่าความเสี่ยงที่จะเข้ามาทดแทนธุรกิจเดิม ผู้บริหารมองว่าการเปลี่ยนผ่านสู่ยานยนต์ไฟฟ้าเป็นโอกาสในการขยายธุรกิจมากกว่าที่จะเข้ามาทำให้ระบบนิเวศของ OR หดตัวลง โดยตัวเลขทางเศรษฐศาสตร์ของสถานีชาร์จ EV กำลังเข้าใกล้จุดคุ้มทุนและอาจสร้างผลตอบแทนที่เทียบเท่าหรือสูงกว่าสถานีบริการน้ำมันแบบดั้งเดิม ดังนั้นเพื่อรองรับโอกาสดังกล่าว OR จึงได้พัฒนาเครือข่ายสถานีชาร์จที่ใหญ่ที่สุดแห่งหนึ่งในประเทศไทย โดยมีประมาณ 1,300 แห่ง และจุดชาร์จแบบ DC 3,000 จุด และมีแผนขยายเป็น 7,000 แห่งภายในปี 2573 แม้ว่าความต้องการใช้น้ำมันเบนซินจะค่อยๆ ลดลง แต่การเติบโตของสถานีชาร์จน่าจะช่วยชดเชยปริมาณขายที่ลดลงได้บางส่วน อีกทั้งระยะเวลาการชาร์จที่นานขึ้นยังช่วยสนับสนุนการใช้ภายในธุรกิจอาหาร เครื่องดื่ม คาเฟ่ และบริการอื่นๆ ภายในสถานี

ความยืดหยุ่นของห่วงโซ่อุปทานและวินัยทางการเงินกลายเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขัน การหยุดชะงักของอุปทานในตะวันออกกลางเมื่อไม่นานนี้ตอกย้ำให้เห็นถึงบทบาทเชิงกลยุทธ์ของ OR ในโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานของไทย และเน้นย้ำถึงความสำคัญของการบริหารจัดการสินค้าคงคลัง โลจิสติกส์ และสภาพคล่อง บริษัทสามารถรักษาความพร้อมของน้ำมันเชื้อเพลิงทั่วสถานีบริการทั้ง 2,400 แห่งได้อย่างต่อเนื่อง แม้จะมีความต้องการใช้บริการสูงในช่วงเทศกาลสงกรานต์ ทั้งนี้แม้ราคาน้ำมันที่ผันผวนและการเบิกจ่ายจากกองทุนน้ำมันที่ล่าช้ายังคงกดดันเงินทุนหมุนเวียน แต่ OR จะตอบสนองด้วยการพยากรณ์ที่แม่นยำยิ่งขึ้น การทำประกันความเสี่ยงเชิงรุก และการเพิ่มประสิทธิภาพห่วงโซ่อุปทาน ทั้งนี้ การเข้าซื้อกิจการ TPN ช่วยเสริมกลยุทธ์นี้ให้แข็งแกร่งยิ่งขึ้น โดยสามารถลดต้นทุนด้านโลจิสติกส์ได้ประมาณ 20% ช่วยเพิ่มความน่าเชื่อถือและยกระดับความสามารถในการแข่งขันในระยะยาว

การสร้างรายได้จากระบบนิเวศเป็นเสาหลักสำคัญของกลยุทธ์ปี 2573 ผู้บริหารตั้งเป้าเพิ่มจำนวนผู้ใช้บริการรายวันจาก 4 ล้านคน เป็น 5 ล้านคน ภายในปี 2573 ผ่านการขยายสถานีบริการเป็นประมาณ 2,900 แห่ง ร้าน Café Amazon เป็น 6,000 สาขา และจุดชาร์จ EV เป็น 7,000 แห่ง ในขณะเดียวกัน OR มีแผนที่จะขยายฐานสมาชิก Blue Plus จาก 10 ล้านราย เป็น 14 ล้านราย และใช้ประโยชน์จากข้อมูลลูกค้าเพื่อปรับปรุงการเลือกทำเลที่ตั้ง การพยากรณ์ความต้องการ การทำการตลาดแบบเจาะกลุ่มเป้าหมาย และการหาลูกค้าใหม่ นอกเหนือจากการขยายธุรกิจเชิงกายภาพแล้ว บริษัทยังพัฒนาแหล่งรายได้ใหม่ที่ขับเคลื่อนด้วยระบบนิเวศ เช่น โครงการ virtual banking ร่วมกับธนาคารกรุงไทย และ AIS ซึ่งมีศักยภาพสร้างรายได้ค่าธรรมเนียมที่ขยายตัวได้จากฐานลูกค้า นอกจากนี้ OR ยังเดินหน้าพัฒนาโรงแรมราคาประหยัดจำนวน 6 แห่งร่วมกับ Centara โดยตั้งเป้า EBIT margin ที่ 10-15% เพื่อเพิ่มการใช้ประโยชน์จากพื้นที่ เพิ่มความผูกพันของลูกค้า และสร้างโอกาสในการทำ cross-selling แม้ว่าส่วนแบ่งกำไรในระยะสั้นอาจยังไม่สูงมาก แต่ความสำเร็จในการสร้างรายได้จากระบบนิเวศจะช่วยสร้างรายได้ที่มีคุณภาพสูงขึ้นและมีความผันผวนน้อยลง ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการกระจายกำไรและมีโอกาสนำไปสู่การ re-rating valuation ในระยะกลาง

Figure 10: โครงสร้างระบบนิเวศของ OR



Source: OR

สภาพคล่องและเงินทุนหมุนเวียนยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญภายใต้ความผันผวนของราคาน้ำมัน สภาพคล่องยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญในสภาวะที่ราคาน้ำมันมีความผันผวน โดยราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น ความต้องการสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้น และการเบิกจ่ายเงินชดเชยจากกองทุนน้ำมันที่ล่าช้า ยังคงกดดันเงินทุนหมุนเวียน ส่งผลให้ OR ต้องจัดหาเงินทุนเพิ่มเติมเพื่อรองรับสินค้าคงคลังที่เพิ่มขึ้น ควบคู่ไปกับการรักษาแผนการลงทุน (capex) เพื่อการเติบโต แม้จะกดดันเชิงแข็งแกร่ง แต่ปัจจัยดังกล่าวกดดันกระแสเงินสดอิสระ และอาจจำกัดความสามารถในการจ่ายผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้น เช่น เงินปันผลพิเศษ และการซื้อหุ้นคืน ดังนั้น นักลงทุนจึงควรให้ความสำคัญและติดตามความสามารถในการแปลงกำไรเป็นเงินสดและแนวโน้มของเงินทุนหมุนเวียนอย่างใกล้ชิด โดยเฉพาะในช่วงที่ราคาน้ำมันมีความผันผวนสูง

การเปลี่ยนแปลงโครงสร้าง EBITDA สนับสนุนคุณภาพกำไรที่ดีขึ้น เป้าโครงสร้าง EBITDA ในปี 2573 ของผู้บริหารสะท้อนการปรับตัวสู่กำไรที่มีคุณภาพสูงขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยสัดส่วนของธุรกิจ Mobility คาดว่าจะลดลงจากประมาณ 60% มาอยู่ที่ 55% ของ EBITDA ขณะที่ธุรกิจ Lifestyle จะเพิ่มขึ้นจากประมาณ 28% เป็น 35-40% เนื่องจากธุรกิจ Lifestyle มีมาร์จิ้นสูงกว่าและเผชิญความเสี่ยงด้านกฎระเบียบน้อยกว่าธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน การเปลี่ยนผ่านดังกล่าวจึงมีแนวโน้มสนับสนุนการขยายตัวของมาร์จิ้น เพิ่มความชัดเจนของกำไร และรองรับ valuation ที่สูงขึ้น นักลงทุนควรติดตามว่าการเติบโตของกำไรกลุ่ม Lifestyle จะยังคงสูงกว่าการเติบโตของรายได้หรือไม่จาก operating leverage ที่ดีขึ้น

วินัยในการจัดสรรเงินทุนมีความเข้มงวดขึ้นหลังจากเผชิญความท้าทายในกัมพูชา หลังจากเผชิญความท้าทายในกัมพูชา OR ได้ปรับแนวทางการขยายธุรกิจไปต่างประเทศให้มีความรอบคอบมากขึ้น โดยเน้นการขยายธุรกิจร่วมกับพันธมิตร การกำหนดเกณฑ์การลงทุนที่เข้มงวดขึ้น และให้ความสำคัญกับสภาพตลาดท้องถิ่นก่อนตัดสินใจลงทุนในต่างประเทศ แทนที่จะเร่งขยายธุรกิจเชิงรุก บริษัทให้ความสำคัญกับโอกาสในประเทศที่มีความชัดเจนและให้ผลตอบแทนที่เหมาะสมกับความเสี่ยงมากกว่า แนวทางดังกล่าวจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการใช้เงินทุน สนับสนุนผลตอบแทนจากเงินลงทุน (ROIC) และลดโอกาสลงทุนที่ทำลายมูลค่าของบริษัท

การเข้าซื้อกิจการ TPN อาจมีความสำคัญมากกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ แม้จะถูกมองว่าเป็นการลงทุนด้านโลจิสติกส์ แต่การเข้าซื้อกิจการ TPN อาจกลายเป็นปัจจัยขับเคลื่อนกำไรที่มีนัยสำคัญ ผู้บริหารคาดการณ์ว่าต้นทุนโลจิสติกส์จะลดลงประมาณ 20% ในขณะที่ความน่าเชื่อถือของห่วงโซ่อุปทานและประสิทธิภาพด้านคาร์บอนจะปรับตัวดีขึ้น ด้วยขนาดของ OR การประหยัดต้นทุนการขนส่งเพียงเล็กน้อยก็สามารถแปรเปลี่ยนเป็นกำไรที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ที่สำคัญกว่านั้น การควบคุมโครงสร้างพื้นฐานที่สำคัญได้มากขึ้นช่วยเสริมความมั่นคงด้านอุปทาน โดยเฉพาะในภาคตะวันออกเฉียงเหนือของไทย ในขณะที่ความต้องการน้ำมันเข้าสู่ภาวะอิ่มตัว การเพิ่มประสิทธิภาพด้านโลจิสติกส์จะยังมีบทบาทสำคัญในการยกระดับมาร์จิ้นและสร้างความแตกต่างทางการแข่งขัน

