

พลังงาน

SET ENER index Close: 8/9/2026

21,912.68 +262.81 / +1.21%

Bt19,297mn

Bloomberg ticker: SETENERG



บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

ปัจจัยด้านภูมิรัฐศาสตร์หนุนราคาน้ำมันและค่าการกลั่น

เราปรับเพิ่มมุมมองต่อกลุ่มพลังงานไทย โดยได้รับแรงหนุนจากการเปลี่ยนผ่านของตลาดน้ำมันโลก จากภาวะอุปทานล้นตลาดสู่ความมั่นคงทางด้านอุปทาน แม้ว่ากำลังการผลิตน้ำมันดิบจะยังคงเพียงพอ แต่ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อในตะวันออกกลางและรัสเซีย-ยูเครนยังคงหนุนราคาน้ำมันและค่าการกลั่นผ่านข้อจำกัดด้านการส่งออก เส้นทางเดินเรือ และความพร้อมของกำลังการกลั่น ดังนั้น เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent เป็น US\$90/บาร์เรล ในปี 2026 และ US\$80/บาร์เรล ในปี 2027 เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มพลังงาน โดยเฉพาะกลุ่มโรงกลั่น เนื่องจากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง การปรับเพิ่มประมาณการกำไร valuation ที่น่าสนใจ และเงินปันผลที่สูงช่วยสนับสนุนผลตอบแทน โดย BCP ยังคงเป็นหุ้นเด่นของเรา ขณะที่ PTT เป็นหุ้น defensive ที่น่าสนใจ เพราะมีธุรกิจที่กระจายอยู่ตลอดห่วงโซ่คุณค่าของธุรกิจพลังงาน

จากภาวะอุปทานล้นตลาดสู่ความมั่นคงด้านอุปทาน เราปรับเพิ่มมุมมองต่อกลุ่มธุรกิจน้ำมันและโรงกลั่นในปี 2026-27 เพื่อสะท้อนการประเมินความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และปัจจัยพื้นฐานของตลาดโรงกลั่นใหม่ แม้ว่ากำลังการผลิตน้ำมันทั่วโลกจะยังคงเพียงพอต่อการรองรับการเติบโตของอุปสงค์ในระยะกลาง แต่ความตึงเครียดที่ดำเนินต่อเนื่องในตะวันออกกลางและความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนได้เพิ่มความสำคัญของความมั่นคงด้านอุปทาน ความน่าเชื่อถือของโครงสร้างพื้นฐานการส่งออก เส้นทางขนส่ง และความยืดหยุ่นของระบบการกลั่น เราเชื่อว่าปัจจัยเหล่านี้จะยังคงหนุนส่วนเพิ่มความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (geopolitical premium) ในราคาน้ำมันดิบ ทำให้ราคาน้ำมัน Brent ยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยในวัฏจักรปกติจนถึงปี 2027 แม้ว่าตลาดอาจกลับมาสมดุลมากขึ้นก็ตาม ดังนั้น เราจึงปรับเพิ่มคาดการณ์ราคาน้ำมัน Brent เป็น US\$90/บาร์เรล ในปี 2026 และ US\$80/บาร์เรล ในปี 2027

ปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจโรงกลั่นยังน่าสนใจกว่าธุรกิจน้ำมันต้นน้ำ เรามีมุมมองเชิงบวกต่อธุรกิจโรงกลั่นมากกว่าธุรกิจน้ำมันต้นน้ำ เนื่องจากค่าการกลั่นได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยพื้นฐานเชิงโครงสร้างที่แข็งแกร่งกว่า การหยุดชะงักซ้ำๆ ของโรงกลั่นในรัสเซีย การปิดซ่อมบำรุงหรือหยุดดำเนินงานเป็นระยะในตะวันออกกลางและเอเชีย รวมถึงอุปสงค์น้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินที่ยังแข็งแกร่ง ยังคงสร้างภาวะตึงตัวให้กับตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันทั่วโลก ขณะเดียวกัน กำลังการกลั่นใหม่ที่จะเข้าสู่ตลาดในช่วง 12-18 เดือนข้างหน้า มีแนวโน้มไม่เพียงพอที่จะชดเชยภาวะตึงตัวดังกล่าว เราจึงคาดว่าค่าการกลั่นสิงคโปร์ (Singapore GRM) จะยังอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตจนถึงปี 2027 ซึ่งจะเป็ปัจจัยสนับสนุนกำไรของโรงกลั่นที่มีความสามารถในการกลั่นเชิงซ้อนสูงและมีสัดส่วนผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate สูง

แนวโน้มกำไรยังอยู่ในเกณฑ์ดี บริษัทพลังงานไทยรายงานผลประกอบการ 2Q26 ที่แข็งแกร่ง โดยกำไรปกติของกลุ่มเพิ่มขึ้น 318% YoY จากการฟื้นตัวของธุรกิจต้นน้ำและธุรกิจโรงกลั่น สำหรับช่วงต่อไป เราคาดว่ากำไรจะยังอยู่ในระดับที่ดีใน 2H26F แม้อาจมีการชะลอตัวตามฤดูกาลของค่าการกลั่น และการซ่อมบำรุงโรงแยกก๊าซตามแผนใน 3Q26F ก็ตาม อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าแนวโน้มกำไรจะกลับมาปรับตัวขึ้นอีกครั้งใน 4Q26F โดยได้รับแรงหนุนจากภาวะอุตสาหกรรมการกลั่นที่แข็งแกร่ง ราคาน้ำมันที่ดี และตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันที่ตึงตัวมากขึ้น ประมาณการของเรายังคงสูงกว่าตลาดสำหรับบริษัทส่วนใหญ่ในกลุ่มพลังงาน สะท้อนสมมติฐานที่เป็นบวกมากกว่าตลาดทั้งในด้านราคาน้ำมันดิบและค่าการกลั่น

ชอบกลุ่มโรงกลั่น; BCP ยังคงเป็นหุ้นเด่น เรายังคงให้น้ำหนักการลงทุนในกลุ่มโรงกลั่นมากกว่ากลุ่มพลังงานต้นน้ำ เนื่องจากกำไรของธุรกิจโรงกลั่นยังได้รับแรงหนุนจากปัจจัยพื้นฐานอุตสาหกรรมที่ดี ขณะที่ความเสี่ยงด้านราคาน้ำมันมีลักษณะไม่สมดุลมากขึ้น BCP ยังคงเป็นหุ้นเด่นของเรา เนื่องจากมีจุดแข็งจากการมีธุรกิจทั้งต้นน้ำและโรงกลั่น ประกอบกับมี valuation ที่น่าสนใจและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่โดดเด่น นอกจากนี้ เรายังปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ TOP และ SPRC เป็น OUTPERFORM เนื่องจากทั้งสองบริษัทจะได้รับประโยชน์อย่างมากจากค่าการกลั่นที่ยังอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องและภาวะตึงตัวต่อเนื่องของตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate ขณะที่ PTT ยังคงเป็นหุ้นเชิงรับ (defensive play) ที่เราชื่นชอบจากการมีพอร์ตธุรกิจที่หลากหลายและครอบคลุมตลอดห่วงโซ่คุณค่าพลังงาน

ความเสี่ยงสำคัญ ความเสี่ยงด้านลบหลักต่อมุมมองของเราคือ ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่คลี่คลายลงอย่างมีนัยสำคัญ ซึ่งอาจทำให้ส่วนเพิ่มความเสี่ยงที่สะท้อนอยู่ในราคาน้ำมันดิบและค่าการกลั่นลดลง ความเสี่ยงเพิ่มเติม ได้แก่ อุปสงค์น้ำมันโลกที่อ่อนแอกว่าคาด การเพิ่มกำลังการผลิตของ OPEC+ ที่รวดเร็วเกินคาด การเพิ่มกำลังการกลั่นที่เกิดขึ้นเร็วกว่าคาด และภาวะอ่อนแอต่อเนื่องของธุรกิจปิโตรเคมี อย่างไรก็ตาม ภายใต้สมมติฐานกรณีฐานของเรา คาดว่าราคาน้ำมันและค่าการกลั่นจะยังคงอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต ซึ่งจะช่วยสนับสนุนกำไรของกลุ่มและผลตอบแทนแก่ผู้ถือหุ้นจนถึงปี 2027

Valuation summary – Energy

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 26F	P/BV (x) 26F	P/E (x) 27F	P/BV (x) 27F
BCP	Outperform	57.5	75.00	40.9	1.7	3.8	0.8	0.7
IRPC	Neutral	3.1	3.40	15.3	4.0	8.3	0.8	0.8
OR	Outperform	12.6	16.00	30.2	14.9	12.8	1.3	1.2
PTT	Outperform	42.3	50.00	24.5	6.4	9.6	1.0	1.0
PTTEP	Outperform	153.0	185.00	27.5	7.1	6.9	1.0	1.0
SPRC	Outperform	13.4	16.70	33.6	2.5	6.0	1.0	0.9
TOP	Outperform	66.8	85.00	35.1	3.0	7.7	0.6	0.6
Average					5.7	7.9	0.9	0.9

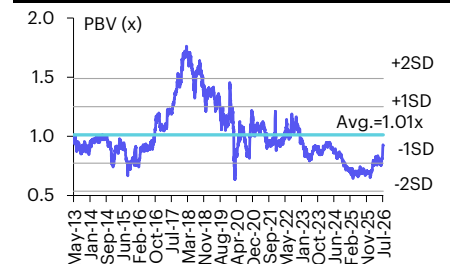
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Price performance

Absolute	Relative to SET					
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	26.4	66.7	87.0	25.6	60.5	46.0
IRPC	40.2	69.7	147.2	39.3	63.4	93.0
OR	0.8	2.4	(13.7)	0.2	(1.4)	(32.6)
PTT	9.0	15.8	33.1	8.4	11.5	3.9
PTTEP	2.7	4.1	36.6	2.1	0.2	6.6
SPRC	24.1	81.1	178.0	23.3	74.4	117.0
TOP	3.9	45.1	97.8	3.3	39.7	54.4

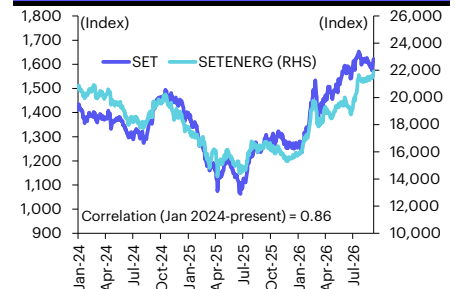
Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research

PBV band – SETENERG



Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research

SETENERG vs. SET



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

นักวิเคราะห์

ชัยพัธ ธนวัฒน์, IAA

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

จากภาวะอุปทานสินค้าตลาดสู่ความมั่นคงทางด้านอุปทาน

ความมั่นคงด้านพลังงานยังคงเป็นวาระสำคัญเชิงยุทธศาสตร์ ความมั่นคงทางพลังงานเป็นประเด็นหลักของกลุ่มพลังงาน ท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ การหยุดชะงักของห่วงโซ่อุปทาน ความไม่แน่นอนด้านการค้า และความผันผวนของตลาดพลังงาน ผู้บริหารของบริษัทพลังงานไทยเน้นย้ำถึงความจำเป็นในการรักษาความมั่นคงของแหล่งพลังงาน ควบคู่ไปกับการรักษาความแข็งแกร่งของการดำเนินงาน เสถียรภาพของกำไร และความสามารถในการเข้าถึงพลังงานในราคาที่เหมาะสม ซึ่งเห็นได้ชัดเจนที่สุดใน PTT และ PTTEP ซึ่งให้ความสำคัญกับการจัดหาก๊าซธรรมชาติในประเทศ การขยายพอร์ต LNG การพัฒนาแหล่งทรัพยากรต้นน้ำ และการสร้างเครือข่ายพลังงานแบบบูรณาการ เพื่อเป็นรากฐานสำคัญของความมั่นคงทางพลังงานของประเทศไทยในระยะยาว

การเปลี่ยนผ่านด้านความยั่งยืนจาก ESG สู่กลยุทธ์ทางธุรกิจ ความยั่งยืนด้านพลังงานถูกมองว่าเป็นส่วนหนึ่งของกลยุทธ์หลักทางธุรกิจมากขึ้น ไม่ใช่เพียงเป้าหมายด้าน ESG เท่านั้น บริษัทต่างๆ มีความเข้มงวดในการจัดสรรเงินลงทุนมากขึ้น โดยให้ความสำคัญกับการลงทุนที่ช่วยยกระดับผลการดำเนินงานด้านสิ่งแวดล้อมพร้อมทั้งสร้างผลตอบแทนระยะยาวที่น่าสนใจ พื้นที่มุ่งเน้นสำคัญประกอบด้วย SAF พลังงานหมุนเวียน LNG ระบบนิเวศยานยนต์ไฟฟ้า (EV) เทคโนโลยีการดักจับและกักเก็บคาร์บอน (CCS) ประสิทธิภาพการใช้พลังงาน และผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าสูงขึ้น ทีมผู้บริหารต่างเน้นย้ำถึงแนวทางที่ปฏิบัติได้จริง ซึ่งการลงทุนด้านความยั่งยืนจะช่วยเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขัน เสริมสร้างความแข็งแกร่งของธุรกิจ และสร้างมูลค่าให้แก่ผู้ถือหุ้น

สร้างสมดุลระหว่างความมั่นคงและความยั่งยืน ปัจจุบันประเด็นเชิงกลยุทธ์ของกลุ่มพลังงานไม่ได้เป็นการเลือกระหว่างความมั่นคงทางพลังงานกับความยั่งยืนอีกต่อไป แต่เป็นการผสานทั้งสองเป้าหมายเข้าด้วยกัน บริษัทต่างๆ มุ่งรักษาความมั่นคงของแหล่งพลังงานในปัจจุบัน พร้อมกับคัดเลือกลงทุนในโซลูชันพลังงานแห่งอนาคตอย่างเหมาะสม ความเป็นเลิศด้านการดำเนินงาน การกระจายพอร์ตธุรกิจ การลงทุนอย่างมีวินัย ฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง และความร่วมมือเชิงกลยุทธ์ ถูกมองเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนความสำเร็จ ส่งผลให้กลุ่มพลังงานไทยไม่ได้เพียงเตรียมพร้อมรับมือกับวัฏจักรราคาสินค้าโภคภัณฑ์เท่านั้น แต่ยังวางตำแหน่งเพื่อคว้าโอกาสจากการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานของโลกอีกด้วย

