

กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี

เมษายน 2568

ชัยพัชร ธนวัฒน์
นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้านหลักทรัพย์
0-2793-9005
chaipat.t@innovestx.co.th

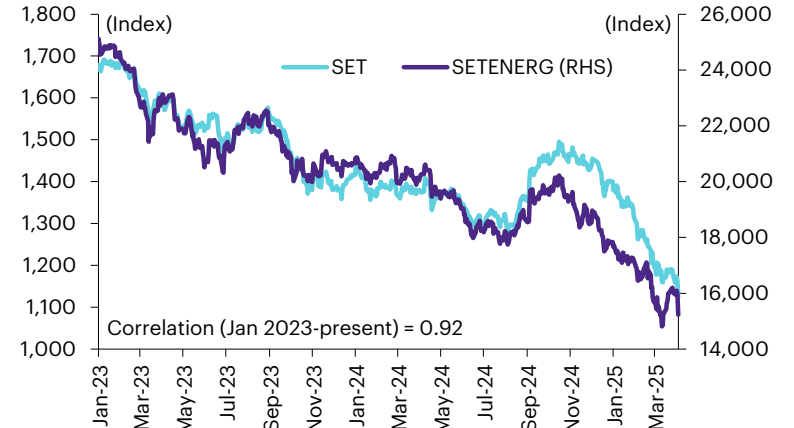
InnovestX Securities Co., Ltd.



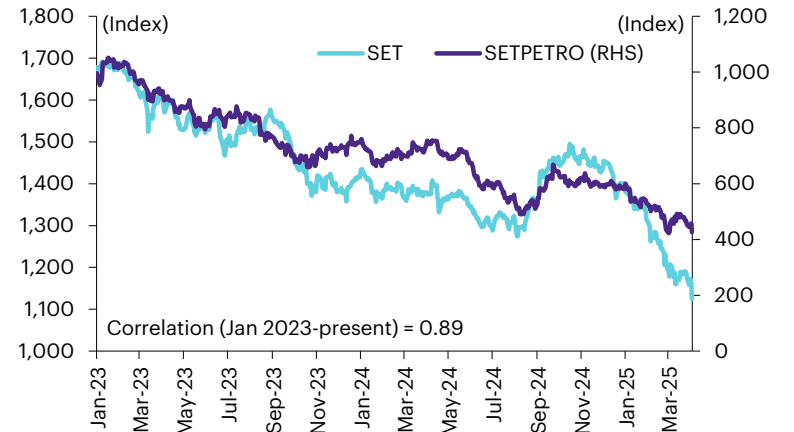
สรุปประเด็นการลงทุน

- **ราคาน้ำมัน:** ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยใน 1Q68 อยู่ที่ US\$75.71 สอดคล้องกับประมาณการปี 2568 ของ INVX ที่ US\$75/บาร์เรล แต่ปัจจุบันเราเชื่อว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน โดยเฉพาะมาตรการเก็บภาษีนำเข้าทั่วโลกของสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงในช่วงที่เหลือของปีนี้ โดยราคาน้ำมันยังมีความเสี่ยงขาลง
- **ค่าการกลั่นนำผิดหวังใน 1Q68** โดย -36% QoQ สู่ระดับต่ำสุดในรอบ 4 ปีที่ US\$3.2/บาร์เรล แต่คาดว่าจะฟื้นตัวใน 2Q68 โดยจะเพิ่มขึ้นเล็กน้อย QoQ เนื่องจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินจะเพิ่มขึ้นหลังจากอ่อนแอใน 1Q68
- **แรงกดดันต่อค่าการตลาดน้ำมันจะลดน้อยลง** แต่การแข่งขันรุนแรงมากขึ้น ธุรกิจการตลาดน้ำมันค้าปลีกจะยังคงเผชิญกับความท้าทายจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงจาก GDP ที่เติบโตในระดับต่ำ
- **แนวโน้มธุรกิจปิโตรเคมีจะได้รับผลกระทบจากนโยบายคุ้มครองการค้าของสหรัฐฯ** แม้ว่าจีนจะมีมาตรการกระตุ้นการบริโภคภายในประเทศก็ตาม
- **ผลประกอบการ 1Q68** ไม่มีทิศทางที่ชัดเจน โดยผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันจะได้รับผลกระทบจากค่าการกลั่นที่อ่อนแอ ขณะที่บริษัทค้าปลีกน้ำมันจะได้รับประโยชน์จากแรงกดดันที่ลดน้อยลงต่อค่าการตลาด
- **เราให้น้ำหนักการลงทุน Neutral** ต่อกลุ่มพลังงาน (น้ำมันและก๊าซ) และกลุ่มปิโตรเคมี โดยเลือกหุ้นรายตัวที่มีโมเดลธุรกิจแบบครบวงจร: BCP (ราคาเป้าหมาย 47 บาท) และ PTT (ราคาเป้าหมาย 41 บาท) นอกจากนี้เรายังชอบ PTTGC เพราะผลประกอบการมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากปริมาณวัตถุดิบอีเทนที่สูงขึ้น และ valuation ถูก
- **ปัจจัยเสี่ยง:** (1) ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัว (เป็นลบต่ออุปสงค์พลังงานและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี) (2) ความผันผวนของราคาน้ำมัน (ขาดทุนสต็อก) ความเสี่ยงอื่นๆ ได้แก่ การด้อยค่าของสินทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการแทรกแซงของรัฐบาลในธุรกิจพลังงาน ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบทางสิ่งแวดล้อม

SET vs. SETENERG Index



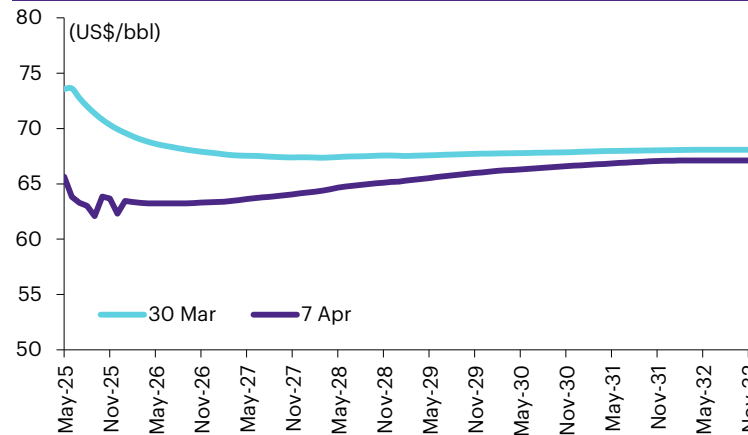
SET vs. SETPETRO Index



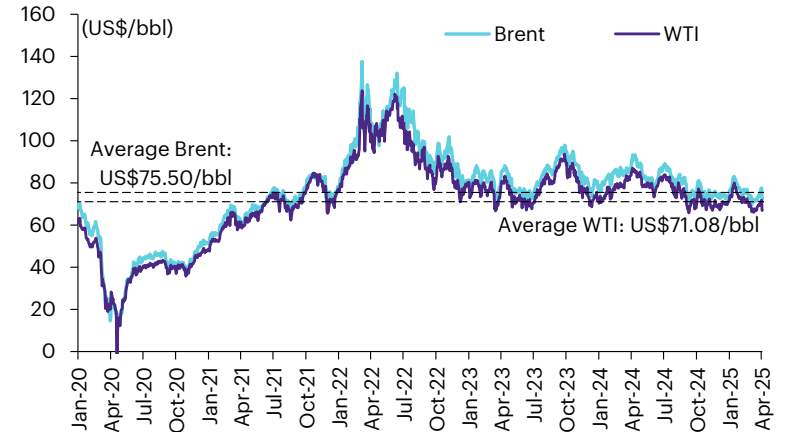
มุมมองต่อราคาน้ำมัน – ตามคาดใน 1Q68 แต่ยังมี downside

- ราคาน้ำมันดิบเบรนท์เฉลี่ยใน 1Q68 อยู่ที่ US\$75.71 สอดคล้องกับประมาณการปี 2568 ของ INNVX ที่ US\$75/บาร์เรล แต่ปัจจุบันเราเชื่อว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน โดยเฉพาะมาตรการเก็บภาษีนำเข้าทั่วโลกของสหรัฐฯ มีแนวโน้มที่จะทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงในช่วงที่เหลือของปีนี้
- การตัดสินใจของกลุ่มโอเปกที่จะเร่งเพิ่มการผลิตในเดือนพ.ค. ในอัตราที่เร็วกว่าที่วางแผนไว้ สร้างความตกตะลึงให้กับตลาด และส่งผลทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงเกือบ 7% จากราคาปิดวันก่อนหน้า
- แนวโน้มราคาน้ำมันถูกกดดันโดยมาตรการภาษีศุลกากรตอบโต้ (reciprocal tariff) ของสหรัฐฯ ซึ่งซึ่งอาจทำให้การค้าชะลอตัว นำไปสู่ภาวะเศรษฐกิจถดถอยทั่วโลกและอุปสงค์น้ำมันที่อ่อนแอ
- ความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังคงมีอยู่และการคว่ำบาตรน้ำมันจากรัสเซีย อิหร่าน และเวเนซุเอลาโดยสหรัฐฯ จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนราคาน้ำมันในระยะสั้น
- Forward curve ปรับตัวลดลงอย่างรวดเร็ว โดยเฉพาะราคาระยะสั้น หลังจากกลุ่มโอเปกตัดสินใจเพิ่มการผลิตในเดือนพ.ค. มุมมองระยะยาวแทบไม่เปลี่ยนแปลง โดยคาดว่าราคาน้ำมันเบรนท์จะแกว่งตัวในกรอบแคบที่ US\$65-70/bbl แม้ว่าความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์จะสูงขึ้น
- ราคาน้ำมันยังมีความเสี่ยง downside เนื่องจากผลกระทบจากการกลับมาปกป้องการค้ายังคงมีให้เห็นอย่างต่อเนื่อง ตลาดจะติดตามความเคลื่อนไหวของกลุ่มโอเปกพลัสในการสร้างสมดุลให้กับตลาดน้ำมันอย่างใกล้ชิด

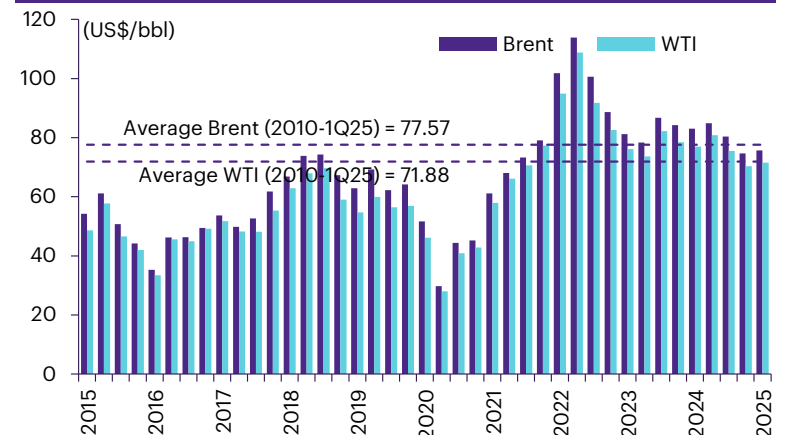
Figure 12: Forward curve ของราคาน้ำมัน (เบรนท์)



ราคาน้ำมันอ้างอิง



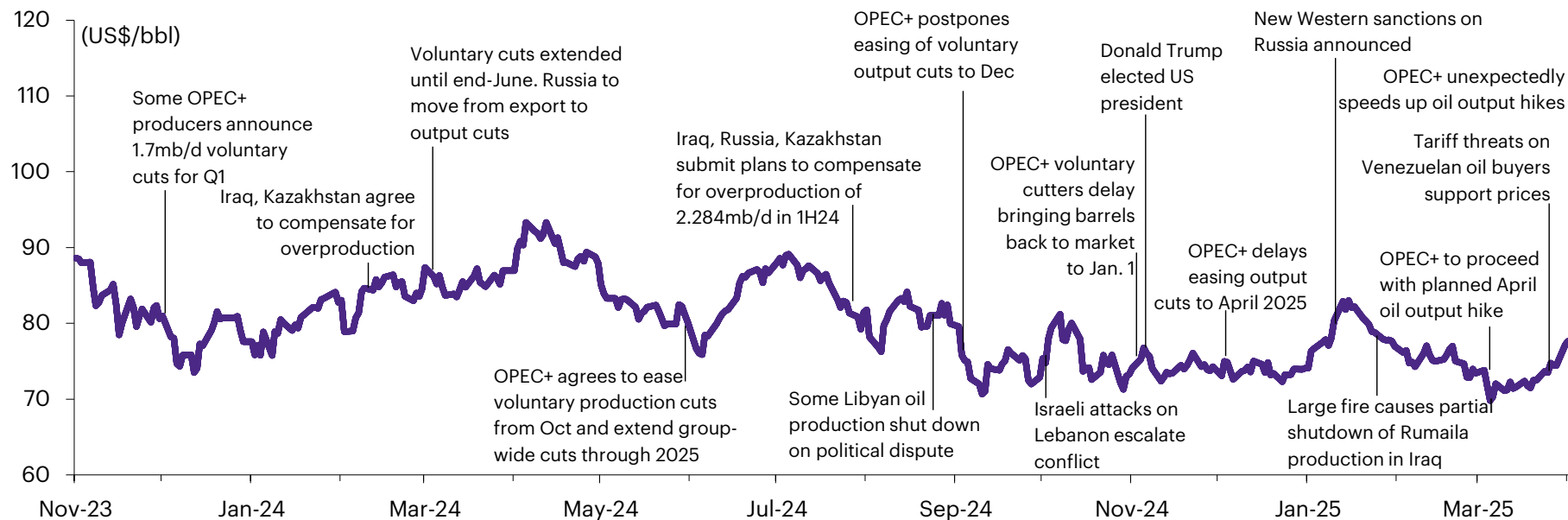
ราคาน้ำมันเฉลี่ยรายไตรมาส



Source: Bloomberg Finance LP, barchart.com and InnovestX Research

เหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน

- ตั้งแต่ปี 2566 ถึง 2568 ราคาน้ำมันได้รับอิทธิพลจากปัจจัยต่างๆ มากมาย เช่น การลดการผลิตของกลุ่มโอเปกพลัส อุปสงค์ทั่วโลก และเหตุการณ์ด้านภูมิรัฐศาสตร์ ตลาดคาดว่าราคาน้ำมันในปี 2568 จะอยู่ในระดับที่ค่อนข้างทรงตัวหรือลดลงเล็กน้อย
- ปัจจัยสำคัญที่เป็นตัวกำหนดทิศทางราคาน้ำมันในปี 2568 ยังคงเป็นความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ ภาษีนำเข้าและการเจรจาการค้าของสหรัฐฯ และแผนการของกลุ่มโอเปกที่จะเพิ่มการผลิตด้วยการทยอยยกเลิกการปรับลดการผลิต 2.2 ล้านบาร์เรล/วัน
- แรงกดดันสองด้านจากความตึงเครียดด้านการค้าและความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์จะทำให้ราคาน้ำมันผันผวน ในขณะที่ตลาดยังคงจับตาความเคลื่อนไหวของกลุ่มโอเปกในการคงบทบาทการเป็นผู้รักษาสถิตตลาด ขณะที่ปริมาณการผลิตจากผู้ผลิตนอกกลุ่มโอเปกจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง
- การตัดสินใจของกลุ่มโอเปกที่จะเลื่อนการยกเลิกการปรับลดการผลิตโดยสมัครใจ 2.2 ล้านบาร์เรล/วัน เพื่อสะท้อนราคาน้ำมันที่ลดลงแรง จะเป็นแรงสนับสนุนในระยะสั้น

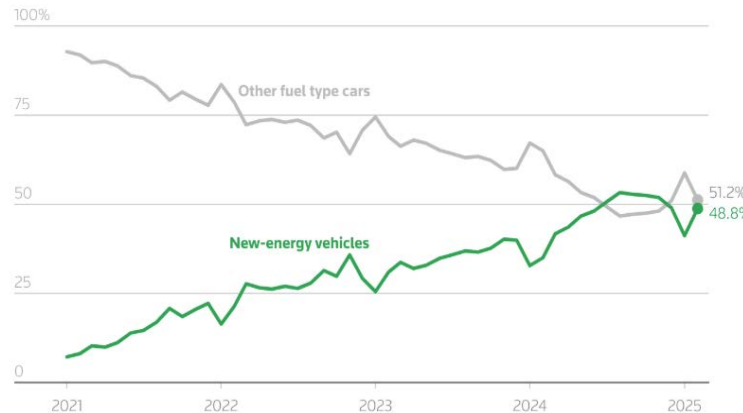


Source: S&P Global Commodity Insights

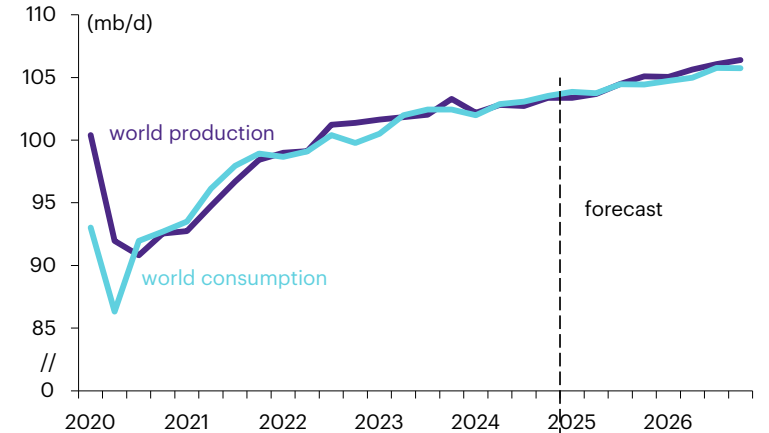
ภาพรวมอุปสงค์และอุปทานน้ำมัน

- การคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันในปี 2568 โดย 3 องค์กรระหว่างประเทศ (OPEC IEA และ EIA) ยังคงแตกต่างกัน โดยการเติบโตเฉลี่ยอยู่ที่ 1.3 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งสูงกว่า 1.1 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2567 อยู่เล็กน้อย
- ปัจจัยสำคัญที่ช่วยผลักดันให้อุปสงค์น้ำมันเติบโต คือ ภูมิภาคเอเชีย โดยเฉพาะจีนและอินเดีย ซึ่งจะคิดเป็นสัดส่วนมากกว่า 60% ของการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันทั้งหมด
- การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันในจีนจะถูกขับเคลื่อนโดยอุปสงค์วัตถุดิบปิโตรเคมีเป็นหลัก ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับการขนส่งน่าจะชะลอตัวลงจากการนำรถยนต์ไฟฟ้า (EV) มาใช้มากขึ้น
- IEA ประเมินว่า EV ถูกนำมาใช้แทนที่น้ำมัน >1.5 ล้านบาร์เรล/วันแล้ว และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็นสี่เท่าภายในปี 2573
- การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันคาดว่าจะชะลอตัวลงในปี 2569 โดยการคาดการณ์ของ US EIA เป็นการคาดการณ์ที่อนุรักษ์นิยมที่สุดที่ 1.1 ล้านบาร์เรล/วัน ความเสี่ยง downside ต่อการคาดการณ์นี้คือผลกระทบเต็มรูปแบบของภาษีศุลกากรตอบโต้ (reciprocal tariff) ที่สหรัฐฯ นำมาใช้ในการนำเข้าสินค้าจากประเทศคู่ค้าทุกราย
- IEA คาดว่าการเติบโตของอุปทานน้ำมันทั่วโลกจะถูกขับเคลื่อนโดยผู้ผลิตนอกกลุ่มโอเปกพลัสที่ 1.5 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2568 โดยสหรัฐฯ จะผลิตน้ำมันสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และคาดว่าจะเป็แหล่งที่ผลิตน้ำมันเพิ่มขึ้นมากที่สุดในปี 2568