ราคาเป้าหมาย 18 บาท อ้างอิง EV/EBITDA ที่ 7.5 เท่า เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ OR ด้วยราคาเป้าหมาย 18 บาท โดยได้รับแรงหนุนจากการสร้างกระแสเงินสดอย่างแข็งแกร่งของธุรกิจ Mobility และสัดส่วนกำไรที่ดีขึ้นโดยกลุ่ม Lifestyle สถานะผู้นำในตลาดค้าปลีกน้ำมันช่วยจัดหาเงินทุนเพื่อสร้างการเติบโต ในขณะที่การขยายสาขาของ Café Amazon การชำระ EV การสร้างรายได้จากข้อมูล และการพัฒนาระบบนิเวศ ช่วยสร้างปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโตเพิ่มเติม แม้ความผันผวนของราคาน้ำมันและลูกหนี้จากกองทุนน้ำมันจะยังคงเป็นความเสี่ยงในระยะสั้น แต่เราเชื่อว่าตลาดประเมินการกระจายกำไรและการสร้างรายได้จากระบบนิเวศในระยะยาวของ OR ไว้ต่ำเกินไป ทำให้ valuation ยังคงน่าสนใจเมื่อเทียบกับโอกาสเติบโตและคุณภาพของกำไรที่ปรับตัวดีขึ้น

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจะกระทบความต้องการน้ำมันและสินค้า non-oil ของ OR ขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอาจทำให้ผลขาดทุนจากสต็อกเพิ่มขึ้น ความเสี่ยงอื่นๆ ได้แก่ การแทรกแซงของภาครัฐในการกำหนดเพดานราคาขายปลีกน้ำมัน โดยเฉพาะน้ำมันดีเซล รวมถึงการแข่งขันที่สูงขึ้นและต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นซึ่งไม่สามารถผลักภาระไปยังผู้บริโภคได้

Figure 11: OR – Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	723,958	658,723	561,879	593,727	605,813
EBITDA	(Btmn)	17,748	21,291	23,260	25,295	27,329
Core profit	(Btmn)	7,466	10,979	13,136	14,794	16,250
Reported profit	(Btmn)	7,650	11,304	13,136	14,794	16,250
Core EPS	(Bt)	0.62	0.91	1.09	1.23	1.35
DPS	(Bt)	0.40	0.60	0.60	0.70	0.70
P/E, core	(x)	20.6	14.0	11.7	10.4	9.5
EPS growth, core	(%)	(32.7)	47.1	19.6	12.6	9.8
P/BV, core	(x)	1.4	1.4	1.3	1.2	1.1
ROE	(%)	6.8	9.9	11.3	12.0	12.4
Dividend yield	(%)	3.1	4.7	4.7	5.5	5.5
EV/EBITDA	(x)	7.0	6.0	4.8	4.2	3.7

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

PTTGC: ความได้เปรียบด้านวัตถุดิบและการปรับโครงสร้างพอร์ตลงทุนมูลค่าในระยะยาว

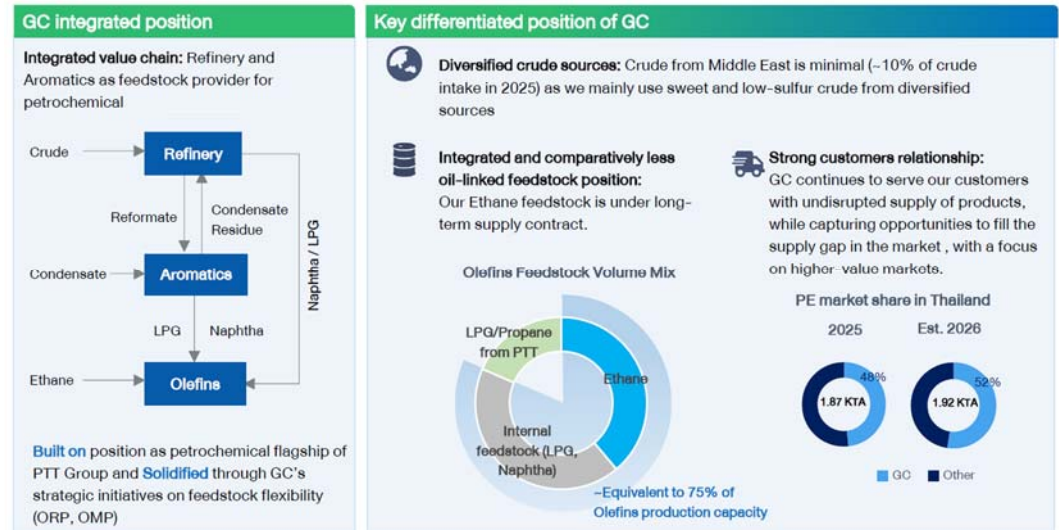
(OUTPERFORM | ราคาเป้าหมาย: 46.00 บาท)

ตลาดสินค้าโภคภัณฑ์อาจกำลังเข้าใกล้จุดเปลี่ยน ผู้บริหารยังคงมีมุมมองเชิงบวกอย่างระมัดระวังต่อปัจจัยพื้นฐานของอุตสาหกรรม โดยภาวะตลาดยังคงได้รับแรงกดดันจากการเพิ่มกำลังการผลิตในจีนและอุปสงค์ที่อ่อนแอ แต่ตัวชี้วัดหลายประการบ่งชี้ว่าสถานการณ์กำลังเริ่มทรงตัว การหยุดชะงักในวันออกกลางทำให้ตลาดโอเลฟินส์ตึงตัวขึ้น มาร์จิ้นของผลิตภัณฑ์ปรับตัวดีขึ้น และเศรษฐกิจการกลั่นมีความแข็งแกร่งขึ้น ผู้บริหารเชื่อว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์โพลีเอทิลีนไม่น่าจะปรับตัวแย่ลงอย่างมีนัยสำคัญจากระดับปัจจุบัน ในขณะที่การปรับลดกำลังการผลิตในญี่ปุ่น เกาหลี ยุโรป และอาจรวมถึงในจีน อาจช่วยเร่งให้ตลาดกลับเข้าสู่สมดุลเร็วขึ้น นอกจากนี้ ผู้ผลิตในจีนอาจเผชิญกับต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นหากการเข้าถึงน้ำมันดิบในราคาส่วนลดมีข้อจำกัดมากขึ้น แม้ว่าการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วจะเป็นไปได้ยาก แต่ความเสี่ยงตลาดเริ่มมีจำกัดมากขึ้นหลังจากเผชิญกับภาวะอุปทานล้นตลาดมาหลายปี

ห่วงโซ่คุณค่าแบบครบวงจรและความได้เปรียบด้านอีเทนทำให้แข็งแกร่งยิ่งขึ้น แพลตฟอร์มแบบครบวงจรของ PTTGC ในธุรกิจโรงกลั่น อะโรมาติกส์ และโอเลฟินส์ แสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งในช่วงเหตุการณ์ความขัดแย้งในวันออกกลาง โดยมีน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางเพียงประมาณ 10% ของอุปทานทั้งหมด ในขณะที่วัตถุดิบโอเลฟินส์ประมาณ 75% ได้รับการจัดหาผ่านสัญญาอีเทนในประเทศและแหล่งผลิตภายในบริษัท สิ่งนี้สร้างความได้เปรียบด้านต้นทุนและอุปทานอย่างมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับคู่แข่งที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบหลัก ซึ่งช่วยลด

ความเสี่ยงจากการขาดแคลนวัตถุดิบและภาวะเงินเฟ้อด้านต้นทุน โดยคาดว่าอุปทานอีเทนจาก PTT จะเพิ่มขึ้นเป็นประมาณ 1.9 ล้านตันในปี 2569 จาก 1.8 ล้านตันในปี 2568 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันให้ดียิ่งขึ้น ทั้งนี้ บริษัทสามารถทำการส่งมอบผลิตภัณฑ์ได้อย่างต่อเนื่องตลอดช่วงที่มีการหยุดชะงัก และสามารถเพิ่มส่วนแบ่งการตลาดในประเทศไทยได้ ซึ่งเป็นการตอกย้ำถึงคุณค่าของฐานสินทรัพย์แบบบูรณาการและความยืดหยุ่นในการจัดหาวัตถุดิบ

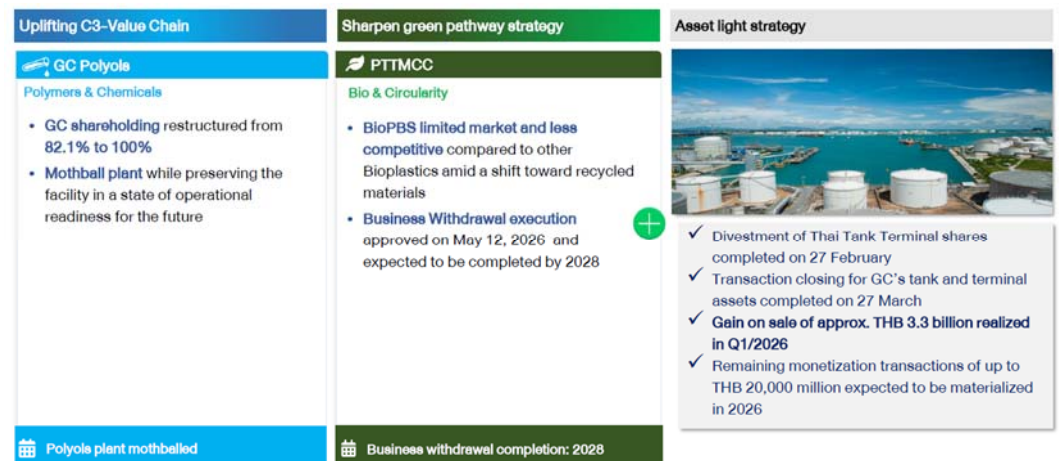
Figure 12: PTTGC – การบริหารผลกระทบจากความขัดแย้งในตะวันออกกลางผ่านห่วงโซ่มูลค่า