บทกวนสมมติฐานราคาน้ำมันใหม่ เราปรับเพิ่มมุมมองต่อกลุ่มธุรกิจน้ำมันและโรงกลั่นในปี 2026-2027 จากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ ปัจจัยพื้นฐานของตลาดโรงกลั่น และบทบาทที่เปลี่ยนแปลงไปของความมั่นคงทางพลังงานโลกใหม่ แม้ว่าตลาดจะเข้าสู่ปี 2026 ด้วยมุมมองว่าจะเกิดภาวะอุปทานสินค้าตลาดจากการเพิ่มกำลังการผลิตของ OPEC+ และการเติบโตของอุปทานจากสหรัฐ บราซิล กายอานา และแคนาดา แต่พัฒนาการล่าสุดชี้ให้เห็นว่าปัจจัยเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์มีแนวโน้มทำให้ตลาดยังคงตึงตัวมากกว่าที่เคยคาดการณ์ไว้

การเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญในมุมมองของเราคือ ตลาดน้ำมันไม่ได้ขับเคลื่อนโดยกำลังการผลิตต้นน้ำเพียงอย่างเดียวอีกต่อไป แต่ความมั่นคงด้านอุปทาน ความน่าเชื่อถือของโครงสร้างพื้นฐานการส่งออก เส้นทางการเดินเรือ และความยืดหยุ่นของระบบการกลั่น ได้กลายเป็นปัจจัยกำหนดราคาน้ำมันที่มีความสำคัญมากขึ้น ความขัดแย้งที่ยังคงดำเนินอยู่ในตะวันออกกลางและรัสเซีย-ยูเครนส่งผลให้ตลาดกำหนดส่วนเพิ่มความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (geopolitical premium) ไว้ในราคาน้ำมันดิบ และยังคงช่วยสนับสนุนค่าการกลั่น แม้ว่าตามทฤษฎีแล้วกำลังการผลิตส่วนเกินยังมีอยู่ในระบบก็ตาม แม้ว่าภาพรวมดุลน้ำมันโลกจะบ่งชี้ว่าตลาดอาจขาดดุลในปี 2026 และกลับมาเกินดุลในปี 2027 แต่เราเชื่อว่าปริมาณน้ำมันที่สามารถเข้าสู่ตลาดได้จริงมีข้อจำกัดมากกว่าตัวเลขกำลังการผลิตสะท้อน ซึ่งเป็นผลมาจากความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์และข้อจำกัดด้านโลจิสติกส์

Figure 1: Global oil market dashboard

	2024A	2025A	2026F	2027F
Global oil demand growth (mb/d)	+1.0	+2.3	-0.6	+1.4
Global oil supply growth (mb/d)	-0.2	+4.1	-2.6	+6.1
Supply-demand balance (mb/d)	-1.2	+1.8	-2.0	+4.8
OECD inventory change (mn bbl)	-25	+85	-352	+428

Source: EIA

มุมมองเชิงบวกที่เรามีต่อตลาดน้ำมันดิบได้รับการสนับสนุนหลักจากบทบาทที่เพิ่มขึ้นของความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ในการกำหนดสมดุลของตลาดน้ำมัน ในอดีต ตลาดน้ำมันมักตอบสนองต่อเหตุการณ์หยุดชะงักชั่วคราวก่อนที่จะกลับเข้าสู่ระดับที่สอดคล้องกับปัจจัยพื้นฐาน อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์ในช่วงหลังแสดงให้เห็นว่าความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์มีลักษณะถาวรและเป็นปัจจัยเชิงโครงสร้างมากขึ้น

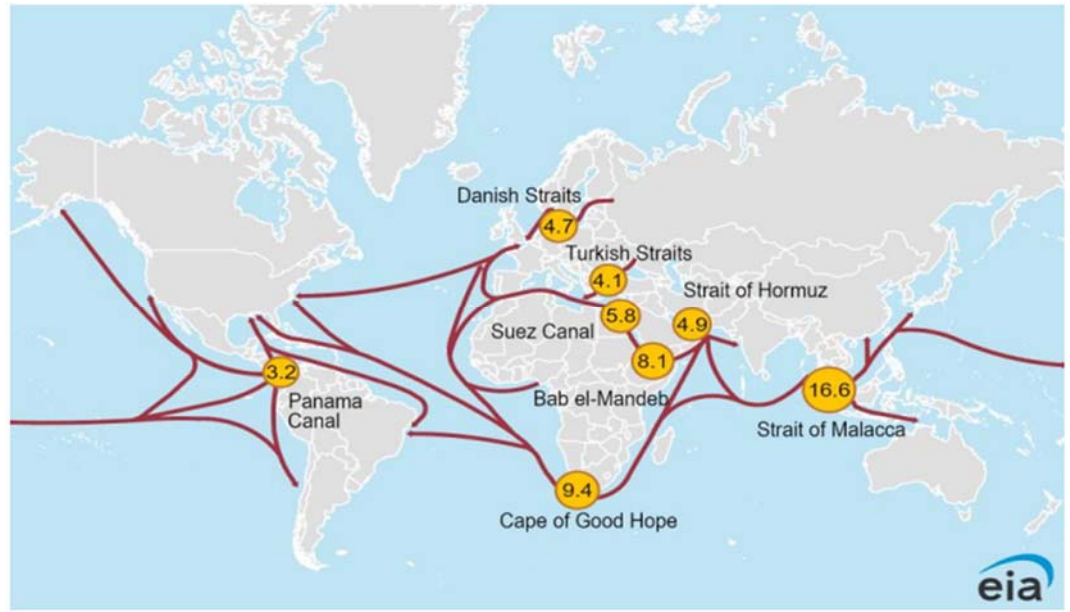
ตลาดมีความกังวลมากขึ้นไม่เพียงแต่เกี่ยวกับปริมาณน้ำมันดิบที่มีอยู่เท่านั้น แต่ยังรวมถึงความสามารถในการขนส่งและการกลั่นน้ำมันดิบด้วย ประเด็นนี้สะท้อนอย่างชัดเจนจากเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อเส้นทางการขนส่งในตะวันออกกลาง ซึ่งความกังวลเกี่ยวกับระบบโลจิสติกส์การส่งออกได้ก่อให้เกิดปฏิกิริยาอย่างมีนัยสำคัญในตลาด แม้ว่าไม่มีการสูญเสียกำลังการผลิตน้ำมันโลกอย่างมีนัยสำคัญก็ตาม

ช่องแคบฮอร์มุซยังคงเป็นจุดคอขวดด้านพลังงานที่สำคัญที่สุดของโลก โดยเป็นเส้นทางขนส่งน้ำมันทางทะเลคิดเป็นประมาณ 1 ใน 5 ของการค้าน้ำมันทางทะเลทั่วโลก ดังนั้น หากเกิดความตึงเครียดหรือการยกระดับความขัดแย้งที่เกี่ยวข้องกับประเทศผู้ผลิตน้ำมันในอ่าวเปอร์เซีย ย่อมมีโอกาสส่งผลกระทบต่อตลาดพลังงานโลกอย่างมาก ไม่ว่าภาวะอุปสงค์และอุปทานในขณะนั้นจะเป็นอย่างไรก็ตาม

ตะวันออกกลางยังคงเป็นตัวแปรสำคัญที่สุดของตลาดน้ำมันโลก ตะวันออกกลางยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่อาจผลักดันราคาน้ำมันให้ปรับตัวสูงขึ้นในช่วง 12-24 เดือนข้างหน้า แม้ว่าประเทศผู้ผลิตหลักยังคงมีกำลังการผลิตส่วนเกินอยู่ในระดับสูง แต่เหตุการณ์ล่าสุดแสดงให้เห็นว่าโครงสร้างพื้นฐานด้านการส่งออกและความปลอดภัยของเส้นทางขนส่งมีความสำคัญไม่แพ้กำลังการผลิตในการกำหนดปริมาณอุปทานที่มีอยู่จริงในตลาด

ตลาดเริ่มตระหนักมากขึ้นว่ากำลังการผลิตส่วนเกินที่ระอุตัวอยู่ในอ่าวเปอร์เซียอาจไม่สามารถนำออกสู่ตลาดได้เต็มที่ หากเส้นทางการขนส่งเกิดการหยุดชะงัก ด้วยเหตุนี้ นักลงทุนจึงให้ความสำคัญกับความสามารถในการส่งออกมากกว่ากำลังการผลิตตามทฤษฎี

Figure 2: Global oil chokepoints map highlighting Strait of Hormuz and Suez Canal



Source: EIA, Reuters

ภายใต้สมมติฐานกรณีฐาน (base case) ของเรา เราคาดว่า การหยุดชะงักของอุปทานและการขนส่งเป็นระยะยังมีแนวโน้มเกิดขึ้นต่อเนื่องตลอดปี 2026 ก่อนที่จะทยอยคลี่คลายในปี 2027 โดยเราคาดว่า การขนส่งน้ำมันทางทะเลจะกลับเข้าสู่ภาวะปกติอย่างค่อยเป็นค่อยไป ส่งผลให้ส่วนเพิ่มความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (geopolitical premium) ยังคงสะท้อนอยู่ในราคาน้ำมันตลอดช่วงประมาณการของเรา

ภายใต้กรณีเชิงบวกต่อราคาน้ำมัน (bullish scenario) ซึ่งอาจเกิดจากความรุนแรงของความขัดแย้งที่กลับมาปะทุอีกครั้ง หรือการหยุดชะงักของโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงาน เรามองว่าราคาน้ำมัน Brent อาจยืนอยู่เหนือ US\$90-100/บาร์เรล ไปจนถึงปี 2027 ในทางกลับกัน หากเกิดข้อขัดข้องทางการทูตที่ครอบคลุมและมีความซับซ้อนระหว่างประเทศสำคัญในภูมิภาค ตลาดน้ำมันอาจกลับเข้าสู่ภาวะอุปทานล้นตลาด และกดดันให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลง

ความขัดแย้งรัสเซีย-ยูเครนยังคงส่งผลกระทบต่อตลาดพลังงานโลก แม้ว่าการส่งออกน้ำมันดิบของรัสเซียยังคงมีเสถียรภาพในภาพรวม แต่ความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครนยังคงส่งผลกระทบต่อตลาดพลังงานโลกผ่านการหยุดชะงักของโรงกลั่น ความไม่ประสิทธิภาพของการส่งออก และต้นทุนเพิ่มเติมที่เกิดจากมาตรการคว่ำบาตร

การโจมตีโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานของรัสเซียที่เกิดขึ้นซ้ำๆ ในช่วงที่ผ่านมา มุ่งเป้าไปยังสินทรัพย์ปลายน้ำมากกว่าสินทรัพย์ต้นน้ำ ส่งผลให้ปริมาณการกลั่นและการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปได้รับแรงกดดันมากกว่าการผลิตน้ำมันดิบ โดยประเด็นนี้มีความสำคัญอย่างมากต่อตลาดน้ำมันดีเซลโลก ซึ่งยังคงพึ่งพาการส่งออกจากรัสเซียในเชิงโครงสร้าง แม้เส้นทางการค้าจะมีการปรับเปลี่ยนหลังจากการคว่ำบาตรก็ตาม

ขณะเดียวกัน มาตรการคว่ำบาตรยังส่งผลให้กระบวนการโลจิสติกส์และต้นทุนการขนส่งสำหรับการส่งออกน้ำมันของรัสเซียมีความซับซ้อนและสูงขึ้น แม้ว่ารัสเซียจะสามารถเปลี่ยนเส้นทางการส่งออกน้ำมันดิบจำนวนมากไปยังตลาดเอเชียได้สำเร็จ แต่ความยั่งยืนของรูปแบบการส่งออกดังกล่าวในระยะยาวยังคงมีความไม่แน่นอน จากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังดำรงอยู่ รวมถึงข้อจำกัดด้านการเข้าถึงเทคโนโลยีและเงินลงทุน

ในระยะกลาง การผสมผสานของปัจจัยลบหลายด้าน ทั้งปัญหาโครงสร้างพื้นฐาน มาตรการคว่ำบาตร ประสิทธิภาพการผลิตจากแหล่งน้ำมันที่ทยอยลดลง และข้อจำกัดด้านเงินทุน อาจส่งผลให้รัสเซียมีความสามารถในการรักษาระดับการผลิตน้ำมันในปัจจุบันลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป

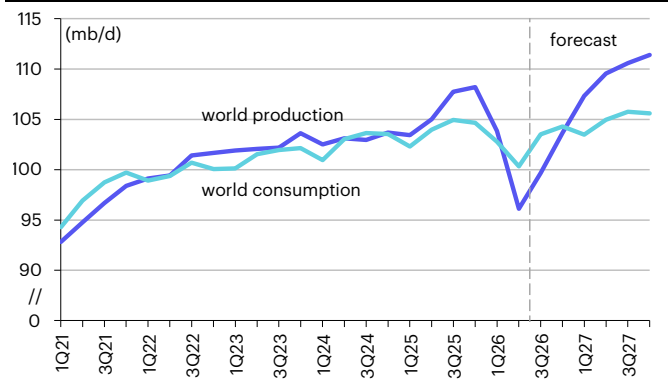
อุปทานน้ำมันดิบทั่วโลกยังคงเติบโตอย่างแข็งแกร่ง แม้จะยังมีความกังวลด้านภูมิรัฐศาสตร์อย่างต่อเนื่อง แต่แนวโน้มอุปทานน้ำมันในระยะยาวยังคงค่อนข้างเป็นบวก โดยกำลังการผลิตใหม่ยังคงเติบโตอย่างมีนัยสำคัญจากประเทศนอกกลุ่ม OPEC โดยเฉพาะบราซิล กายอานา แคนาดา และสหรัฐ

โครงการพัฒนาแหล่งน้ำมันนอกชายฝั่งชั้นหินเกลือ (Pre-salt) ของบราซิล และโครงการ Stabroek ของกายอานา ยังคงเป็นหนึ่งในแหล่งผลิตที่มีศักยภาพสูงที่สุดในการขับเคลื่อนการเติบโตของกำลังการผลิตน้ำมันโลก ขณะที่การผลิตน้ำมัน Shale ของสหรัฐ ยังคงแสดงให้เห็นถึงความแข็งแกร่ง แม้กิจกรรมการขุดเจาะจะชะลอตัวลง นอกจากนี้ การขยายกำลังการผลิตจากแหล่งน้ำมัน Oil Sands ของแคนาดายังช่วยเพิ่มอุปทานเข้าสู่ตลาดอย่างต่อเนื่อง

