

พลังงาน

SET ENER index Close: 24/10/2025

16,425.45 +266.87 / +1.65%

Bt7,934mn

Bloomberg ticker: SETENERG



บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

ธุรกิจโรงกลั่นดูดีขึ้น เน้นเลือกลงทุนเชิงกลยุทธ์

หุ้นกลุ่มพลังงานของไทยแสดงให้เห็นถึงแนวโน้มที่ผสมผสานกันในช่วงเข้าสู่ปี 2569 หลังจากที่มีปรับตัวต่ำกว่าดัชนี SET เล็กน้อยในปี 2568 (-9% YTD) ราคาหุ้นมีแนวโน้มที่เพิ่มขึ้นจากอุปทานส่วนเกินและอุปสงค์ที่อ่อนแอ ซึ่งส่งผลลบต่อธุรกิจต้นน้ำ ค่าการกลั่นมีแนวโน้มฟื้นตัวจากส่วนต่างราคาน้ำมันดิบเชลและน้ำมันเครื่องบดที่แข็งแกร่ง เราแนะนำหุ้น TOP (ราคาเป้าหมาย 42 บาท) จากงบดุลที่ดีขึ้นและความคืบหน้าในการขยายกำลังการผลิต ส่วน PTT (ราคาเป้าหมาย 39 บาท) ยังคงเป็นหุ้นเด่นจากโมเดลธุรกิจแบบบูรณาการ งบดุลที่แข็งแกร่ง และเงินปันผลที่น่าพอใจ การขายสินทรัพย์อย่างต่อเนื่องและการปรับโครงสร้างธุรกิจปิโตรเคมีและโรงกลั่นจะช่วยให้เพิ่มความแข็งแกร่งทางการเงินและดึงดูดพันธมิตรธุรกิจ

แนวโน้มราคาน้ำมัน: ความเสี่ยงด้านลบยังคงอยู่ INVX คาดการณ์ราคาน้ำมันเบนซินในปี 2569 อยู่ที่ US\$66/บาร์เรล โดยมีความเสี่ยงด้านลบจากปริมาณสต็อกทั่วโลกที่เพิ่มขึ้นและการผลิตของสหรัฐฯ ที่สูงเป็นประวัติการณ์ แนวโน้มราคาที่อ่อนแอจากการฟื้นตัวของอุปทานจาก OPEC+ ที่เร็วกว่าคาด และอุปสงค์ที่ซบเซากว่าความตึงเครียดทางการค้าและการใช้รถยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น แม้จะมีแรงกดดันทางด้านการคลัง OPEC+ ยังคงมีเป้าหมายในการบริหารจัดการการผลิตเพื่อหลีกเลี่ยงภาวะอุปทานล้นตลาด สถานการณ์นี้ส่งผลลบต่อผู้ผลิตน้ำมันต้นน้ำ นักลงทุนควรให้ความสำคัญกับบริษัทพลังงานแบบบูรณาการและติดตามพัฒนาการทางภูมิรัฐศาสตร์และการเจรจาการค้าระหว่าง สหรัฐฯ-จีนเพื่อโอกาสในการปรับตัวขึ้นของราคา

ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน: ค่าการกลั่นจะฟื้นตัวในปี 2569 จากความแข็งแกร่งของน้ำมันดิบเชลและอากาศยาน แม้ค่าการกลั่นเฉลี่ยในปี 2568 จะอยู่ที่ US\$4.4/บาร์เรล แต่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นเป็น US\$5-5.5/บาร์เรลในปี 2569 จากส่วนต่างราคาน้ำมันดิบเชลและอากาศยานที่แข็งแกร่ง ท่ามกลางอุปทานที่ตึงตัวและการฟื้นตัวของการบินทางอากาศ อุปสงค์น้ำมันเบนซินเริ่มถึงจุดสูงสุดจากการใช้รถยนต์ไฟฟ้า โดยเฉพาะในจีน โรงกลั่นไทยได้รับประโยชน์จากสัดส่วนการผลิตน้ำมันดิบเชลและอากาศยานที่สูง แต่เผชิญความเสี่ยงด้านการจัดหาวัตถุดิบจากการพึ่งพาตะวันออกกลาง เราแนะนำโรงกลั่นไทยที่มีสัดส่วนผลิตภัณฑ์ขึ้นกลางกลั่นสูงและกลยุทธ์จัดหาวัตถุดิบที่หลากหลาย โดยเราแนะนำ TOP และ BCP

ธุรกิจการตลาดน้ำมัน: การฟื้นตัวของอุปสงค์ชะลอตัว แต่ค่าการตลาดยังทรงตัว การบริโภคน้ำมันในประเทศเพิ่มขึ้นเพียง 0.4% YoY ในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2568 โดยน้ำมันเครื่องบินเพิ่มขึ้น 8.6% แต่ดีเซลลดลง 2.1% จากกิจกรรมเศรษฐกิจที่อ่อนแอและการใช้รถยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น NEV คิดเป็น 43% ของการจดทะเบียนรถใหม่ แม้ปริมาณขายจะทรงตัว แต่ค่าการตลาดยังคงอยู่ที่ 2.4 บาท/ลิตร จากราคาน้ำมันโลกที่ลดลงและฐานกองทุนน้ำมันที่ตื้นเขิน เราแนะนำ OR ในฐานะบริษัทการตลาดน้ำมันที่มีสัดส่วนธุรกิจน้ำมันเครื่องบินสูงและสามารถรักษาค่าการตลาดได้ท่ามกลางการเปลี่ยนผ่านสู่ EV และการฟื้นตัวของกำลังซื้อ

แนวโน้มกำไรกลุ่มพลังงาน: ฟื้นตัวโดยมีปัจจัยเฉพาะตัวของแต่ละบริษัท กลุ่มพลังงานของไทยมีแนวโน้มกำไรเป็นบวกในช่วง 3Q68-4Q68 แม้ว่า TOP จะเผชิญแรงกดดันชั่วคราวจากการปิดซ่อมหมอก CDU-3 แต่กำไรจากสต็อกอาจช่วยลดผลกระทบ PTTEP คาดว่าจะฟื้นตัวใน 4Q68 จากปริมาณขายที่เพิ่มขึ้น BCP และ BSRC ได้รับประโยชน์จากการกลั่นน้ำมันที่เพิ่มขึ้นและการรับรู้กำไรจาก BCPG/OKEA OR ดีขึ้นจากอุปสงค์ตามฤดูกาล และ PTT ได้รับแรงหนุนจากธุรกิจปิโตรเคมีและโรงกลั่น แม้จะมีผลกระทบจากการปิดซ่อมโรงแยกก๊าซ เราแนะนำ BCP, BSRC, OR และ PTTEP สำหรับโอกาสระยะสั้น ขณะที่ TOP มีโอกาสฟื้นตัวหลังการซ่อมบำรุง