Source: PTTGC

การปรับโครงสร้างพอร์ตเน้นผลตอบแทนมากกว่าขนาดธุรกิจ การเพิ่มประสิทธิภาพพอร์ตยังคงเป็นหนึ่งในกลยุทธ์สำคัญของ PTTGC โดยบริษัทได้ปรับโครงสร้าง Vencorex เพิ่มสัดส่วนการถือหุ้นใน GC Polyols เป็น 100% ปิดโรงงาน polyols ที่มีผลขาดทุน และถอนการลงทุนจาก BioPBS เนื่องจากมีขนาดธุรกิจที่จำกัดและความสามารถในการแข่งขันไม่เพียงพอ นอกจากนี้ บริษัทยังอยู่ระหว่างการจำหน่ายสินทรัพย์ที่ไม่ใช่ธุรกิจหลักและจัดสรรเงินทุนไปยังธุรกิจที่ให้ผลตอบแทนที่ยั่งยืนมากกว่า ผู้บริหารเน้นย้ำว่าการตัดสินใจในอนาคตจะพิจารณาจากความสามารถในการทำกำไรมากกว่าการเติบโตของกำลังการผลิต สิ่งนี้แสดงให้เห็นถึงการเปลี่ยนแปลงที่ชัดเจนจากการเติบโตที่เน้นการขยายตัวไปสู่การจัดสรรเงินทุนอย่างมีวินัย การลดความซับซ้อนของพอร์ตธุรกิจ และการเพิ่มประสิทธิภาพผลตอบแทน โดยคาดว่ากลยุทธ์ดังกล่าวจะช่วยยกระดับคุณภาพกำไร และเพิ่มผลตอบแทนให้ผู้ถือหุ้นในระยะยาว

Figure 13: PTTGC – การปรับโครงสร้างพอร์ตธุรกิจ



Source: PTTGC

การร่วมทุนกับ SCGC อาจเปลี่ยนโฉมอุตสาหกรรมปิโตรเคมีของไทย การร่วมทุนกับ SCGC ถือเป็นหนึ่งในโครงการเชิงกลยุทธ์ที่สำคัญที่สุดของ PTTGC โดยเป้าหมายไม่ได้อยู่ที่เพียงการลดต้นทุน แต่เพื่อสร้างแพลตฟอร์มโพลีเอทิลีนและโพลีโพรพิลีนของไทยที่มีความแข็งแกร่งและสามารถแข่งขันได้มากขึ้นผ่านการเพิ่มประสิทธิภาพวัตถุดิบ การปรับปรุงผลิตภัณฑ์ การบูรณาการห่วงโซ่อุปทาน และการลดต้นทุนการดำเนินงาน ผู้บริหารเน้นว่าการร่วมทุนดังกล่าวน่าจะช่วยยกระดับความสามารถในการแข่งขันกับผู้ผลิตในจีนและตะวันออกกลาง พร้อมทั้งยังคงรักษาอันดับความน่าเชื่อถือระดับ investment grade ประเด็นสำคัญคือการร่วมทุนครั้งนี้จะสามารถสร้าง EBITDA ที่เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญและยั่งยืนจาก synergy ด้านการดำเนินงาน มากกว่าการปรับโครงสร้างทางการเงินได้หรือไม่ เราคาดว่าจะมีความชัดเจนมากขึ้นเกี่ยวกับโครงสร้างการร่วมทุน การกำกับดูแล และศักยภาพในการสร้างมูลค่าใน 3Q69

allnex ช่วยเพิ่มสัดส่วนธุรกิจเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษเพื่อปลดล็อกมูลค่าแฝง PTTGC ยังคงวางตำแหน่งให้ allnex เป็นแกนหลักในการเปลี่ยนผ่านไปสู่ธุรกิจเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษที่มีมูลค่าสูงขึ้น ซึ่งแตกต่างจากปิโตรเคมีขั้นพื้นฐาน โดย allnex ได้แสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่งของมาร์จิ้นและอำนาจในการกำหนดราคา โดยสามารถส่งผ่านต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นไปยังลูกค้าได้สำเร็จ แม้ว่าการเติบโตของปริมาณขายยังคงถูกจำกัดโดยภาวะเศรษฐกิจที่อ่อนแอ แต่ผู้บริหารยังคงตั้งเป้าการเติบโตระดับ mid-single-digit ในปี 2569 โดยได้รับการสนับสนุนจากโครงการขยายธุรกิจ在中国และอินเดีย ธุรกิจนี้ยังได้รับประโยชน์จากการกระจายความเสี่ยงทางภูมิศาสตร์และกำไรที่ค่อนข้างคาดการณ์ได้ เมื่อธุรกิจเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษคิดเป็นสัดส่วนกำไรเพิ่มขึ้น นักลงทุนอาจประเมินมูลค่า allnex แยกต่างหากจากการดำเนินงานด้านสินค้าโภคภัณฑ์ ซึ่งสร้าง upside จากการประเมินมูลค่าด้วยวิธี sum-of-the-parts

ธุรกิจฟอสฟอรัสเปิดโอกาสให้ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของวัฏจักรอุตสาหกรรม การตัดสินใจหยุดการดำเนินธุรกิจฟอสฟอรัสชั่วคราวทำให้ผลขาดทุนจากการดำเนินงานลดลงอย่างมาก ในขณะที่ยังคงรักษา upside ในอนาคตไว้ได้ ผู้บริหารคาดว่าภาวะอุปทานล้นตลาดในอุตสาหกรรมจะถึงจุดสูงสุดราวปี 2571 หลังจากนั้นสภาวะตลาดอาจค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้น ด้วยต้นทุนการบำรุงรักษาที่มีจำกัดในช่วงที่หยุดการผลิต นักลงทุนยังคงได้รับประโยชน์จากศักยภาพในการฟื้นตัวโดยไม่ต้องแบกรับผลขาดทุนอย่างต่อเนื่อง ดังนั้นสินทรัพย์ดังกล่าวจึงสามารถมองได้ว่าเป็น “option ต้นทุนต่ำ” ที่จะได้รับอานิสงส์จากปัจจัยพื้นฐานอุตสาหกรรมที่มีแนวโน้มปรับตัวขึ้น

การทำ asset monetization สนับสนุนโมเดลธุรกิจที่มีประสิทธิภาพมากขึ้น ผู้บริหารมองว่าการทำ asset monetization ไม่ได้เป็นเพียงเครื่องมือในการลดหนี้ โดยยังมีโอกาสในการสร้างรายได้เพิ่มเติมอีกประมาณ 2 หมื่นลบ. โดยมุ่งเน้นไปที่การเพิ่มประสิทธิภาพการใช้เงินทุนและการลดความผันผวนของกำไร นอกเหนือจากการสร้างกระแสเงินสดแล้ว การดำเนินการที่ประสบความสำเร็จอาจช่วยเพิ่ม ROIC และสนับสนุนโมเดลธุรกิจแบบ asset-light ประโยชน์เชิงโครงสร้างเหล่านี้อาจมีมูลค่ามากกว่าผลกระทบระยะสั้นต่อบุคลากร โดยเฉพาะในกรณีการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไป

การลดภาระหนี้และการปรับปรุงงบดุลยังคงเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ ผู้บริหารย้ำถึงความมุ่งมั่นในการรักษาอันดับเครดิตระดับนำลงทุนและลดระดับหนี้สิน การขายสินทรัพย์สร้างรายได้แล้วประมาณ 9 พันลบ. และกำไร 3.3 พันลบ. ในขณะที่โอกาสในการสร้างรายได้เพิ่มเติมมูลค่าสูงสุดถึง 2 หมื่นลบ. ยังคงอยู่ระหว่างการพิจารณาอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA ปรับตัวดีขึ้นมาอยู่ที่ 4.16 เท่าใน 1Q69 จาก 7.62 เท่าใน 4Q68 ซึ่งช่วยลดต้นทุนดอกเบี้ยและเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงิน ผู้บริหารยังคงตั้งเป้าอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA ต่ำกว่า 4 เท่าโดยไม่คำนึงถึงผลลัพธ์ของการร่วมทุนกับ SCGC สถาบันจัดอันดับเครดิตยังคงให้คำมั่นที่จะออกตราสารหนี้และควบรวมไม่แน่นอนของการร่วมทุนมากกว่าความกังวลด้านสภาพคล่อง หากสภาวะอุตสาหกรรมมีเสถียรภาพและระดับหนี้สินปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่อง การทบทวนแนวโน้มอันดับเครดิตอาจกลายเป็นปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญสำหรับการ re-rating valuation

ตั้งเป้าเพิ่ม EBITDA US\$300 ล้าน ภายในปี 2573 ผู้บริหารยังคงตั้งเป้าเพิ่ม EBITDA ประมาณ US\$300 ล้านต่อปี ภายในปี 2573 ผ่านการปรับปรุงวัตถุดิบ การเพิ่มประสิทธิภาพห่วงโซ่อุปทาน การปรับโครงสร้างพอร์ต และการเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน นักลงทุนควรพิจารณาให้ไกลกว่าวัฏจักรสินค้าโภคภัณฑ์ เนื่องจากสัดส่วนกำไรในอนาคตที่เพิ่มขึ้นคาดว่าจะมาจากโครงการภายในของบริษัทเองมากกว่าการฟื้นตัวของตลาดเพียงอย่างเดียว หากการดำเนินการยังคงเป็นไปตามแผน PTTGC อาจถูกมองว่าเป็นหุ้นธีม transformation story และการช่วยเหลือตนเองมากกว่าการเล่นหุ้นตามวัฏจักรปิโตรเคมีเพียงอย่างเดียว