เมื่อรวมกับกำลังการผลิตส่วนเกินของ OPEC+ ปัจจัยเหล่านี้สะท้อนว่าศักยภาพการผลิตน้ำมันของโลกยังคงเพียงพอ ดังนั้น มุมมองเชิงบวกของเราต่อราคาน้ำมันไม่ได้เกิดจากความขาดแคลนของทรัพยากร แต่เกิดจากความไม่แน่นอนด้านภูมิรัฐศาสตร์และความกังวลเกี่ยวกับความมั่นคงของอุปทานที่ยังอยู่ในระดับสูง

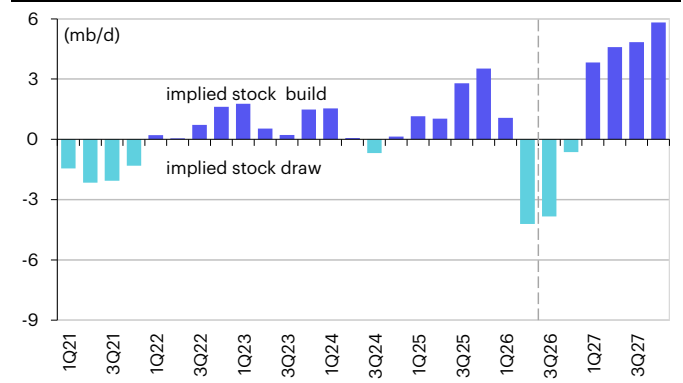
ตั้งแต่ปี 2027 เป็นต้นไป เราคาดว่าตลาดจะกลับมาให้ความสำคัญกับปัจจัยพื้นฐานด้านอุปสงค์และอุปทานมากขึ้น ภายใต้สมมติฐานว่าความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์เริ่มคลี่คลาย การขยายตัวของกำลังการผลิตทั่วโลกมีแนวโน้มทำให้ตลาดทยอยกลับเข้าสู่ภาวะอุปทานล้นตลาด และสร้างแรงกดดันต่อราคาน้ำมันในระยะต่อไป

Figure 3: Global oil supply and demand



Source: EIA and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 4: Global oil supply and demand balance



Source: EIA and InnovestX Investment Strategy & Research

ด้วยเหตุนี้ เราจึงปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent เป็น US\$90/บาร์เรล ในปี 2026 และ US\$80/บาร์เรล ในปี 2027 จากสมมติฐานเดิมที่ US\$82/บาร์เรล และ US\$70/บาร์เรล ตามลำดับ แม้เราคาดว่าตลาดน้ำมันจะมีความสมดุลมากขึ้นในปี 2027 แต่ส่วนเพิ่มความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (geopolitical premium) ที่ยังคงอยู่ และความกังวลเชิงโครงสร้างเกี่ยวกับความมั่นคงของอุปทานพลังงาน จะยังคงเป็นปัจจัยสนับสนุนให้ราคาน้ำมัน Brent เคลื่อนไหวสูงกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงวัฏจักรปกติ

Figure 5: Revision of oil price assumption

	(US\$/bbl)	2025	2026 YTD	3Q26	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
Brent	Current	69.05	91.68	87.98	90.00	80.00	69.00	67.00	65.00
	Previous	--	--	--	82.00	70.00	69.00	67.00	65.00
	Change	--	--	--	8.00	10.00	0.00	0.00	0.00
Dubai	Current	68.37	80.92	78.80	80.00	75.00	64.00	64.00	63.00
	Previous	--	--	--	72.00	65.00	64.00	64.00	63.00
	Change	--	--	--	8.00	10.00	0.00	0.00	0.00
Brent-Dubai	Current	0.68	10.76	9.18	10.00	5.00	5.00	3.00	2.00
	Previous	--	--	--	10.00	5.00	5.00	3.00	2.00
	Change	--	--	--	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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

ปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจโรงกลั่นยังแข็งแกร่งกว่าธุรกิจน้ำมันดิบ แม้ว่าตลาดน้ำมันดิบอาจเผชิญความเสี่ยงจากภาวะอุปทานล้นตลาดในปี 2027 แต่ปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจโรงกลั่นยังคงเอื้ออำนวยมากกว่า เนื่องจากตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันยังอยู่ในภาวะตึงตัว การหยุดชะงักของโรงกลั่นในรัสเซียส่งผลให้การส่งออกน้ำมันดีเซล น้ำมันเบนซิน และน้ำมันเตาลดลง ขณะที่ยุโรปยังคงเผชิญภาวะขาดแคลนน้ำมันดีเซลเชิงโครงสร้าง หลังจากสูญเสียแหล่งอุปทานจากรัสเซีย ในขณะเดียวกัน ความต้องการการเดินทางทางอากาศที่ยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะในเอเชียและตะวันออกกลาง ยังคงสนับสนุนการบริโภคน้ำมันเครื่องบินอย่างต่อเนื่อง ปัจจัยด้านอุปสงค์และอุปทานที่เอื้ออำนวยเหล่านี้ คาดว่าจะช่วยให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันอยู่ในระดับที่ดี และสนับสนุนให้ค่าการกลั่นยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต แม้ว่าตลาดน้ำมันดิบอาจอ่อนแอลงก็ตาม

Figure 6: Major Russian refineries targeted by Ukraine (2024-2026)

Refinery	Owner	Capacity (kbd)	Share of Russian refining capacity	Attack period	Estimated impact
Ryazan Refinery	Rosneft	~317	~5.8%	Mar-24	Two crude distillation units (254kbd combined) were shut following drone attacks. Reuters estimated idle capacity could reach ~70% of refinery throughput.
NORSI (Lukoil)	Lukoil	~317-320	~5.8%	Mar-24, Apr-26	Fire and operational disruption following drone attacks. Refinery operations were disrupted and reportedly suspended following drone attacks in Apr-26. One of Russia's largest gasoline producers.
Novoshakhtinsk Refinery	Private	~96	n.a.	Mar-24	Operations suspended following drone strike before restarting. Limited export-oriented refinery.
Tuapse Refinery	Rosneft	~240	~4.0%	Mar-25, Apr-26	Drone attacks and resulting fires led to temporary suspension of refinery operations during 2025-26. Refinery primarily exports diesel, naphtha, fuel oil, and vacuum gasoil to export markets including Asia.
Kirishi Refinery	Surgutneftegaz	~340*	~6%	Mar-25, Apr-26	Tank damage and subsequent operational disruptions. Produces around 5.3% of Russia's gasoline and 7.6% of diesel output. Processing disruptions followed drone attacks, with industry sources reporting restart plans for three of four primary units.
Syzran Refinery	Rosneft	~170	~3%	Apr-26	Oil refining suspended after drone attacks damaged processing equipment.
Novokuibyshevsk Refinery	Rosneft	~140*	~2-3%	Apr-26	Primary oil processing halted following drone attacks.
Taneco Refinery	Tatneft	~340	~6%	Apr-24	Ukraine struck the primary refining unit in Apr-24. The extent of operational disruption was not disclosed.
Volgograd Refinery	Lukoil	~300*	~5%	2025	Included among major Russian refineries impacted during the intensified 2025 drone campaign, although no prolonged outage was reported.

Source: Reuters and oilprice.com

Note: * Capacity based on industry estimates

การหยุดชะงักของโรงกลั่นในวันออกกลางส่งผลให้ตลาดภูมิภาคตึงตัวมากขึ้น การหยุดชะงักของโรงกลั่นในวันออกกลางในปี 2026 กระตุ้นตัวอยู่ในศูนย์กลางการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันรายสำคัญ โดยคาดว่าจะมีการสูญเสียกำลังการผลิตสูงสุดที่ 1,076kbd รองลงมาคือสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) ที่ 777kbd และซาอุดีอาระเบียที่ 505kbd ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนหลักของผลกระทบทันที การหยุดดำเนินงานที่มีนัยสำคัญเกิดขึ้นที่โรงกลั่น Al Zour, KPC และ Ruwais ขณะที่โรงกลั่นหลายแห่ง เช่น Ras Laffan และ Fujairah ต้องหยุดการดำเนินงานทั้งหมดขนาดและการกระตุกตัวของเหตุการณ์หยุดชะงักเหล่านี้ ส่งผลให้ปริมาณผลิตภัณฑ์น้ำมันที่ส่งออกจากภูมิภาคลดลงอย่างมีนัยสำคัญ และทำให้ภาวะอุปสงค์-อุปทานในตลาดตึงตัวมากขึ้น

การหยุดชะงักในเอเชียเป็นปัจจัยหนุนค่าการกลั่น ในเอเชีย การลดกำลังการผลิตมีลักษณะกระจายตัวมากกว่า โดยจีนมีการสูญเสียกำลังการผลิต 597kbd ตามมาด้วย SK Energy ของเกาหลีใต้ที่ 560kbd สิงคโปร์ 412kbd และ Prefchem ของมาเลเซีย 300kbd โรงกลั่นหลายแห่งเดินเครื่องในอัตราที่ต่ำกว่าปกติอย่างมาก หรือหยุดดำเนินงานทั้งหมด ส่งผลให้ปริมาณผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปเข้าสู่ตลาดลดลงอีก โดยรวมแล้ว กำลังการกลั่นที่หายไปจากตะวันออกกลางและเอเชียรวมกันมากกว่า 5mbpd ซึ่งเป็นปัจจัยสนับสนุนสำคัญต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมัน และค่าการกลั่นสิงคโปร์ โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์กลุ่มน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบิน เนื่องจากอุปทานในตลาดตึงตัวมากขึ้นในช่วงเวลาดังกล่าว

Figure 7: ME and Asia refining capacity loss (July 2026)

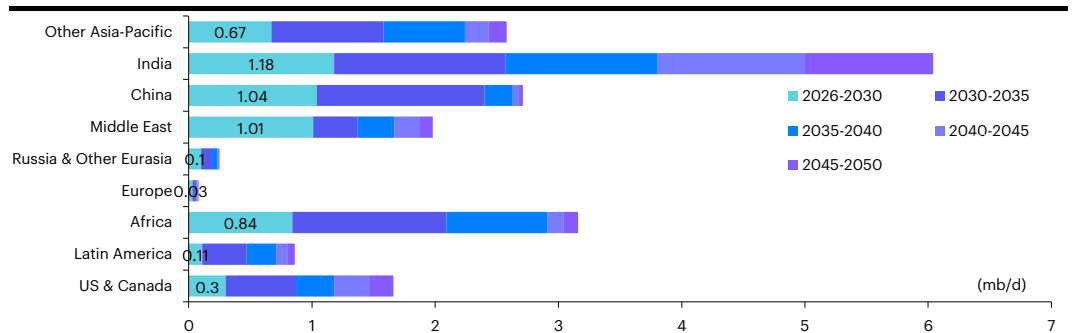
Country / Refinery	Disrupted capacity (kbd)	Capacity loss (kbd)	% Run cut	% of ME CDU capacity	Date
Kuwait (Total)	1,451	1,076	67-80%	9.30%	Mar-26
Al Zour	615	410	67%	3.50%	Late Mar-26
KPC	836	666	80%	5.70%	18-19 Mar-26
Bahrain – Sitra	405	220	54%	1.90%	Late Mar to Early Apr-26
Saudi Arabia (Total)	1,855	505	13-35%	4.40%	Mar-Apr-26
Ras Tanura	550	150	27%	1.30%	Mid-Mar-26
SAMREF	400	50	13%	0.40%	Late Mar-26
Riyadh	120	30	25%	0.30%	Late Mar-26
SATORP + SASREF	785	275	35%	2.40%	7-8 Apr-26
UAE (Total)	1,109	777	67-100%	6.70%	Mar-26
Fujairah	82	82	100%	0.70%	Early Mar-26
Ruwais	817	555	68%	4.80%	Mar-26
Jebel Ali	210	140	67%	1.20%	Mar-26

Country / Refinery	Disrupted capacity (kbd)	Capacity loss (kbd)	% Run cut	% of ME CDU capacity	Date
Qatar (Total)	429	342	36-100%	2.90%	Mar-26
Mesaieed	137	50	36%	0.40%	Late Mar-26
Ras Laffan	292	292	100%	2.50%	18-19 Mar-26
Iraq (Total)	1,600	240	11-33%	2.10%	Mar-26
KRG	300	100	33%	0.90%	Mar-26
Federal	1,300	140	11%	1.20%	Mar-26
Oman – Duqm	255	68	27%	0.60%	Mar-26
Iran – All	n.a.	220	n.a.	1.90%	Mar-26
Country / Refinery	Disrupted capacity (kbd)	Capacity loss (kbd)	% Run cut	% of AP CDU capacity	Date
China (Total)	1,897	597	20-30%	2.50%	Mid-Mar to Apr-26
CNOOC	473	142	30%	0.40%	Mid-Mar-26
FREP	301	90	30%	0.20%	Mid-Mar-26
Sinochem	323	65	20%	0.20%	Mid-Mar-26
Zhejiang Independent	800	200	25%	0.50%	Mid-Mar-26
Other / Unspecified	n.a.	500	n.a.	1.25%	Apr-26
India – MRPL	368	121	33%	0.30%	Mid-Mar-26
Singapore (Total)	882	412	40-50%	1.00%	Mid-Mar to Apr-26
SRC	290	116	40%	0.30%	Mid-Mar to Apr-26
Jurong	592	296	50%	0.70%	Mid-Mar to Apr-26
Aster	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	Late Mar-26
South Korea – SK Energy	560	560	100%	1.40%	Feb-Mar-26
Malaysia – Prefchem	300	300	100%	0.80%	Mid-Mar to Apr-26
Japan – Cosmo Oil	100	100	100%	0.30%	Early Mar-26
Taiwan	Force majeure in petrochemicals (feedstock delay)	n.a.	n.a.	n.a.	Mid-Mar-26