หุ้นแนะนำ: แนวโน้มดีขึ้นสำหรับโรงกลั่นน้ำมัน โดย PTT และ TOP เป็นหุ้นเด่นของกลุ่ม แม้ราคาหุ้นจะปรับตัวในช่วงหลัง แต่หุ้นกลุ่มพลังงานบางตัวยังมีมูลค่าต่ำกว่าพื้นฐาน เราแนะนำหุ้นที่มีธุรกิจแบบบูรณาการ เช่น PTT (ราคาเป้าหมาย 39 บาท) จากพอร์ตที่สมดุล PBV ปี 2569F ต่ำเพียง 0.8 เท่า และเงินปันผล 6.3% ส่วน TOP (ราคาเป้าหมาย 42 บาท) มีโอกาสได้รับอานิสงส์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น โดยเฉพาะส่วนต่างราคาน้ำมันดิบเชล/อากาศยาน งบดุลที่ดีขึ้นจาก asset monetization การขายสินทรัพย์จะช่วยให้บริษัทผลักดันโครงการ CFP ให้แล้วเสร็จตามแผนในปี 2570-2571

ปัจจัยเสี่ยง: ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจะกระทบต่ออุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม ขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอาจยังคงส่งผลให้เกิดขาดทุนจากสต็อก ความเสี่ยงอื่น ๆ ได้แก่ การด้อยค่าของสินทรัพย์ และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบด้านการปล่อยก๊าซเรือนกระจก รวมถึงการแทรกแซงจากภาครัฐในธุรกิจพลังงาน ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญคือผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการดำเนินงาน และผลกระทบจากการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น - กลุ่มน้ำมันและก๊าซไทย

(%)	-1M	-3M	-6M	-9M	-12M	YTD
SET	+3.2	+8.4	+13.9	-3.5	-10.0	-6.2
SETENERG	+1.0	+2.2	+7.3	-5.2	-15.9	-7.9
BCP	+0.0	-9.7	-12.9	-12.9	-9.0	-16.0
BSRC	+4.1	-7.7	-14.3	-28.5	-40.3	-42.9
IRPC	-1.7	+31.0	+35.7	-1.7	-23.0	-7.3
OR	+3.0	+6.9	+5.3	+17.8	-10.9	+4.5
PTT	-3.8	-0.8	+4.1	+1.6	-5.2	+0.0
PTTEP	-2.2	-3.9	+8.8	-10.1	-11.2	-6.3
SPRC	+3.0	-12.3	-9.8	-15.4	-28.7	-27.0
TOP	+7.2	+12.1	+49.2	+42.3	-19.6	+31.0

Source: SET and InnovestX Research

Valuation summary - Energy

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x)	P/BV (x)
		29.3	47.00	64.6	5.0	4.3
BCP	Outperform	29.3	47.00	64.6	5.0	4.3
BSRC	Neutral	4.4	5.00	13.6	n.m.	6.8
IRPC	Underperform	1.1	1.00	(10.7)	n.m.	8.7
OR	Outperform	13.8	18.00	33.7	14.1	12.4
PTT	Outperform	31.0	39.00	32.6	9.2	9.6
PTTEP	Outperform	108.0	147.00	43.5	7.1	7.7
SPRC	Outperform	4.6	6.40	45.7	20.3	12.5
TOP	Outperform	36.0	42.00	22.8	28.9	7.2
Average				14.1	8.6	0.7
						0.6

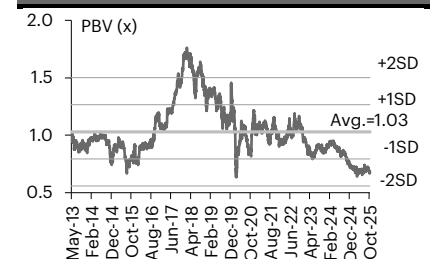
Source: InnovestX Research

Price performance

	Absolute			Relative to SET		
(%)	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	0.0	(9.7)	(9.0)	(2.7)	(16.7)	1.1
BSRC	3.7	(7.7)	(40.3)	0.9	(14.8)	(33.6)
IRPC	(3.4)	31.0	(23.0)	(6.0)	20.9	(14.4)
OR	2.2	6.9	(10.9)	(0.6)	(1.3)	(0.9)
PTT	(3.8)	(0.8)	(5.2)	(6.4)	(8.4)	5.4
PTTEP	(1.8)	(3.9)	(11.2)	(4.4)	(11.3)	(1.2)
SPRC	1.3	(12.3)	(28.7)	(1.5)	(19.1)	(20.7)
TOP	5.0	12.1	(19.6)	2.1	3.5	(10.6)

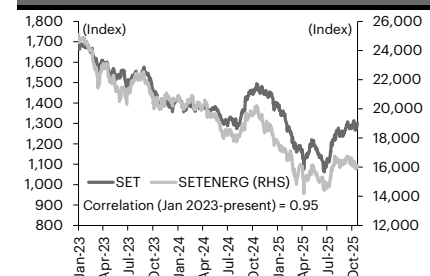
Source: SET and InnovestX Research

PBV band - SETENERG



Source: SET and InnovestX Research

SETENERG vs. SET



Source: Bloomberg Finance L.P. & InnovestX Research

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้าน

หลักทรัพย์

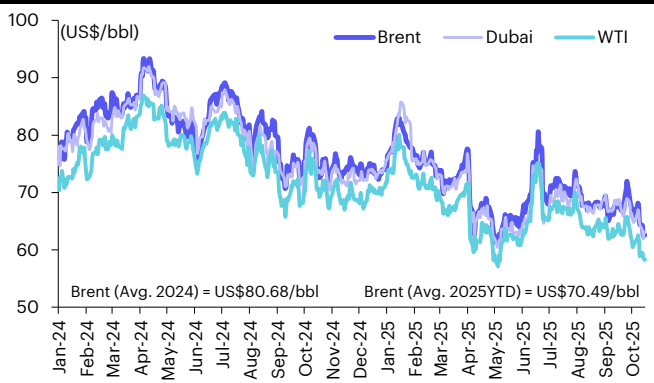
0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