กลยุทธ์ด้านความยั่งยืนเน้นเชิงพาณิชย์และคัดสรรมากขึ้น PTTGC กำลังปรับกลยุทธ์ด้านความยั่งยืนจากเดิมที่เป็นภาพรวมกว้างๆ มาเป็นการเลือกโฟกัสเฉพาะโอกาสที่สร้างผลตอบแทนทางธุรกิจได้จริง โดยการตัดสินใจถอนตัวจากธุรกิจ BioPBS เป็นสิ่งที่สะท้อนว่าบริษัทให้ความสำคัญกับเกณฑ์การวัดผลตอบแทนที่เข้มงวดขึ้น ไม่ใช่การลดความสำคัญต่อเป้าหมายด้าน ESG แต่อย่างใด ผู้บริหารได้กำหนด 4 พื้นที่หลักในการขับเคลื่อนการเติบโต ได้แก่ ธุรกิจโซลาร์เซลล์, พลาสติกชีวภาพ, โอเลโอเคมีคอล และเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษที่ผลิตจากทรัพยากรหมุนเวียนโครงการ NatureWorks PLA ยังคงเป็นฐานการเติบโตที่สำคัญ ในขณะที่ธุรกิจพลาสติกชีวภาพก็สามารถทำกำไรได้แล้วในปัจจุบัน แม้ว่าบริษัทจะยังคงยึดมั่นในเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 แต่การลงทุนใหม่ๆ ต่อจากนี้จะต้องผ่านเกณฑ์ที่ชัดเจน ทั้งในด้านความสามารถในการแข่งขัน การขยายตัวของธุรกิจ และความชัดเจนของอุปสงค์ แนวทางนี้จะช่วยเพิ่มผลตอบแทนของบริษัทให้สูงขึ้น พร้อมกับสร้างความมั่นใจว่าโครงการด้านความยั่งยืนต่างๆ จะสามารถสร้างมูลค่าเพิ่มให้กับบริษัทในระยะยาวได้อย่างเป็นรูปธรรม

Valuation น่าสนใจ มี upside จากการเปลี่ยนผ่าน เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ PTTGC ด้วยราคาเป้าหมาย 46 บาท อ้างอิง PBV ที่ 0.7 เท่า (-0.9SD) ห่วงโซ่คุณค่าครบวงจรและวัตถุดิบอินเทนทำให้ PTTGC มีความได้เปรียบด้านต้นทุนเชิงโครงสร้างและความแข็งแกร่งของกำไร ในขณะที่การปรับพอร์ต การทำ asset monetization และการลดภาระหนี้ น่าจะช่วยปรับปรุงคุณภาพของกำไรและผลตอบแทนให้ดีขึ้น upside เพิ่มเติมอาจมาจากแผนการร่วมทุนกับ SCGC ซึ่งมีศักยภาพในการยกระดับความสามารถในการแข่งขันของอุตสาหกรรมและปลดล็อก synergy ที่มีนัยสำคัญ เมื่อพิจารณาจากการที่ allnex ขยายธุรกิจเคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษและการตั้งเป้าเพิ่ม EBITDA US\$300 ล้าน ภายในปี 2573 เราเชื่อว่าตลาดประเมินศักยภาพในการเปลี่ยนผ่านของ PTTGC ไว้ต่ำเกินไป ราคาเป้าหมายของเราคิดเป็น EV/EBITDA ปี 2569 ที่ 6.4 เท่า ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในภูมิภาคที่เกือบ 11 เท่าค่อนข้างมาก ดังนั้นจึงมีโอกาสดูเห็นการ re-rating ในอนาคต

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: 1) ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันและปิโตรเคมี 2) ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นจากปริมาณก๊าซที่ลดลง 3) การด้อยค่าของสินทรัพย์ และ 4) การเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง (<3% ของกำลังการผลิต) ความเสี่ยง ESG ที่สำคัญ ได้แก่ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และการเปลี่ยนผ่านของบริษัทไปสู่พลังงานสะอาดและเศรษฐกิจหมุนเวียน

Figure 14: PTTGC – Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	608,550	487,585	552,645	492,870	481,365
EBITDA	(Btmn)	26,920	19,298	54,462	39,573	40,849
Core profit	(Btmn)	(24,010)	(17,036)	24,982	9,521	9,815
Reported profit	(Btmn)	(29,811)	(14,600)	10,566	9,521	9,815
Core EPS	(Bt)	(5.33)	(3.78)	5.54	2.11	2.18
DPS	(Bt)	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00
P/E, core	(x)	n.a.	n.a.	6.4	16.8	16.3
EPS growth, core	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	(61.9)	3.1
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	(8.5)	(6.0)	8.3	3.1	3.2
Dividend yield	(%)	1.4	1.4	2.1	2.8	2.8
EV/EBITDA	(x)	13.2	15.1	5.5	7.6	7.7

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

IRPC: เตรียมพร้อมรับการฟื้นตัวผ่านความทนทานต่อความผันผวน

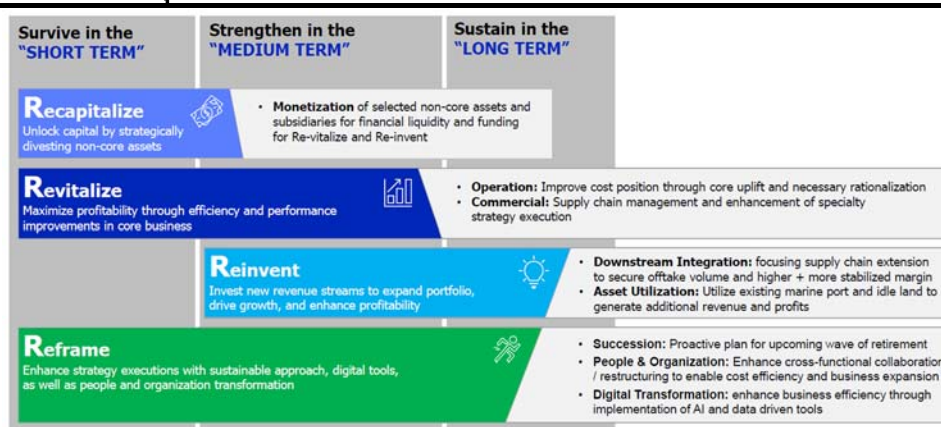
(NEUTRAL | ราคาเป้าหมาย: 2.00 บาท)

ตลาดพลังงานหลังสงครามเข้าสู่ภาวะสมดุลมากขึ้น IRPC มีมุมมองเชิงบวกอย่างระมัดระวังต่อตลาดพลังงานโลกภายหลังความขัดแย้งในวันออกกลาง แม้ความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์ยังอยู่ในระดับสูง แต่ความเสี่ยงที่จะเกิดการหยุดชะงักของอุปทานอย่างรุนแรงและยืดเยื้อลดลงอย่างมาก เนื่องจากการขนส่งน้ำมันผ่านช่องแคบฮอร์มุซกลับสู่ภาวะปกติ และผู้ผลิตในภูมิภาคได้ขยายเส้นทางส่งออกทางเลือก ปัจจุบันอุปทานน้ำมันดิบโลกอยู่ที่ประมาณ 102-104 ล้านบาร์เรลต่อวัน เทียบกับอุปสงค์ที่ประมาณ 103 ล้านบาร์เรลต่อวัน สะท้อนตลาดที่ค่อนข้างสมดุล โดยผู้บริหารตั้งสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบในกรณีฐานไว้ที่ US\$75/บาร์เรล (กรอบการเทรดที่ US\$70-80/บาร์เรล) ขณะเดียวกันก็ยอมรับว่าหากความตึงเครียดด้านภูมิรัฐศาสตร์กลับมาก่อความรุนแรงขึ้นอีกครั้ง อาจผลักดันให้ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้น US\$100/บาร์เรล

ธุรกิจโรงกลั่นฟื้นตัวเร็วกว่าธุรกิจปิโตรเคมี ผู้บริหารคาดการณ์ว่าปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจโรงกลั่นจะปรับตัวดีขึ้นตลอดช่วงครึ่งหลังของปี 2569 โดยได้รับแรงหนุนจากระดับสินค้าคงคลังที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย การเติมสต็อกเชิงกลยุทธ์ และต้นทุนวัตถุดิบที่ทรงตัว ซึ่งช่วยรักษาส่วนต่างราคาของน้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับภาคขนส่งให้อยู่ในระดับที่น่าพอใจ ในขณะที่ธุรกิจปิโตรเคมียังคงอยู่ในช่วงเริ่มต้นของการฟื้นตัว เนื่องจากการเพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็วของต้นทุนวัตถุดิบใน 2Q69 ส่งผลให้อุปสงค์จากอุตสาหกรรมยานยนต์ เครื่องใช้ไฟฟ้า และภาคการผลิตอ่อนตัวลง แม้ว่าผู้บริหารคาดว่าจะเห็นการสะสมสต็อกอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 3Q69 ตามการปรับตัวลดลงของราคาน้ำมัน แต่การฟื้นตัวของมาร์จิ้นในภูมิภาคยังคงถูกจำกัดจากกำลังการผลิตใหม่ที่ยังคงเพิ่มขึ้นในจีน โดยเฉพาะในกลุ่มผลิตภัณฑ์โพลีเอทิลีน ด้วยเหตุนี้ ผู้บริหารจึงมองว่าการฟื้นตัวในอีก 12-18 เดือนข้างหน้าจะเป็นไปอย่างค่อยเป็นค่อยไปมากกว่าที่จะเป็นการฟื้นตัวแบบก้าวกระโดดตามวัฏจักรธุรกิจ