Source: Compiled by TOP, FACTs, Energy Aspect

ภาวะตึงตัวเชิงโครงสร้างสนับสนุนให้ค่าการกลั่น (GRM) อยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีต การเพิ่มกำลังการกลั่นทั่วโลกมีแนวโน้มไม่เพียงพอที่จะขจัดภาวะตึงตัวของตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันในระยะอันใกล้ แม้จะมีโครงการโรงกลั่นขนาดใหญ่หลายแห่งที่อยู่ระหว่างการพัฒนาในวันออกกลาง จีน อินเดีย และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) ซึ่งท้ายที่สุดจะช่วยเพิ่มกำลังการกลั่นของโลกและสนับสนุนการกลั่นเข้าสู่ภาวะสมดุลของตลาด แต่เราเชื่อว่าระยะเวลาและความเร็วในการทยอยเปิดดำเนินงานของโครงการเหล่านี้ จะยังไม่เพียงพอที่จะชดเชยภาวะตึงตัวเชิงโครงสร้างของตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม Middle Distillate ได้อย่างเต็มที่ในช่วง 12-18 เดือนข้างหน้า นอกจากนี้ โรงกลั่นแห่งใหม่จำนวนมากได้รับการพัฒนาในรูปแบบ Integrated Refinery-Petrochemical Complex หรือโรงกลั่นที่เชื่อมโยงกับธุรกิจปิโตรเคมี ซึ่งมีความยืดหยุ่นในการบริหารสัดส่วนการผลิตมากกว่า ส่งผลให้ผลกระทบต่อการปริมาณเชื้อเพลิงในตลาดอาจน้อยกว่าที่ตัวเลขกำลังการกลั่นที่เพิ่มขึ้นบ่งชี้ การเติบโตของกำลังการกลั่นในปัจจุบันกระจุกตัวอยู่ในเอเชียและตะวันออกกลาง ขณะที่ยุโรปและอเมริกาเหนือยังคงเผชิญการปิดโรงกลั่นถาวรหรือการลดกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง ดังนั้น กำลังการกลั่นที่สามารถใช้งานได้จริงมีแนวโน้มยังคงตึงตัวมากกว่าที่ตัวเลขกำลังการผลิตรวมสะท้อนอยู่ ซึ่งสนับสนุนมุมมองของเราที่ว่า ค่าการกลั่น (GRM) จะยังอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตตลอดช่วงประมาณการ

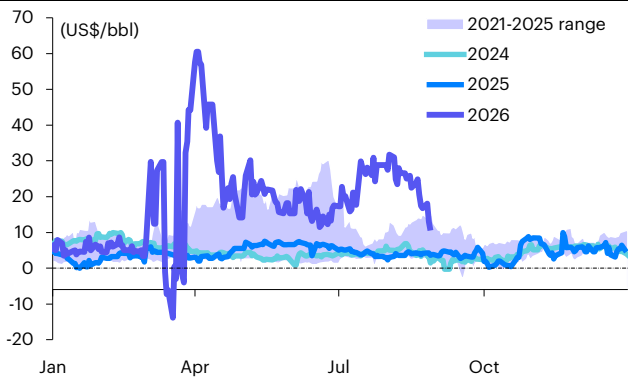
Figure 8: Global crude distillation capacity additions by region



Source: OPEC (World Oil Outlook 2026)

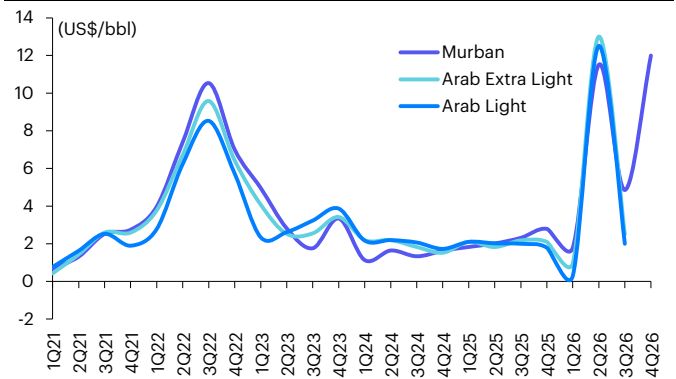
ด้วยเหตุนี้ เราคาดว่า Singapore Complex GRM จะมีค่าเฉลี่ยอยู่ที่ US\$16-17/บาร์เรล ในปี 2026 ก่อนจะปรับลดลงมาอยู่ที่ US\$8-10/บาร์เรล ในปี 2027 แม้ว่าค่าการกลั่นมีแนวโน้มปรับตัวลดลงจากระดับสูงสุดในช่วงที่ผ่านมาและทยอยกลับเข้าสู่ภาวะปกติมากขึ้น แต่เราคาดว่าค่าการกลั่นจะยังคงอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในช่วงวัฏจักรปกติ

Figure 9: Singapore GRM – hydrocracking



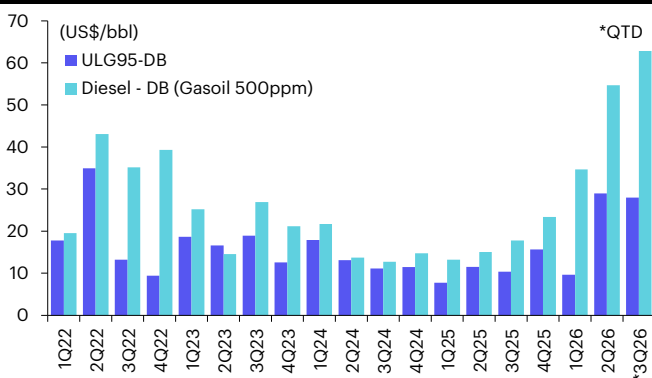
Source: Reuters and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 10: Crude premium



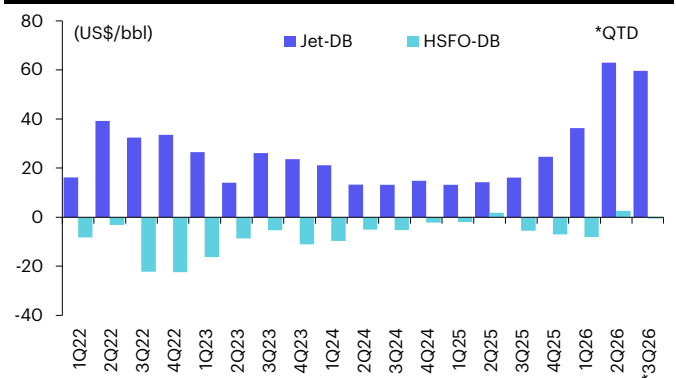
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 11: Crack spread – Diesel vs. Gasoline



Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 12: Crack spread – Jet fuel vs. HSFO



Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

โอกาสลงทุนที่น่าสนใจตลอดห่วงโซ่อุปทานพลังงาน สภาวะแวดล้อมในปัจจุบันยังเปิดโอกาสลงทุนที่น่าสนใจในทุกช่วงของห่วงโซ่อุปทานพลังงาน สำหรับธุรกิจต้นน้ำ บริษัทที่มีพอร์ตสินทรัพย์ที่หลากหลาย มีเส้นทางการส่งออกที่ปลอดภัย และดำเนินงานในประเทศที่มีเสถียรภาพทางการเมือง มีแนวโน้มได้รับประโยชน์ต่อเนื่องจากส่วนเพิ่มด้านความมั่นคงทางพลังงาน (energy security premium) ที่ยังอยู่ในระดับสูง ในธุรกิจโรงกลั่น โรงกลั่นที่มีความซับซ้อนสูงและมีสัดส่วนการผลิตผลิตภัณฑ์กลุ่ม Middle Distillate สูง จะมีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนได้ดีกว่าคู่แข่ง โดยได้รับแรงหนุนจาก crack spread ของน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินที่ยังแข็งแกร่ง โรงกลั่นที่มีหน่วย hydrocracker และ residue upgrading รวมถึงผู้ประกอบการที่ดำเนินธุรกิจแบบบูรณาการระหว่างโรงกลั่นและปิโตรเคมี มีแนวโน้มสร้างผลตอบแทนที่ดีกว่า จากความยืดหยุ่นในการเลือกใช้วัตถุดิบและความหลากหลายของผลิตภัณฑ์ นอกจากนี้ บริษัทที่ดำเนินธุรกิจด้านการค้าพลังงาน การขนส่งทางเรือ และธุรกิจคลังเก็บพลังงาน อาจได้รับประโยชน์จากความผันผวนของตลาดที่เพิ่มขึ้น โอกาสในการทำกำไรจากส่วนต่างราคาในแต่ละพื้นที่ และการที่ตลาดให้ความสำคัญกับความมั่นคงทางพลังงานมากขึ้น

ยังคงมีความเสี่ยงด้านลบที่ต้องติดตาม ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญที่สุดต่อมุมมองของเราคือ สถานการณ์ภูมิรัฐศาสตร์ที่เปลี่ยนไปในทางที่ตึงเครียดอย่างรวดเร็ว การบรรลุข้อตกลงหยุดยิงอย่างครอบคลุมในตะวันออกกลาง การกลับสู่ภาวะปกติของเส้นทางขนส่งทางเรือ การฟื้นตัวของภาคส่งออกน้ำมันจากอิหร่าน หรือการยุติความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครน อาจส่งผลให้ส่วนเพิ่มความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ (geopolitical premium) ที่สะท้อนอยู่ในราคาน้ำมันลดลงอย่างมีนัยสำคัญ

ความเสี่ยงด้านลบเพิ่มเติม ได้แก่ การเพิ่มกำลังการผลิตของ OPEC+ ที่สูงกว่าคาด อุปสงค์น้ำมันจากจีนที่อ่อนแอกว่าคาด การใช้ยานยนต์ไฟฟ้า (EV) ที่เร่งตัวขึ้น และการชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก ซึ่งล้วนเป็นปัจจัยที่อาจทำให้อัตราการเติบโตของความต้องการใช้น้ำมันลดลง และนำไปสู่การสะสมของสต็อกน้ำมันในระดับที่สูงขึ้น

สำหรับตลาดโรงกลั่น ความเสี่ยงสำคัญคือกำลังการผลิตใหม่เข้าสู่ระบบเร็วกว่าที่คาด โดยเฉพาะในจีน อินเดีย ซาอุดีอาระเบีย คูเวต และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE) หากกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นเร็วกว่าคาด อาจส่งผลให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนตัวลง และกดดันให้ค่าการกลั่น (GRM) ปรับลดลงเร็วกว่าที่ประเมินไว้ในปัจจุบัน

เราเชื่อว่าสมการลงทุนได้เปลี่ยนจาก “อุปทานล้นตลาด” สู่ “ความมั่นคงด้านอุปทาน” เราเชื่อว่ามุมมองการลงทุนในภาคพลังงานได้เปลี่ยนจากการให้ความสำคัญกับปริมาณอุปทานน้ำมัน ไปสู่การให้ความสำคัญกับความมั่นคงของอุปทานมากขึ้น แม้ว่ากำลังการผลิตน้ำมันดิบทั่วโลกยังเพียงพอที่จะรองรับการเติบโตของอุปสงค์ในอนาคต แต่ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงเพิ่มมูลค่าให้กับห่วงโซ่อุปทานที่มีความน่าเชื่อถือ เส้นทางการขนส่งที่ปลอดภัย และระบบการกลั่นที่มีความยืดหยุ่นสูง

ความตึงเครียดในตะวันออกกลางและความขัดแย้งระหว่างรัสเซียและยูเครนที่ยังคงดำเนินอยู่ มีแนวโน้มทำให้ส่วนเพิ่มความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ในราคาน้ำมันดิบยังคงอยู่ในระดับที่มีนัยสำคัญตลอดปี 2026 ขณะเดียวกัน การหยุดดำเนินการของโรงกลั่นในหลายภูมิภาค ภาวะตึงตัวของตลาดน้ำมันดีเซล และอุปสงค์น้ำมันเครื่องบินที่ยังแข็งแกร่ง จะยังคงเป็นปัจจัยสนับสนุนค่าการกลั่นต่อไป

สรุปผลการประกอบการและแนวโน้ม

ผลประกอบการ 2Q26 แข็งแกร่งในภาพรวม และส่วนใหญ่อยู่ในระดับใกล้เคียงหรือดีกว่าคาดการณ์ กำไรปกติของบริษัทน้ำมันและก๊าซของไทยปรับตัวเพิ่มขึ้น 318% YoY โดยได้รับแรงหนุนจากฐานกำไรที่ต่ำในปีก่อน และผลการดำเนินงานที่แข็งแกร่งขึ้นทั้งในธุรกิจต้นน้ำและธุรกิจโรงกลั่น อย่างไรก็ตาม กำไรปกติปรับตัวลดลง 45% QoQ สาเหตุหลักมาจากผลขาดทุนสต็อกน้ำมันจากราคาน้ำมันที่ปรับลดลง ผู้ประกอบการต้นน้ำรายใหญ่ ได้แก่ PTTEP และ PTT รายงานกำไรเติบโตอย่างแข็งแกร่ง โดยได้รับประโยชน์จากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น ราคาเฉลี่ยขาย (ASP) ที่สูงขึ้น และประสิทธิภาพการดำเนินงานที่ดีขึ้น ในกลุ่มโรงกลั่น BCP SPRC และ IRPC รายงานกำไรสูงกว่าที่ตลาดคาดจากอัตรากำไรที่แข็งแกร่งกว่าคาด ขณะที่ TOP รายงานกำไรใกล้เคียงกับที่ตลาดคาดการณ์ไว้ ส่วน OR รายงานผลขาดทุน เนื่องจากค่าการตลาดที่อ่อนตัวลงและผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันมีผลกระทบมากกว่าการเติบโตของรายได้