ภาพรวมและแนวโน้มราคาน้ำมัน

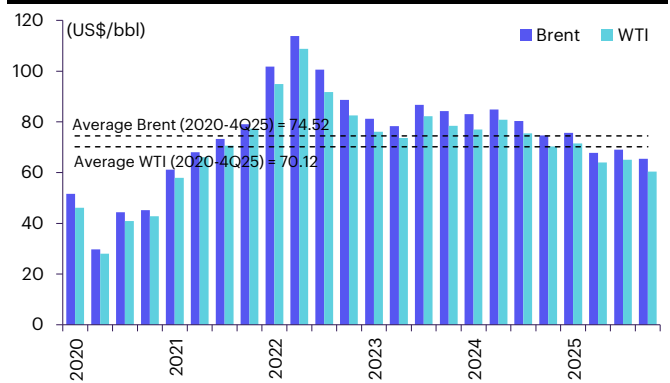
ราคาน้ำมันเฉลี่ย YTD ในปี 2568 ยังคงสอดคล้องกับสมมติฐานปี 2568 ของ INVX ราคาน้ำมัน (เบรนท์) เฉลี่ย YTD ลดลง 14% YoY มาอยู่ที่ระดับ US\$70.5/บาร์เรล ซึ่งยังคงสอดคล้องกับสมมติฐานราคาน้ำมันปี 2568 ของ INVX ที่ US\$70/บาร์เรล ราคาน้ำมันมีแนวโน้มลดลงมาตั้งแต่กลางปี 2568 โดยในช่วงเดือนก.ค. ถึง ต.ค. ราคาน้ำมันโลกปรับตัวลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากปัจจัยทั้งด้านอุปทานและด้านอุปสงค์ ด้านอุปทาน การยกเลิกมาตรการลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ ทำให้มีน้ำมันในตลาดมากขึ้นจนเกิดภาวะล้นตลาด ขณะที่การผลิตน้ำมันของสหรัฐฯ ก็แตะระดับสูงสุด โดยสำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานของสหรัฐฯ (EIA) คาดว่าราคาน้ำมันดิบเบรนท์จะลดลงจากจุดสูงสุดที่ US\$80/บาร์เรล ในเดือนมิ.ย. เนื่องจากปริมาณการผลิตเพิ่มขึ้น ส่วนในด้านอุปสงค์ โมเมนตัมทางเศรษฐกิจของจีนเริ่มส่งสัญญาณชะลอตัวลง ส่งผลทำให้อุปสงค์น้ำมันทั่วโลกเติบโตช้าลง ปัจจัยเหล่านี้รวมกันทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวลดลงใกล้ระดับ US\$60/บาร์เรล ในช่วงต้น 4Q68 สะท้อนถึงการปรับสมดุลของตลาดท่ามกลางสภาพแวดล้อมทางเศรษฐกิจและภูมิรัฐศาสตร์ที่เปลี่ยนแปลงไป

Figure 1: ราคาน้ำมันอ้างอิง



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

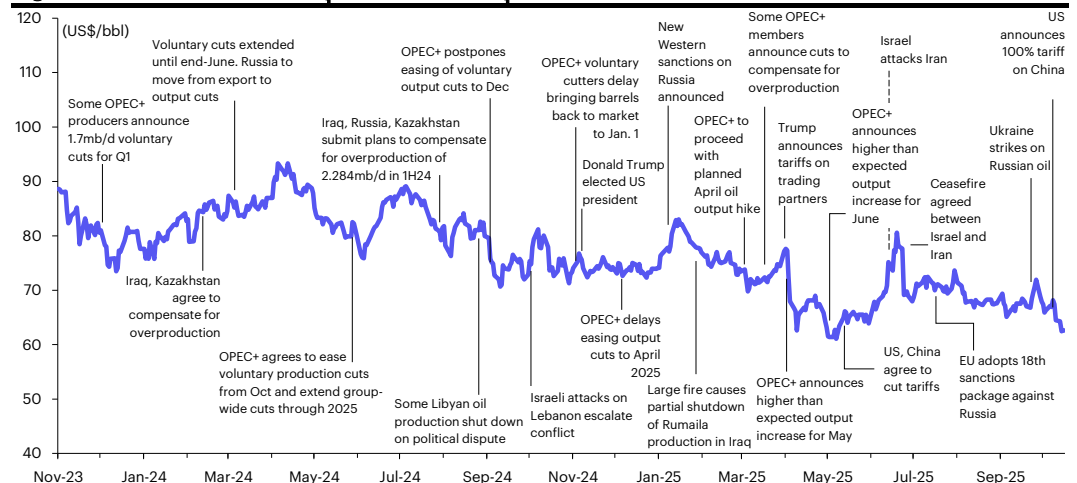
Figure 2: ราคาน้ำมันเฉลี่ยรายไตรมาส



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

อุปทานน้ำมันส่วนเพิ่มจากกลุ่ม OPEC+ และความตึงเครียดทางการค้าทั่วโลกยังคงกดดันราคาน้ำมัน แผนภูมิด้านล่างแสดงให้เห็นว่าการเพิ่มกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ ส่งผลกระทบต่อการเคลื่อนไหวของราคาน้ำมันในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา หลังจากกลุ่ม OPEC+ ตัดสินใจเร่งการผลิตเพื่อทยอยยกเลิกการปรับลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจที่ระดับ 2.2 ล้านบาร์เรล/วัน ขณะเดียวกัน การปรับขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ในปี 2568 ส่งผลทำให้อุปสงค์น้ำมันทั่วโลกอ่อนแอลง ทำให้ IEA OPEC และ EIA ปรับลดคาดการณ์ลงอย่างต่อเนื่อง แม้ผลกระทบต่อราคาน้ำมันในระยะสั้นจะมีจำกัด แต่ความเสี่ยงด้านความผันผวนในระยะยาวยังคงมีอยู่ ในขณะเดียวกัน บริษัทพลังงานของสหรัฐฯ ต้องเผชิญกับต้นทุนที่สูงขึ้นและความไม่แน่นอนด้านนโยบาย ส่งผลทำให้การลงทุนชะลอตัว แม้ว่าจะมีนโยบายภายในประเทศสนับสนุน แต่นักลงทุนในตลาดยังคงทำกำไรระยะสั้น ซึ่งจะทำให้น้ำมันฟื้นตัวได้จำกัด หากความขัดแย้งทางการค้ายังคงดำเนินต่อไป ราคาน้ำมันและน้ำมันเบนซินอาจเผชิญกับแรงกดดันขาลงเพิ่มเติม