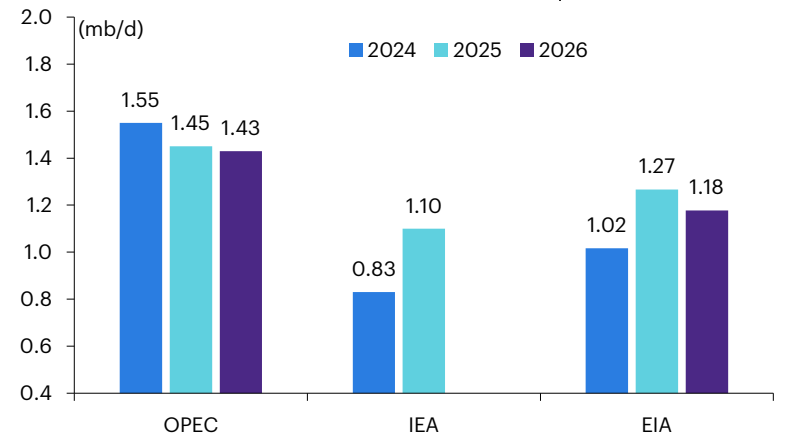
ยอดขายรถ NEV สัญชาติจีน



แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานน้ำมันทั่วโลก



เปรียบเทียบการคาดการณ์อุปสงค์น้ำมัน



Source: IEA, U.S. EIA, OPEC, Reuters, and InnovestX Research

กลุ่มโอเปกสร้างผลกระทบต่องานน้ำมันด้วยการเร่งปรับเพิ่มการผลิตเร็วขึ้น

- ผู้ผลิตกลุ่มโอเปกพลัสเห็นชอบร่วมกันอย่างไม่คาดคิดที่จะเร่งแผนยกเลิกการลดปริมาณการผลิตน้ำมัน โดยจะเพิ่มการผลิต 411,000 บาร์เรล/วันในเดือนพ.ค. เทียบกับแผนเดิมที่ 135,000 บาร์เรล/วัน หลังจากเริ่มทยอยยกเลิกการปรับลดการผลิตตั้งแต่เดือนเม.ย.
- การตัดสินใจครั้งล่าสุดนี้ทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงแรงในช่วงต้นเดือนเม.ย. ซึ่งเป็นช่วงที่ตลาดน้ำมันได้รับผลกระทบอยู่แล้วจากความกลัวว่าความต้องการน้ำมันจะได้รับผลกระทบจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ
- การยกเลิกการปรับลดปริมาณการผลิตน้ำมัน (ถ้าสำเร็จ) จะส่งผลทำให้กำลังการผลิตสำรองของกลุ่มโอเปกปรับลดลงกลับสู่ค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ประมาณ 3 ล้านบาร์เรล/วัน ซึ่งอาจทำให้ตลาดน้ำมันมีความเปราะบางมากขึ้นท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังยืดเยื้อ เราเชื่อว่ากลุ่มโอเปกจะมีความยืดหยุ่นในการนำอุปทานน้ำมันกลับเข้าสู่ตลาดเพิ่มเติม

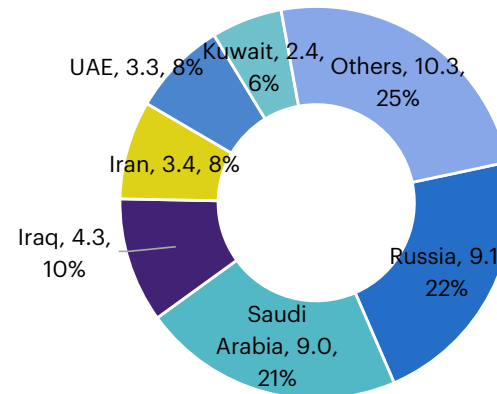
OPEC+ unexpectedly speeds up oil output hikes, oil drops

By Olesya Astakhova, Ahmad Ghaddar and Alex Lawler
April 4, 2025 7:36 AM GMT+7 -

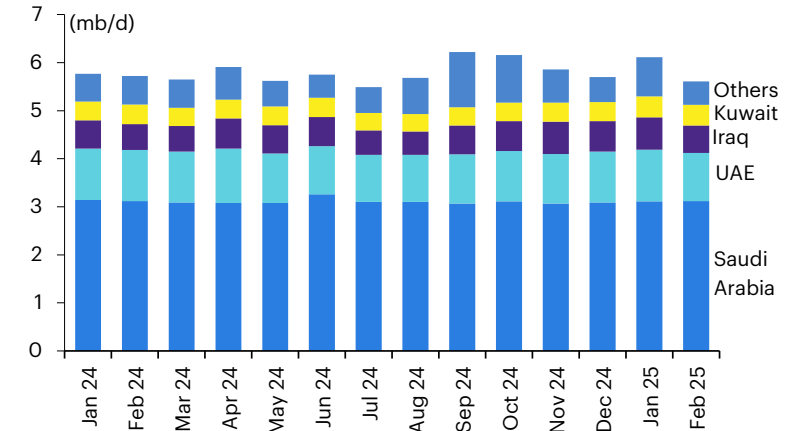


Source: IEA, U.S. EIA, Reuters and InnovestX Research

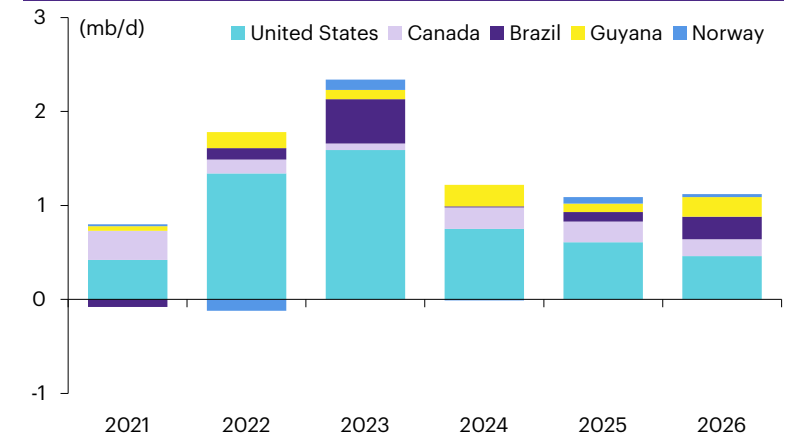
สัดส่วนการผลิตน้ำมันของกลุ่มโอเปกพลัส (ก.พ. 2568)



กำลังการผลิตสำรองของกลุ่มโอเปกพลัส



การเติบโตของอุปทานของผู้ผลิตรายใหญ่นอกกลุ่มโอเปกพลัส



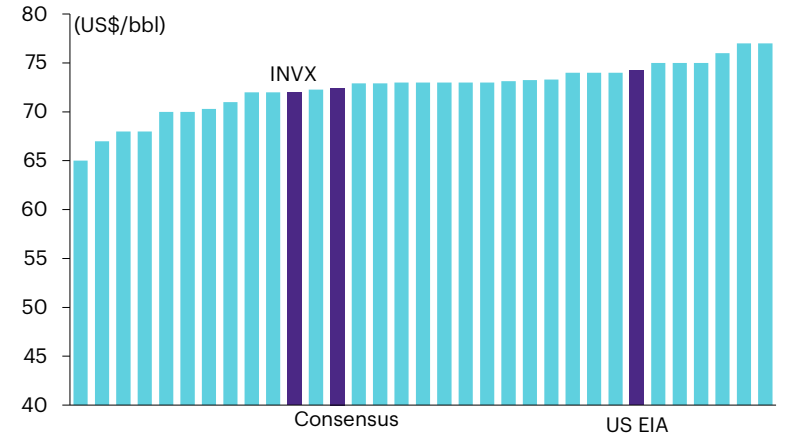
แนวโน้มราคาน้ำมัน – ปรับสมมติฐานใหม่

- แม้ว่าราคาเฉลี่ยของน้ำมันดิบเบรนท์ใน 1Q68 ที่ US\$75.71/บาร์เรล จะสอดคล้องกับการคาดการณ์ของ INVX สำหรับทั้งปี 2568 ที่ US\$75/บาร์เรล แต่เราคาดว่าปัจจัยที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมันจะทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วงที่เหลือของปีนี้ ปัจจัยเหล่านี้ ได้แก่ อุปทานที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มโอเปกพลัสและประเทศนอกกลุ่มโอเปก และผลกระทบจากภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ต่อเศรษฐกิจโลกและกระแสการค้า
- เราปรับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบเบรนท์ในปี 2568 ลดลงจาก US\$75/บาร์เรล มาอยู่ที่ US\$72/บาร์เรล ซึ่งบ่งชี้ว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์โดยเฉลี่ยจะอยู่ที่ราว US\$70.7/บาร์เรล ในช่วง 3 ไตรมาสที่เหลือของปีนี้ ปฏิกริยาของตลาดในช่วงสิ้นปีคาดว่าจะไม่ยั่งยืน แม้ว่าจะมีความเสี่ยง downside อยู่
- เรายังคงมุมมองว่าราคาน้ำมันจะค่อยๆ ลดลงกลับสู่ค่าเฉลี่ยระยะยาว ดังนั้นเราคาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์จะปรับตัวลดลงมาอยู่ที่ US\$68/บาร์เรลในปี 2569 และจะถึงค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ US\$65/บาร์เรลในปี 2570 ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยในช่วง 5 ปีที่ผ่านมาที่ US\$75.5/บาร์เรล
- นอกจากนี้เรายังปรับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบปี 2568 ลดลงจาก US\$73/บาร์เรล มาอยู่ที่ US\$71.5/บาร์เรล ซึ่งสะท้อนถึง discount จากราคาน้ำมันดิบเบรนท์ที่ลดลงเหลือเพียง US\$0.5/บาร์เรล เทียบกับค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ US\$2/บาร์เรล

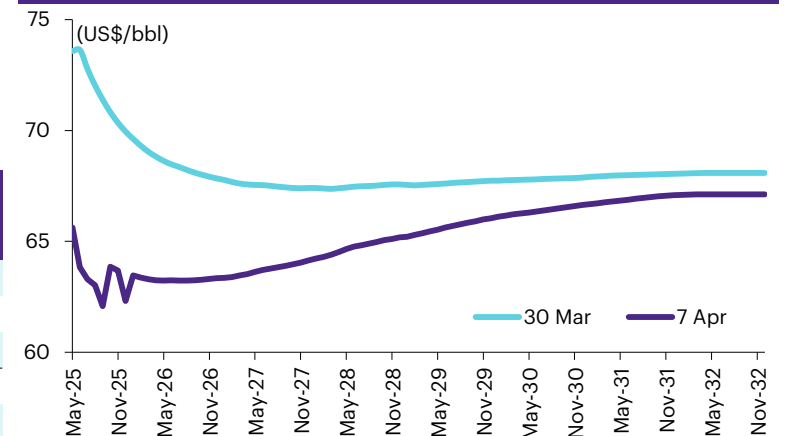
สมมติฐานราคาน้ำมันของ INVX (US\$/bbl)						
		2567A	2568 (YTD)	2568	2569	2570
เบรนท์ (เฉลี่ยรายปี)	เดิม			75.00	70.00	65.00
	ใหม่	82.59	75.71	72.00	68.00	65.00
	เปลี่ยนแปลง			-3.00	-2.00	-
ดูไบ (เฉลี่ยรายปี)	เดิม			73.00	68.00	63.00
	ใหม่	81.55	75.76	71.50	66.00	63.00
	เปลี่ยนแปลง			-1.50	-2.00	-

Source: Bloomberg Finance LP, barchart.com and InnovestX Research

ประมาณการราคาน้ำมันของ consensus (ปี 2568) – เบนท์



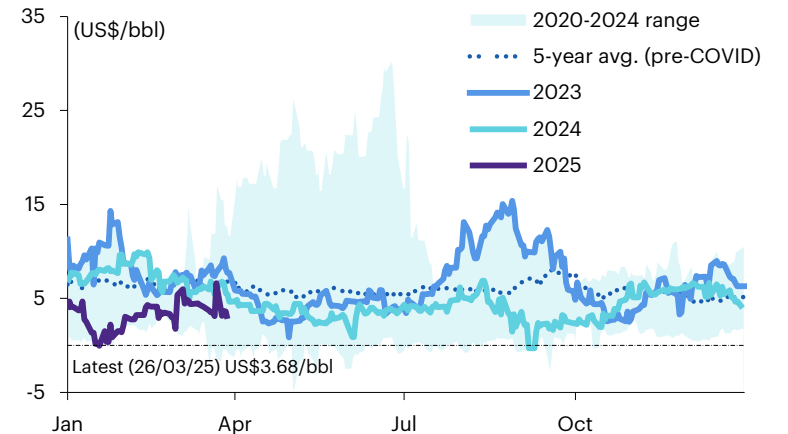
Forward curve – เบนท์



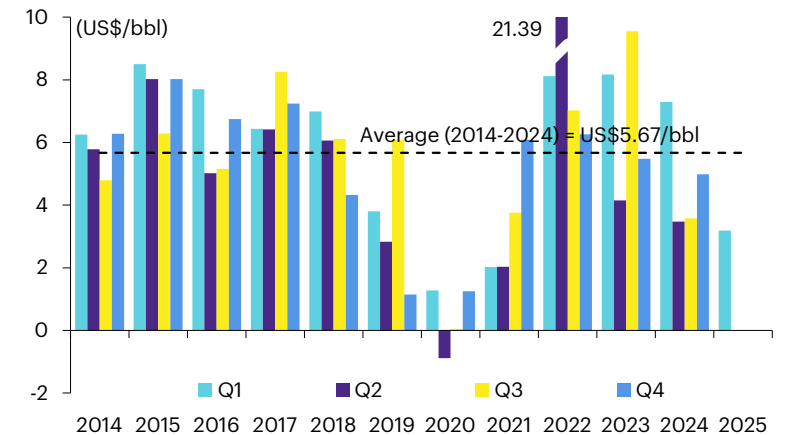
ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน – เริ่มต้นช้า แต่คาดว่าจะดีขึ้น

- ค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ลดลง 56% YoY และ 36% QoQ ใน 1Q68 มาอยู่ที่ระดับ US\$3.2/บาร์เรล ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ 3Q64 หลังจากฟื้นตัวใน 4Q67 ซึ่งสะท้อนถึงความต้องการน้ำมันทำความร้อน (heating oil) ที่ลดลงในซีกโลกเหนือ เนื่องจากเดือนม.ค. 2568 เป็นเดือนที่อุณหภูมิโลกสูงสุดเป็นประวัติการณ์ แม้ว่าจะมีปรากฏการณ์ลานีญาก็ตาม
- ค่าการกลั่นยังได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันดิบที่สูงในช่วงเดือนม.ค. 2568 ซึ่งเป็นผลมาจากมาตรการคว่ำบาตรครั้งใหญ่ที่สุดครั้งหนึ่งของสหรัฐฯ ต่อภาคพลังงานของรัสเซีย ซึ่งรวมถึงเรือ 187 ลำ ที่ส่วนใหญ่ทางการสหรัฐฯ ถือว่าเป็นส่วนหนึ่งของกองเรือเงาของรัสเซีย
- แม้ว่าโดยปกติแล้วค่าการกลั่นโดยเฉลี่ยมักจะลดลง QoQ ในไตรมาสที่ 2 แต่เราคาดว่าค่าการกลั่นตลาดจะฟื้นตัวเล็กน้อยใน 2Q68 ซึ่งเป็นผลมาจาก crack spread ที่สูงขึ้นสำหรับน้ำมันเบนซินจากอุปสงค์ตามฤดูกาล ผลิตภัณฑ์น้ำมันขึ้นกลาง (น้ำมันดีเซลและเชื้อเพลิงเครื่องบิน) จากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น และราคาน้ำมันดิบที่ลดลง การฟื้นตัวของค่าการกลั่นจะได้รับปัจจัยหนุนจากการปิดซ่อมบำรุงตามแผนมากขึ้นของโรงกลั่นน้ำมันในตลาดภูมิภาค
- ความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปของจีนจะยังคงมีบทบาทสำคัญในการกำหนดค่าการกลั่นในปี 2568 IEA เชื่อว่าความต้องการน้ำมันเชื้อเพลิงในจีนเพิ่มขึ้นถึงจุดสูงสุดแล้ว เนื่องจากเศรษฐกิจจีนและภาคการขนส่งภายในประเทศกำลังเผชิญกับการเปลี่ยนแปลงครั้งสำคัญ ซึ่งบ่งชี้ว่าการเติบโตของความต้องการน้ำมันเชื้อเพลิงที่ใช้กันอย่างแพร่หลาย เช่น น้ำมันเบนซิน น้ำมันเครื่องบิน และน้ำมันดีเซล จะมีแนวโน้มปรับตัวลดลง

ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ – hydrocracking



ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์รายไตรมาส



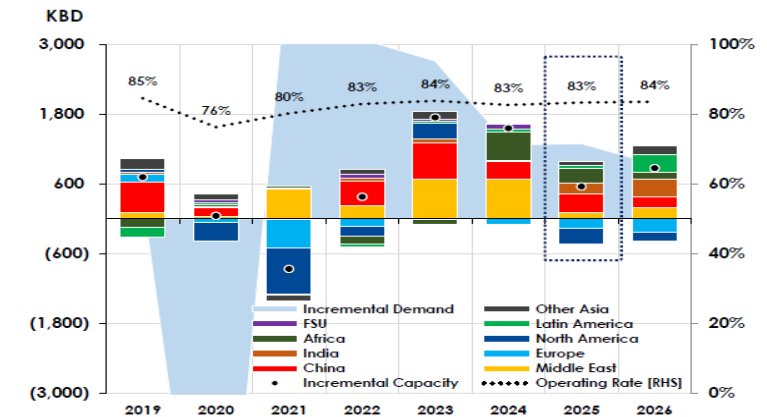
Source: Bloomberg Finance LP, Reuters and InnovestX Research

ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน – คาดค่าการกลั่นเพิ่มขึ้นเล็กน้อยในปี 2568

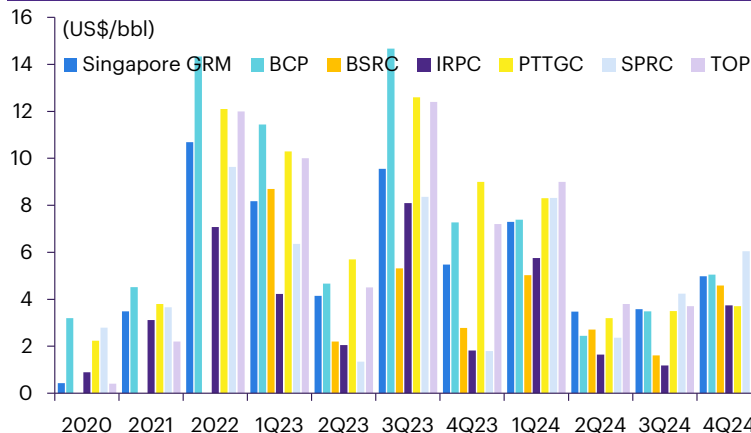
- กำลังการผลิตเพิ่มเติมสุทธิของ CDU (หน่วยกลั่นน้ำมันดิบ) ทั่วโลกจะอยู่ที่ประมาณ 600,000 บาร์เรล/วัน หลังจากหักกำลังการผลิต 400,000 บาร์เรล/วัน จากปิดโรงกลั่นถาวรในยุโรปและสหรัฐฯ ตัวเลขดังกล่าวต่ำกว่าอุปสงค์ที่คาดว่าจะเติบโต 1.2-1.3 ล้านบาร์เรล/วัน
- โรงกลั่นใหม่ส่วนใหญ่มาจากจีน อินเดีย และแอฟริกา โดยกำลังการผลิตใหม่ส่วนใหญ่มาจากโรงกลั่น Dangote กำลังการผลิต 650,000 บาร์เรล/วัน ในไนจีเรีย ซึ่งเริ่มเดินเครื่องแล้วใน 1H67 และเพิ่มการผลิตอย่างต่อเนื่องใน 1Q68 จนผลิตเต็มกำลังที่ 650,000 บาร์เรล/วัน ในเดือนมี.ค.
- อัตราการใช้กำลังการผลิตของ CDU ทั่วโลกจะอยู่ในระดับทรงตัว YoY ที่ 83% ในปี 2568 ก่อนที่จะเพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 84% ในปี 2569
- แม้ว่าค่าการกลั่นตลาดเฉลี่ย YTD จะน่าผิดหวัง แต่คาดว่าอุปสงค์และอุปทานที่สมดุลมากขึ้น ของผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปจะผลักดันให้ค่าการกลั่นตลาดปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ US\$5-5.5/บาร์เรล ในปี 2568 โดยได้รับแรงหนุนจากน้ำมันเบนซิน น้ำมันดีเซล และที่สำคัญกว่านั้นคือน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน เนื่องจากการเดินทางทางอากาศปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับก่อนเกิด COVID
- crack spread ของน้ำมันเบนซินจะลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป พร้อมๆ กับการเปลี่ยนผ่านไปสู่ยานยนต์ที่พึ่งพาน้ำมันน้อยลง เช่น รถยนต์ไฟฟ้าไฮบริด และรถยนต์ไฟฟ้าแบตเตอรี่

Source: Company data, Bloomberg Finance LP, and InnovestX Research

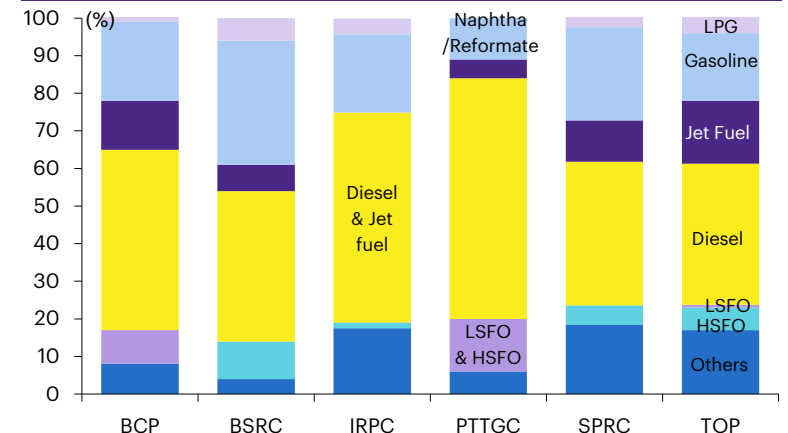
การเพิ่ม CDU ทั่วโลก vs อุปสงค์เพิ่มเติม



ค่าการกลั่นของผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทย

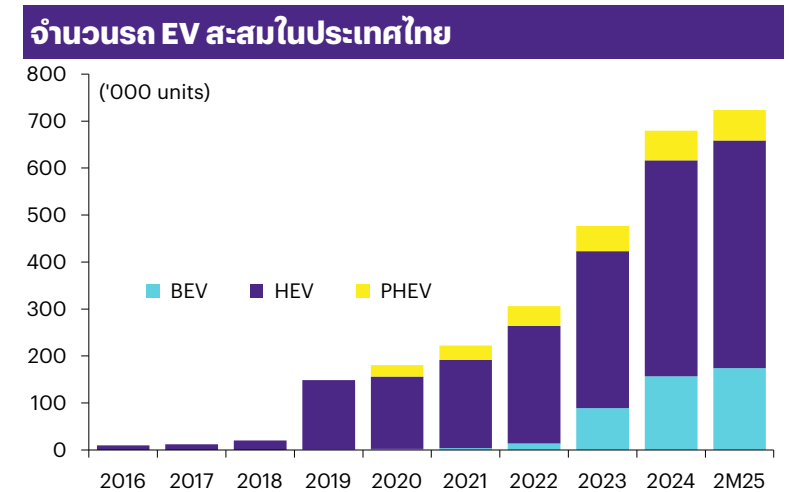
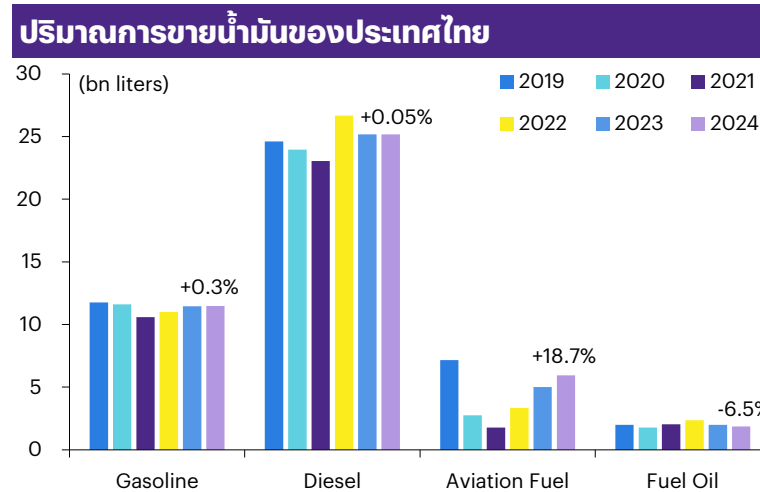


สัดส่วนผลิตภัณฑ์ของผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทย (ปี)



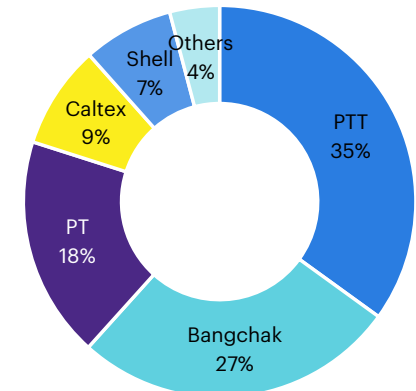
ธุรกิจการตลาดน้ำมัน – ปรับตัวดีขึ้นอย่างช้าๆ

- ปริมาณการขายน้ำมันภายในประเทศในปี 2567 ซึ่งรวมถึงน้ำมันเบนซิน น้ำมันดีเซล น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน และน้ำมันเตา เพิ่มขึ้น 1.7% YoY มาอยู่ที่ 121 ล้านลิตร/วัน โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่เพิ่มขึ้น (+18.7% YoY)
- อุปสงค์น้ำมันดีเซลและน้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้นเล็กน้อยที่ <1% YoY ซึ่งส่วนหนึ่งสะท้อนถึงกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลงและรถยนต์ไฟฟ้าและไฮบริดที่มากขึ้น จำนวนรถยนต์นั่งส่วนบุคคลจดทะเบียนล่าสุดแสดงให้เห็นว่าสัดส่วนของ EV เพิ่มขึ้นจาก 0.9% ในปี 2562 มาอยู่ที่ 3.7% ณ เดือนก.พ. 2568



- ปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ 83% ของระดับก่อนเกิด COVID เทียบกับเพียง 25% ในปี 2564 ซึ่งปริมาณการจราจรทางอากาศได้รับผลกระทบหนักที่สุดจากสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 การฟื้นตัวของปริมาณการใช้เครื่องบินเชื้อเพลิงเครื่องบินสอดคล้องกับปริมาณการจราจรทางอากาศที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 84% ของระดับก่อนเกิด COVID
- นักวิเคราะห์กลุ่มท่องเที่ยวของ INVX คาดว่าอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยจะฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิด COVID-19 ในปี 2568 โดยมีจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติ 40 ล้านคน เติบโต 14% YoY อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยง downside ที่สำคัญ คือ จำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ต่ำกว่าคาดใน 1Q68 ซึ่งบ่งชี้ว่าประมาณการจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติในปี 2568 ของ INVX จะมี downside ราว 4%

ส่วนแบ่งตลาดยอดขายน้ำมันดีเซลและน้ำมันเบนซิน (ปี 2567)

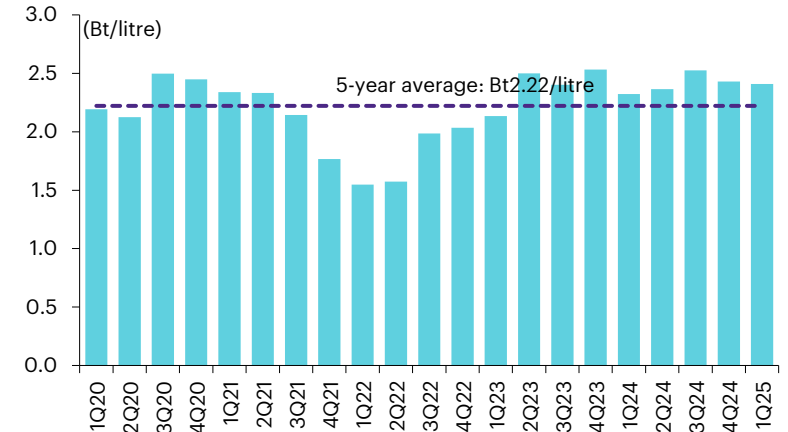


Source: Ministry of Energy, Ministry of Transport and InnovestX Research

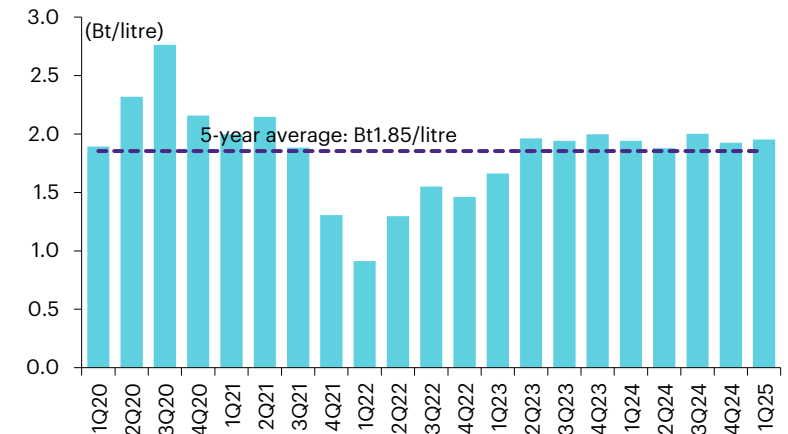
ค่าการตลาดน้ำมัน – แรงกดดันจากการควบคุมราคาน้ำมันลดลง

- ค่าการตลาดน้ำมันใน 1Q68 อยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 2.4 บาท/ลิตร สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 2.2 บาท/ลิตร เล็กน้อย โดยได้รับแรงหนุนจากค่าการตลาดน้ำมันดีเซลที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยมาอยู่ที่ 1.95 บาท/ลิตร เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 1.85 บาท/ลิตร แม้ว่าราคาขายปลีกจะยังคงถูกควบคุมไว้ไม่ให้เกิน 33 บาท/ลิตร ก็ตาม
- เงินส่งเข้ากองทุนน้ำมันจากน้ำมันดีเซลเพิ่มขึ้นจากติดลบ 0.5 บาท/ลิตร ในช่วงกลางเดือนม.ค. เป็น 2.67 บาท/ลิตร ในปัจจุบัน
- ราคาน้ำมันที่ลดลงและสถานะทางการเงินที่ดีขึ้นของกองทุนน้ำมันช่วยลดแรงกดดันต่อค่าการตลาดได้ โดยเฉพาะน้ำมันดีเซล
- เราคาดว่าสถานการณ์ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อในตะวันออกกลางจะส่งผลกระทบต่อค่าการตลาดเป็นระยะๆ เนื่องจากราคาน้ำมันโลกที่สูงขึ้นจะกระตุ้นให้รัฐบาลเข้ามาแทรกแซงมากขึ้นเพื่อควบคุมราคาน้ำมันในประเทศ โดยเฉพาะน้ำมันดีเซล ซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเกือบ 60% ของปริมาณการขายน้ำมันภายในประเทศในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา

ค่าการตลาดน้ำมัน (โดยรวม)



ค่าการตลาด – น้ำมันดีเซล



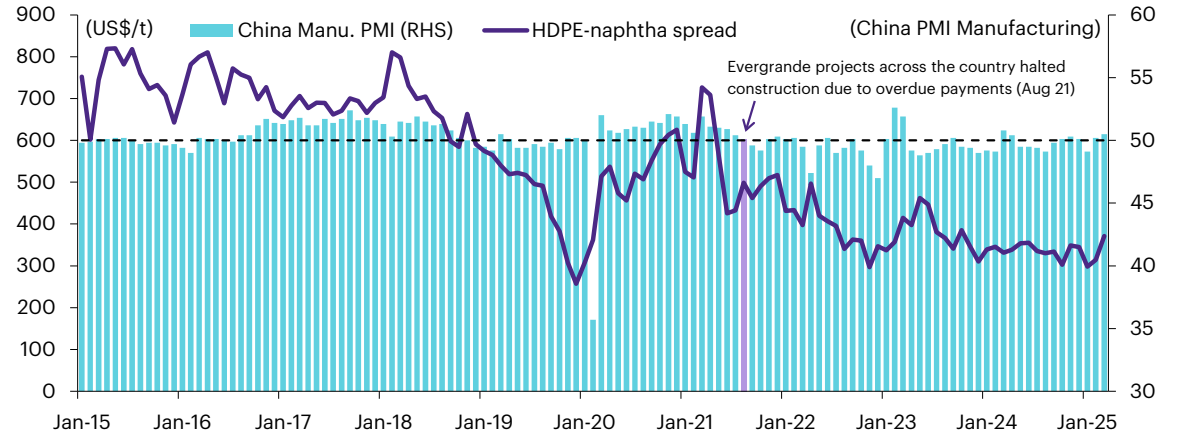
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