กลยุทธ์ 4R ยังคงเป็นแนวทางการสร้างมูลค่าหลัก IRPC ยืนยันว่ากรอบกลยุทธ์ 4R ได้แก่ Recapitalize (สร้างทุน), Revitalize (สร้างพลัง), Reframe (สร้างคน) และ Reinvent (สร้างอนาคต) เป็นรากฐานสำคัญสำหรับการรับมือกับความผันผวนของอุตสาหกรรม ในขณะเดียวกันก็เป็นการวางตำแหน่งธุรกิจเพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืนในระยะยาว กลยุทธ์ดังกล่าวมุ่งเน้นการเสริมความแข็งแกร่งทางการเงิน การเพิ่มความสามารถในการกำกับของธุรกิจหลัก การพัฒนาเครื่องยนตการเติบโตใหม่ และการเร่งปรับเปลี่ยนองค์กร โดยโครงการริเริ่มที่สำคัญประกอบด้วย asset monetization การปรับปรุงประสิทธิภาพการดำเนินงาน การเพิ่มผลผลิต การยกระดับประสิทธิภาพด้วยระบบ AI การบูรณาการธุรกิจปลายน้ำ และการเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล ผู้บริหารระบุว่าปัจจุบันบริษัทกำลังดำเนินโครงการปรับปรุงประสิทธิภาพมากกว่า 450 โครงการ และตั้งเป้าสร้างกำไรเพิ่มประมาณ 4 พันลบ. ต่อปี ภายในปี 2571

Figure 15: กรอบกลยุทธ์ของ IRPC



Source: IRPC

การกระจายแหล่งวัตถุดิบช่วยหนุนให้แข็งแกร่งยิ่งขึ้น หนึ่งในพัฒนาการเชิงโครงสร้างที่สำคัญที่ถูกเน้นในที่ประชุม คือ ความยืดหยุ่นในการจัดหาน้ำมันดิบมากขึ้นของ IRPC จากเดิมที่น้ำมันดิบประมาณ 70-80% มาจากตะวันออกกลาง ปัจจุบันได้ลดลงเหลือราว 30% ผ่านการกระจายแหล่งนำเข้าจากสหรัฐฯ แอฟริกาตะวันตก และเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ผู้บริหารเน้นว่าบริษัทมีความพร้อมในการรับมือกับการหยุดชะงักของอุปทานในช่วงแคบฮอร์มุซได้ดีกว่าในอดีต ส่งผลให้ความเสี่ยงหลักเปลี่ยนจากความพร้อมของอุปทานไปสู่ความเสี่ยงจากความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์ที่อาจกระทบต่อเศรษฐกิจโลกและการเติบโตของอุปสงค์พลังงาน

วินัยทางการเงินและความแข็งแกร่งของงบดุลยังเป็นสิ่งสำคัญ ผู้บริหารย้ำว่าความยืดหยุ่นทางการเงินยังคงเป็นข้อได้เปรียบเชิงกลยุทธ์ภายใต้สภาวะแวดล้อมที่ไม่แน่นอน บริษัทเห็นหน้าหาโอกาสทำ asset monetization ในส่วนของถังเก็บ คลังน้ำมัน ที่ดิน โครงสร้างพื้นฐานท่าเรือ และบริษัทย่อย ควบคู่กับการรักษาวินัยในการจัดสรรเงินทุนและบริหารกระแสเงินสด แม้ว่าสินทรัพย์บางประเภทที่เคยพิจารณาขายจะมีความสำคัญเชิงกลยุทธ์มากขึ้นหลังเหตุการณ์อุปทานหยุดชะงัก แต่บริษัทยังคงหาหรือเกี่ยวข้องกับโอกาสทำ asset monetization เพิ่มเติม โดยเป้าหมายทางการเงินระยะกลาง ได้แก่ การลดหนี้ รักษานโยบายปันผลที่ยั่งยืน และลด Net Debt/EBITDA ให้ต่ำกว่า 4.0 เท่า สะท้อนการมุ่งเน้นต่อการเสริมความแข็งแกร่งของงบดุลและความมั่นคงทางการเงินในระยะยาว ทั้งนี้ เมื่อความยืดหยุ่นทางการเงินดีขึ้น บริษัทจะให้ความสำคัญกับการสร้างแพลตฟอร์มการเติบโตในระยะยาวมากขึ้น

จากสินทรัพย์ในส่วนของการถังเก็บน้ำมัน สิ่งอำนวยความสะดวกในการจัดเก็บ ที่ดิน โครงสร้างพื้นฐานท่าเรือ และบริษัทย่อย ควบคู่ไปกับการรักษาความมีวินัยในการจัดสรรเงินทุนและการบริหารจัดการเงินสด แม้ว่าสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานบางอย่างที่เคยพิจารณาสร้างรายได้ไปก่อนหน้านี้จะกลายเป็นสินทรัพย์ที่มีความสำคัญเชิงกลยุทธ์หลังจากการหยุดชะงักของอุปทานเมื่อเร็วๆ นี้ แต่ฝ่ายบริหารยังคงหาหรือเกี่ยวข้องกับโอกาสในการสร้างรายได้เพิ่มเติมภายในกลุ่มบริษัท วัตถุประสงค์ทางการเงินระยะกลางของ IRPC รวมถึงการลดหนี้สิน การรักษาแนวทางการจ่ายปันผลที่ยั่งยืน และการลดอัตราส่วน Net Debt/EBITDA ให้ต่ำกว่า 4.0 เท่า ซึ่งสะท้อนถึงการมุ่งเน้นอย่างต่อเนื่องในการเสริมความแข็งแกร่งให้กับงบดุลและสนับสนุนเสถียรภาพทางการเงินในระยะยาว ด้วยความยืดหยุ่นทางการเงินที่ปรับตัวดีขึ้น ฝ่ายบริหารจึงมุ่งเน้นมากขึ้นในการพัฒนาแพลตฟอร์มการเติบโตในระยะยาว

โครงสร้างพื้นฐานและ data center กลายเป็นเครื่องยนต์การเติบโตแห่งอนาคต นอกเหนือจากธุรกิจโรงกลั่นและปิโตรเคมีแบบดั้งเดิมแล้ว IRPC เล็งเห็นโอกาสการเติบโตระยะยาวในธุรกิจโครงสร้างพื้นฐาน สาธารณูปโภค และบริการอุตสาหกรรม โดยเฉพาะธุรกิจ data center ซึ่งถือเป็นโอกาสใหม่ที่น่าสนใจ จากความพร้อมของนิคมอุตสาหกรรม ที่ดินสำรอง ระบบไฟฟ้าที่มีเสถียรภาพ และทรัพยากรน้ำ ในระยะแรกบริษัทจะเน้นการพัฒนาที่ดินและบริการสาธารณูปโภค ก่อนขยายไปสู่การลงทุนด้านพลังงานร่วมกับพันธมิตรในอนาคต พร้อมกันนี้ยังคงพัฒนาผลิตภัณฑ์ specialty และความร่วมมือ downstream เพื่อเพิ่มความผูกพันกับลูกค้า (customer stickiness) กระจายแหล่งรายได้ และลดความผันผวนจากสินค้าโภคภัณฑ์

การดำเนินงานปรับตัวดีขึ้น แต่ upside ยังจำกัด เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ IRPC ด้วยราคาเป้าหมาย 2.00 บาท อ้างอิง PBV ที่ 0.6 เท่า (-0.7SD) แม้ปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจโรงกลั่นจะปรับตัวดีขึ้นและกลยุทธ์ 4R ของผู้บริหารนำช่วยสนับสนุนประสิทธิภาพการดำเนินงานและความแข็งแกร่งของกำไร แต่ธุรกิจปิโตรเคมีมีแนวโน้มที่จจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปเนื่องจากอุปทานยังล้นตลาดอย่างต่อเนื่อง การทำ asset monetization และการปรับปรุงงบดุลเป็นปัจจัยสนับสนุน ในขณะที่ data center และผลิตภัณฑ์ซัพพลายเชนสร้างโอกาสเติบโตในระยะยาวอย่างไรก็ตาม กำไรยังคงมีความอ่อนไหวสูงต่อการเคลื่อนไหวของค่าการกลั่น (GRM) และต้นทุนต่อหน่วยที่สูงกว่าคู่แข่ง ทำให้ upside ของ valuation มีจำกัด แม้ว่า EV/EBITDA จะค่อนข้างต่ำที่ 3.7 เท่าก็ตาม

ความเสี่ยงที่สำคัญ ต่อประมาณการและ valuation ของเรา ได้แก่ ความผันผวนของราคาน้ำมันซึ่งอาจทำให้เกิดผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน ตลอดจนค่าการกลั่น (GRM) ที่อ่อนตัวลงและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่แคบลง ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ ได้แก่ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการดำเนินงานของบริษัทและความสามารถในการปรับตัวต่อการเปลี่ยนผ่านไปสู่พลังงานที่สะอาดขึ้น

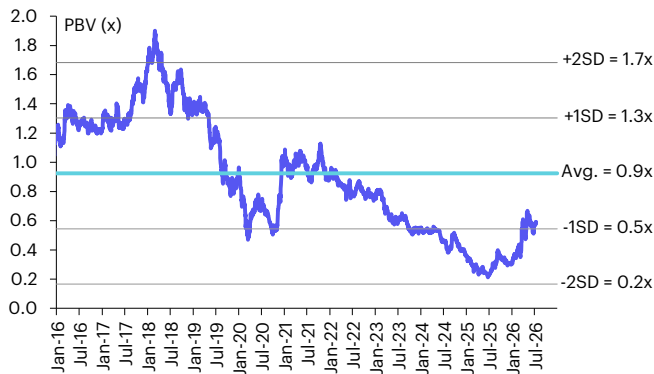
Figure 16: IRPC – Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	314,833	279,572	288,922	258,443	249,697
EBITDA	(Btmn)	3,331	6,583	17,317	12,792	11,700
Core profit	(Btmn)	(5,826)	(4,544)	5,420	1,878	1,225
Reported profit	(Btmn)	(5,193)	(3,571)	3,075	1,878	1,225
Core EPS	(Bt)	(0.29)	(0.22)	0.27	0.09	0.06
DPS	(Bt)	0.01	0.01	0.04	0.03	0.02
P/E, core	(x)	n.a	n.a	7.4	21.2	32.5
EPS growth, core	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	(65.4)	(34.7)
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	(%)	(8.0)	(6.7)	8.1	2.7	1.8
Dividend yield	(%)	0.5	0.5	2.1	1.5	1.0
EV/EBITDA	(x)	30.5	12.3	3.7	4.4	4.0