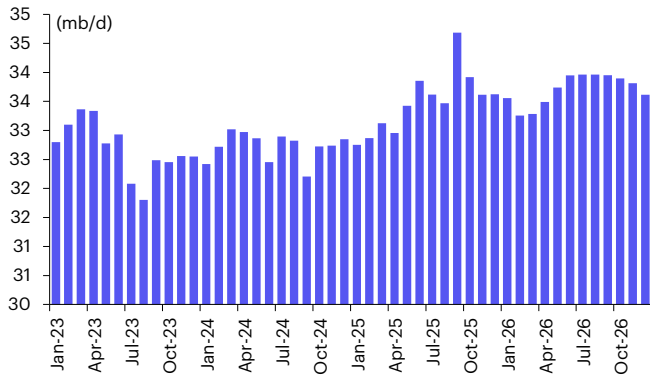
Figure 3: การดำเนินการของกลุ่ม OPEC+ และเหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน



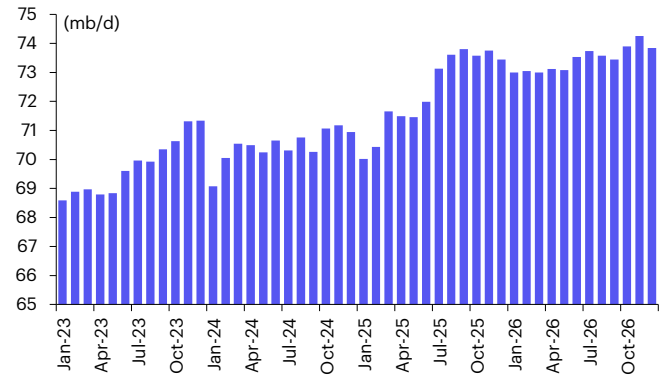
Source: S&P Global Commodity Insights, Reuters and InnovestX Research

OPEC+ เป็นปัจจัยหลักในการเติบโตของอุปทานน้ำมัน แม้ว่า IEA ยังคาดว่าอุปทานน้ำมันโลกจะเติบโตจากกลุ่มนอก OPEC+ ที่ 1.6 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2568 และ 1.2 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2569 แต่การเติบโตของอุปทานจาก OPEC+ กลับมีความสำคัญมากขึ้นในทั้งสองปี ภายใต้ข้อถกแถลงการผลิตปัจจุบันที่มุ่งหวังการกลับมาครองส่วนแบ่งตลาดโลก ก่อนการลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจในช่วงปี 2565-2566 เพื่อพยุงราคาน้ำมัน อุปทานจาก OPEC+ คิดเป็น 51.4% ของอุปทานโลกทั้งหมด โดยสัดส่วนการผลิตของกลุ่มลดลงเหลือ 48% ในไตรมาส 1/2568 ก่อนจะ

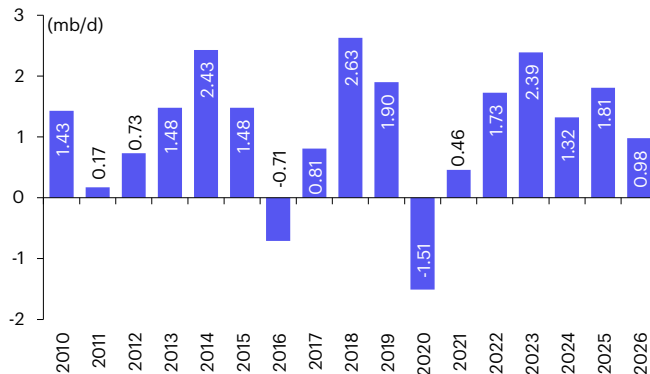
เร่งเพิ่มการผลิตอย่างรวดเร็วในช่วง เม.ย.-พ.ย. 2568 ขณะเดียวกัน อุปทานจากกลุ่มนอก OPEC+ ยังคงเพิ่มขึ้น โดยสหรัฐ ผลิตน้ำมันในระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ และคาดว่าจะเป็แหล่งเติบโตหลักของอุปทานในปี 2568 ตามด้วยแคนาดา บราซิล และกายอานา โดยสหรัฐ คาดว่าจะเป็นผู้สนับสนุนหลัก ด้วยการเพิ่มการผลิต 0.3 ล้านบาร์เรล/วัน หรือคิดเป็น 14% ของการเติบโตของอุปทานในปี 2568 (ข้อมูลจาก EIA) ขณะที่แคนาดา บราซิล และกายอานา ก็มีแนวโน้มเพิ่มการผลิตเช่นกัน จากประสิทธิภาพที่ดีขึ้นและโครงการใหม่ที่จะเริ่มดำเนินการ เช่น การขยายท่อส่ง Trans Mountain ในแคนาดา อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ยังคงอยู่ในระดับสูง การคว่ำบาตรรัสเซียและอิหร่าน รวมถึงการโจมตีโครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงานของรัสเซีย ส่งผลให้การกลั่นน้ำมันดิบของรัสเซียลดลงประมาณ 500,000 บาร์เรล/วัน นำไปสู่การขาดแคลนน้ำมันเชื้อเพลิงภายในประเทศ และการส่งออกผลิตภัณฑ์ลดลง ความปั่นป่วนเหล่านี้อาจทำให้อุปทานโลกตึงตัว และเพิ่มความผันผวนในตลาดน้ำมัน