แนวโน้มกำไรใน 2H26F: กำไรยังแข็งแกร่ง และมีแนวโน้มฟื้นตัวเด่นใน 4Q26F เราคาดว่ากำไรของกลุ่มพลังงานจะชะลอตัวลงชั่วคราวใน 3Q26F ก่อนจะฟื้นตัวแข็งแกร่งขึ้นใน 4Q26F จากการปรับตัวดีขึ้นของค่าการกลั่น และแรงกดดันจากการปิดซ่อมบำรุงตามแผนที่เริ่มคลี่คลาย กำไรของกลุ่มโรงกลั่นอาจอ่อนตัวลง QoQ ใน 3Q26F จากค่าการกลั่น (GRM) ที่ลดลงตามฤดูกาล โดยเฉพาะน้ำมันเบนซิน อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลประกอบการจะกลับมาฟื้นตัวใน 4Q26F จากอุปสงค์น้ำมันกลุ่ม Middle Distillate ที่แข็งแกร่งขึ้น และภาวะอุปทานที่ตึงตัวมากขึ้น สำหรับ PTTEP และ PTT อาจเผชิญแรงกดดันต่อกำไร QoQ ใน 3Q26F จากการปิดซ่อมบำรุงโรงแยกก๊าซและสินทรัพย์ก๊าซตามแผน ขณะที่ OR มีแนวโน้มฟื้นตัวจากค่าการตลาดที่ดีขึ้น โดยรวมแล้ว เราคาดว่ากำไรเติบโตของกำไรจะยังได้รับการสนับสนุนจากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับที่ดีและปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจโรงกลั่นที่ยังแข็งแกร่ง

Figure 13: Core earnings recap – Oil & Gas (2Q26)

(Btmn)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	%YoY	%QoQ	Comment
BCP	1,052	(282)	6,832	5,026	14,519	15,106	n.a.	4.0	Above. Record 2Q26 net profit driven by strong refining performance, lower oil hedging losses, and the first SAF contribution.
IRPC	(2,037)	(2,127)	147	(527)	10,234	1,612	n.a.	(84.3)	Above. Returned to profit but fell QoQ due to NRV and oil hedging losses after a sharp decline in crude prices. Core earnings improved significantly on stronger refining and petrochemical spreads, lifting GIM (+31% QoQ).
SPRC	539	(1,060)	1,501	981	7,259	6,812	n.a.	(6.2)	Above. QoQ decline due to an inventory loss versus a gain in 1Q26 but remained strong. Adjusted net profit surged YoY and QoQ on post-turnaround recovery, supported by higher enterprise margin, improved utilization, and lower OPEX.
TOP	3,163	(2,093)	546	1,866	25,795	10,359	n.a.	(59.8)	In line. QoQ drop was driven by stock and hedging losses from lower crude prices, while core operations remained strong, with operating profit rising 74% QoQ.
PTT	19,769	13,605	16,073	18,652	95,427	41,305	203.6	(56.7)	Above. EBITDA excluding hedging impacts rose strongly, supported by broad-based improvement across core businesses, led by E&P, Gas, and P&R.
PTTEP	16,684	13,109	12,148	16,117	19,950	24,257	85.0	21.6	In line. Record quarterly net profit, supported by higher operating profit and derivative gains. Core profit also improved on record sales volume and a higher ASP.
OR	4,218	2,227	2,474	2,061	4,558	(1,776)	n.a.	n.a.	Below. Higher revenue was outweighed by lower sales volumes, weaker margins, and an NRV loss, while the Lifestyle business maintained a healthy EBITDA margin.
Total	43,387	23,379	39,720	44,176	177,743	97,675	317.8	(45.0)	
(%YoY)									
BCP	(71.2)	n.a.	n.a.	501.3	1,279.6	n.a.			
IRPC	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.			
SPRC	(85.6)	n.a.	n.a.	n.a.	1,247.5	n.a.			
TOP	(53.8)	n.a.	n.a.	(33.9)	715.6	n.a.			
PTT	(53.7)	(58.9)	n.a.	(0.9)	382.7	203.6			
PTTEP	(13.0)	(44.1)	(33.1)	(7.7)	19.6	85.0			
OR	32.5	(3.2)	n.a.	(11.7)	8.1	n.a.			
Total	(46.4)	(61.9)	n.a.	6.3	309.7	317.8			

Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 14: Core earnings momentum in 2H26F

	3Q26F		4Q26F		Comment
	YoY	QoQ	YoY	QoQ	
BCP	+	-	+	+	Expect market GRM to soften QoQ in 3Q26F before recovering in 4Q26 due to seasonal demand for middle distillate and tighter supply in global market. Key risk is oil price movements which could cause stock gain/loss.
IRPC	+	+	+	+	
SPRC	+	-	+	+	
TOP	+	-	+	+	QoQ drop in 3Q26F profit reflects lower profit of PTTEP and gas business due to planned turnaround of GSP.
PTT	+	-	+	+	
PTTEP	+	-	+	+	QoQ drop in 3Q26F profit reflects lower gas sales volume in the Gulf of Thailand due to planned turnaround which has been postponed from 1H26.
OR	-	+	+	+	Expect improved marketing margin to lift earnings QoQ in 3Q26F. Positive momentum is likely to continue in 4Q26F.
Total	+	-	+	+	

Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

แนวโน้มกำไรปี 2027F: กำไรมีอัตรากำไรสูงมีนัยสำคัญเมื่อเทียบกับประมาณการของตลาด ประมาณการกำไรของเรา ยังคงสูงกว่าประมาณการของตลาด (consensus) ในเกือบทุกบริษัทในกลุ่มพลังงาน สะท้อนมุมมองที่เป็นบวกมากกว่าตลาดต่อแนวโน้มราคาน้ำมันและค่าการกลั่น โดย BCP มีอัตรากำไรสูงสุดจากการที่ประมาณการกำไรของเราสูงกว่าตลาด 49-64% รองลงมาคือ SPRC และ TOP ซึ่งสูงกว่าตลาด 11-49% ขณะที่ IRPC ก็มีอัตรากำไรที่โดดเด่นเช่นกัน โดยเฉพาะในปี 2027F ส่วน PTTEP ได้รับประโยชน์จากสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และการรับรู้ผลบวกจากราคาก๊าซที่เพิ่มขึ้นล่าช้ากว่ารอบก่อน สำหรับ PTT ประมาณการกำไรของเราสูงกว่าตลาด 13-49% โดยรวมแล้ว เรามองว่ายังมีโอกาสที่กำไรของกลุ่มพลังงานจะออกมาดีกว่าที่ตลาดคาดไว้ โดยเฉพาะบริษัทที่มีสัดส่วนรายได้เชื่อมโยงกับค่าการกลั่นและราคาสินค้าโภคภัณฑ์สูง

หลังจากคาดว่ากำไรของกลุ่มพลังงานจะเติบโตแข็งแกร่งในปี 2026F เราคาดว่ากำไรจะเริ่มกลับเข้าสู่ภาวะปกติมากขึ้นในปี 2027F ตามการชะลอตัวของราคาน้ำมันและค่าการกลั่น แม้ว่าทั้งสองปัจจัยจะยังอยู่สูงกว่าค่าเฉลี่ยในอดีตก็ตาม เราเชื่อว่าบริษัทที่มีธุรกิจครบทั้งต้นน้ำและโรงกลั่นจะยังเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักของวัฏจักรนี้ PTT และ PTTEP อยู่ในตำแหน่งที่ดีในการได้รับประโยชน์จากการขยายตัวของธุรกิจ LNG การพัฒนาแหล่งก๊าซธรรมชาติในประเทศ และความต้องการใช้พลังงานที่เพิ่มขึ้น ขณะที่กลุ่มโรงกลั่นจะยังได้รับแรงหนุนจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่อยู่ในระดับสูง และตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันในภูมิภาคที่ยังคงตึงตัว นอกจากนี้ บริษัทในกลุ่มยังเพิ่มการลงทุนในธุรกิจ SAF, LNG, พลังงานหมุนเวียน, ระบบนิเวศ EV และโครงการบริหารจัดการคาร์บอน มากขึ้น ซึ่งจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของกำไรในระยะยาว และเพิ่มความแข็งแกร่งให้กับธุรกิจ

Figure 15: INVX earnings forecast in 2026-27F vs. consensus

	INVX		Consensus		% Diff (INVX/Consensus)	
	2026F	2027F	2026F	2027F	2026F	2027F
BCP	48,888	22,509	29,892	15,098	+63.6%	+49.1%
IRPC	15,859	7,727	13,500	3,579	+17.5%	+115.9%
SPRC	22,874	9,684	15,864	6,486	+44.2%	+49.3%
TOP	49,982	19,410	36,621	17,516	+36.5%	+10.8%
PTT	187,838	125,269	126,513	111,228	+48.5%	+12.6%
PTTEP	85,315	87,532	76,939	69,193	+10.9%	+26.5%

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

ผลกระทบต่อบริษัทน้ำมันและพลังงานไทย

การปรับเพิ่มมุมมองต่อราคาน้ำมันดิบและค่าการกลั่นจะส่งผลกระทบต่อที่แตกต่างกันไปในแต่ละบริษัทในกลุ่มพลังงานไทย ขึ้นอยู่กับสัดส่วนการดำเนินการธุรกิจของแต่ละบริษัทในส่วนของธุรกิจต้นน้ำ โรงกลั่น ปิโตรเคมี และธุรกิจการตลาดปลายน้ำ โดยทั่วไป บริษัทที่มีการดำเนินการธุรกิจทั้งในส่วนของการกลั่นและค่าการกลั่นจะนับแนวโน้มเป็นผู้ได้รับประโยชน์หลักจากสภาพแวดล้อมปัจจุบัน ขณะที่บริษัทที่พึ่งพาธุรกิจการตลาดน้ำมันในประเทศหรือธุรกิจปิโตรเคมีมากกว่า อาจได้รับประโยชน์ในระดับที่จำกัดกว่า

เราเชื่อว่า PTTEP BCP และ TOP เป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์มากที่สุดจากการปรับมุมมองเชิงบวกต่อกลุ่มพลังงานในครั้งนี้ โดย PTTEP มีความอ่อนไหวต่อการปรับขึ้นของราคาน้ำมันดิบมากที่สุด TOP เป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์โดยตรงมากที่สุดจากแนวโน้มค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง ขณะที่ BCP อยู่ในตำแหน่งที่โดดเด่นจากการได้รับประโยชน์จากทั้งสองปัจจัยผ่านโครงสร้างธุรกิจที่บูรณาการมากขึ้น ด้าน PTT มีการกระจายความเสี่ยงตลอดห่วงโซ่ธุรกิจพลังงาน ขณะที่ SPRC มีลักษณะเป็นการลงทุนที่มีความเสี่ยงสูงแต่ให้ผลตอบแทนสูงจากความอ่อนไหวต่อค่าการกลั่น ส่วนการฟื้นตัวของ IRPC ยังคงถูกจำกัดจากวัฏจักรปิโตรเคมีที่ยังอ่อนแอ ภายใต้สมมติฐานที่ความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงยืดเยื้อ และอัตรากำไรของธุรกิจพลังงานยังอยู่เหนือระดับปกติของวัฏจักร เราจึงชื่นชอบบริษัทที่มีสัดส่วนกำไรที่มีนัยสำคัญทั้งจากธุรกิจต้นน้ำและโรงกลั่นที่มีความซับซ้อนสูง

PTTEP: ผู้ได้รับประโยชน์โดยตรงจากราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น

PTTEP เป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์โดยตรงมากที่สุดจากการปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันดิบ Brent เนื่องจากมีการดำเนินการธุรกิจต้นน้ำเกือบทั้งหมด และมีความอ่อนไหวต่อความผันผวนของค่าการกลั่นค่อนข้างจำกัด แตกต่างจากผู้ประกอบการธุรกิจปลายน้ำที่ผลประโยชน์ที่ได้รับผลกระทบจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์หรือค่าการกลั่น โดยกำไรของ PTTEP ขึ้นอยู่กับราคาขายน้ำมันและก๊าซที่รับรู้จริงเป็นหลัก ภายใต้สมมติฐานน้ำมันดิบ Brent ใหม่ที่ US\$90/บาร์เรล ในปี 2026 และ US\$80/บาร์เรล ในปี 2027 PTTEP จะได้รับประโยชน์จากราคาขายเฉลี่ยของปิโตรเลียมที่สูงขึ้นในสินทรัพย์ต่างๆ ของบริษัท ทั้งในประเทศไทย มาเลเซีย โอมาน สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ และแอลจีเรีย นอกจากนี้ สภาพแวดล้อมทางภูมิรัฐศาสตร์ในปัจจุบันยังช่วยเพิ่มความสำคัญเชิงกลยุทธ์ของสินทรัพย์การผลิตที่มีต้นทุนต่ำ มีความมั่นคง และตั้งอยู่ในพื้นที่ที่ไม่ได้รับผลกระทบจากความขัดแย้ง

ผลกระทบต่อการ: PTTEP มีแนวโน้มเป็นหนึ่งในบริษัทพลังงานไทยที่ได้รับการปรับเพิ่มประมาณการกำไรมากที่สุด เนื่องจากมีสัดส่วนการดำเนินการธุรกิจที่เชื่อมโยงกับราคาน้ำมันโดยตรง การปรับขึ้นของราคาน้ำมันจะสนับสนุนรายได้ EBITDA กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน และกระแสเงินสดอิสระของบริษัทโดยตรง ด้วยโครงสร้างต้นทุนการผลิตที่อยู่ในระดับต่ำ ผลประโยชน์ส่วนใหญ่จากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจึงสามารถสะท้อนเข้าสู่การเติบโตของกำไรได้เกือบทั้งหมด เราปรับประมาณการกำไรสุทธิของ PTTEP เพิ่มขึ้น 17% สำหรับปี 2026F และ 24% สำหรับปี 2027F โดยคาดว่าผลกระทบเชิงบวกต่อกำไรจะเด่นชัดมากขึ้นในปี 2027F เนื่องจากราคาก๊าซธรรมชาติมีปรับตามราคาน้ำมันด้วยระยะเวลาล่าช้าประมาณ 3-12 เดือน

Valuation และคำแนะนำ: ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นโดยทั่วไปจะส่งผลกระทบต่อประเมินมูลค่าทั้งด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสด (DCF) และวิธีอิงกำไร การปรับเพิ่มสมมติฐานราคาน้ำมันระยะยาวมักจะนำไปสู่การประเมินมูลค่าสำหรับปิโตรเลียมที่สูงขึ้นและการคาดการณ์กระแสเงินสดที่ดีขึ้น ทั้งนี้เพื่อสะท้อนสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงขึ้นของเรา เราจึงปรับราคาเป้าหมายที่ประเมินด้วยวิธี DCF เพิ่มขึ้นจาก 170 บาท/หุ้น เป็น 185 บาท/หุ้น โดยอิงราคาน้ำมัน Brent ระยะยาวที่ US\$65/บาร์เรล ซึ่งยังต่ำกว่า forward Curve ที่ระดับ US\$67-69/บาร์เรล พร้อมกับคงคำแนะนำ **OUTPERFORM**