กลุ่มปิโตรเคมี – ยังคงมีความไม่แน่นอน

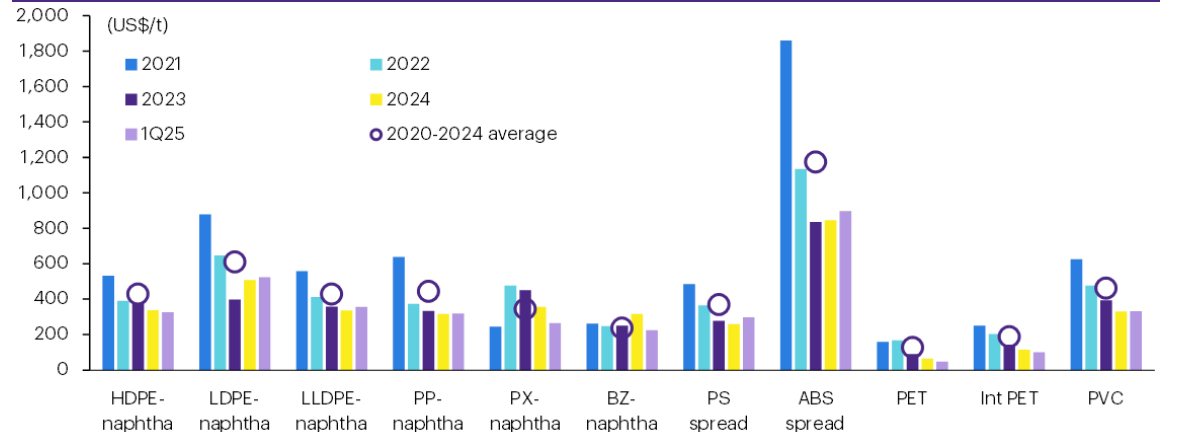
- ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ยังคงอ่อนแอใน 1Q68 สะท้อนความกังวลของตลาดเกี่ยวกับความตึงเครียดทางการค้าโลกรอบใหม่ที่เกิดจากมาตรการภาษีศุลกากรตอบโต้ (reciprocal tariff) และภาษีศุลกากรแบบครอบคลุม (universal tariff) ที่สหรัฐฯ ประกาศใช้กับประเทศคู่ค้า โดยเฉพาะอย่างยิ่งในเอเชีย
- ภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ได้เข้ามาบดบัง sentiment เชิงบวกต่ออุตสาหกรรมปิโตรเคมีที่ก่อนหน้านี้ได้รับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นด้านการคลังเพิ่มเติมของจีน ซึ่งให้คำมั่นว่าจะเพิ่มความพยายามในการสนับสนุนการบริโภคและลดผลกระทบของสงครามการค้ากับสหรัฐฯ ที่จะมีต่อเศรษฐกิจจีน
- การปิดกำลังการผลิตยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2567 โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุโรป ซึ่งเป็นผลมาจากความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนที่ลดลง และการเติบโตที่ค่อนข้างจำกัดของอุปสงค์ในกลุ่มอุตสาหกรรมปลายน้ำ คาดว่าสถานการณ์เช่นนี้จะยังคงเกิดขึ้นต่อเนื่องในปี 2568 เมื่อพิจารณาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอและการค้าระหว่างประเทศที่หยุดชะงักลงอันเป็นผลมาจากสงครามการค้าที่กลับมาปะทุอีกครั้ง
- ท่ามกลางปัจจัยลบจากอุปสงค์ที่ไม่แน่นอนและอุปทานที่ล้นตลาดราคาน้ำมันที่ลดลงจะช่วยให้ต้นทุนวัตถุดิบของผู้ผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีปรับลดลงได้บ้าง โดยเฉพาะโรงงานแนฟทาแครกเกอร์
- แนวโน้มอุตสาหกรรมที่ไม่สดใสคาดว่าจะทำให้ valuation หุ้นปิโตรเคมีไทยอยู่ที่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อแนวโน้มอุตสาหกรรมปิโตรเคมี

Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

ดัชนี PMI ภาคการผลิตของจีน เทียบกับส่วนต่างราคา HDPE



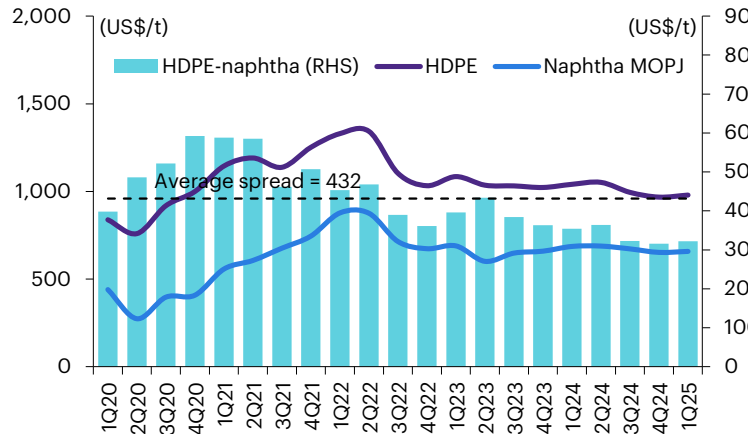
เปรียบเทียบส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ (ปี 2564-1Q68)



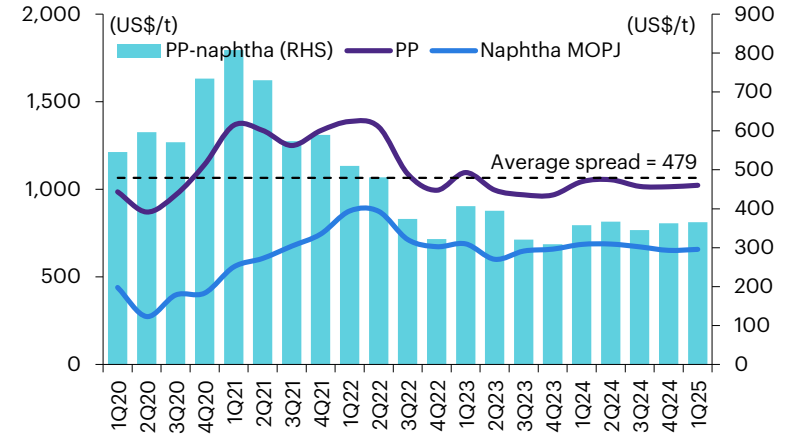
กลุ่มปิโตรเคมี – ธุรกิจโอเลฟินส์

- ส่วนต่างราคา PE/PP โดยเฉลี่ย (ไม่รวม LDPE) ยังคงอ่อนแอใน 1Q68 ที่ US\$334/ตัน ไม่เปลี่ยนแปลง QoQ และยังต่ำกว่าจุดคุ้มทุนที่ US\$350/ตัน เนื่องจากมีกำลังการผลิตเพิ่มเติมในเอเชีย
- การเติบโตของอุปสงค์ได้รับแรงกดดันจากความกลัวของตลาดเกี่ยวกับผลกระทบเชิงลบของนโยบายคุ้มครองการค้าและราคาน้ำมันที่ผันผวน ทำให้ผู้ซื้อเลือกรอดูสถานการณ์ต่อไปก่อน
- แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานล่าสุดบ่งชี้ว่าส่วนต่างราคา HDPE และ PP อาจยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดันไปจนถึงปี 2570 ซึ่งเป็นผลมาจากอัตราการดำเนินงานที่ลดลง ซึ่งหมายความว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะอ่อนแอต่อเนื่อง
- ช่องว่างระหว่างอุปสงค์และอุปทานในจีนอาจกว้างกว่าที่คาดการณ์ไว้ซึ่งเป็นผลมาจากการเติบโตทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัวลง ซึ่งได้รับผลกระทบเชิงลบจากการหยุดชะงักของกระแสการค้าโลกที่มีสาเหตุมาจากภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ

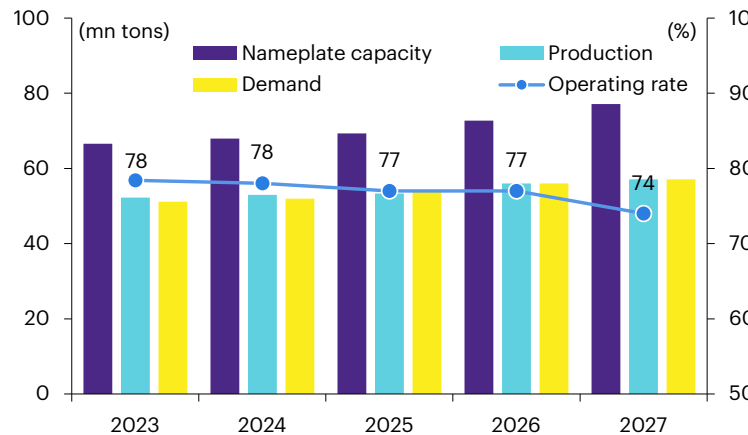
HDPE เทียบกับแนฟทา



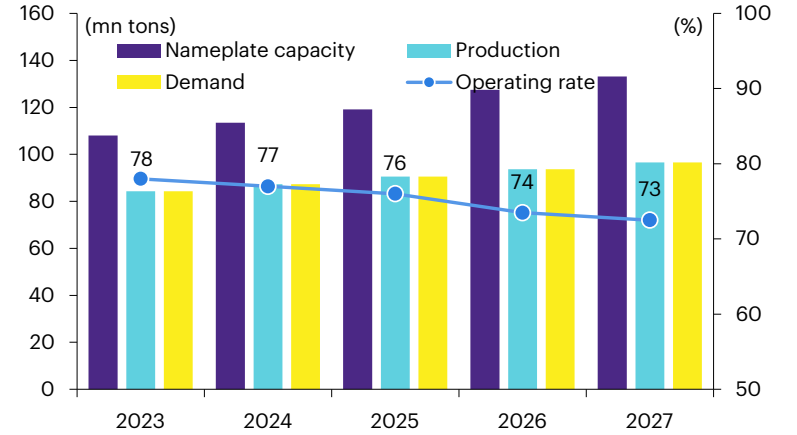
PP เทียบกับแนฟทา



กำลังการผลิตและอุปสงค์ HDPE ทั่วโลก



กำลังการผลิตและอุปสงค์ PP ทั่วโลก

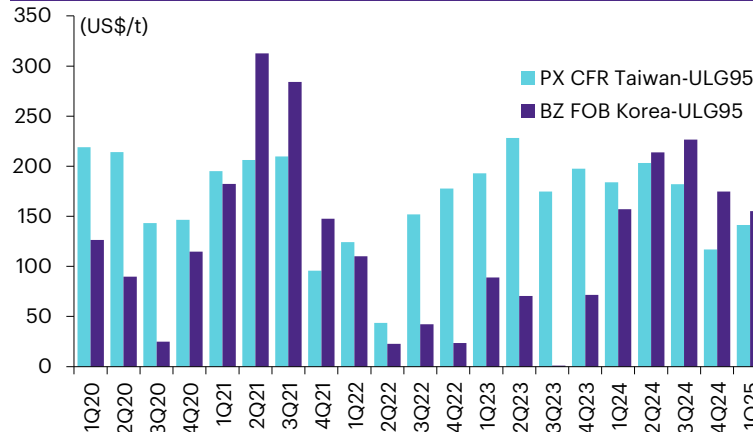


Source: Industry data, Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

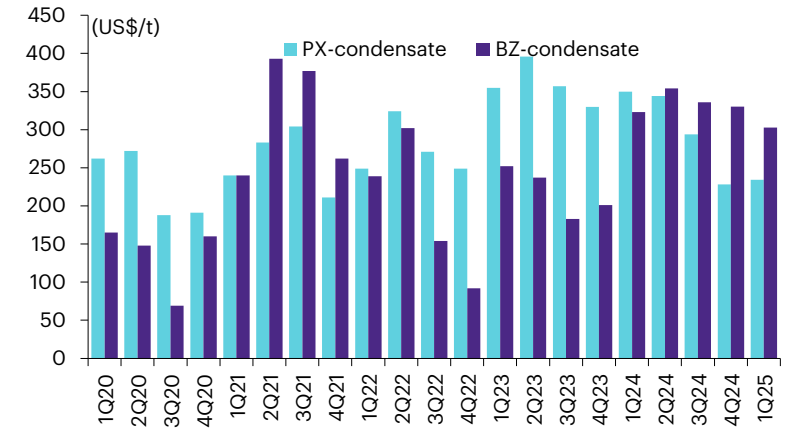
กลุ่มปิโตรเคมี – ธุรกิจอะโรเมติกส์

- ส่วนต่างราคา PX เทียบกับคอนเดนเสทลดลง 1% QoQ มาอยู่ที่ US\$221/ตัน ในขณะที่ส่วนต่างราคาเทียบกับ ULG95 เพิ่มขึ้น 21% QoQ มาอยู่ที่ US\$141/ตัน ซึ่งสะท้อนถึงการควบคุมอุปทานในจีนและเกาหลีใต้ซึ่งเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่อ่อนแอจาก PET และโพลีเอสเตอร์ปลายน้ำ
- ปริมาณน้ำมันดิบนำเข้ากลั่นที่ลดลงของโรงกลั่นในจีนสืบเนื่องมาจากมาตรการคว่ำบาตรน้ำมันดิบอิหร่านของสหรัฐฯ ยังทำให้ผลิตมีกซ์ไฮลีนได้จำกัด ส่งผลทำให้วัตถุดิบลดลง
- ส่วนต่างราคาเบนซินลดลง 11-16% แต่ยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี อุปสงค์ที่ลดลงจากผู้ซื้อสองรายใหญ่สุด ได้แก่ จีน และสหรัฐฯ เป็นผลมาจากความยากลำบากมากขึ้นในการส่งผ่านต้นทุนไปยังผู้ผลิตปลายน้ำ
- สมดุลของพลวัตอุปสงค์และอุปทานในสายอะโรเมติกส์ที่ต่ำกว่าสายโอเลฟินส์จะช่วยสนับสนุนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ในระยะกลาง

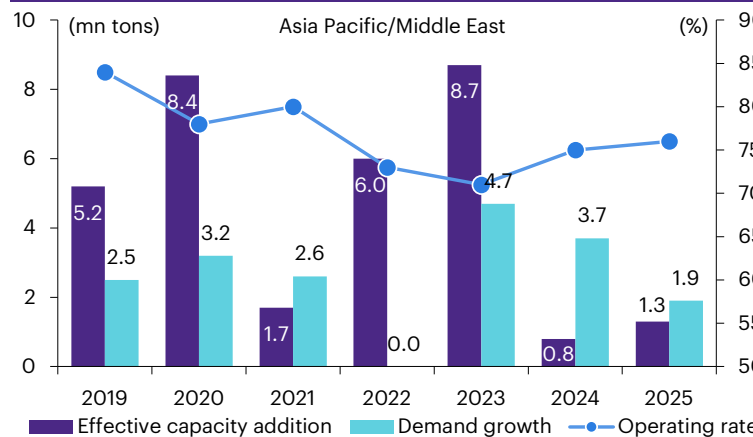
PX และเบนซินเทียบกับ ULG 95



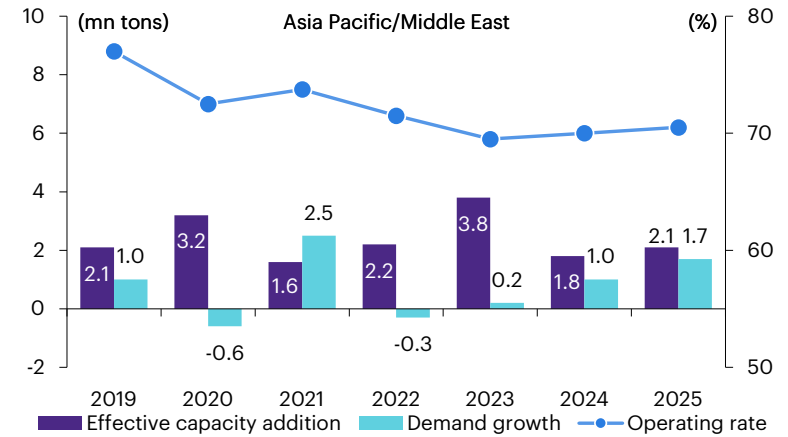
PX และเบนซิน เทียบกับคอนเดนเสท



กำลังการผลิต PX เพิ่มขึ้นเพิ่มเติมเทียบกับการเติบโตของอุปสงค์



กำลังการผลิตเบนซินเพิ่มขึ้นเพิ่มเติมเทียบกับการเติบโตของอุปสงค์

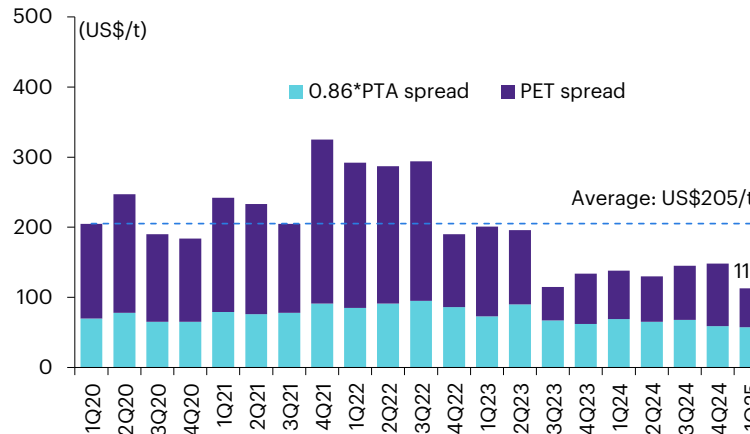


Source: Industry data, Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

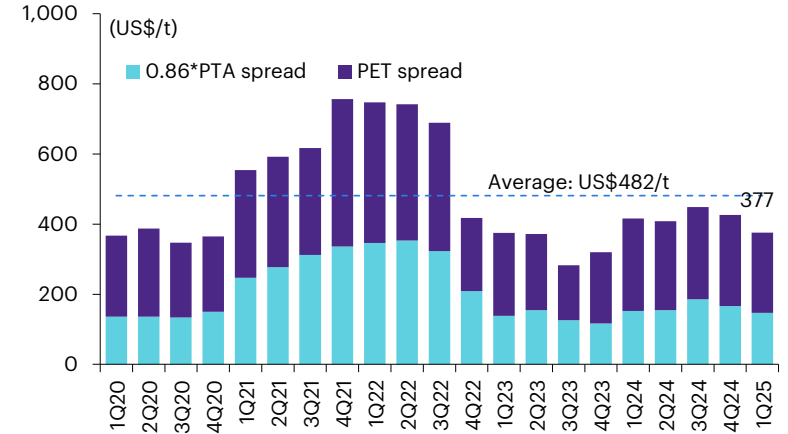
กลุ่มปิโตรเคมี – ธุรกิจ integrated PET

- ส่วนต่างราคา integrated PET ในเอเชีย ลดลง 24% QoQ มาอยู่ที่ระดับเพียง US\$112/ตัน ใน 1Q68 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$205/ตันค่อนข้างมาก
- เมื่ออุปสงค์ PET น่าจะปรับตัวดีขึ้นใน 2Q68-3Q68 จากผลกระทบทางฤดูกาล แต่ส่วนต่างราคา PET โดยเฉลี่ยของเอเชียในปี 2568 มีแนวโน้มที่จะยังคงอ่อนแอ เทียบกับค่าเฉลี่ยที่ US\$140/ตัน ในปี 2567 ซึ่งเป็นผลมาจากอุปทานส่วนเกินจำนวนมากในภูมิภาค (หลักๆ ในจีน)
- ต้นทุนค่าขนส่งที่ลดลงช่วยให้ช่องว่างของส่วนต่างราคา integrated PET ระหว่างตลาดเอเชียกับตลาดตะวันตกใน 1Q68 ลดลงมาอยู่ที่ US\$265/ตัน เทียบกับ US\$285/ตัน ในปี 2567 และค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$277/ตัน
- การเปลี่ยนแปลงในภูมิทัศน์อุตสาหกรรม PET ในตลาดภูมิภาคซึ่งเกิดจากความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนที่ลดลงจะยังคงดำเนินต่อไปในปี 2568