Figure 4: การผลิตเชื้อเพลิงเหลวของกลุ่ม OPEC


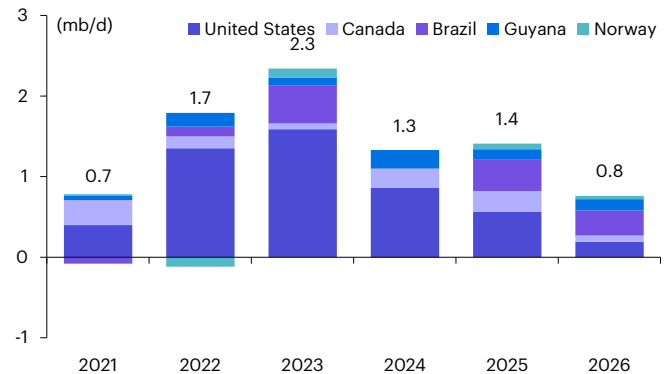
Source: EIA and InnovestX Research

Figure 5: การผลิตเชื้อเพลิงเหลวของผู้ผลิตนอกกลุ่ม OPEC


Source: EIA and InnovestX Research

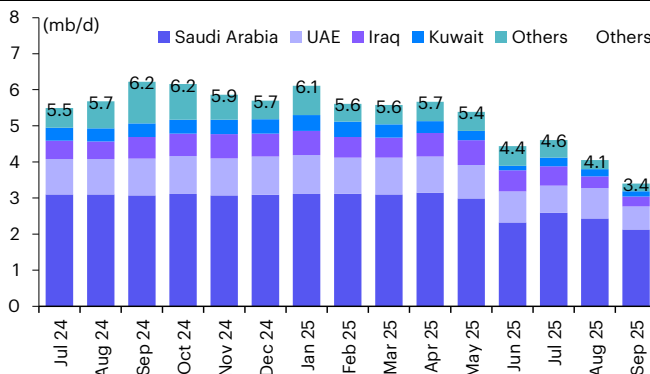
Figure 6: การเติบโตของอุปทานน้ำมันจากผู้ผลิตนอกกลุ่ม OPEC+


Source: IEA and InnovestX Research

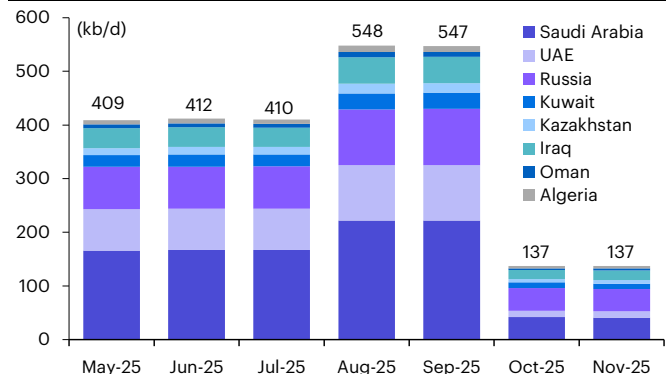
Figure 7: การเติบโตของอุปทานน้ำมันจากผู้ผลิตนอกกลุ่ม OPEC


Source: IEA and InnovestX Research

อุปทานส่วนใหญ่ของ OPEC+ ได้กลับเข้าสู่ตลาดแล้ว อุปทานที่ OPEC+ ให้ค้ำไว้ โดยมีซาอุดีอาระเบีย รัสเซีย และสหรัฐอาหรับเอมิเรตส์เป็นผู้นำ ได้กลับเข้าสู่ตลาดเร็วกว่าที่คาดไว้ โดยมีการเพิ่มกำลังการผลิตแล้วกว่า 2.6 ล้านบาร์เรล/วัน และมีอีก 137,000 บาร์เรล/วัน เข้าสู่ตลาดในเดือนพฤศจิกายน 2568 ซึ่งจะเพิ่มกำลังการผลิตสำรองของ OPEC ลดเหลือ 3.4 ล้านบาร์เรล/วันในเดือนกันยายน 2568 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ไตรมาส 2/2566 ทำให้ตลาดมีความเปราะบางมากขึ้นท่ามกลางความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยังดำเนินอยู่ เราคาดว่า OPEC จะยังคงมีความยืดหยุ่นในการตัดสินใจด้านอุปทานในอนาคต

Figure 8: กำลังการผลิตสำรองของกลุ่ม OPEC+


Source: IEA and InnovestX Research

Figure 9: การเพิ่มปริมาณการผลิตของ 8 ประเทศในกลุ่ม OPEC+


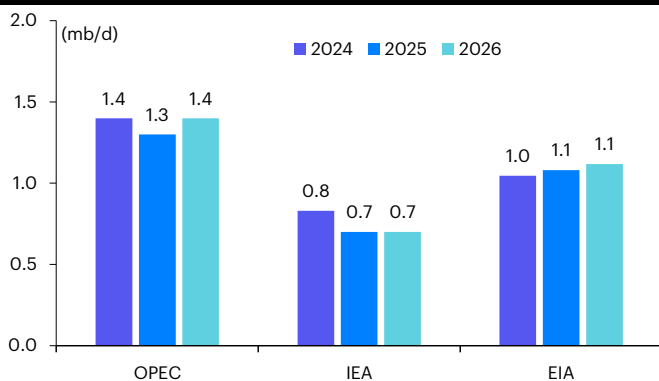
Source: OPEC and InnovestX Research

คาดการณ์เติบโตของอุปสงค์น้ำมันในปี 2568-2569 จะทรงตัว แต่ยังมีความเสี่ยงด้านลบ การคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันในปี 2568 จาก 3 องค์กรหลัก ได้แก่ OPEC, IEA และ EIA ถูกปรับลดลงในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา เพื่อสะท้อนการเติบโตที่ชะลอตัวจากความตึงเครียดทางการค้าโลก ซึ่งไม่สอดคล้องกับประมาณการเศรษฐกิจโลกล่าสุดของ IMF ที่ระบุว่า ผลกระทบจากการที่สหรัฐฯ ขึ้นภาษีต่อประเทศคู่ค้าส่วนใหญ่ยังอยู่ในระดับต่ำ IMF ยังได้ปรับเพิ่มคาดการณ์ GDP โลกปี 2568 เล็กน้อยเป็น 3.2% และคาดว่าจะชะลอตัวเหลือ 3.1% ในปี 2569 (ไม่เปลี่ยนแปลงจากประมาณการเมื่อเดือนเมษายน 2568) อย่างไรก็ตาม ความเสี่ยงต่อแนวโน้มเศรษฐกิจยังคงโน้มเอียงไปทางด้านลบ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่ออุปสงค์น้ำมันในที่สุด