โอกาสและความเสี่ยง: โอกาสสำคัญของ PTTEP มาจากการที่ราคาน้ำมันอาจทรงตัวอยู่ในระดับสูงเป็นเวลานาน อันเป็นผลจากความไม่แน่นอนด้านภูมิรัฐศาสตร์และการเพิ่มอุปทานน้ำมันอย่างมีวินัยของผู้ผลิตทั่วโลก ความเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ การคลี่คลายอย่างรวดเร็วของความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ อุปสงค์น้ำมันโลกที่อ่อนแอกว่าคาดการณ์กำลังการผลิตของ OPEC+ ที่รวดเร็วกว่าคาด และราคาสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับตัวลดลง

Figure 16: Forecasts and valuation – PTTEP

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	312,310	281,449	319,198	323,682	314,719
EBITDA	(Btmn)	240,982	239,240	242,663	252,169	238,792
Core profit	(Btmn)	78,239	58,057	85,315	87,532	77,814
Reported profit	(Btmn)	78,824	60,273	80,515	87,532	77,814
Core EPS	(Bt)	19.71	14.62	21.49	22.05	19.60
DPS	(Bt)	9.63	8.75	10.00	10.50	11.00
P/E, core	(x)	7.8	10.5	7.1	6.9	7.8
EPS growth, core	(%)	(0.5)	(25.8)	47.0	2.6	(11.1)
P/BV, core	(x)	1.1	1.2	1.0	1.0	0.9
ROE	(%)	15.1	11.0	15.4	14.3	12.0
Dividend yield	(%)	6.3	5.7	6.5	6.9	7.2
EV/EBITDA	(x)	2.4	2.7	2.6	2.7	2.9

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

BCP: อยู่ในตำแหน่งที่ดีที่สุดในการได้รับประโยชน์จากทั้งราคาน้ำมันและค่าการกลั่น

BCP เป็นหนึ่งในบริษัทพลังงานที่มีโครงสร้างธุรกิจสมดุลมากที่สุดในกลุ่มหลังจากการเข้าซื้อกิจการ OKEA โดยปัจจุบันบริษัทมีแหล่งรายได้ครอบคลุมทั้งธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (upstream) ธุรกิจโรงกลั่น ธุรกิจการตลาดน้ำมัน ธุรกิจพลังงานหมุนเวียน และธุรกิจผลิตไฟฟ้า ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะช่วยสนับสนุนผลประโยชน์จากการกลั่นของ OKEA ในระยะสั้น ในขณะที่ค่าการกลั่น (GRM) ที่อยู่ในระดับสูงจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจโรงกลั่น ดังนั้น BCP จึงเป็นหนึ่งในบริษัทที่ได้รับประโยชน์โดยตรงจากทั้ง 2 ปัจจัยหลักที่เรามุ่งมองเชิงบวกต่อกลุ่มพลังงาน ได้แก่ ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น และค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง

ผลกระทบต่อการ: การปรับตัวขึ้นของทั้งค่าการกลั่นและกำไรจากธุรกิจต้นน้ำจะช่วยสนับสนุนการเติบโตของกำไรอย่างมีนัยสำคัญในช่วงปี 2026-2027 นอกจากนี้ กำไรจากสต็อกน้ำมันอาจเข้ามาช่วยสนับสนุนผลประโยชน์ในระยะสั้นในช่วงที่ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้น เมื่อเปรียบเทียบกับบริษัทโรงกลั่นที่มีรายได้หลักจากธุรกิจโรงกลั่นเพียงอย่างเดียว กำไรของ BCP มีแนวโน้มมีเสถียรภาพมากกว่าในแต่ละวัฏจักรราคาสินค้าโภคภัณฑ์ เนื่องจากบริษัทมีพอร์ตธุรกิจที่กระจายตัวมากกว่า ทั้งนี้เพื่อสะท้อนแนวโน้มกำไรที่เป็นบวกมากขึ้น เราจึงปรับประมาณการกำไรของ BCP เพิ่มขึ้น 46% สำหรับปี 2026F และ 2% สำหรับปี 2027F เพื่อสะท้อนสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM) ที่สูงขึ้น

Valuation และคำแนะนำ: การเปลี่ยนผ่านของ BCP ผู้การเป็นบริษัทพลังงานแบบครบวงจรมากขึ้น ทำให้บริษัทน่าจะได้รับประเมินมูลค่าที่สูงกว่าในวัฏจักรก่อนๆ ตลาดอาจเริ่มให้คุณค่ากับการที่บริษัทมีแหล่งกำไรที่สมดุลทั้งจากธุรกิจต้นน้ำและธุรกิจปลายน้ำมากขึ้น ซึ่งจะช่วยลดความผันผวนของผลประโยชน์และการสนับสนุนการขยายตัวของ valuation เราปรับราคาเป้าหมายที่คำนวณด้วยวิธี sum-of-the-parts (SOTP) เพิ่มขึ้นจาก 62 บาท/หุ้น เป็น 75 บาท/หุ้น และคงคำแนะนำ OUTPERFORM

โอกาสและความเสี่ยง: โอกาสสำคัญของ BCP ได้แก่ ราคาน้ำมันที่สูงกว่าคาด การที่ส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่อง และผลประโยชน์จาก OKEA ที่ดีกว่าคาด ขณะที่ความเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ ค่าการกลั่นที่อ่อนแอกว่าคาด การหยุดชะงักของการดำเนินงาน ราคาน้ำมันดิบที่ปรับลดลง และความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่เกี่ยวข้องกับการผสานธุรกิจหลังการเข้าซื้อกิจการ

Figure 17: Forecasts and valuation – BCP

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	589,877	507,570	584,421	594,410	595,488
EBITDA	(Btmn)	38,942	36,158	133,835	77,725	78,147
Core profit	(Btmn)	(5,428)	12,628	48,888	22,509	23,187
Reported profit	(Btmn)	2,184	2,880	37,646	22,509	23,187
Core EPS	(Bt)	(3.94)	9.13	33.20	15.29	15.75
DPS	(Bt)	1.05	1.05	6.00	6.00	6.00
P/E, core	(x)	n.a.	6.3	1.7	3.8	3.7
EPS growth, core	(%)	n.a.	n.a.	263.6	(54.0)	3.0
P/BV, core	(x)	1.3	1.3	0.8	0.7	0.7
ROE	(%)	(5.8)	14.8	47.4	17.3	15.8
Dividend yield	(%)	1.8	1.8	10.4	10.4	10.4
EV/EBITDA	(x)	4.6	4.9	1.1	1.8	1.6

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

TOP: ได้รับประโยชน์จากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งอย่างต่อเนื่องมากที่สุด

ภายในกลุ่มโรงกลั่น TOP ยังคงเป็นบริษัทที่ได้รับประโยชน์จากการที่ค่าการกลั่นอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องมากที่สุด ในฐานะโรงกลั่นที่ใหญ่ที่สุดและมีความซับซ้อนสูงที่สุดของประเทศไทย TOP มีสัดส่วนการผลิตผลิตภัณฑ์กลุ่ม Middle Distillate ในระดับสูง โดยเฉพาะน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบิน ซึ่งเราคาดว่าจะยังได้รับการสนับสนุนจากปัจจัยพื้นฐานที่แข็งแกร่งไปจนถึงปี 2027 การผสมผสานระหว่างส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลที่แข็งแกร่ง อุปสงค์น้ำมันเครื่องบินที่แข็งแกร่ง และการเพิ่มกำลังการกลั่นทั่วโลกที่เกิดขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป จะยังคงเป็นปัจจัยสนับสนุนความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจโรงกลั่น แม้ว่าราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้นอาจทำให้ความต้องการใช้เงินทุนหมุนเวียนเพิ่มขึ้น แต่ในอดีต TOP มักสร้างผลประโยชน์ที่โดดเด่นในช่วงที่ค่าการกลั่นอยู่ในระดับสูง

ผลกระทบต่อการ: ค่าการกลั่นที่สูงขึ้นจะส่งผลโดยตรงต่อ EBITDA และกำไรของธุรกิจโรงกลั่น เราคาดว่า TOP จะเป็นหนึ่งในบริษัทที่ได้รับการปรับเพิ่มประมาณการกำไรมากที่สุดในกลุ่มโรงกลั่น ภายใต้สมมติฐานค่าการกลั่นใหม่ของเรา นอกจากนี้ อัตราการใช้กำลังการผลิตที่ดีขึ้น และการรับรู้ผลประโยชน์จากโครงการลงทุนที่แล้วเสร็จในช่วงที่ผ่านมา จะช่วยสนับสนุนความสามารถในการทำกำไรเพิ่มเติม เราปรับประมาณการกำไรของ TOP เพิ่มขึ้น 36% สำหรับปี 2026F และ 16% สำหรับปี 2027F โดยได้แรงหนุนจากการปรับเพิ่มสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM)

Valuation และคำแนะนำ: ค่าการกลั่นที่ปรับตัวขึ้นมีจะนำไปสู่การปรับเพิ่มประมาณการกำไรและ valuation ที่สูงขึ้น เมื่อพิจารณาจากความอ่อนไหวที่สูงของ TOP ต่อความสามารถในการทำกำไรของโรงกลั่น บริษัทอาจเห็นอ็อปชันอย่างมีนัยสำคัญ หากนักลงทุนมีความเชื่อมั่นมากขึ้นว่าค่าการกลั่นที่อยู่เหนือระดับปกติของวัฏจักรจะสามารถยืนอยู่ได้เป็นระยะเวลานานกว่าที่เคยคาดไว้ เพื่อสะท้อนแนวโน้มกำไรที่เป็นบวกมากขึ้นของเรา เราจึงปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 68 บาท/หุ้น เป็น 85 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV ที่ 0.9 เท่า (ปรับ PBV ขึ้นจาก 0.7 เท่า) ซึ่งเทียบเท่ากับระดับ -0.5SD ของ PBV เฉลี่ย 5 ปี นอกจากนี้ เรายังปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ TOP จาก NEUTRAL เป็น OUTPERFORM โดยได้รับการสนับสนุนจากแนวโน้มอ็อปชันที่น่าสนใจและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดว่าจะอยู่ที่ระดับสูงกว่า 7%

โอกาสและความเสี่ยง: โอกาส ได้แก่ การปรับตัวขึ้นของส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลที่มากกว่าคาด อุปสงค์น้ำมันเครื่องบินที่แข็งแกร่งต่อเนื่อง และการหยุดชะงักของตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันทั่วโลกที่ยังดำเนินต่อไป ส่วนความเสี่ยงสำคัญ ได้แก่ การเพิ่มกำลังการกลั่นทั่วโลกที่เกิดขึ้นเร็วกว่าคาด การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันที่อ่อนแอกว่าคาด และการที่ค่าการกลั่นกลับเข้าสู่ระดับปกติเร็วกว่าที่คาดการณ์ไว้

Figure 18: Forecasts and valuation – TOP

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	466,777	395,682	559,683	459,334	398,637
EBITDA	(Btmn)	20,999	17,686	72,057	34,313	28,332
Core profit	(Btmn)	8,412	3,481	49,982	19,410	15,083
Reported profit	(Btmn)	9,959	14,584	41,593	19,410	15,083
Core EPS	(Bt)	3.77	1.56	22.38	8.69	6.75
DPS	(Bt)	1.90	1.80	5.20	5.00	4.40
P/E, core	(x)	17.7	42.8	3.0	7.7	9.9
EPS growth, core	(%)	(61.9)	(58.6)	1,335.8	(61.2)	(22.3)
P/BV, core	(x)	0.9	0.9	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	5.0	1.9	22.6	7.6	5.8
Dividend yield	(%)	2.8	2.7	7.8	7.5	6.6
EV/EBITDA	(x)	12.6	11.1	2.7	5.8	6.8

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

SPRC: ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น

SPRC ก็เป็นอีกหนึ่งบริษัทที่จะได้รับประโยชน์จากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้นเช่นกัน แม้ว่าโครงสร้างกำไรจะแตกต่างจาก TOP ในฐานะโรงกลั่นที่มีสัดส่วนธุรกิจหลักเกือบทั้งหมดมาจากโรงกลั่นและมีการกระจายความเสี่ยงไปสู่ธุรกิจอื่นค่อนข้างจำกัด ทำให้ SPRC เป็นหนึ่งในบริษัทที่กำไรมีความอ่อนไหวต่อการเปลี่ยนแปลงของค่าการกลั่น (GRM) มากที่สุดในกลุ่ม ความสามารถในการทำกำไรของบริษัทมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ หากส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและน้ำมันเบนซิน ยังคงอยู่ในระดับสูง โดยเฉพาะในภาวะที่ตลาดผลิตกลั่นที่น้ำมันในภูมิภาคยังคงตึงตัวมากกว่าตลาดน้ำมันดิบ อย่างไรก็ตาม ปัจจุบัน SPRC ได้ขยายธุรกิจเข้าสู่ธุรกิจการกลั่นน้ำมันมากขึ้น ซึ่งช่วยเพิ่มการกระจายแหล่งรายได้และทำให้บริษัทมีความเสี่ยงจากการปรับตัวลงของค่าการกลั่นน้อยลงกว่าที่เคยเป็น แม้เราจะเชื่อว่า SPRC มีความอ่อนไหวต่อการฟื้นตัวของค่าการกลั่นมากที่สุดในกลุ่ม แต่ในทางกลับกัน กำไรของบริษัทก็มีแนวโน้มผันผวนมากกว่าเช่นกัน หากตลาดกลั่นเข้าสู่ภาวะสมดุลเร็วกว่าที่คาด

ผลกระทบต่อกำไร: ภายใต้สมมติฐานค่าการกลั่นใหม่ที่สูงขึ้น SPRC มีโอกาสเห็นการฟื้นตัวของกำไรอย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม ผลประกอบการยังมีแนวโน้มผันผวนมากกว่าบริษัทพลังงานแบบครบวงจร เนื่องจากโครงสร้างธุรกิจยังพึ่งพาธุรกิจโรงกลั่นเป็นหลัก เราปรับประมาณการกำไรของ SPRC เพิ่มขึ้น 31% สำหรับปี 2026F และ 50% สำหรับปี 2027F โดยมีสาเหตุหลักจากการปรับเพิ่มสมมติฐานค่าการกลั่น (GRM)