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Appendix

Figure 17: PBV band – IRPC



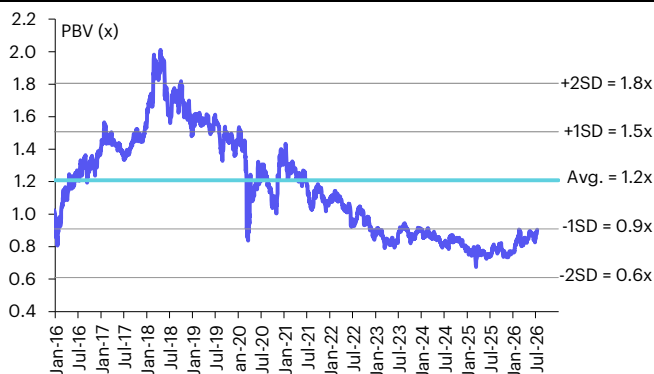
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 18: PBV band – OR



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 19: PBV band – PTT



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 20: PBV band – PTTEP



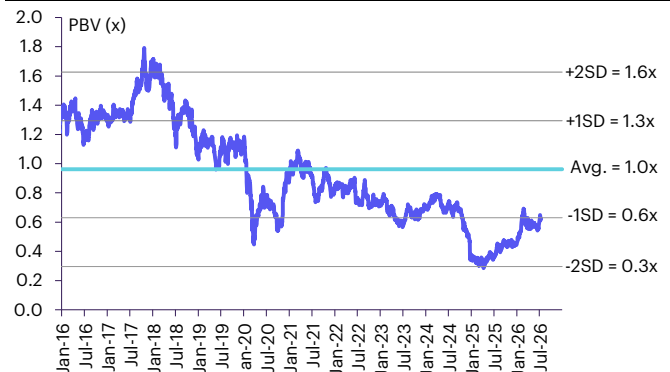
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 21: PBV band – PTTGC



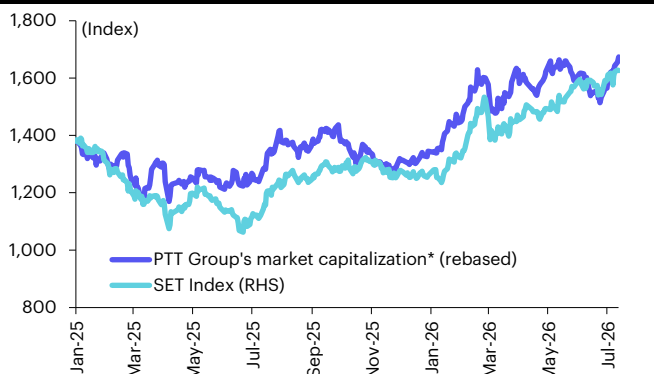
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 22: PBV band – TOP



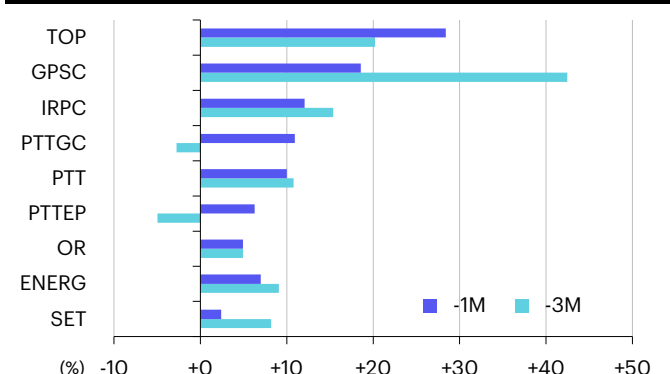
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 23: SET vs. PTT group



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 24: Share price performance – PTT group



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 25: Valuation summary – Energy (price as of Jul 15, 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
BCP	Outperform	40.00	40.00	4.0	4.4	6.3	4.9	n.m.	(30)	27	0.9	0.8	0.7	15	11	12	2.6	4.0	5.5	4.1	3.7	3.1
IRPC	Neutral	1.95	2.00	4.6	n.m.	7.4	21.2	22	n.m.	(65)	0.6	0.6	0.6	(7)	8	3	0.5	2.1	1.5	12.3	3.7	4.4
OR	Outperform	12.80	18.00	45.3	14.0	11.7	10.4	47	20	13	1.4	1.3	1.2	10	11	12	4.7	4.7	5.5	6.0	4.8	4.2
PTT	Outperform	38.50	43.00	17.9	16.1	10.0	10.8	(17)	62	(8)	1.0	0.9	0.9	4	7	6	6.0	6.2	6.5	4.4	3.1	3.1
PTTEP	Outperform	144.00	162.00	18.4	9.8	8.0	8.8	(26)	22	(8)	1.1	1.0	1.0	11	13	11	6.1	5.9	5.9	2.5	3.0	3.3
SPRC	Neutral	8.85	7.90	(5.1)	19.6	5.6	7.2	28	251	(22)	1.0	0.9	0.8	5	17	12	5.1	5.6	6.2	6.7	3.1	3.2
TOP	Outperform	56.50	60.00	10.1	36.3	4.1	8.4	(59)	789	(52)	0.7	0.6	0.6	2	15	7	3.2	3.9	4.2	9.8	5.2	8.3
Average					16.7	7.6	10.2	(1)	186	(16)	0.9	0.9	0.8	6	12	9	4.0	4.6	5.1	6.5	3.8	4.2

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 26: Regional peer comparison – oil refinery

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
Bharat Petroleum Corp	9.4	9.0	8.4	(8.4)	4.4	6.8	1.6	1.4	1.2	17.6	16.6	15.9	3.9	3.9	4.3	7.2	6.7	6.3
Hindustan Petroleum Corp	9.1	7.8	7.4	5.6	16.6	6.3	1.5	1.3	1.2	19.0	19.0	17.8	3.6	4.1	4.7	7.9	6.8	6.2
Indian Oil Corp	11.2	9.0	8.3	(10.8)	23.8	8.2	1.0	1.0	0.9	9.7	10.9	11.2	3.6	4.2	4.6	7.9	6.7	6.1
Reliance Industries	23.5	20.7	18.5	16.8	13.2	11.9	2.1	1.9	1.8	9.0	9.3	9.8	0.5	0.6	0.6	12.2	10.9	9.8
S-Oil Corp	67.3	13.9	12.3	156.6	383.7	12.7	0.8	0.8	0.8	0.6	5.7	6.6	0.7	1.7	2.4	11.6	6.7	6.2
SKC Co	n.m	n.m	n.m	43.4	67.9	95.9	4.0	4.4	4.3	(28.3)	(13.3)	(7.3)	n.a	n.a	1.6	141.6	28.0	22.3
Bangchak Corp	7.6	5.8	5.4	187.9	31.8	6.9	0.7	0.6	0.6	9.1	10.8	10.5	4.2	5.2	5.3	4.7	4.3	4.3
Bangchak Sriracha	16.1	9.5	7.3	163.3	69.4	31.0	0.7	0.6	0.6	6.3	9.8	11.3	2.9	5.5	6.8	5.5	4.6	4.3
IRPC	n.m	n.m	12.9	49.2	62.2	266.7	0.3	0.3	0.3	(4.1)	(1.1)	1.3	1.0	1.5	2.8	11.6	8.6	7.5
Star Petroleum Refining	10.0	9.0	8.7	8.8	11.3	3.7	0.6	0.6	0.6	6.2	7.1	9.2	6.1	7.1	8.1	5.3	4.8	4.0
Thai Oil PCL	6.8	6.3	5.6	14.9	7.7	13.7	0.5	0.4	0.4	6.4	7.0	7.1	5.5	5.8	6.3	8.4	7.3	6.8
Average	17.9	10.1	9.5	57.0	62.9	42.2	1.3	1.2	1.2	4.7	7.5	8.5	3.2	4.0	4.3	20.3	8.7	7.6

Source: Bloomberg Finance L.P

Figure 27: ESG ratings of selected energy companies

Company	SET ESG Ratings	Morningstar Sustainalytics ESG Risk	ESG Book		Moody's ESG Solutions		MSCI		Refinitiv		S&P Global	
			ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank
BCP	-	Medium	63.45	52 / 93	-	- / -	AA	02 / 71	70.45	39 / 237	80	29 / 173
IRPC	-	Medium	66.40	20 / 93	-	- / -	BBB	31 / 71	76.21	15 / 237	70	43 / 173
OR	AAA	Medium	67.63	09 / 93	-	- / -	AA	02 / 71	67.79	53 / 237	89	3 / 173
PTT	AAA	High	76.84	01 / 93	44	10 / 23	AA	02 / 71	77.08	12 / 237	82	26 / 173
PTTEP	AAA	High	63.97	45 / 93	45	07 / 23	BBB	31 / 71	66.02	68 / 237	62	49 / 173
SPRC	BBB	High	67.34	17 / 93	-	- / -	BBB	31 / 71	60.64	103 / 237	34	88 / 173
TOP	AAA	Severe	74.65	02 / 93	47	06 / 23	BBB	31 / 71	68.74	50 / 237	87	13 / 173

Source: SET (as of June 29, 2026)

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 28: ESG summary – PTT Group