คาดว่าอุปสงค์น้ำมันจะเติบโต 0.7-1.3 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2568 และ 0.7-1.4 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2569 โดย IEA อยู่ในช่วงล่างของช่วงคาดการณ์ และ OPEC อยู่ในช่วงบน IEA คงคาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันโลกในปี 2568 ที่ 0.7 ล้านบาร์เรล/วันต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 7 ขณะที่ OPEC คงประมาณการไว้ที่ 1.3 ล้านบาร์เรล/วัน และ EIA ปรับเพิ่มประมาณการขึ้น 0.2 ล้านบาร์เรล/วันในเดือนตุลาคม 2568 เป็น 1.1 ล้านบาร์เรล/วัน การเติบโตจะขับเคลื่อนโดยเอเชียนอกกลุ่ม OECD โดยเฉพาะจีนและอินเดีย ซึ่งคาดว่าจะมีสัดส่วนราว 40% ของการเพิ่มขึ้น โดยในจีนความต้องการใช้วัตถุดิบปิโตรเคมีจะเพิ่มขึ้นเป็นแรงขับเคลื่อนหลัก ขณะที่ความต้องการเชื้อเพลิงภาคขนส่งอาจชะลอตัวจากการใช้รถยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้น ที่น่าสังเกตคือ จีนได้สะสมน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น โดยซื้อมากกว่าที่บริโภคหรือส่งออก เพื่อใช้ประโยชน์จากราคาที่ทรงตัวและน้ำมันดิบจากรัสเซียและอิหร่านที่มีส่วนลด แม้จะไม่มีข้อมูลสต็อกอย่างเป็นทางการ แต่การประเมินของตลาดชี้ว่าจีนสะสมสต็อกอยู่ที่ 0.9-1.0 ล้านบาร์เรล/วัน นอกจากนี้ ยังมีคลังเก็บน้ำมันใหม่ 11 แห่ง กำลังอยู่ระหว่างก่อสร้างจนถึงปี 2569 รวมความจุประมาณ 169 ล้านบาร์เรล (เทียบเท่าการนำเข้าประมาณ 2 สัปดาห์)

คาดอุปสงค์น้ำมันจะทรงตัวในปี 2569 โดย IEA ยังคงคาดการณ์ที่ 0.7 ล้านบาร์เรล/วัน ไม่เปลี่ยนจากปี 2568 นอกจากการใช้รถยนต์ไฟฟ้าและรถบรรทุก LNG ที่เพิ่มขึ้นเร็วกว่าคาดแล้ว เรามองว่าความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการอุปสงค์นี้อยู่ที่ผลลัพธ์ของการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ และจีน โดยประเด็นสำคัญในการเจรจา เช่น การจำกัดเทคโนโลยี ภาษีที่เสนอสำหรับเรือจีนที่เข้าเทียบท่าสหรัฐฯ และการควบคุมการส่งออกแร่หายากของจีน อาจเพิ่มความไม่แน่นอนในกระแสการค้าโลก มาตรการกีดกันทางการค้าคาดว่าจะยังคงดำเนินต่อไปในปี 2569

Figure 10: เปรียบเทียบการคาดการณ์อุปสงค์น้ำมัน



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

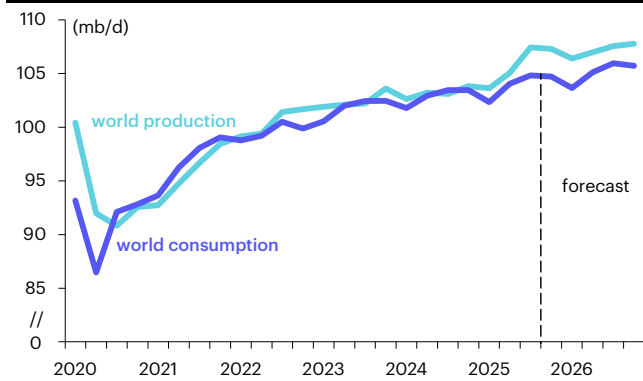
Figure 11: เปรียบเทียบสมดุลอุปสงค์-อุปทานน้ำมัน



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

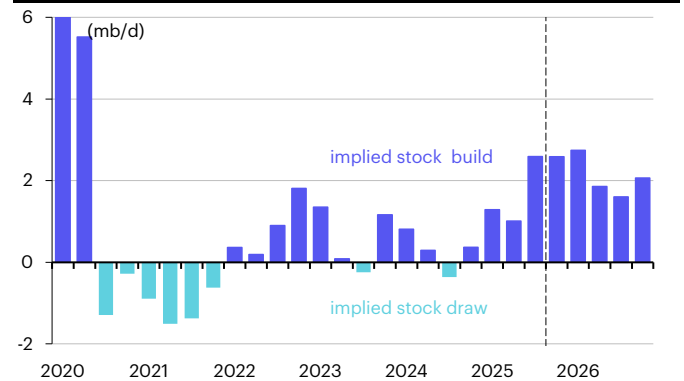
คาดว่า การสะสมสต็อกน้ำมันจะยังคงดำเนินต่อไปในปี 2569 ตลาดน้ำมันโลกเข้าสู่ภาวะอุปทานส่วนเกินตั้งแต่ต้นปี 2568 จากการผลิตน้ำมันดิบที่เพิ่มขึ้นในวันออกกลางและอเมริกา เมื่อรวมกับอุปสงค์ตามฤดูกาลที่อ่อนตัว ส่งผลให้สต็อกน้ำมันพุ่งขึ้น โดยเฉพาะการเก็บนอกชายฝั่งที่เพิ่มขึ้น 102 ล้านบาร์เรลในเดือนกันยายน 2568 ซึ่งเป็นการเพิ่มขึ้นรายเดือนสูงสุดนับตั้งแต่ช่วงโควิด IEA และ EIA คาดว่าสต็อกจะเพิ่มขึ้น 2.3-4 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2568 และเพิ่มเป็น 1.9-2.1 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2569 ในทางตรงกันข้าม OPEC คาดว่าอุปสงค์จะสูงกว่าอุปทาน และกำลังเร่งการผลิตเพื่อรักษาเสถียรภาพของตลาด