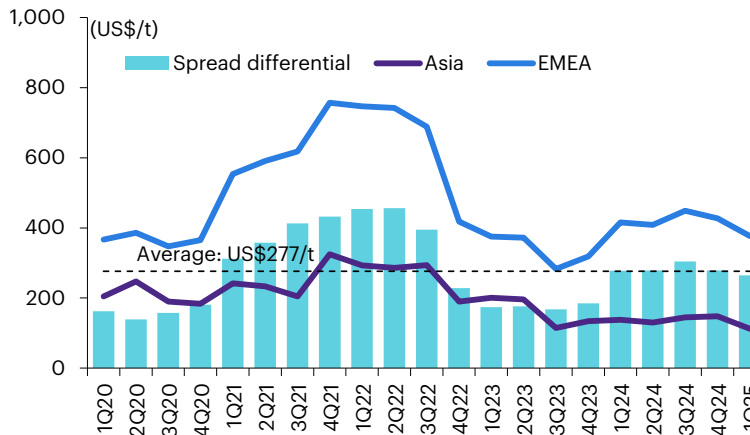
ส่วนต่างราคา integrated PET – เอเชีย



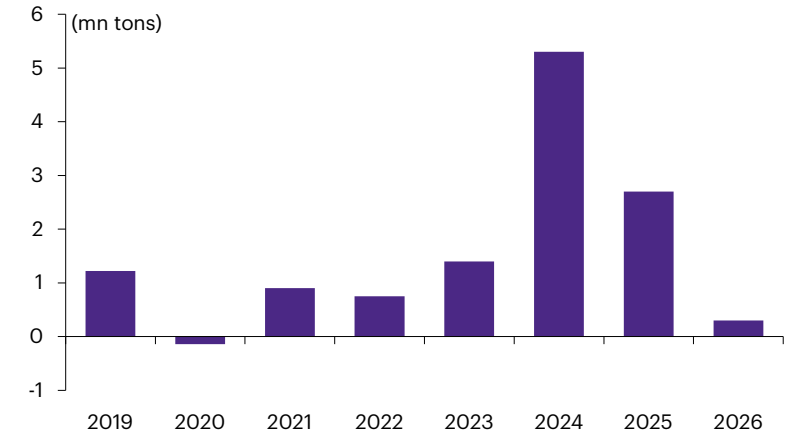
ส่วนต่างราคา integrated PET – EMEA



ช่องว่างของส่วนต่างราคา integrated PET



กำลังการผลิต PET เพิ่มขึ้นในจีน

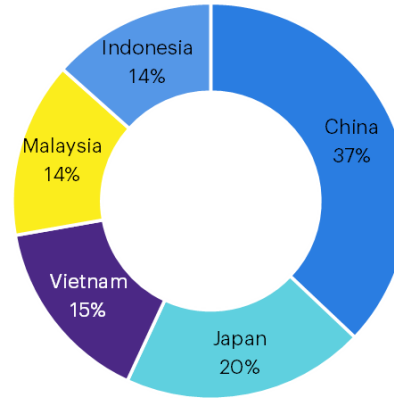


Source: Industry data and InnovestX Research

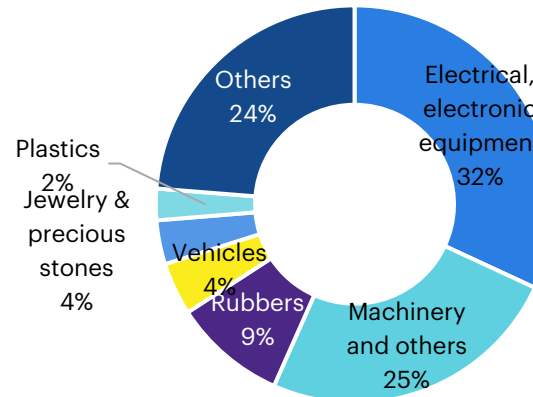
คาดผลกระทบโดยตรงจากภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ มีจำกัด

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในประเทศที่สหรัฐฯ เก็บภาษีนำเข้าสูงที่สุดที่ 36% โดยอยู่อันดับที่ 20 จากประเทศคู่ค้าของสหรัฐฯ 185 ประเทศทั่วโลก และอันดับที่ 10 ในเอเชีย
- SCBEIC คาดว่าภาษีใหม่จะส่งผลกระทบทางอ้อมต่อความต้องการผลิตภัณฑ์ขึ้นกลางของไทยในห่วงโซ่การผลิต ซึ่งรวมถึงเม็ดพลาสติก (โดยเฉพาะกลุ่มสไตรีนและเอทิลีน)
- บริษัทปิโตรเคมีไทยภายใต้การวิเคราะห์ของ INVX จะได้รับผลกระทบเพียงเล็กน้อยจากภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ เนื่องจากบริษัทเหล่านี้มีการส่งออกสินค้าไปยังสหรัฐฯ ค่อนข้างจำกัด หรือเป็นบริษัทท้องถิ่นในสหรัฐฯ ที่ได้รับการคุ้มครองโดยภาษีนำเข้า
- รายได้ที่ PTTGC ได้จากสหรัฐฯ อยู่ที่ 3% ในปี 2567 โดยส่วนใหญ่มาจาก Allnex และส่วนแบ่งกำไรจาก NatureWorks ซึ่งเป็นบริษัทร่วมทุนที่ PTTGC ถือหุ้น 50% IVL มีโรงงาน 18 แห่งในสหรัฐฯ ครอบคลุม 3 กลุ่มธุรกิจหลัก
- ภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อธุรกิจของ IVL ในสหรัฐฯ นอกเหนือจากอัตราค่าขนส่ง

การส่งออกผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีของประเทศไทย (ปี 2567)



การส่งออกของไทยไปยังสหรัฐฯ (ปี 2567)



รายชื่อประเทศที่สหรัฐฯ เรียกเก็บอัตราภาษีนำเข้าสูงกว่า 10%

ประเทศ	อัตราภาษีนำเข้า (%)	ขาดดุลการค้าในปี 2567 (พันล้าน USD)
จีน	34	295.40
สหภาพยุโรป	20	235.57
เวียดนาม	46	123.46
ไต้หวัน	32	73.93
ญี่ปุ่น	24	68.47
เกาหลีใต้	25	66.01
อินเดีย	26	45.66
ประเทศไทย	36	45.61
สวีเดน	31	38.46
มาเลเซีย	24	24.83
อินโดนีเซีย	32	17.88
กัมพูชา	49	12.34
แอฟริกาใต้	30	8.84
อิสราเอล	17	7.43
บังกลาเทศ	37	6.15
อิรัก	39	5.76
ฟิลิปปินส์	17	4.88
กายอานา	38	4.06
ปากีสถาน	29	2.99
ศรีลังกา	44	2.65
นอร์เวย์	15	1.99
เวเนซุเอลา	15	1.76
นิการากัว	18	1.68
ไนจีเรีย	14	1.52
แอลจีเรีย	30	1.45

Source: White House, Reuters, Trading Economics, Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

แนวโน้มผลประกอบการ – คาด 1Q68 ได้รับผลกระทบจากค่าการกลั่นที่อ่อนแอ

- เราคาดว่าบริษัทน้ำมันและก๊าซส่วนใหญ่จะรายงานกำไรที่ลดลง QoQ ใน 1Q68 โดยเฉพาะผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมัน เนื่องจากค่าการกลั่นลดลงแรง QoQ แม้ว่าจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากกำไรสต็อก เราประเมินว่าผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันจะบันทึกกำไรสต็อกเพียงเล็กน้อยที่ US\$0.3-0.5/บาร์เรล ใน 1Q68 ซึ่งไม่น่าจะสามารถชดเชยค่าการกลั่นที่ลดลง US\$1.8/บาร์เรลได้
- กำไรที่ลดลงทั้ง YoY และ QoQ ของ PTTEP เกิดจากปริมาณการขายที่ลดลงใน 1Q68 (ลดลง QoQ มาอยู่ที่ 475-480kBOED จากการปิดซ่อมบำรุงเพิ่มเติมของโครงการในประเทศไทย ในขณะที่คาดว่าราคาผลิตภัณฑ์เฉลี่ยจะยังอยู่ในระดับทรงตัว QoQ
- เราคาดว่า BCP และ OR จะรายงานกำไรที่สูงขึ้น QoQ เนื่องจากกำไรจากธุรกิจอื่นๆ มากกว่าธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน – BCP (ธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน ธุรกิจผลิตไฟฟ้า และธุรกิจ E&P) OR (ธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน) แต่ยังคงลดลง YoY เมื่อพิจารณาจากกำไร 1Q67 ที่แข็งแกร่ง
- กำไรของบริษัทปิโตรเคมีจะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ ใน 1Q68 หลังจากช่วงโลว์ซีซั่นใน 4Q67 แม้ว่าราคาและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ยังคงอ่อนแอ ซึ่งก็สะท้อนถึงผลขาดทุนที่ลดลงจากธุรกิจที่ไม่สามารถทำกำไรได้หลังจากเพิ่มประสิทธิภาพสินทรัพย์

Source: InnovestX Research

กำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทน้ำมันและก๊าซและบริษัทปิโตรเคมี								
บริษัท	1Q67	2Q67	3Q67	4Q67	1Q68F		2Q68F	
					YoY	QoQ	YoY	QoQ
BCP	2,437	1,824	(2,093)	17	-	+	+	+
กำไรจะปรับตัวขึ้น QoQ ใน 1Q68 ทั้งๆ ที่ค่าการกลั่นลดลง โดยได้รับการสนับสนุนจากกำไรที่เพิ่มขึ้นจากธุรกิจการตลาด ธุรกิจผลิตไฟฟ้า และธุรกิจ E&P.								
BSRC	855	221	(1,735)	(1,030)	-	-	+	+
ผลประกอบการจะอ่อนแอลง QoQ ใน 1Q68 จากค่าการกลั่นที่อ่อนแอ แม้คาดว่าจะมีกำไรสต็อกและค่าการตลาดที่สูงขึ้น								
IRPC	1,545	(732)	(4,880)	(1,125)	-	-	+	+
ผลประกอบการจะยังคงมีตัวเลขติดลบใน 1Q68 จากค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่อ่อนแอลง ซึ่งจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากกำไรสต็อก								
OR	3,723	2,536	(1,609)	2,999	-	+	+	+
กำไรจะปรับตัวขึ้นจากกำไรขั้นต้น/สินทรัพย์ที่สูงขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นและผลกระทบเชิงลบที่ลดลงจากสินค้าคงเหลือ								
PTT	28,968	35,469	16,324	9,312	-	+	-	+
กำไรจะปรับตัวขึ้น QoQ ซึ่งเป็นผลมาจากผลกระทบเชิงลบที่ลดลงจากขาดทุนอัตราแลกเปลี่ยนกำไรจากธุรกิจ E&P และธุรกิจ P&R จะลดลง QoQ แต่จะได้รับการชดเชยจากกำไรที่สูงขึ้นจากธุรกิจก๊าซ								
PTTEP	18,683	23,978	17,865	18,299	-	-	-	+
คาดว่ากำไรสุทธิจะลดลงใน 1Q68 จากปริมาณการขายที่ลดลงสืบเนื่องมาจากการปิดซ่อมบำรุงโครงการ Block G1-61 และการขนถ่ายน้ำมันที่ลดลง								
SPRC	3,943	346	(2,216)	162	-	-	+	+
กำไรจะลดลง QoQ ใน 1Q68 เพราะค่าการกลั่นอ่อนแอ แม้ว่า opex จะลดลงและมีกำไรสต็อกอยู่บ้าง การกลับมาเปิดใช้ SPM จะช่วยสนับสนุนผลประกอบการอย่างต่อเนื่อง								
GGC	(54)	(178)	(183)	150	+	-	+	-
ผลประกอบการจะยังคงอ่อนแอใน 1Q68 เพราะได้รับผลกระทบจากมาร์จินที่อ่อนแอของธุรกิจ ME ขาดทุนจากการร่วมลงทุนในธุรกิจเอทานอล และผลกระทบเชิงลบที่ลดลงจากกำไรสินค้าคงเหลือ								
IVL	1,133	(22,996)	1,505	1,096	+	+	+	+
คาดว่ากำไรสุทธิจะเพิ่มขึ้น QoQ จากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาล ส่วนต่างราคา integrated PET ที่ลดลงเล็กน้อยน่าจะได้รับการชดเชยจากต้นทุนที่ลดลงอันเป็นผลมาจากการเพิ่มประสิทธิภาพสินทรัพย์ ผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นของธุรกิจ IOD จะช่วยหนุนให้กำไรปกติ 1Q68 เพิ่มขึ้น โดยเกิดจากปริมาณขายที่สูงขึ้นจากอุปสงค์ตามฤดูกาล								
PTTGC	(606)	1,846	(19,312)	(11,739)	+	+	+	+
คาดว่ากำไรสุทธิจะปรับตัวขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล โดยการจัดหาเอ็นโด้มากขึ้นจะช่วยสนับสนุน EBITDA ของธุรกิจโอเลฟินส์ กำไรจากธุรกิจ performance chemicals น่าจะยังคงแข็งแกร่ง โดยได้แรงหนุนจากปริมาณขายที่สูงขึ้นของ Allnex หลังจากช่วงโลว์ซีซั่นใน 4Q67								

Valuation

- แม้ว่าราคาน้ำมันจะมีแนวโน้มที่ไม่แน่นอนเมื่อพิจารณาจากปัจจัยลบหลายประการสำหรับอุปสงค์และอุปทานในปี 2568 เรายังให้น้ำหนักการลงทุน Neutral ในกลุ่มพลังงาน (น้ำมันและก๊าซ) โดยแนะนำให้เลือกซื้อหุ้นที่มีโมเดลธุรกิจแบบครบวงจร
- เรายังคงเลือกหุ้นเด่นโดยพุ่งเป้าไปที่บริษัทที่มีโมเดลธุรกิจแบบครบวงจรที่มีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น และมี valuation และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจ หุ้นที่เราแนะนำซื้อ ได้แก่ BCP (การเติบโตของกำไรมีแนวโน้ม upside จากการเข้าซื้อกิจการ BSRC และการกระจายธุรกิจ) และ PTT (การซื้อหุ้นคืน อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจ และราคาหุ้นมีส่วนลดค่อนข้างมากจากมูลค่าที่ประเมินได้จากวิธี sum-of-the-parts)
- เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อแนวโน้มของอุตสาหกรรมปิโตรเคมี แต่เรายังคงให้น้ำหนักการลงทุน NEUTRAL เช่นเดิม เนื่องจาก valuation ปัจจุบันไม่แพง โดยอยู่ที่ระดับต่ำกว่า -2SD ของ PBV เฉลี่ย เราชอบสายอะโรเมติกส์มากกว่าสายโพลิเอทิลีน เนื่องจากมีความเสี่ยงจากการเพิ่มอุปทานน้อยกว่า ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์สายอะโรเมติกส์โดยเฉลี่ยใน 1Q68 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีอยู่ 13% เทียบกับ 20% สำหรับโพลิเอทิลีน และ 45% สำหรับสาย PET หุ้นเด่นของกลุ่มปิโตรเคมี คือ PTTGC เนื่องจากราคาหุ้นยังคงปรับตัวตามหลังบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกัน ทั้งๆ ที่ผลประกอบการมีแนวโน้มฟื้นตัวดีขึ้น

Valuation summary

Company	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
Energy (Oil & Gas)																						
BCP	Outperform	37.25	47.0	30.1	n.m.	6.2	4.9	n.m.	n.m.	26	0.9	0.8	0.7	(6)	9	10	2.8	3.9	5.4	4.1	3.0	2.7
BSRC	Neutral	5.40	6.0	14.8	n.m.	10.9	7.9	n.m.	n.m.	37	0.7	0.7	0.7	(8)	7	9	1.9	3.7	5.6	24.5	6.0	4.6
IRPC	Underperform	0.86	1.0	17.4	n.m.	36.0	6.6	(58)	n.m.	444	0.3	0.2	0.2	(8)	1	4	1.2	1.2	7.0	23.2	6.4	4.5
OR	Outperform	12.00	16.4	40.4	19.3	12.3	10.8	(33)	57	14	1.3	1.2	1.2	7	10	11	3.3	3.8	4.2	6.5	5.9	4.9
PTT	Outperform	31.50	41.0	36.8	11.0	7.6	7.5	(21)	44	2	0.8	0.7	0.7	5	7	7	6.7	6.7	7.0	3.5	2.4	2.1
PTTEP	Outperform	106.00	162.0	61.3	5.4	6.3	6.8	(1)	(15)	(7)	0.8	0.7	0.7	15	12	11	9.1	8.5	7.5	1.6	2.1	2.3
SPRC	Outperform	5.00	6.6	40.0	14.2	8.2	12.3	n.m.	73	(33)	0.6	0.5	0.5	4	7	4	8.0	8.0	8.0	4.7	4.2	3.9
TOP	Neutral	23.50	28.0	27.7	6.2	5.2	3.8	(62)	21	38	0.3	0.3	0.3	5	6	8	8.1	8.5	9.4	8.0	8.7	8.3
Average					11.2	11.6	7.6	(35)	36	65	0.7	0.7	0.6	2	7	8	5.1	5.5	6.7	9.5	4.8	4.2
Petrochemicals																						
GGC	Neutral	4.46	4.5	4.1	n.m.	15.4	10.1	(51)	n.m.	52	0.5	0.5	0.5	(3)	3	5	2.2	3.2	5.0	4.0	2.8	1.7
IVL	Neutral	18.80	23.0	26.1	24.0	9.1	6.9	1,028	164	31	0.8	0.8	0.7	3	9	11	3.7	3.7	4.8	7.3	5.3	4.6
PTTGC	Outperform	15.80	29.0	86.1	n.m.	19.8	12.2	(654)	n.m.	63	0.3	0.3	0.3	(9)	1	2	3.2	2.5	3.2	9.9	5.6	5.1
Average					24.0	14.8	9.7	107	164	49	0.5	0.5	0.5	(3)	4	6	3.0	3.2	4.3	7.1	4.6	3.8