Valuation และคำแนะนำ: Valuation ของ SPRC มีความเชื่อมโยงอย่างใกล้ชิดกับมุมมองของตลาดต่อค่าการกลั่น หากค่าการกลั่นสามารถทรงตัวอยู่ในระดับสูงได้ต่อเนื่อง บริษัทจะมีโอกาสได้รับการปรับเพิ่มประมาณการกำไรและ valuation re-rating อย่างมีนัยสำคัญ อย่างไรก็ตาม หากวัฏจักรธุรกิจโรงกลั่นอ่อนตัวลงเร็วกว่าคาด ก็ยังมีความเสี่ยงด้านลบอยู่เช่นกัน เมื่อพิจารณาจากแนวโน้มกำไรที่เป็นบวกมากขึ้น เราจึงปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 11.80 บาท/หุ้น เป็น 16.70 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV ที่ 1.2 เท่า (ปรับ PBV ขึ้นจาก 1.0 เท่า) ซึ่งเทียบเท่ากับระดับ +0.2SD ของ PBV เฉลี่ย 5 ปี นอกจากนี้ เรายังปรับเพิ่มคำแนะนำสำหรับ SPRC จาก NEUTRAL เป็น OUTPERFORM โดยได้รับการสนับสนุนจากแนวโน้มออปชันที่น่าสนใจและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดว่าจะอยู่ที่ระดับสูงถึง 9%

โอกาสและความเสี่ยง: ปัจจัยหนุนสำคัญคือส่วนต่างราคาน้ำมันสำเร็จรูปที่แข็งแกร่งกว่าคาด อย่างไรก็ตาม SPRC ยังเผชิญกับความเสี่ยงด้านลบที่สูงที่สุดในบรรดาหุ้นกลุ่มโรงกลั่นภายใต้การวิเคราะห์ของเรา หากค่าการกลั่นปรับตัวเข้าสู่ภาวะปกติหรือส่วนต่างราคาน้ำมันดิบกับผลิตภัณฑ์สำเร็จรูปอ่อนแอลง

Figure 19: Forecasts and valuation – SPRC

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	270,606	241,882	236,725	234,800	211,116
EBITDA	(Btmn)	5,966	6,050	31,377	14,655	11,689
Core profit	(Btmn)	1,526	1,960	22,874	9,684	7,326
Reported profit	(Btmn)	2,235	2,569	23,087	9,684	7,326
Core EPS	(Bt)	0.35	0.45	5.28	2.23	1.69
DPS	(Bt)	0.40	0.45	1.20	1.30	1.30
P/E, core	(x)	38.1	29.6	2.5	6.0	7.9
EPS growth, core	(%)	n.a.	28.4	1,067.0	(57.7)	(24.3)
P/BV, core	(x)	1.5	1.5	1.0	0.9	0.9
ROE	(%)	3.7	5.1	47.7	16.1	11.6
Dividend yield	(%)	3.0	3.4	9.0	9.7	9.7
EV/EBITDA	(x)	10.9	10.0	1.3	2.3	2.5

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

IRPC: การฟื้นตัวของธุรกิจโรงกลั่นถูกลดทอนบางส่วนจากแรงกดดันของธุรกิจปิโตรเคมี

แนวโน้มกำไรของ IRPC มีความสมดุลมากขึ้น แม้ว่าธุรกิจโรงกลั่นจะได้รับประโยชน์จากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้นและอุปสงค์น้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับการขนส่งที่ดีขึ้น แต่ผลการดำเนินงานโดยรวมของบริษัทยังคงได้รับอิทธิพลอย่างมากจากธุรกิจปิโตรเคมี ตลาดปิโตรเคมีโลกยังคงเผชิญกับภาวะอุปทานส่วนเกิน โดยเฉพาะจากประเทศจีนที่มีการเพิ่มกำลังการผลิตจำนวนมาก ซึ่งสร้างแรงกดดันต่ออัตราการใช้กำลังการผลิตและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์) ส่งผลให้ผลเชิงบวกจากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้นอาจถูกลดทอนบางส่วนจากปัจจัยพื้นฐานของธุรกิจปิโตรเคมีที่อ่อนแอ แม้ว่ากำไรจะปรับตัวดีขึ้นภายใต้สมมติฐานค่าการกลั่นที่เราปรับใหม่ แต่เราคาดว่าระดับการฟื้นตัวของกำไรจะยังน้อยกว่า TOP, BCP และ SPRC

ผลกระทบต่อกำไร: ค่าการกลั่นที่ปรับตัวดีขึ้นน่าจะช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของกำไร แต่ภาวะอุปทานส่วนเกินที่ยังคงดำเนินต่อไปในตลาดปิโตรเคมีทั่วโลก โดยเฉพาะจากประเทศจีน อาจจำกัดการปรับตัวเพิ่มขึ้นของกำไรโดยรวม ส่งผลให้การฟื้นตัวของกำไรมีแนวโน้มที่จะล่าช้ากว่ากลุ่มผู้ประกอบการที่เน้นธุรกิจโรงกลั่นรายอื่น

Valuation และคำแนะนำ: แม้ว่าค่าการกลั่นที่สูงขึ้นจะช่วยสนับสนุนมุมมองเชิงบวกต่อกำไร แต่อัตราไรด์ของ valuation อาจมีจำกัด จนกว่าจะเห็นสัญญาณการฟื้นตัวของวัฏจักรปิโตรเคมีที่ชัดเจนมากขึ้น อย่างไรก็ตาม เราปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 2.30 บาท/หุ้น เป็น 3.40 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV ที่ 0.9 เท่า ซึ่งเท่ากับค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี และคงคำแนะนำ NEUTRAL

โอกาสและความเสี่ยง: โอกาส ได้แก่ การฟื้นตัวของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี และค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้น ความเสี่ยง ได้แก่ อุปทานผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีในตลาดที่ยังคงดำเนินต่อไป อุปสงค์ภาคอุตสาหกรรมที่อ่อนแอ และการฟื้นตัวของธุรกิจปลายน้ำที่ช้ากว่าคาด

Figure 20: Forecasts and valuation – IRPC

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	314,833	279,572	284,439	255,501	254,164
EBITDA	(Btmn)	3,331	6,583	29,972	19,973	21,032
Core profit	(Btmn)	(5,826)	(4,544)	15,859	7,727	8,885
Reported profit	(Btmn)	(5,193)	(3,571)	14,824	7,727	8,885
Core EPS	(Bt)	(0.29)	(0.22)	0.78	0.38	0.43
DPS	(Bt)	0.01	0.01	0.22	0.15	0.15
P/E, core	(x)	n.a	n.a	4.0	8.3	7.2
EPS growth, core	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	(51.3)	15.0
P/BV, core	(x)	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7
ROE	(%)	(8.0)	(6.7)	22.0	9.6	10.4
Dividend yield	(%)	0.3	0.3	7.0	4.8	4.8
EV/EBITDA	(x)	37.8	15.9	2.7	3.5	2.6

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

PTT: ผู้ได้รับประโยชน์ในวงกว้างทั่วทั้งห่วงโซ่คุณค่าพลังงาน

ในระดับบริษัทแม่ PTT มีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากมุมมองเชิงบวกของเราต่อราคาน้ำมันและค่าการกลั่น ผ่านการถือหุ้นในธุรกิจที่ครอบคลุมตลอดห่วงโซ่คุณค่าของอุตสาหกรรมพลังงาน ราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้นจะช่วยสนับสนุนผลประโยชน์ของการของ PTTEP ขณะที่ค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้นจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรของ TOP และ IRPC นอกจากนี้ ธุรกิจก๊าซ ธุรกิจการค้า และธุรกิจโครงสร้างพื้นฐานของ PTT ยังมีแนวโน้มได้รับประโยชน์จากกิจกรรมในตลาดพลังงานที่เพิ่มขึ้นและความผันผวนของตลาดที่สูงขึ้น ด้วยพอร์ตธุรกิจที่มีความหลากหลาย PTT จึงเป็นทางเลือกสำหรับนักลงทุนที่ต้องการได้รับประโยชน์จากแนวโน้มเชิงบวกของกลุ่มพลังงานในภาพรวม แม้ว่าความอ่อนไหวของกำไรต่อราคาน้ำมันและค่าการกลั่นจะไม่สูงเท่า PTTEP หรือกลุ่มโรงกลั่นก็ตาม อย่างไรก็ตาม เงินปันผลที่ได้รับจากบริษัทย่อยที่เพิ่มขึ้น รวมถึงกำไรรวมที่แข็งแกร่งขึ้น จะเป็นปัจจัยสนับสนุนผลประโยชน์ของการของ PTT ภายใต้สมมติฐานฐานของเรา

ผลกระทบต่อกำไร: แม้ว่าความอ่อนไหวของกำไรจะต่ำกว่า PTTEP หรือ TOP แต่ PTT มีแนวโน้มเห็นการปรับตัวดีขึ้นของกำไรในวงกว้าง เนื่องจากธุรกิจส่วนใหญ่ภายในกลุ่มได้รับประโยชน์จากปัจจัยพื้นฐานของอุตสาหกรรมพลังงานที่แข็งแกร่งขึ้น เราปรับประมาณการกำไรของ PTT เพิ่มขึ้น 9% สำหรับปี 2026F และ 13% สำหรับปี 2027F สะท้อนถึงการรับรู้ส่วนแบ่งกำไรที่สูงขึ้นจาก PTTEP และบริษัทร่วมในธุรกิจโรงกลั่นเป็นหลัก

Valuation และคำแนะนำ: โครงสร้างธุรกิจที่มีความหลากหลายของ PTT ช่วยสร้างเสถียรภาพและความสามารถในการคาดการณ์ผลประโยชน์ประกอบรายได้ ราคาหุ้นค่าโภคภัณฑ์ที่แข็งแกร่งขึ้น และเงินปันผลที่เพิ่มขึ้นจากบริษัทย่อย มีแนวโน้มช่วยสนับสนุนการฟื้นตัวของ valuation และปรับมุมมองของนักลงทุนที่มีต่อกลุ่มพลังงานให้ดีขึ้น เราปรับราคาเป้าหมายที่ประเมินด้วยวิธี sum-of-the-parts (SOTP) เพิ่มขึ้นจาก 47 บาท/หุ้น เป็น 50 บาท/หุ้น และคงคำแนะนำ OUTPERFORM

โอกาสและความเสี่ยง: โอกาสสำคัญของ PTT อยู่ที่การได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของธุรกิจตลอดทั้งห่วงโซ่อุตสาหกรรมพลังงาน ตั้งแต่ต้นน้ำ กลางน้ำ จนถึงปลายน้ำ ขณะที่ความสำคัญ ได้แก่ การแทรกแซงด้านกฎระเบียบและนโยบายภาครัฐ ประเด็นเกี่ยวกับการกำหนดราคาพลังงานภายในประเทศ และการปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็วของราคาสินค้าโภคภัณฑ์

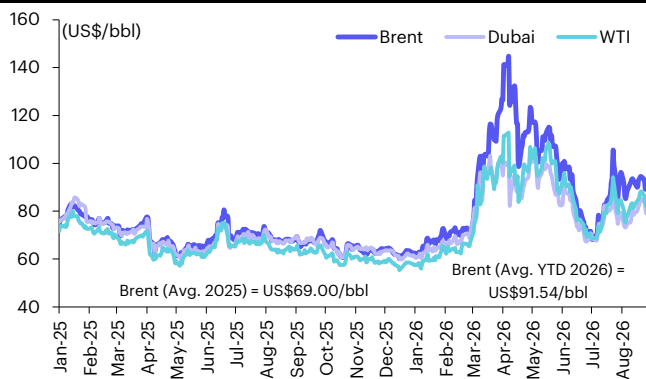
Forecasts and valuation – PTT

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	3,090,453	2,662,145	2,649,745	2,459,138	2,477,140
EBITDA	(Btmn)	411,782	362,622	579,337	473,163	453,673
Core profit	(Btmn)	81,770	68,099	187,838	125,269	117,491
Reported profit	(Btmn)	90,072	90,166	129,369	125,269	117,491
Core EPS	(Bt)	2.86	2.38	6.58	4.39	4.11
DPS	(Bt)	2.10	2.30	2.60	2.70	2.80
P/E, core	(x)	14.8	17.7	6.4	9.6	10.3
EPS growth, core	(%)	(20.6)	(16.7)	175.8	(33.3)	(6.2)
P/BV, core	(x)	1.0	1.1	1.0	1.0	0.9
ROE	(%)	5.0	4.1	11.0	6.9	6.2
Dividend yield	(%)	5.0	5.4	6.2	6.4	6.6
EV/EBITDA	(x)	4.3	4.7	2.5	2.9	2.7

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

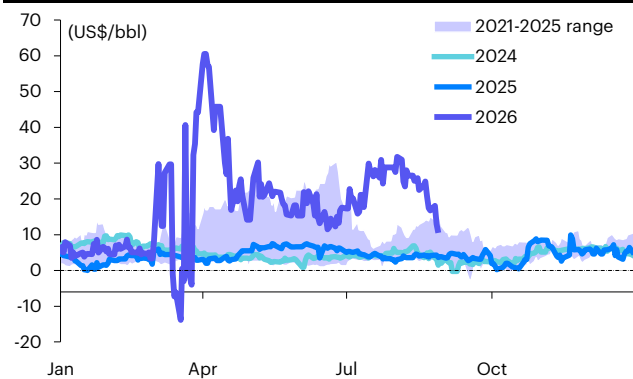
Appendix

Figure 21: Benchmark oil prices



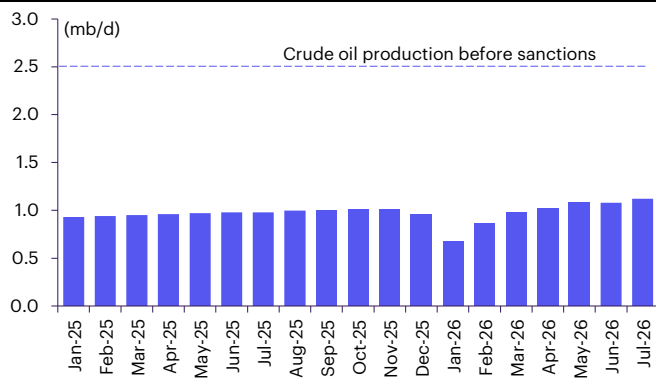
Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 22: Singapore GRM – hydrocracking