Figure 12: แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานน้ำมันทั่วโลก



Source: U.S. EIA and InnovestX Research

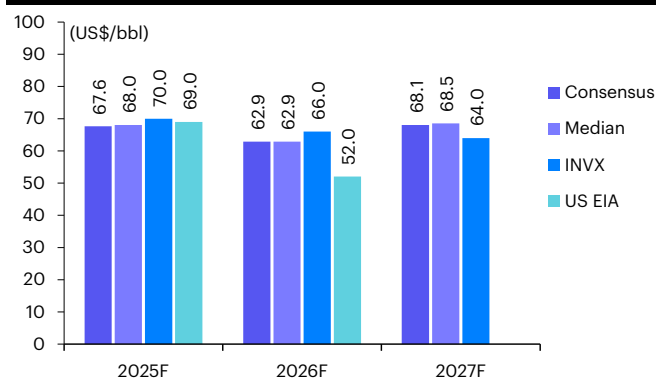
Figure 13: การสะสมสต็อกน้ำมัน



Source: U.S. EIA and InnovestX Research

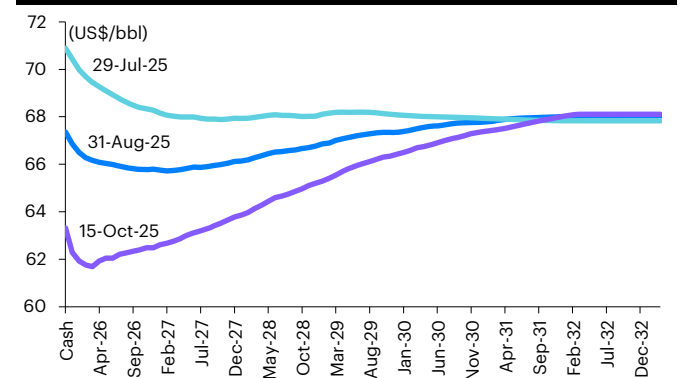
สมมติฐานราคาน้ำมันปี 2569 การสะสมสต็อกน้ำมันทั่วโลกมักกดดันราคาน้ำมัน เนื่องจากสะท้อนถึงภาวะอุปทานเกิน ข้อมูลล่าสุดจาก EIA ระบุว่าสต็อกน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น 7.36 ล้านบาร์เรล สอดคล้องกับระดับการผลิตของสหรัฐฯ ที่สูงเป็นประวัติการณ์ สถานการณ์นี้ยังตอกย้ำมุมมองของนักลงทุนในตลาด ซึ่งกังวลต่อความเสี่ยงจากอุปทานล้นตลาด EIA ได้ปรับเพิ่มคาดการณ์การผลิตน้ำมันดิบของสหรัฐฯ ปี 2568 เป็น 13.53 ล้านบาร์เรล/วัน สะท้อนถึงการเติบโตของอุปทานที่อาจทำให้สต็อกเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง ขณะเดียวกัน IEA ก็แสดงความกังวลในทิศทางเดียวกัน โดยเตือนว่าหากการเติบโตของอุปสงค์ชะลอตัวลงจากแรงกดดันทางเศรษฐกิจหรือการเร่งเปลี่ยนผ่านพลังงาน ตลาดอาจเผชิญภาวะอุปทานล้นในระยะยาว ปัจจัยที่มีผลต่อพลวัตของสต็อก ได้แก่ การตัดสินใจของ OPEC+, ความไม่แน่นอนทางภูมิรัฐศาสตร์ ความผันผวนของอุปสงค์ตามฤดูกาล และการระบายคลังสำรองเชิงยุทธศาสตร์ ปัจจัยเหล่านี้ร่วมกันกำหนดทิศทางของระดับสต็อกน้ำมันโลก และส่งผลต่อการเคลื่อนไหวของราคาพลังงาน จากปัจจัยดังกล่าว EIA คาดว่า Brent จะลดลงเหลือ US\$52/บาร์เรลในปี 2569 จาก US\$69/บาร์เรลในปี 2568 ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ปี 2563

Figure 14: ประมาณการราคาน้ำมันดิบเบรนท์ (ปี 2568-2570)



Source: EIA, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

Figure 15: Forward curve ของราคาน้ำมัน - เบรนท์



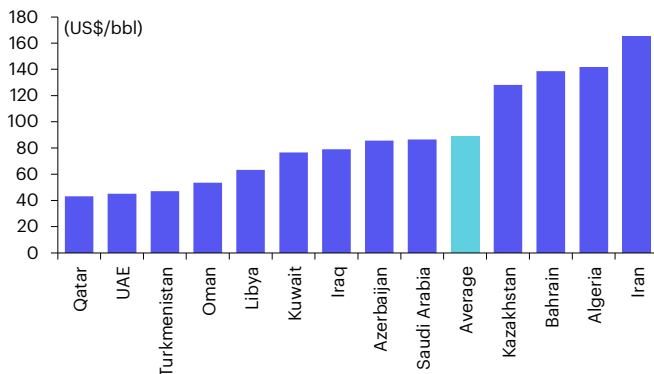
Source: barchart.com and InnovestX Research

OPEC พยายามรักษาสถียรภาพตลาดกับแรงกดดันด้านการคลัง กลยุทธ์ด้านการคลังของ OPEC ถูกกำหนดมากขึ้นจากความจำเป็นในการรักษาสถียรภาพของตลาดน้ำมันควบคู่กับความต้องการงบประมาณของประเทศสมาชิก รายงานล่าสุดของ IMF เกี่ยวกับแนวโน้มเศรษฐกิจภูมิภาคตะวันออกกลางและเอเชียกลาง ระบุว่า ราคาน้ำมันที่ทำให้ประเทศผู้ส่งออกน้ำมันในภูมิภาคดังกล่าวคุ้มทุนทางการคลังในปี 2569 อยู่ในช่วงกว้างที่ US\$43.2-141.9/บาร์เรล (เฉลี่ยที่ US\$88.7/บาร์เรล) ตัวเลขเหล่านี้สะท้อนถึงราคาน้ำมันขั้นต่ำที่จำเป็นต่อการรักษาสถียรภาพงบประมาณของประเทศ และมีแนวโน้มจะส่งผลต่อการตัดสินใจด้านการผลิตของ OPEC เพื่อรับมือกับความเสี่ยงจากอุปทานเกิน OPEC+ ให้คำมั่นว่าจะลดการผลิตส่วนเกินภายในเดือนมิถุนายน 2569 โดยส่วนใหญ่จะดำเนินการระหว่างเดือนพฤษภาคมถึงตุลาคม 2568 กลยุทธ์นี้มีเป้าหมายเพื่อหลีกเลี่ยงการปรับลดราคาน้ำมันอย่างรุนแรง ซึ่งอาจกระทบเสถียรภาพทางการคลังของประเทศสมาชิก นอกจากนี้ แนวทางที่ระมัดระวังของ OPEC ยังมุ่งหลีกเลี่ยงภาวะอุปทานล้นตลาด โดยเฉพาะในช่วงหลังฤดูร้อนที่อุปสงค์เริ่มอ่อนตัว และมีการคาดการณ์ว่า Brent อาจลดลงถึงระดับ US\$53/บาร์เรล เรายังคงประมาณการราคา Brent ปี 2569 ที่ US\$66/บาร์เรล ซึ่งสูงกว่าค่าเฉลี่ยของตลาดที่ US\$63/บาร์เรล แม้จะยังมีความเสี่ยงด้านลบ แต่ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์และความคืบหน้าในการเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ-จีน อาจเป็นปัจจัยหนุนราคาน้ำมัน