Source: Bloomberg Finance LP, Reuters and InnovestX Research

Peer comparison (1)

Peer comparison – Oil & Gas

Company	P/E (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
Sinopec Shanghai Petrochemical	15.2	11.0	6.8	280.0	38.2	61.9	0.5	0.4	0.4	2.1	2.9	5.6	2.9	4.5	5.7	11.0	9.8	7.7
China Petroleum & Chemical	8.5	8.5	8.5	2.3	0.2	(0.2)	0.6	0.5	0.5	7.9	8.6	8.2	6.6	6.9	6.8	5.5	5.2	5.2
PetroChina	6.6	6.6	7.4	(2.6)	0.7	(11.1)	0.7	0.6	0.6	7.2	7.3	7.9	10.2	9.8	9.9	3.9	3.8	3.8
Indian Oil Corp	8.7	7.2	6.1	(0.8)	22.0	17.0	0.9	0.8	0.8	4.0	5.0	6.3	9.2	10.7	10.7	8.0	5.1	5.7
Petronas Dagangan	19.3	19.3	n.m.	(12.2)	0.0	n.m.	3.0	3.0	2.9	5.2	5.3	5.6	17.3	17.1	17.4	8.8	8.8	8.8
PTT	9.8	9.4	10.4	4.5	4.4	(9.8)	0.8	0.7	0.7	5.8	5.9	6.1	8.6	8.6	8.0	5.0	4.9	4.8
PTT Exploration & Production	6.7	6.8	7.8	(9.6)	(2.0)	(13.3)	0.1	0.8	0.7	70.3	7.2	6.7	5.9	11.1	9.9	2.0	2.0	2.1
Average	10.7	9.8	7.9	37.4	9.1	7.4	0.9	1.0	1.0	14.6	6.0	6.6	8.7	9.8	9.8	6.3	5.6	5.4

Peer comparison – Oil Refinery

Company	P/E (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
Bharat Petroleum Corp	9.0	8.6	9.0	(18.8)	4.1	(3.8)	1.3	1.2	1.2	4.5	4.4	4.0	15.2	14.6	11.6	6.9	6.5	n.a.
Hindustan Petroleum Corp	8.6	7.6	7.6	(0.6)	13.3	(0.0)	1.3	1.1	0.9	3.8	4.3	4.6	17.0	17.0	15.8	7.8	7.0	6.4
Indian Oil Corp	8.8	7.2	6.1	(0.8)	22.0	17.0	0.9	0.9	0.8	4.0	5.0	6.2	9.2	10.7	10.7	8.0	5.1	5.7
Reliance Industries	20.4	17.7	16.3	16.2	15.2	9.1	1.7	1.6	1.6	0.6	0.6	0.8	9.0	9.6	10.4	10.7	9.5	8.6
S-Oil Corp	9.8	8.1	6.5	438.1	20.3	25.5	0.7	0.6	0.6	2.5	3.0	3.5	8.1	8.7	6.8	6.0	5.2	4.8
SKC Co	n.m	n.m	n.m.	71.9	76.8	n.m.	3.3	3.1	n.a	0.7	0.9	2.0	(11.5)	(2.8)	n.m.	35.1	20.6	12.5
Bangchak Corp	8.1	6.8	6.3	200.3	20.4	7.7	0.8	0.7	0.7	4.0	4.9	5.1	10.1	11.5	12.1	4.8	4.4	4.3
Bangchak Sriracha	n.m	28.4	11.2	88.0	206.7	153.1	0.3	0.3	0.3	1.4	2.7	6.0	(1.5)	1.2	2.7	8.8	7.3	6.3
IRPC	11.7	7.9	7.8	199.2	49.4	0.6	0.8	0.7	0.7	3.6	5.4	5.2	8.5	11.0	10.0	6.3	5.3	5.7
Star Petroleum Refining	4.3	4.2	3.8	30.8	1.4	12.7	0.3	0.3	0.3	8.0	8.5	9.0	6.8	7.2	7.4	7.2	6.6	6.1
Thai Oil PCL	7.8	7.4	6.9	31.2	5.6	7.4	0.6	0.5	0.5	7.5	7.9	9.7	8.2	8.3	10.1	4.4	4.3	3.7
Average	9.8	10.4	8.1	95.9	39.5	22.9	1.1	1.0	0.8	3.7	4.3	5.1	7.2	8.8	9.8	9.7	7.4	6.4

Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

Peer comparison (2)

Peer comparison – Petrochemicals

Company	P/E (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F	25F	26F	27F
China Petroleum & Chemical	8.6	8.5	8.6	11.4	0.2	(0.2)	0.6	0.5	0.5	7.9	8.6	8.2	6.6	6.9	6.8	5.5	5.2	5.2
Sinopec Shanghai Petrochemical	15.2	11.0	6.8	153.3	38.2	61.9	0.5	0.4	0.4	2.1	2.9	5.6	2.9	4.5	5.7	11.0	9.8	7.7
PetroChina	6.6	6.6	7.4	(0.7)	0.7	(11.1)	0.7	0.6	0.6	7.2	7.3	7.9	10.2	9.8	9.9	3.9	3.8	3.8
Asahi Kasei	10.3	8.9	7.7	37.9	15.5	15.3	0.7	0.7	0.6	3.7	3.9	4.3	7.2	7.9	8.7	6.0	5.5	4.7
Sumitomo Chemical	10.6	7.6	8.0	193.3	40.3	(5.2)	0.5	0.5	0.5	3.0	3.9	4.3	5.4	7.0	6.6	6.9	6.6	6.4
Mitsui Chemicals	8.5	7.1	6.2	29.6	19.6	15.4	0.6	0.6	0.6	5.1	5.4	5.9	8.2	9.2	9.3	5.9	5.3	4.9
Reliance Industries	20.4	17.7	16.3	16.2	15.2	9.1	1.7	1.6	1.6	0.6	0.6	0.8	9.0	9.6	10.4	10.7	9.5	8.6
Petronas Chemicals Group Bhd	17.3	14.8	13.4	36.7	16.9	10.6	0.7	0.7	0.7	3.8	4.5	5.1	3.9	4.5	5.3	5.8	5.4	5.1
Lotte Chemical	n.m	27.6	16.7	81.2	128.4	65.5	0.2	0.2	0.2	4.1	4.4	5.6	(2.6)	0.0	1.1	14.2	9.4	8.4
LG Chem	28.0	9.5	n.m	190.3	193.7	(216.3)	0.5	0.5	0.5	1.0	1.8	3.8	2.1	5.7	7.5	6.4	4.7	5.4
Formosa Plastics	69.6	30.3	n.m.	388.9	129.5	n.m.	0.8	0.7	n.a	1.2	2.6	n.a	1.2	2.4	n.m.	42.9	29.5	n.a.
Formosa Chemicals & Fibre	28.1	21.7	n.m.	1,540.0	29.3	n.m.	0.5	0.5	n.a	1.9	3.6	n.a	1.2	2.3	n.m.	13.9	11.8	n.a.
Nan Ya Plastics	36.2	18.8	n.m.	106.7	92.6	n.m.	0.7	0.7	n.a	2.3	4.4	n.a	2.0	3.7	n.m.	13.1	10.4	n.a.
Formosa Petrochemical	33.0	18.5	n.m.	81.3	78.4	n.m.	1.1	1.1	n.a	2.5	3.7	n.a	3.9	6.3	n.m.	14.1	10.2	n.a.
Far Eastern New Century	17.4	n.m.	n.m.	(3.0)	n.m.	n.m.	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	3.6	n.m.	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.
Indorama Ventures	11.1	8.2	6.8	149.4	36.5	20.5	0.8	0.7	0.7	3.6	4.4	4.9	7.6	9.7	11.2	6.9	6.4	6.2
IRPC	n.m	28.4	11.2	88.0	206.7	153.1	0.3	0.3	0.3	1.4	2.7	6.0	(1.5)	1.2	2.7	8.8	7.3	6.3
PTT Global Chemical	23.5	9.8	10.8	111.4	139.9	(9.2)	0.3	0.3	0.3	13.3	4.8	4.8	5.9	2.8	2.9	7.8	6.9	7.0
Global Green Chemicals	22.4	12.4	n.m.	176.9	80.0	n.m.	0.5	0.5	n.a	2.2	3.1	n.a	2.0	3.9	n.m.	n.a.	n.a.	n.a.
Eastman Chemical	10.6	9.7	9.0	7.5	9.4	7.4	1.6	1.5	1.4	3.8	4.0	4.3	16.1	16.5	16.7	7.7	7.2	6.9
Alpek SAB de CV	6.5	4.2	4.3	458.3	56.6	(3.3)	0.6	0.5	0.6	9.0	11.5	14.4	7.3	10.3	10.1	5.0	4.7	4.3
Average	20.2	14.1	9.5	183.6	66.4	7.6	0.7	0.7	0.6	4.0	4.4	5.7	4.9	6.2	7.7	10.3	8.4	6.0

Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

หุ้นเด่น

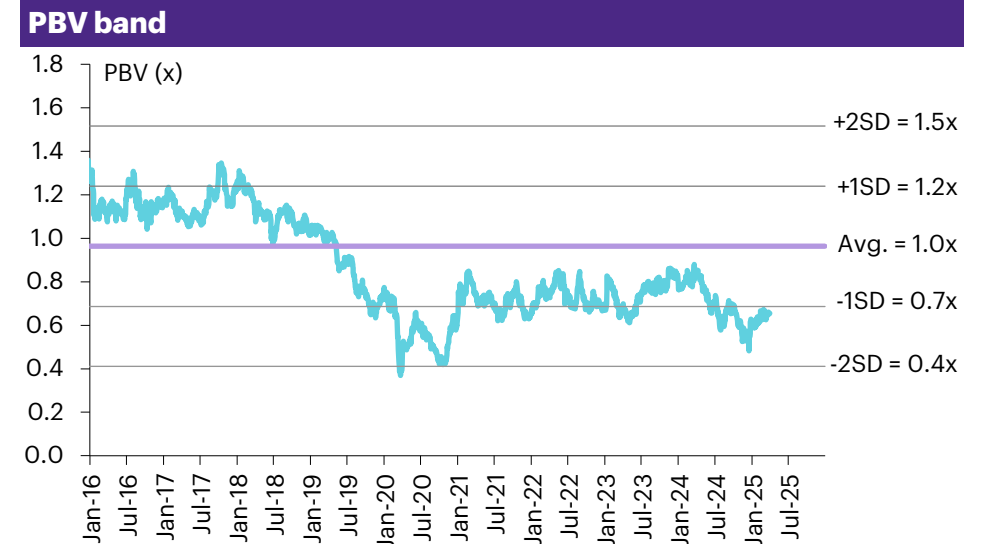
บริษัท	TP (บาท)	วิธีประเมินมูลค่า	Bullish views	Bearish views	ความเสี่ยง
BCP	47.00	Sum-of-the-parts	- โรงกลั่นน้ำมันของ BCP มีประสิทธิภาพทางต้นทุนมากขึ้นหลังจากโครงการปรับปรุงประสิทธิภาพโรงกลั่นพระขรรค์แล้วเสร็จใน 2Q67 โดยนอกเหนือจากการประหยัดต้นทุนได้แล้ว โครงการนี้ยังช่วยให้บริษัทสามารถดำเนินงานโรงกลั่นน้ำมันที่ 120kbpd เนื่องจากกำลังการผลิตของหน่วย upgrading unit เพิ่มขึ้น ดังนั้นต้นทุนการผลิต/บาร์เรล จะลดลง และค่าการกลั่นจะปรับตัวดีขึ้น - กระแสเงินสดที่แข็งแกร่งและสม่ำเสมอจากธุรกิจไฟฟ้าจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของ BCP มีเสถียรภาพในระยะยาว ค่าไรจากธุรกิจ E&P ในนอร์เวย์แข็งแกร่ง - ด้วยการถือหุ้นส่วนใหญ่ใน BSRC ส่วนแบ่งตลาดของธุรกิจค้าปลีกน้ำมันจะเร่งตัวขึ้นหลังจากได้รับประโยชน์จาก synergy >6 พันลบ. ในปี 2567 ซึ่งสูงกว่าค่า ผลประโยชน์นี้ น่าจะเกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไป	- การด้อยค่าของสินทรัพย์ในธุรกิจ E&P อาจจะส่งผลทำให้บัลลงกุนมีความสนใจต่อ BCP ลดลงอย่างต่อเนื่อง - การแข่งขันในธุรกิจค้าปลีกน้ำมันอาจรุนแรงมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลทำให้บริษัทมีค่าใช้จ่ายส่งเสริมการขายเพิ่มมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อค่าการตลาด - มาตรการของรัฐบาลในการควบคุมค่าครองชีพด้วยการตรึงราคาขายปลีกน้ำมันจะส่งผลกระทบต่อค่าการตลาดของบริษัท	- ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจะส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปและการกลั่น ในขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอาจส่งผลทำให้ขาดทุนสต็อกเพิ่มขึ้น - ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก รายการด้อยค่าของสินทรัพย์ในธุรกิจ E&P และรัฐบาลแทรกแซงราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศ - ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด
PTT	41.00	Sum-of-the-parts	- การประกอบธุรกิจพลังงานและปิโตรเคมีแบบครบวงจรช่วยป้องกันไม่ให้เกิดการดำเนินงานของ PTT ได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ผันผวน - ปริมาณขายก๊าซของ PTT คาดว่าจะค่อยๆ เพิ่มขึ้นในระยะกลางจากการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้น เมื่อกิจกรรมทางเศรษฐกิจปรับตัวเพิ่มขึ้น - ความต้องการใช้น้ำมันในประเทศฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง สูงกว่าระดับก่อนเกิด COVID แล้ว โดยเฉพาะน้ำมันดีเซลและเบนซิน ขณะที่ความต้องการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินค่อยๆ ฟื้นตัวสู่ระดับก่อนเกิด COVID ซึ่งคาดว่าจะช่วยสนับสนุนกำไรของธุรกิจน้ำมันและบริษัทร่วมที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันของ PTT ในปี 2568 แต่อาจถูกกดดันบางส่วนโดยผลการดำเนินงานที่อ่อนแอของบริษัทย่อยและบริษัทร่วมที่ประกอบธุรกิจปิโตรเคมี เนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ยังอยู่ในระดับต่ำ - การซื้อหุ้นคืนจะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น	- มาตรการตรึงราคาพลังงานภายในประเทศของรัฐบาลจะส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของ PTT ในระยะสั้น - มีปัจจัยกดดันเพิ่มเติมจากผู้เฝ้ารายใหม่ในธุรกิจก๊าซ สืบเนื่องมาจากการเปิดเสรีอุตสาหกรรมก๊าซ โดยส่วนใหญ่เกิดจาก LNG นำเข้า - แนวโน้มการเติบโตของกำไรไม่น่าตื่นเต้น	- ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจะส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตภัณฑ์พลังงานและปิโตรเคมีของ PTT ในขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอาจทำให้มีขาดทุน สต็อกมากขึ้น - ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ การด้อยค่าของสินทรัพย์ขาดทุนจากการขายสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และรัฐบาลแทรกแซงธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน - ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด
PTTGC	29.00	PBV	- ต้นทุนวัตถุดิบที่แข่งขันได้ของ PTTGC ซึ่งหลักๆ เป็นอีเทนจากโรงแยกก๊าซของ PTT จะช่วยสนับสนุนความสามารถในการทำกำไรในระยะกลาง โดยคาดว่าจะมีอุปทานอีเทนเพิ่มมากขึ้นในปี 2568 - PTTGC มีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้วัตถุดิบมากขึ้น หลังจากโครงการ Olefins Retrofit Project (ORP) เริ่มดำเนินการในปี 2564 และโครงการ Olefins 2 Modification Project (OMP) เริ่มดำเนินการในปี 2566 - แผนของ PTTGC ที่จะเพิ่มผลิตภัณฑ์ซบฉีดพิเศษปลายน้ำและผลิตภัณฑ์รีไซเคิลในพอร์ตของบริษัทจะช่วยรักษาความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว	- การหยุดชะงักของการค้าจากอัตราภาษีนำเข้าใหม่ของสหรัฐฯ จะส่งผลกระทบต่อกระแสการค้าสินค้าโภคภัณฑ์ทั่วโลก รวมถึงผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี ซึ่งอาจส่งผลทำให้วงจรของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีที่ได้รับผลกระทบจากกำลังการผลิตส่วนเกิน (โดยเฉพาะในจีน) อยู่แล้วยืดเยื้อออกไปอีก - บัลลงกุนมีความกังวลเกี่ยวกับปริมาณสำรองก๊าซในอ่าวไทยที่กำลังจะหมดลง ซึ่งจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันของ PTTGC ปรับลดลงในระยะยาว - แผนลงทุนในโรงงานโอเลฟินส์แคแรกเตอร์ในสหรัฐฯ ของ PTTGC ทำให้บัลลงกุนให้ความสนใจในหุ้น PTTGC น้อยลง วงจรของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีทำให้บริษัทต้องเลือกแผนการลงทุนที่ออกไปในระยะสั้น	- ราคาน้ำมันดิบและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ผันผวนของธุรกิจโรงกลั่นและธุรกิจปิโตรเคมี - ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากวัตถุดิบก๊าซที่ลดลง - รายการด้อยค่าของสินทรัพย์ - การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง (<3% ของกำลังการผลิต) - การเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาลในการจัดสรรอุปทานก๊าซภายในประเทศให้แก่ธุรกิจปิโตรเคมี - ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม

BCP | Outperform | TP: 47 บาท

- **ผลประกอบการจะฟื้นตัวในปี 2568** เราคาดว่า BCP จะสามารถคงปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลับไว้ในระดับสูงในปี 2568 เพื่อเพิ่มผลประโยชน์จาก synergy ของกลุ่มให้สูงที่สุด แม้ว่ากำไร 1Q68 ของกลุ่มธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันอาจจะได้รับผลกระทบจากค่าการกลั่นที่ลดลง QoQ ผู้บริหารวางแผนเพิ่มปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลับของโรงกลั่นน้ำมันทั้งสองแห่งให้สูงที่สุดหลังจากปิดซ่อมบำรุงตามแผนในปี 2567 ดังนั้นเราคาดว่าปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลับของ BCP และ BSRC รวมกันจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 277kbd (อัตราการใช้กำลังการกลั่น 94%) ซึ่งก็จะส่งผลดีต่อธุรกิจการตลาดภายใต้แบรนด์ “บางจาก” เนื่องจาก BCP จะขยายสถานีสาน้ำมันอย่างต่อเนื่องในปี 2568 เพื่อเพิ่มส่วนแบ่งตลาดจาก 28.9% ณ สิ้นปี 2567 นอกจากนี้เรายังคาดว่ากำไรสุทธิปี 2568 จะได้แรงหนุนจากขาดทุนจากสินค้าคงเหลือที่ลดลง (เทียบกับขาดทุน 8 พันลบ. ในปี 2567) การเริ่มผลิต SAF และกำไรที่แข็งแกร่งจากธุรกิจไฟฟ้าด้วย
- **ผลกระทบจากการเพิ่มทุนเพื่อแลกหุ้นมีน้อยมาก** การที่ BCP ออกหุ้นเพิ่มทุนเพื่อเสนอขายให้กับผู้ถือหุ้นของ BSRC ผ่านการแลกหุ้นนั้นจะส่งผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นเดิม (dilution effect) ของ BCP เพียง ~7% เราเชื่อว่าการควบรวมกิจการจะช่วยให้ต้นทุนปรับลดลงได้อีก และทำให้การบริหารจัดการมีประสิทธิภาพมากขึ้น ในขณะที่ BCP จะไม่ต้องใช้เงินทุนเพิ่มเพื่อนำมาซื้อหุ้น BSRC เพิ่มเติมในรอบนี้
- **Valuation ยังต่ำกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มเดียวกันค่อนข้างมาก** ปัจจุบันหุ้น BCP ซื้อขายที่ EV/EBITDA 2.8 เท่า (ปี 2568) เมื่ออิงกับงบการเงินรวม ต่ำกว่าบริษัทอื่นๆ ที่ประกอบธุรกิจอย่างเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 9.7 เท่า ค่อนข้างมาก ตลาดมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นต่อแนวโน้มผลประกอบการของ BCP ท่ามกลางค่าการตลาดที่อ่อนแอและการที่รัฐบาลเข้ามาแทรกแซงด้วยการตรึงราคาน้ำมันในประเทศ valuation ยังไม่แพงที่ PE ปี 2568 เพียง 6.5 เท่า นอกจากนี้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลก็น่าสนใจที่ 3.9-6.7% ในระยะ 3 ปีข้างหน้า

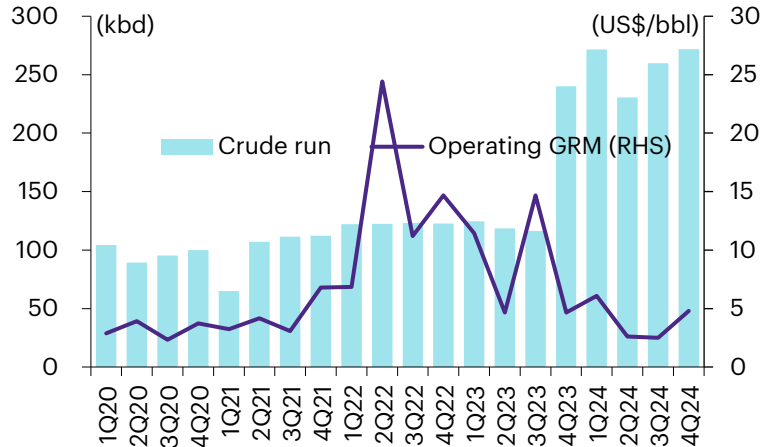
Source: Company data and InnovestX Research

Forecasts and valuation						
Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	385,853	589,877	627,562	633,571	635,951
EBITDA	(Btmn)	39,107	38,942	50,799	56,331	62,282
Core profit	(Btmn)	12,655	(5,428)	8,219	10,369	12,916
Reported profit	(Btmn)	13,233	2,184	8,219	10,369	12,916
Core EPS	(Bt)	9.19	(3.94)	5.97	7.53	9.38
DPS	(Bt)	2.00	1.05	1.45	2.00	2.50
P/E, core	(x)	4.1	n.a.	6.2	4.9	4.0
EPS growth, core	(%)	(31.6)	n.a.	n.a.	26.2	24.6
P/BV, core	(x)	0.7	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE	(%)	13.8	(5.8)	9.1	10.3	11.5
Dividend yield	(%)	5.4	2.8	3.9	5.4	6.7
EV/EBITDA	(x)	3.9	3.8	2.8	2.5	2.1

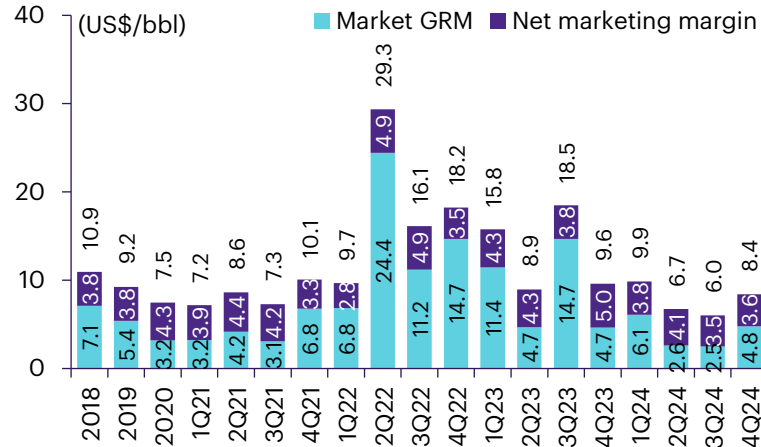


BCP | Outperform | TP: 47 บาท

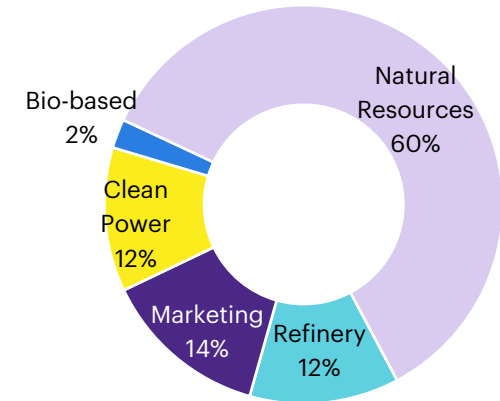
Crude run vs. operating GRM



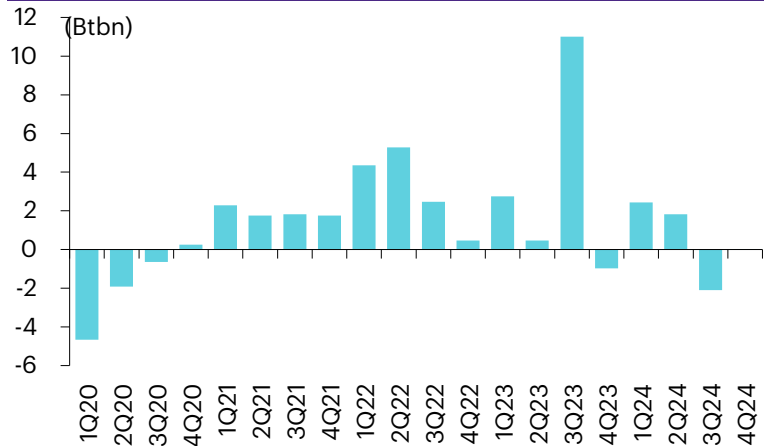
Integrated margin



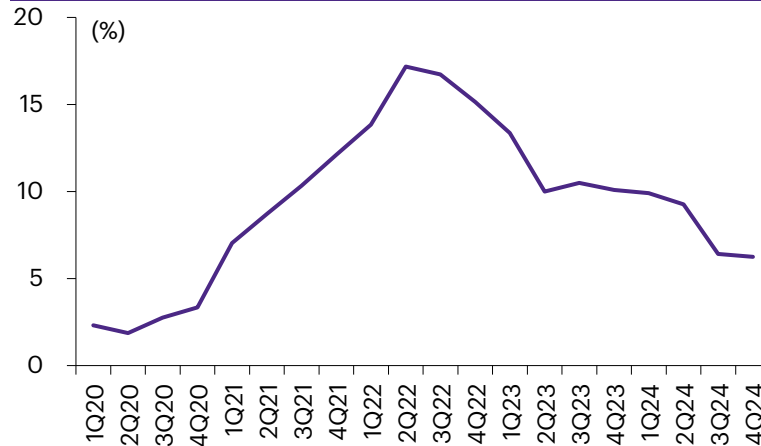
EBITDA breakdown (2024)



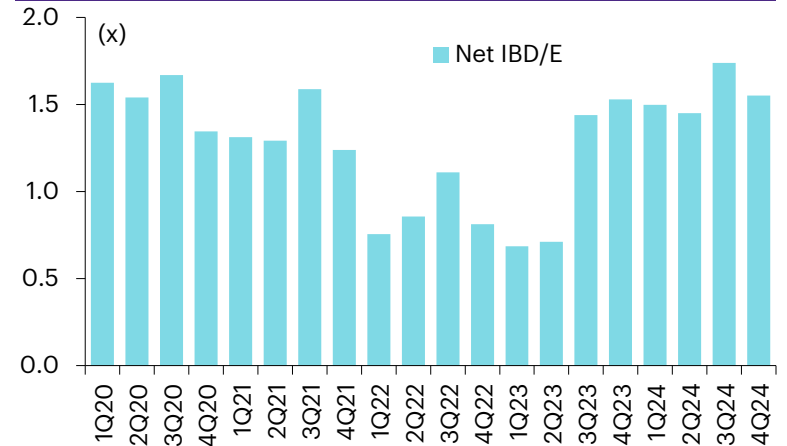
Quarterly net profit



EBITDA margin (12MMA)



Net interest-bearing debt to equity

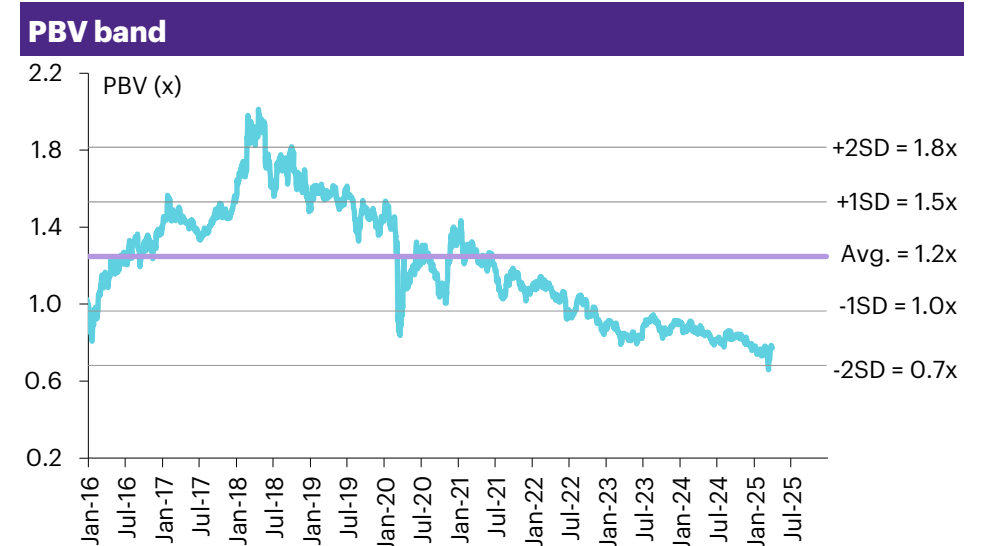


Source: Company data and InnovestX Research

PTT | Outperform | TP: 41 บาท

- **โมเดลธุรกิจแบบครบวงจรเป็นปัจจัยสำคัญที่อยู่เบื้องหลังกำไรที่แข็งแกร่ง** กำไรในช่วงหลายปีที่ผ่านมาของ PTT แสดงให้เห็นว่าโมเดลธุรกิจแบบครบวงจรของบริษัทสามารถรักษากำไรเอาไว้ได้อย่างมีประสิทธิภาพ แม้ว่าราคาน้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจะผันผวนก็ตาม
- **ค่ากำไรของธุรกิจก๊าซเพิ่มขึ้น** กำไรของกลุ่มธุรกิจก๊าซธรรมชาติในปี 2568 น่าจะปรับตัวดีขึ้น YoY หลังจากปี 2567 ได้รับผลกระทบจากภาระในการลดอัตราค่าไฟฟ้าภายในประเทศตามคำขอของรัฐบาล รวมถึงเงินชดเชยจากการส่งมอบก๊าซฯ ไม่ครบปริมาณตามสัญญาซึ่ง PTT ได้รับจากผู้จัดหาก๊าซ และผลกระทบจากราคา single gas pool
- **กำไร 1Q68 จะปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย QoQ** จากกำไรที่สูงขึ้นของกลุ่มธุรกิจก๊าซ เราคาดว่าปริมาณการขายของกลุ่มธุรกิจก๊าซจะฟื้นตัว QoQ หลังจากช่วงโลว์ชี่นใน 4Q67 ซึ่งน่าจะช่วยสนับสนุนให้ EBITDA ของธุรกิจระบบท่อส่งก๊าซธรรมชาติ ธุรกิจจัดหาและจัดจำหน่ายก๊าซธรรมชาติ และธุรกิจ GSP ปรับตัวเพิ่มขึ้น
- **Valuation น่าสนใจพร้อมกับการกระจายความเสี่ยง** ราคาหุ้นในปัจจุบันไม่แพง โดยซื้อขายที่ PBV (ปี 2568) ระดับ 0.7 เท่า และ P/E 7.6 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 1.3 เท่า และ 14.6 เท่า อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลก็น่าสนใจที่ >6% ซึ่งมีแนวโน้มที่จะรักษาระดับเอาไว้ได้เมื่อพิจารณาจากกระแสเงินสดและสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งของบริษัท การประกาศซื้อหุ้นคืนเมื่อไม่นานนี้จะเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้นเนื่องจากงบประมาณสำหรับการซื้อหุ้นคืนบ่งชี้ถึงราคาหุ้นที่ 34 บาท/หุ้น

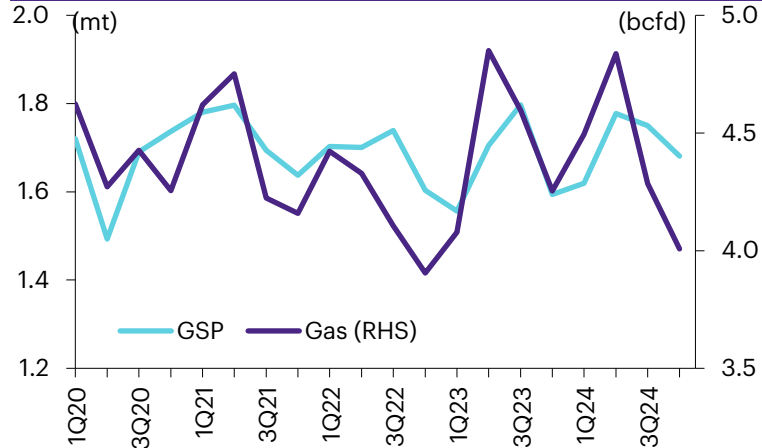
Forecasts and valuation						
Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	3,144,884	3,090,453	3,145,772	3,082,936	3,017,890
EBITDA	(Btmn)	442,938	411,782	488,753	488,317	485,965
Core profit	(Btmn)	102,933	81,770	117,888	120,659	121,584
Reported profit	(Btmn)	112,024	90,072	117,888	120,659	121,584
Core EPS	(Bt)	3.60	2.86	4.13	4.22	4.26
DPS	(Bt)	2.00	2.10	2.10	2.20	2.20
P/E, core	(x)	8.7	11.0	7.6	7.5	7.4
EPS growth, core	(%)	(35.9)	(20.6)	44.2	2.4	0.8
P/BV, core	(x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE	(%)	6.5	5.0	6.9	6.7	6.4
Dividend yield	(%)	6.3	6.7	6.7	7.0	7.0
EV/EBITDA	(x)	3.4	3.5	2.4	2.1	1.7



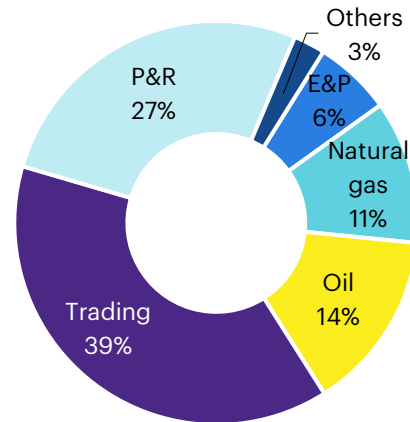
Source: Company data and InnovestX Research