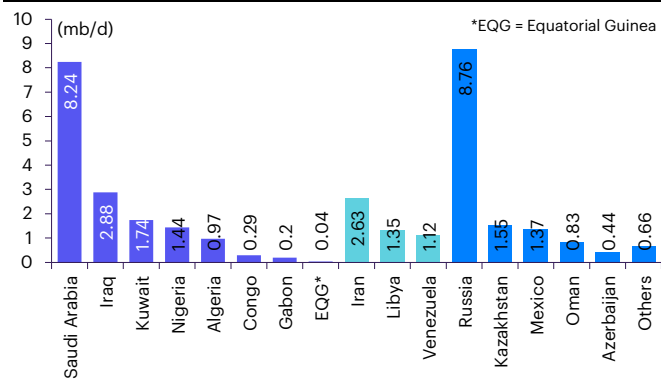
Source: Reuters and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 23: Venezuela oil productions



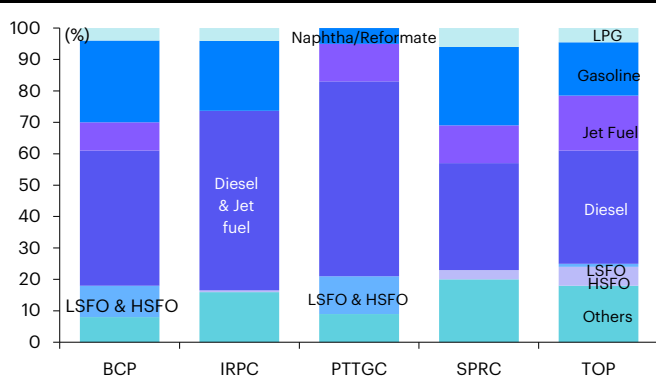
Source: OPEC and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 24: OPEC+ oil production (July 2026)



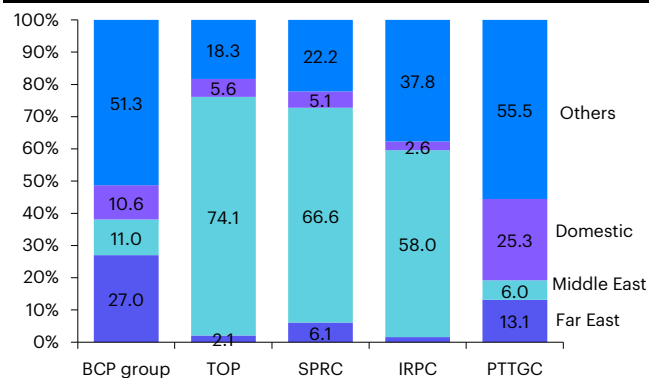
Source: OPEC and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 25: Product yield of Thai oil refineries (1H26)



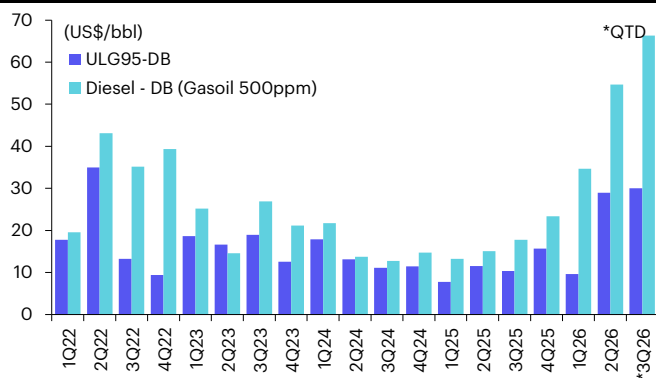
Source: Company data and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 26: Crude sourcing of Thai oil refineries (6M26)



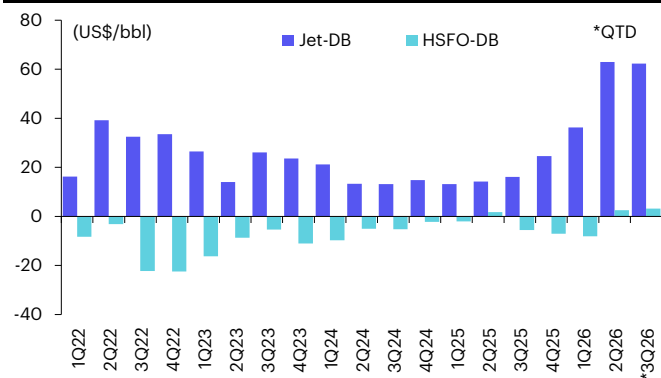
Source: Ministry of Energy and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 27: Crack spread – Diesel vs. Gasoline

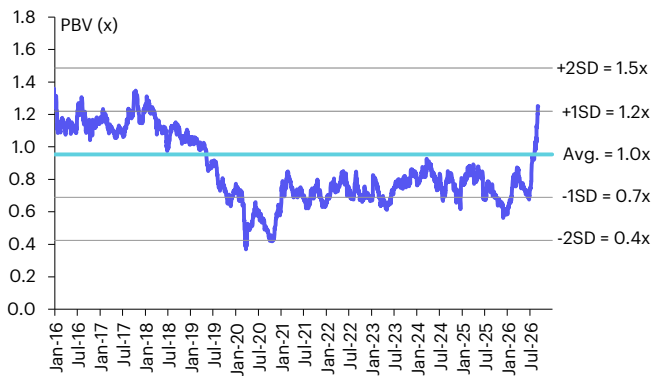


Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

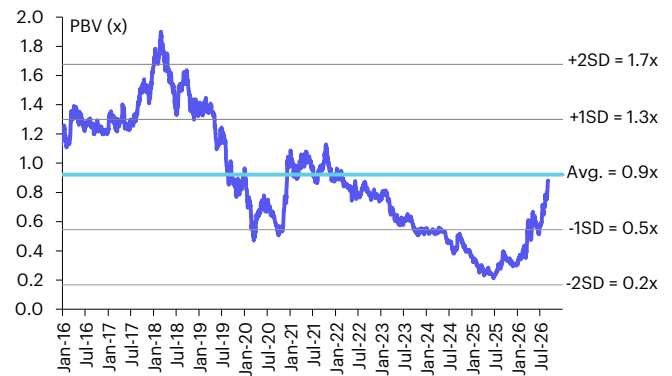
Figure 28: Crack spread – Jet fuel vs. HSFO



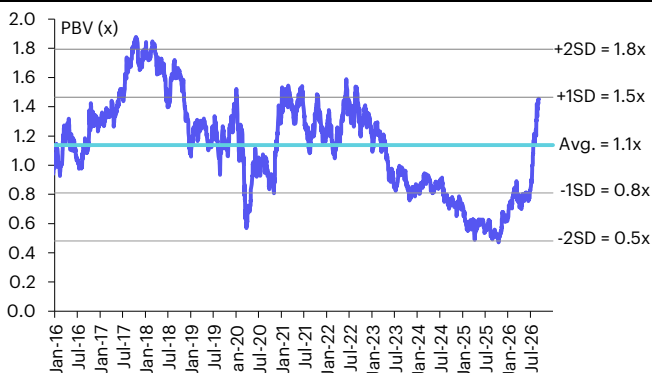
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 29: PBV band – BCP

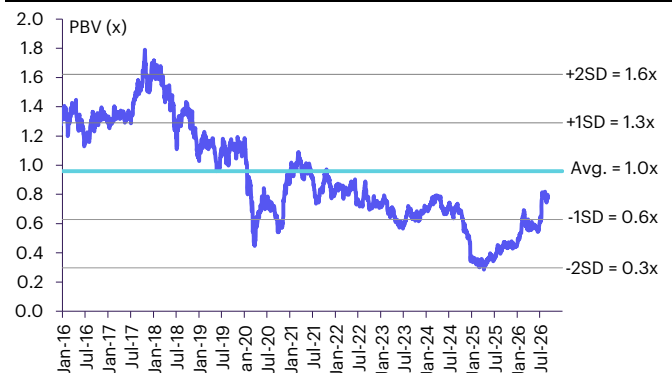
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 30: PBV band – IRPC

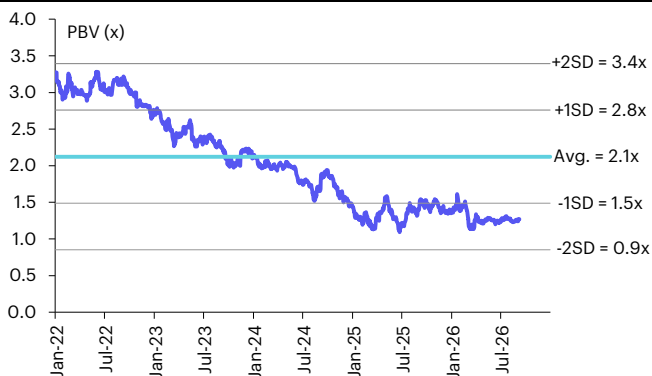
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 31: PBV band – SPRC

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 32: PBV band – TOP

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 33: PBV band – OR

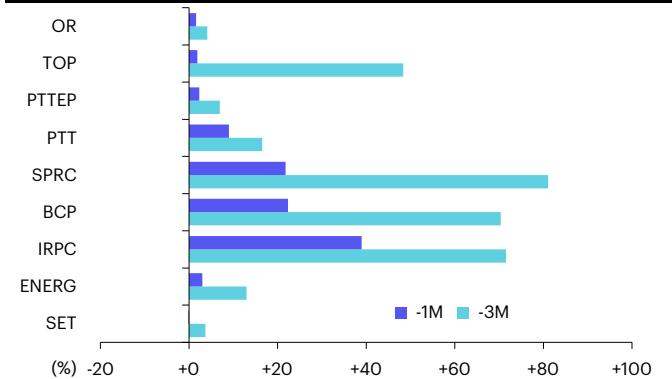
Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 34: PBV band – PTT

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 35: PBV band – PTTEP

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 36: Share price performance

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

Figure 37: Valuation summary – Energy (price as of Sep 8, 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	57.50	75.00	40.9	6.3	1.7	3.8	n.m.	264	(54)	1.3	0.8	0.7	15	47	17	1.8	10.4	10.4	4.8	1.1	1.8
IRPC	Neutral	3.14	3.40	15.3	n.m.	4.0	8.3	22	n.m.	(51)	1.0	0.8	0.8	(7)	22	10	0.3	7.0	4.8	15.9	2.7	3.5
OR	Outperform	12.60	16.00	30.2	13.8	14.9	12.8	47	(7)	16	1.3	1.3	1.2	10	9	10	4.8	3.2	4.0	5.8	6.0	5.0
PTT	Outperform	42.25	50.00	24.5	17.7	6.4	9.6	(17)	176	(33)	1.1	1.0	1.0	4	11	7	5.4	6.2	6.4	4.7	2.5	2.9
PTTEP	Outperform	153.00	185.00	27.5	10.5	7.1	6.9	(26)	47	3	1.2	1.0	1.0	11	15	14	5.7	6.5	6.9	2.7	2.6	2.7
SPRC	Outperform	13.40	16.70	33.6	29.6	2.5	6.0	28	1,067	(58)	1.5	1.0	0.9	5	48	16	3.4	9.0	9.7	10.0	1.3	2.3
TOP	Outperform	66.75	85.00	35.1	42.8	3.0	7.7	(59)	1,336	(61)	0.8	0.6	0.6	2	23	8	2.7	7.8	7.5	11.1	2.7	5.8
Average					20.1	5.7	7.9	(1)	480	(34)	1.2	0.9	0.9	6	25	12	3.4	7.2	7.1	7.8	2.7	3.4

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 38: 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	10.2	9.5	8.2	(43.8)	6.8	16.1	1.3	1.2	1.0	13.4	12.3	12.9	3.4	3.5	4.0	8.6	6.8	n.a.
Hindustan Petroleum Corp	15.5	8.6	5.7	(68.7)	80.8	49.8	1.1	1.0	0.9	6.7	13.5	17.5	2.8	3.7	4.9	13.6	8.2	5.2
Indian Oil Corp	8.7	8.5	6.3	(38.8)	2.2	33.9	0.8	0.8	0.7	9.3	9.3	10.1	4.0	4.0	4.9	6.6	5.8	4.8
Reliance Industries	20.8	18.9	16.9	7.9	10.5	11.2	1.8	1.6	1.5	8.8	8.9	9.5	0.5	0.6	0.6	10.6	9.7	8.7
S-Oil Corp	6.3	8.3	9.5	1,557.5	(23.3)	(13.4)	1.6	1.4	1.3	28.1	17.4	12.6	2.6	2.9	2.9	4.9	6.2	7.2
SKC Co	n.m.	n.m.	172.2	70.9	58.4	120.4	3.5	3.8	3.6	(25.1)	(12.7)	5.4	n.a.	n.a.	n.a.	51.2	27.7	19.5
Bangchak Corp	3.0	6.0	6.2	833.1	(50.7)	(3.2)	0.9	0.8	0.7	36.2	15.4	12.7	9.1	5.2	5.1	3.0	4.2	4.4
IRPC	4.5	12.5	15.1	511.8	(64.2)	(17.2)	0.8	0.8	0.7	16.9	4.8	3.6	3.4	1.6	1.4	4.0	7.1	7.5
Star Petroleum Refining	3.1	9.9	11.2	627.5	(68.6)	(11.0)	1.2	1.1	1.1	37.6	12.7	10.3	10.0	5.9	5.1	2.4	5.0	5.7
Thai Oil	4.2	9.1	8.3	143.7	(54.0)	9.7	0.7	0.7	0.6	18.1	7.7	8.1	6.5	4.3	4.9	4.2	6.9	6.4
Average	8.5	10.1	26.0	360.1	(10.2)	19.6	1.4	1.3	1.2	15.0	8.9	10.3	4.7	3.5	3.8	10.9	8.8	7.7

Source: Bloomberg Finance L.P

Figure 39: ESG ratings of selected energy companies – oil and gas

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

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 กรีสต์ เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ 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 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 ในกรณีที่มิข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2026 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, CRC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, 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.

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

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีว่าด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ ค ล้าง บัตรคณะกรรมการ 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, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHAT, PHG, PICO, PIN, PIS, PIJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPPO, TH, THAI, THANA, THE, THG, 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.