Company	PTT	PTTEP	OR
2025 SET ESG Ratings	AAA	AAA	AAA
2025 CG Rating	5	5	5
Member of DJBIC	Yes	Yes	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2024	2023	2024
Financial Materiality Score ^v (Rank in the sector)	5.21 (8/61)	5.64 (7/61)	7.54 (2/61)
- Environmental Score and Rank	3.99 (13/61)	4.74 (10/61)	8.37 (2/61)
- Social Score and Rank	7.04 (461)	7.70 (2/61)	8.43 (2/61)
- Governance Score and Rank	5.65 (3/61)	5.29 (12/61)	5.48 (7/61)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)	- PTT ตั้งเป้าจำกัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของกลุ่ม PTT ทั้ง scope 1 และ scope 2 โดยในระยะยาวตั้งเป้าหมายลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% ภายในปี 2573 เมื่อเทียบกับปริมาณการปล่อยในปี 2563 รวมทั้งบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2583 และเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 สำหรับการดำเนินงานของ PTT เอง PTT สามารถควบคุมการปล่อย CO2 ได้ที่ 46.47 ล้านตันในปี 2568 เทียบกับเป้าหมายที่ ≤51 ล้านตัน - PTT กำหนดการเปลี่ยนแปลงรูปแบบธุรกิจไปสู่อุตสาหกรรมเป้าหมายของประเทศ ซึ่งรวมถึงการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานแห่งอนาคต เช่น พลังงานหมุนเวียน ระบบกักเก็บพลังงาน และยานยนต์ไฟฟ้า - นอกจากนี้บริษัทยังดำเนินการวิจัยและศึกษาเทคโนโลยี Carbon Capture and Storage (CCS) และศึกษาความเป็นไปได้ในการนำก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ไปใช้ประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ นอกเหนือไปจากการดักจับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกภายในกลุ่ม PTT จากการปลูกป่าในพื้นที่ของ PTT และการนำพื้นที่ป่า 1 ล้านไร่เข้าร่วมโครงการสนับสนุนกิจกรรมลดก๊าซเรือนกระจก	- PTTEP ได้กำหนดเป้าหมายเพื่อลดปริมาณความเข้มข้น (Intensity) การปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้ได้ไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 ภายในปี 2573 และร้อยละ 50 ภายในปี 2583 (จากปีฐาน 2563) เพื่อบำรุงการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ ให้ได้ตามเป้าหมายในปี 2593 PTTEP สามารถลดก๊าซเรือนกระจกได้ 568k ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า - PTTEP ได้ทำการศึกษาความเป็นไปได้ในการลงทุนในเทคโนโลยีการดักจับและการใช้ประโยชน์คาร์บอน (CCUS) ซึ่งเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ในการจัดการก๊าซเรือนกระจก บริษัทได้เลือกโครงการอาทิตย์เป็นโครงการนำร่องในการใช้เทคโนโลยี CCS ด้วยความสำคัญของโครงการนี้ในอนาคตการปล่อย CO2 จะลดลงมากกว่า 500,000 ตัน/ปี - PTTEP ได้มีการพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อลดผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมทั้งในพื้นที่การผลิตและพื้นที่การผลิตใหม่อย่างต่อเนื่อง ได้แก่ โครงการอนุรักษ์และฟื้นฟูทรัพยากรธรรมชาติและระบบนิเวศทางทะเลภายใต้ “กลยุทธ์ทะเลเพื่อชีวิต (Ocean for Life)” และเทคโนโลยีสนับสนุนการเปลี่ยนผ่านพลังงาน.	- OR มุ่งเน้นบรรเทาและป้องกันผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่เกิดจากการดำเนินกิจการตลอดห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) และใช้ระบบบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ISO 14001 เป็นแบบปฏิบัติ โดยครอบคลุมผลิตภัณฑ์ คลังน้ำมัน และคลังปิโตรเลียม โรงคว่ำกาแฟเพื่อเมซอน และกลุ่มอาคารสำนักงานพระโขนง ส่งผลให้ในปี 2568 ไม่พบกรณีละเมิดข้อกำหนด และกฎหมายด้านสิ่งแวดล้อม - OR ให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการน้ำที่ใช้แล้วที่เกิดจากการดำเนินงานของสถานประกอบการใน OR เอง โดยมีกานำน้ำมาใช้ซ้ำ และ/หรือ นำน้ำผ่านกระบวนการบำบัดเพื่อนำกลับมาใช้ใหม่ - OR มุ่งเน้นลดปริมาณของเสียผ่านการดำเนินการธุรกิจตามหลัก เศรษฐกิจหมุนเวียน โดยคิดค้นพัฒนาเพื่อขยายการใช้งานของผลิตภัณฑ์ และส่งเสริมการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์สูงสุด ด้วยการนำของเสียจากกระบวนการผลิตไปใช้ให้เกิดประโยชน์ในด้านอื่นๆ - OR กำลังดำเนินการขยายเครือข่ายสถานีชาร์จ EV Station PluZ สำหรับยานยนต์ไฟฟ้าทั้งใน PTT Station และพื้นที่อื่นๆ ที่มีศักยภาพ เพื่อส่งเสริมการเปลี่ยนผ่านสู่รถยนต์ไฟฟ้า โดย ณ เดือนมี.ค. 2569 มีการเปิดให้บริการสถานีชาร์จ EV Station PluZ แล้ว > 1,330 แห่ง
ประเด็นด้านสังคม (S)	- PTT มุ่งเน้นที่จะขับเคลื่อนประเทศไทยผ่านการยกระดับความเป็นอยู่ของประชาชนของประเทศไทยและการเติบโตทางเศรษฐกิจควบคู่ไปกับคุณภาพชีวิตที่ดีขึ้นของสังคมและชุมชน บริษัทสนับสนุนนโยบายภาครัฐในการช่วยลดภาระต้นทุนพลังงานที่สูงขึ้นในประเทศไทย - ผลการดำเนินงานด้านการบริหารจัดการความปลอดภัยของ PTT ที่วัดด้วย KPI ด้านความปลอดภัยและอาชีวอนามัยสำหรับทั้งพนักงานและผู้รับเหมา เป็นไปตามเป้าหมาย โดยไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยาดงานในปี 2568 - คะแนน Human Capital Index ประจำปี 2568 ของ PTT ยังคงเป็นไปตามเป้าที่ 80% - พฤติกรรมผู้บริโภคในระยะยาวเกี่ยวกับเชื้อเพลิงฟอสซิลอาจส่งผลกระทบต่อผลิตภัณฑ์น้ำมันและก๊าซของ PTT แต่ PTT ได้ลดความเสี่ยงนี้ด้วยการเข้าลงทุนในธุรกิจพลังงานผ่าน GPSC และ EV supply chain รวมถึงธุรกิจประกอบแบตเตอรี่ในประเทศไทย	- PTTEP มุ่งเน้นที่จะลดผลกระทบของการดำเนินงานต่อชุมชน โดยตั้งเป้าการฝังกลบของเสียเป็นศูนย์และปรับใช้แนวคิดเศรษฐกิจหมุนเวียนสำหรับธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (Circular Model for E&P) โดยตั้งเป้าหมายในการนำโครงสร้างหลักมาใช้ใหม่ให้ได้ไม่น้อยกว่าร้อยละ 50 - กลยุทธ์ทะเลเพื่อชีวิต (Ocean for Life) มีเป้าหมายในการสร้างมูลค่าเชิงบวก (Net Positive Impact) ต่อความหลากหลายทางชีวภาพและบริการระบบนิเวศทางทะเล รวมถึงมีเป้าหมายในการสร้างรายได้ที่เพิ่มขึ้นของชุมชนกลุ่มเป้าหมาย (Community Income Increasing) ร้อยละ 50 และเพิ่มจำนวนเครือข่ายอนุรักษ์ให้ได้ 16,000 ราย ภายในปี 2573 - PTTEP ให้ความสำคัญและมุ่งเน้นที่จะปรับปรุงการดำเนินงานด้าน SSHE (ความปลอดภัย มั่นคง อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม) อย่างต่อเนื่อง เพื่อให้บรรลุเป้าหมายสูงสุดในการเป็น “Zero Incident Organization” ที่พนักงานและผู้รับเหมาสามารถทำงานและกลับบ้านได้อย่างปลอดภัยทุกวัน	- OR มุ่งเน้นที่จะส่งเสริมบรรยากาศในการทำงานให้ดีในทุกๆ ด้าน โดย OR ได้ดำเนินการสำรวจความผูกพันของพนักงานที่ต่อองค์กร (Employee Engagement Survey) เป็นประจำทุกปี โดยในการสำรวจความผูกพันของพนักงานที่มีต่อองค์กร (Employee Engagement Survey) ประจำปี 2568 มีพนักงานที่เข้าร่วมการสำรวจความผูกพันของพนักงานที่มีต่อองค์กร และพบว่าพนักงานมีความผูกพันต่อองค์กรเท่ากับ 69% ซึ่งมีผลคะแนนเป็นไปตามเป้าหมายระยะสั้นในปี 2568 ที่ได้กำหนดไว้ - OR พัฒนาสินค้าและบริการอย่างต่อเนื่องเพื่อสร้างความพึงพอใจให้กับลูกค้าอย่างมีความรับผิดชอบ มีคุณธรรมและจริยธรรม OR มีกระบวนการในการสำรวจความพึงพอใจของลูกค้าเป็นประจำทุกปี และวิเคราะห์ผลการประเมินเพื่อกำหนดแผนงาน และตัวชี้วัดความสำเร็จของแผนงานของแต่ละหน่วยธุรกิจในการพัฒนาและปรับปรุงสินค้าและบริการของธุรกิจ ต่อไป ความพึงพอใจของลูกค้าอยู่ที่ 92% ในปี 2568 ต่ำกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ ≥93% อยู่เล็กน้อย - การดำเนินงานด้านความรับผิดชอบต่อสังคมของ OR อยู่ภายใต้กรอบแบบปฏิบัติที่กำหนดไว้ในนโยบายการบริหารจัดการความยั่งยืนของบริษัทฯ โดยมุ่งเน้นการดำเนินงานธุรกิจที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อม และดำเนินธุรกิจด้วยความรับผิดชอบต่อผู้มีส่วนได้เสียทุกกลุ่ม OR มุ่งเน้นให้เกิดการร่วมมือกันระหว่างบริษัทฯ และกลุ่มสังคม และชุมชน (Collaboration) ด้วยจุดมุ่งหมายที่จะแก้ไขปัญา หรือสร้างสรรค์โครงการและกิจกรรมพัฒนาสังคม
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)	- คณะกรรมการ PTT มีกรรมการ 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 2 คน (13.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 12 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (80% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน ในจำนวนนี้เป็นประกอบด้วยกรรมการผู้หญิง 3 คน (20% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - PTT ได้รับผลการจัดอันดับระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย - เราขอแจ้งว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ PTT เป็นที่น่าพอใจ สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจน้ำมันและก๊าซ ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระ	- คณะกรรมการ PTTEP มีกรรมการ 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 6 คน (40% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 คน (53.33% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการที่เป็นผู้หญิง 4 คน (26.67% ของกรรมการทั้งหมด) - PTTEP ได้รับผลการจัดอันดับระดับ 5 ดาว (ดีเลิศ) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยสำหรับปี 2568 - เราขอแจ้งว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ PTT เป็นที่น่าพอใจ สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจน้ำมันและก๊าซ ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระ	- OR มีกรรมการบริษัทจำนวน 14 คน โดยเป็นกรรมการอิสระจำนวน 8 คน (57.14% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหารจำนวน 5 คน (35.71% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหารจำนวน 1 คน โดยในจำนวนนี้เป็นประกอบด้วยกรรมการผู้หญิง 2 คน (14.29% ของกรรมการทั้งหมด) - OR ใช้ระเบียบและข้อกำหนดบริษัทด้วยการลงทุนและบริหาร จัดการงบประมาณลงทุนและแนวทางการกำกับดูแลการลงทุนของบริษัทที่ถือหุ้น เพื่อกำกับดูแลเรื่องการลงทุนของบริษัทอย่างมีประสิทธิภาพ - เราขอแจ้งว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ OR เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระ

Note: ^v Scores range between 0-10, with higher scores indicating better management of material issues.

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

Figure 29: ESG summary – PTT Group

Company	IRPC	TOP	PTTGC
2025 SET ESG Ratings	--	AAA	AAA
2025 CG Rating	5	5	5
Member of DJBIC	Yes	Yes	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2024	2024	2024
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	6.13 (4/61)	6.55 (3/61)	4.50 (2/13)
- Environmental Score and Rank	6.89 (4/61)	6.69 (5/61)	4.47 (2/13)
- Social Score and Rank	5.71 (8/61)	7.39 (3/61)	3.82 (2/13)
- Governance Score and Rank	5.33 (9/61)	5.53 (5/61)	5.29 (1/13)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)	- IRPC ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 20% ภายในปี 2573 และเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนในปี 2593 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Emission) ภายในปี 2603 - บริษัททำการศึกษาโครงการต่างๆ เพื่อใช้พลังงานหมุนเวียนมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง อาทิ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบทุ่นลอยน้ำ (Floating Solar Power) รวมทั้งกำหนดเป้าหมายระยะยาวของดัชนีประสิทธิภาพการใช้พลังงานของบริษัท (Energy Intensity Index: EII) เพื่อลดและใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ - โครงการ floating solar ของ IRPC เป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบทุ่นลอยน้ำขนาดใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ที่คาดว่าจะช่วยลดก๊าซเรือนกระจกได้ถึงประมาณ 9,459 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าต่อปี โครงการนี้ได้รับรางวัลจากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (TGO)	- TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2568 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2593 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2603 - TOP สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการผลิตลงได้ในปี 2568 (33,165 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า) จากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน 29 โครงการ) - ชุมชนท้องถิ่นไม่มีการร้องเรียนเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในปี 2567 - TOP สามารถรักษาระดับประสิทธิภาพด้านพลังงานอยู่ในกลุ่ม 2nd quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2571 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile	- PTTGC ตั้งเป้าหมายลดก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1 และ 2) ลง 20% ภายในปี 2573 จากจุดสูงสุดในปี 2568 และมุ่งสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ และร่วมมือกับคู่ค้าและลูกค้าเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขต 3 ให้ได้ 50% ภายในปี 259 - บริษัทเป็นหนึ่งในองค์กรแรกๆ ในประเทศไทยที่นำหลักเศรษฐกิจหมุนเวียนมาใช้โดยสร้างความตระหนักรู้ด้านการจัดการขยะ - PTTGC ลงทุนในเทคโนโลยีพลังงานหมุนเวียนและบูรณาการโครงการริเริ่มเพื่อสิ่งแวดล้อมให้เข้ากับการปฏิบัติการในธุรกิจอย่างต่อเนื่อง โดยตั้งเป้าหมายการใช้พลังงานฟอสซิล รวมถึงติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป บริษัทเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงานและลดการใช้พลังงานในกระบวนการผลิตและในสำนักงาน นอกจากนี้บริษัทยังร่วมมือกับบริษัทอื่นๆ ในกลุ่ม PTT ศึกษาโอกาสพัฒนาโครงการ CCUS ในประเทศไทยด้วย
ประเด็นด้านสังคม (S)	- ความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 81% ในปี 2568 สูงกว่าเป้าที่ 78% โดยไม่มีการหยุดชะงักของธุรกิจที่เกิดจากการประท้วงของชุมชน - IRPC ให้ความสำคัญกับโครงการบริหารทรัพยากรบุคคลเพื่อพัฒนาศักยภาพและขีดความสามารถของบุคลากรเพื่อช่วยขับเคลื่อนบริษัทให้เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน ในขณะที่ยังคงรักษาความสามารถในการแข่งขันของบริษัท - ระดับความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 82% (เทียบกับเป้าที่ 80%) โดยไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานของพนักงานและผู้รับเหมา - IRPC ได้รับรางวัลรองชนะเลิศอันดับสอง Women's Empowerment Principles (WEPS) Awards ประจำปี 2567 ของ UN Women สาขาการส่งเสริมความเท่าเทียมทางเพศผ่านกิจกรรมชุมชนและอุตสาหกรรม	- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP เพิ่มขึ้นจาก 95.54% ในปี 2567 สู่ 95.71% ในปี 2568 แต่ยังสูงกว่าเป้าที่ >90% สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะที่เดียวกันก็รองรับเส้นทางของบริษัทร่วมในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว - TOP ยังมีการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของพนักงาน โดยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานของผู้ปฏิบัติงานทั้งหมด (TRIR) เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 0.17 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานในปี 2567 เป็น 0.36 ในปี 2568 เกือบกับเป้าหมายที่ <0.30 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงาน ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรลดลงจาก 98% ในปี 2567 เป็น 77% ในปี 2568 ในขณะที่อัตราการลาออกลดลงจาก 3.51% ในปี 2567 เป็น 2.85% ในปี 2568 - TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น	- PTTGC ดำเนินกิจการเพื่อสังคม โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างรายได้ที่ยั่งยืนให้กับชุมชนท้องถิ่น โดยใช้ประโยชน์จากกลยุทธ์เกี่ยวกับเศรษฐกิจหมุนเวียน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการบริหารจัดการขยะเพื่อส่งมอบเป็นวัตถุดิบให้กับโรงงานผลิตเม็ดพลาสติกกรีซไคเคิลของบริษัทภายใต้โครงการ Community Waste Model เพื่อส่งเสริมให้ชุมชนมีการบริหารจัดการขยะอย่างครบวงจรจากต้นทางถึงปลายทาง - PTTGC ใช้คำแนะนำของลูกค้าปรับปรุงประสิทธิภาพการบริหารจัดการความสัมพันธ์ลูกค้า บริษัทรักษาความพึงพอใจของลูกค้าไว้ได้อย่างต่อเนื่องที่ 93% - PTTGC ให้ความสำคัญกับการพัฒนาศักยภาพของพนักงาน โดยยังคงรักษามาตรฐานระหว่างงานและชีวิตส่วนตัว และดูแลเรื่องความปลอดภัยและอาชีวอนามัย พร้อมกับกำหนดค่าตอบแทนที่แข่งขันได้ อัตราการลาออกของพนักงานอยู่ที่ 1.89% ในปี 2568 (เทียบกับ 3.62% ในปี 2567) อัตราความถี่ของการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงานเป็นศูนย์ และอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานอยู่ที่ 0.11 กรณี/1 ล้านชั่วโมงการทำงาน
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)	- คณะกรรมการ IRPC ประกอบด้วยกรรมการ 15 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 6 คน (40% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 คน (53.33%) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 4 คน (26.67% ของคณะกรรมการทั้งหมด) จำนวนกรรมการอิสระสูงกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำ - IRPC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2568 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ IRPC เป็นที่น่าพอใจ โดยส่วนหนึ่งสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสที่มีผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท	- คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 5 คน (33.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 9 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (60% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 4 คน (26.7% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - TOP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2568 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท	- คณะกรรมการ PTTGC ประกอบด้วยกรรมการ 13 คน ซึ่งประกอบด้วยกรรมการอิสระ 7 คน (53.85% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 5 คน (38.46% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน ไม่มีกรรมการผู้หญิง - PTTGC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 256 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ PTTGC เป็นที่น่าพอใจ โดยส่วนหนึ่งสะท้อนถึงประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของผู้บริหารความโปร่งใสที่มีผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

Note: ^{1/} Scores range between 0-10, with higher scores indicating better management of material issues.

Source: Company data, SET, Thai Institute of Directors, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Investment Strategy & 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 อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อ้างอิงข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2025 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AFC, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCTION, 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, IIL, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BEB, 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, WIILK, 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, BEB, 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, IIL, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, 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, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCTION, 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, TGPPO, 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, UNIX, 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.