PTT | Outperform | TP: 41 บาท

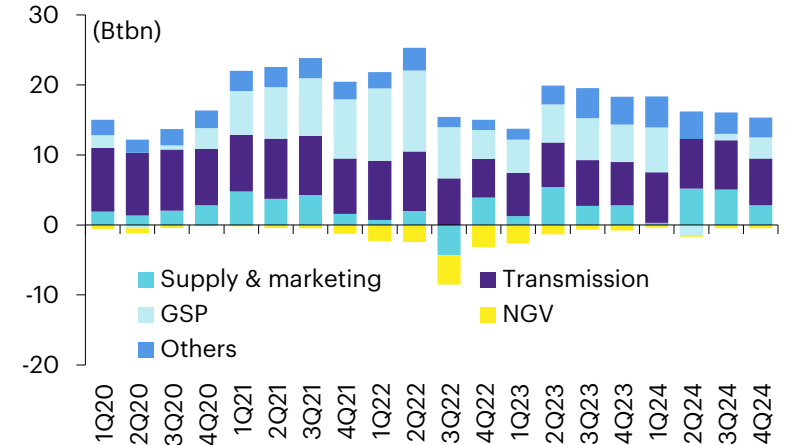
Gas and GSP sales volume



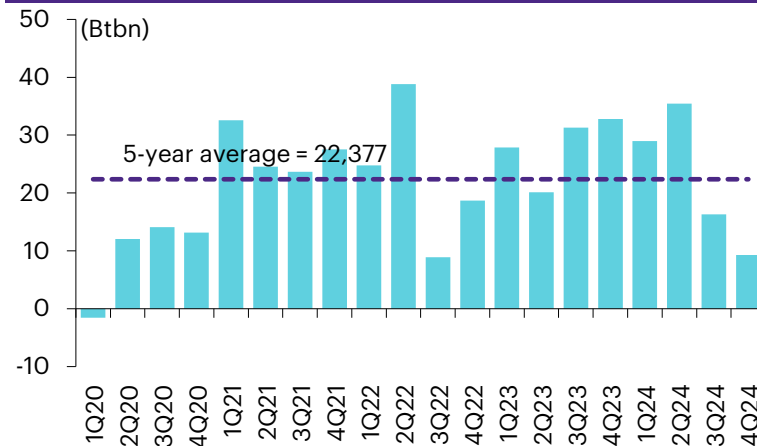
Revenue breakdown (2024)



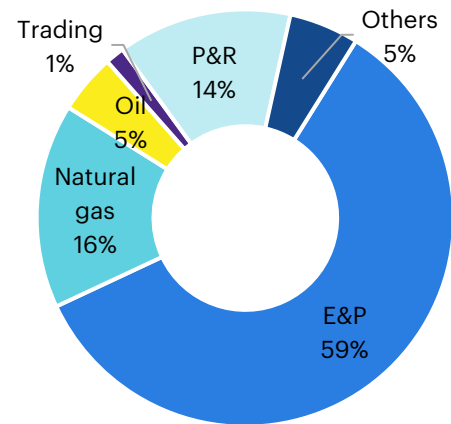
PTT – EBITDA of gas business



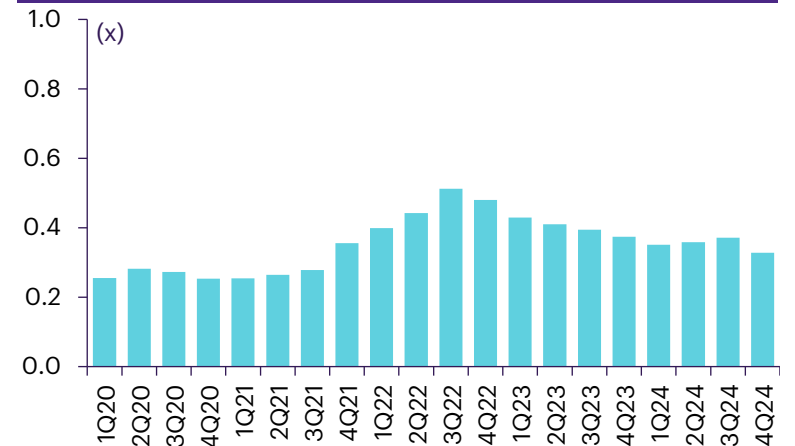
Quarterly net profit



EBITDA breakdown (2Q24)



Net interest-bearing debt to equity



Source: Company data and InnovestX Research

PTTGC | Outperform | TP: 29 บาท

- **คาดกำไรปกติปรับตัวดีขึ้นในปี 2568** เราคาดว่ากำไรปกติปี 2568 จะได้รับการสนับสนุนจาก EBITDA margin ที่ฟื้นตัวดีขึ้นของกลุ่มธุรกิจโอเลฟินส์จากการมีสัดส่วนวัตถุดิบอีเทนเพิ่มขึ้นเป็น 38% (เทียบกับ 33% ในปี 2567) และส่วนแบ่งขาดทุนที่ลดลงจาก JV ในธุรกิจผลิตภัณฑ์ขึ้นกลาง (เทียบกับส่วนแบ่งขาดทุน >9.5 พันลบ. ในปี 2567) ซึ่งเป็นผลมาจากการตั้งรายการด้อยค่าและสำรองค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องจากการยุติการดำเนินกิจการของ PTTAC ทั้งนี้ PTTGC น่าจะสามารถรับรู้ผลประโยชน์ราว 4.6 พันลบ. จากการปรับพอร์ตโฟลิโอ
- **การดำเนินงานของ allnex แข็งแกร่งขึ้น** เราคาดว่ากำไรของกลุ่มธุรกิจ performance chemicals (22% ของ adjusted EBITDA ในปี 2567) จะปรับตัวดีขึ้นอย่างมากในปี 2568 หลังจากขายสินทรัพย์ที่สร้างผลขาดทุน (Vencorex) ออกไปเมื่อปีที่ผ่านมา ดังนั้นกำไรส่วนใหญ่ของกลุ่มธุรกิจนี้จะมาจาก allnex ซึ่งจะได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ที่ดีขึ้นในยุโรปและเอเชียแปซิฟิก (โดยเฉพาะจีน)
- **รักษาความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนไว้ได้ในระยะยาว** PTTGC จะสามารถรักษาความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนวัตถุดิบเอาไว้ได้ในระยะยาว หลังจากบริษัทได้ลงนามในสัญญาจัดหาอีเทนนำเข้าจากบริษัทแห่งหนึ่งในสหรัฐฯ (Enterprise) ซึ่งจะช่วยให้ PTTGC มีปริมาณวัตถุดิบอีเทนเพิ่มขึ้นถึง 400,000 ตันต่อปีตั้งแต่ปี 2572 เป็นต้นไป
- **PTTGC ผ่านจุดที่แย่ที่สุดในปี 2567 ไปแล้ว** valuation ปัจจุบันสำหรับปี 2568 ที่ EV/EBITDA 5.6 เท่า และ PBV 0.3 เท่า ดูน่าสนใจเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 10.3 เท่า และ 0.7 เท่า ตามลำดับ หากไม่รวมค่าความนิยมและสินทรัพย์ที่ไม่มีตัวตน ราคาปัจจุบันอยู่ที่ PBV (ปี 2568) ที่ 0.6 เท่า ซึ่งยังต่ำกว่าคู่แข่งในตลาดภูมิภาค ราคาเป้าหมายของเราที่ 29 บาท อิงกับ PBV (ปี 2568) ที่ 0.5 เท่า (-1.5SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี)

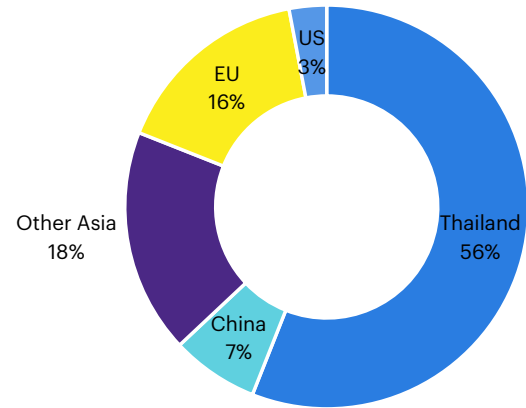
Source: Company data and InnovestX Research

Forecasts and valuation						
Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	621,631	608,550	566,105	566,353	543,993
EBITDA	(Btmn)	38,627	26,920	46,830	49,570	53,945
Core profit	(Btmn)	(3,183)	(24,010)	3,595	5,852	8,090
Reported profit	(Btmn)	999	(29,811)	3,595	5,852	8,090
Core EPS	(Bt)	(0.71)	(5.33)	0.80	1.30	1.79
DPS	(Bt)	0.75	0.50	0.40	0.50	0.90
P/E, core	(x)	n.a.	n.a.	19.8	12.2	8.8
EPS growth, core	(%)	n.a.	n.a.	n.a.	62.8	38.2
P/BV, core	(x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
ROE	(%)	(1.1)	(8.5)	1.3	2.2	2.9
Dividend yield	(%)	4.7	3.2	2.5	3.2	5.7
EV/EBITDA	(x)	7.2	9.9	5.6	5.1	4.8

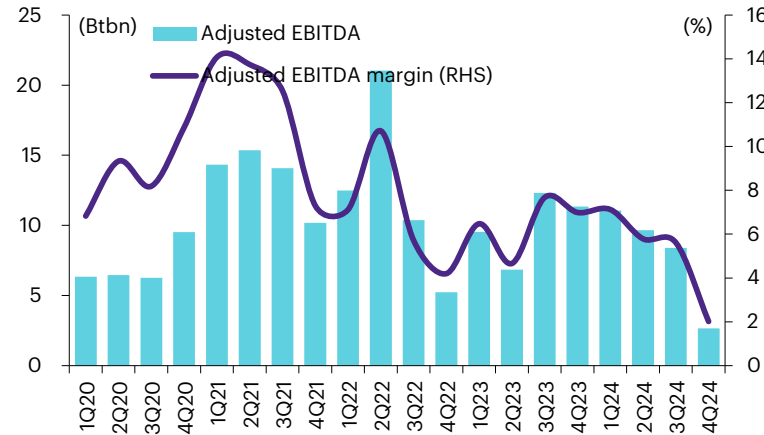


PTTGC | Outperform | TP: 29 บาท

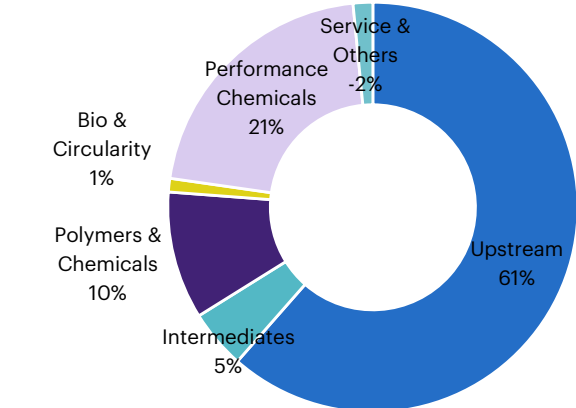
Revenue breakdown by country



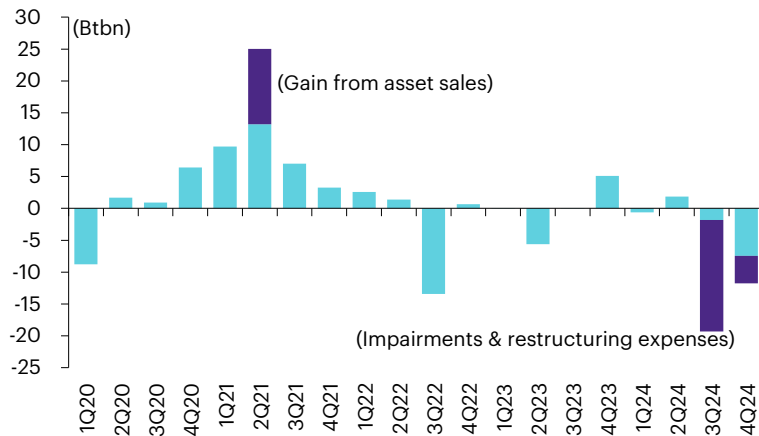
Quarterly adjusted EBITDA



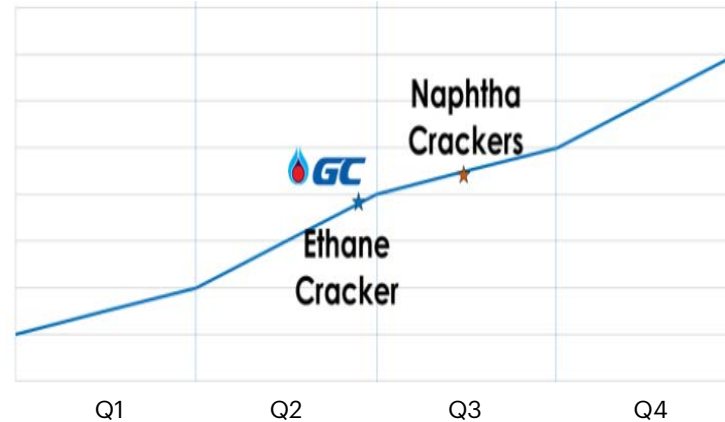
Adj. EBITDA breakdown (2024)



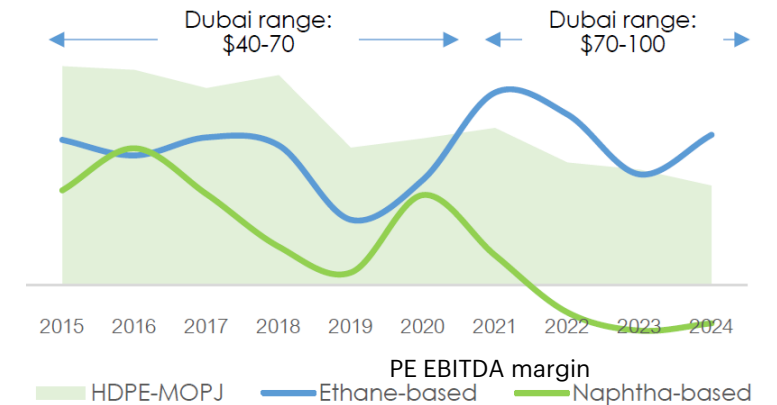
Quarterly net profit



Global ethylene cash cost (2024)



Competitiveness of ethane cracker



Source: Company data and InnovestX Research

สรุปข้อมูล ESG

Company	BCP	BSRC	IRPC	OR	PTT	PTTEP	SPRC	TOP	IVL	PTTGC	GGC
2024 SET ESG Ratings	--	--	--	AAA	AAA	AA**	--	AAA	AAA	AAA	–
2024 CG Rating	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Member of DJSI	No	No	Yes	Yes	Yes	Yes	No	Yes	Yes	Yes	–
Bloomberg ESG											
Year	2023	2023	2023	2023	2022	2022	2023	2023	2022	2022	2022
Financial Materiality Score 1/ (Rank in the sector)	7.08 (1/62)	3.02 (16/62)	4.08 (10/62)	6.48 (1/62)	5.40 (6/62)	6.04 (4/62)	3.65 (12/62)	6.25 (3/62)	5.50 (1/14)	4.60 (2/14)	n.a.
- Environmental Score and Rank	8.40 (1/62)	2.23 (14/62)	3.33 (10/62)	8.05 (1/62)	4.73 (10/62)	5.51 (6/62)	1.98 (16/62)	5.59 (4/62)	5.15 (1/14)	5.00 (2/14)	n.a.
- Social Score and Rank	6.92 (3/62)	3.25 (13/62)	3.8 (11/62)	6.60 (4/62)	6.72 (3/62)	7.63 (2/62)	4.62 (8/62)	8.43 (1/62)	7.42 (1/14)	3.22 (2/14)	n.a.
- Governance Score and Rank	5.24 (11/62)	4.28 (16/62)	5.78 (4/62)	4.08 (20/62)	5.30 (13/62)	5.45 (9/62)	6.07 (1/62)	5.38 (8/62)	4.35 (2/14)	5.45 (1/14)	n.a.

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

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

Appendix: แผนหยุดซ่อมบำรุง

Company	Plant	Jan-25	Feb-25	Mar-25	Apr-25	May-25	Jun-25	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25
PTT	GSP #1						Shutdown (20 Days)						
	GSP #3				Shutdown (16 Days)								
	GSP #5	Turndown 9% (13 Days)								Shutdown (22 Days) Turndown 50% (8 days)	Turndown 50% (5 days)		
PTTGC	Cracker				OLE 2/1 (44 days)								
	HDPE				HDPE 1 (15 days)		HDPE 2 (15 days)						
	LDPE				(12 days)								
	LLDPE II								(20 days)				
	PS									(33 days)			
	MEG				(72 days)								
	EA				(74 days)								
	Phenol I									(13 days)			
	Phenol II		(10 days)										
	BPA					(18 days)							
	Refinery										(50 days)		
	Aromatics II										(53 days)		
IRPC	RDCC			(46 days)									
	Lube					(10 days)							
	HDPE				(6 days)				(8 days)				
	PP			(5 days)		(4 days)						(2 days)	
	PS											(13 days)	

Source: Company data and InnovestX Research

• Follow us



Innovestx

 @innovestx



Disclaimer

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

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

INVX สงวนสิทธิในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการ ใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

CG Rating 2024 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EP, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, 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, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTPEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

Companies with Good CG Scoring

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KCAR, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIUK, XO, XPG, 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.

To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the “no announcement of the results” clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is publicized.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนในการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอรัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อมูลกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับการรับรอง)

2S, AAI, 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, BRI, BRR, BSBM, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, 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, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, 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, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTPEP, PTTGC, PYLON, Q, QCON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIUK, WPH, XO, YUASA, ZEN

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, EAST, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAPE, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

N/A

24CS, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMC, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, 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, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSL, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, VS, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, XBIO, XYZ, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of January 15, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.