เรายังคงมองว่าราคาน้ำมันจะค่อย ๆ กลับสู่ภาวะปกติ โดยคาดว่า Brent จะลดลงเหลือ US\$64/บาร์เรลในปี 2570 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$75.5/บาร์เรล (ช่วงปี 2563-2567) ซึ่งสอดคล้องกับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบของเราที่ US\$64/บาร์เรลในปี 2569 สะท้อนส่วนลดปกติที่ US\$2/บาร์เรลเมื่อเทียบกับ Brent จากเดิมที่ส่วนลดอยู่ที่ US\$0.9/บาร์เรล ในปี 2568 อันเป็นผลจากความผิดปกติชั่วคราวของตลาดจากความต้องการน้ำมันตะวันออก

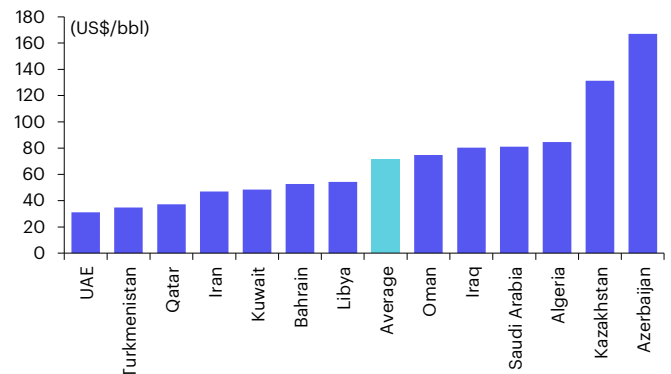
กลางที่เพิ่มขึ้น ท่ามกลางการคว่ำบาตรของสหรัฐฯ ต่ออิหร่านและเวเนซุเอลา ความเสี่ยงด้านบวกยังคงมีอยู่ หากอุปสงค์แข็งแกร่งกว่าคาด หรือเกิดการหยุดชะงักของอุปทานเพิ่มเติม

Figure 16: ราคาน้ำมันที่คึกคักตามงบประมาณการคลัง^{1/} (2569)



Source: IMF and InnovestX Research
Note: 1/ ราคาน้ำมันซึ่งถูกลดการคลังเป็นศูนย์

Figure 17: ราคาน้ำมันที่คึกคักตามงบดุลบัญชีเดินสะพัด^{2/} (2569)



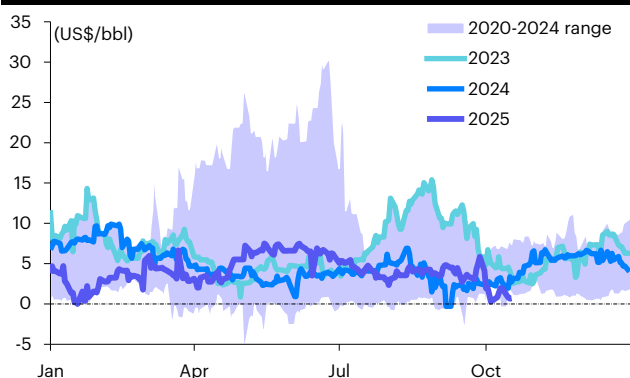
Source: IMF and InnovestX Research
Note: 2/ ราคาน้ำมันซึ่งดุลบัญชีเดินสะพัดเป็นศูนย์

โรงกลั่นน้ำมัน - ผลิตภัณฑ์กลั่นช่วงกลางเป็นตัวขับเคลื่อนค่าการกลั่น

ค่าการกลั่นในไตรมาส 3/2568 อ่อนตัวลง แม้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กลั่นช่วงกลางปรับตัวดีขึ้น ค่าการกลั่นสิงคโปร์อยู่ในช่วง US\$2-5/บาร์เรล โดยมีค่าเฉลี่ยรายไตรมาสที่ US\$4/บาร์เรล (-27% QoQ) ถูกกดดันจากส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินที่ลดลง (-10% QoQ) จากอุปสงค์ฤดูร้อนของสหรัฐฯ ที่อ่อนตัวและการเพิ่มกำลังการผลิตในด้านบวก ส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลปรับขึ้นเป็น US\$18.7/บาร์เรลในไตรมาส 3/2568 เทียบกับ US\$15.8/บาร์เรลในไตรมาสก่อนหน้า จากอุปทานที่ตึงตัวหลังสหภาพยุโรปประกาศมาตรการคว่ำบาตร ห้ามนำเข้าผลิตภัณฑ์ที่กลั่นจากน้ำมันดิบรัสเซีย อุปทานดีเซลที่ตึงตัวในยุโรปคาดว่าจะยังดำเนินต่อไป จากการผลิตที่ลดลงในโรงกลั่นบางแห่ง เช่น ฮังการีและสโลวาเกีย ซึ่งได้รับผลกระทบจากการนำเข้าน้ำมันดิบรัสเซียที่หยุดชะงัก ด้วยระดับสต็อกผลิตภัณฑ์กลั่นทั่วโลกที่ยังอยู่ในระดับต่ำ โดยเฉพาะในยุโรปและสหรัฐฯ ส่วนต่างราคาดีเซลมีแนวโน้มทรงตัวในระดับสูง

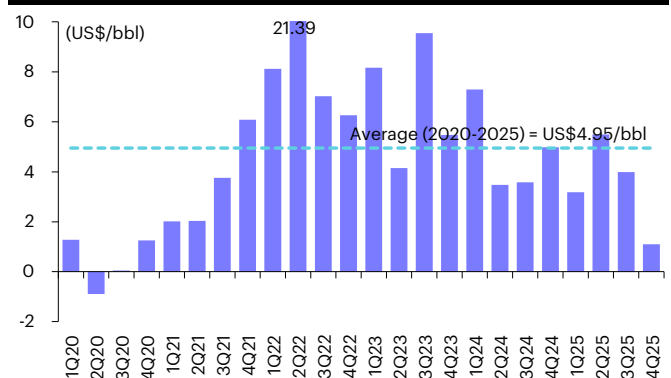
ค่าการกลั่นเฉลี่ย 9 เดือนแรกปี 2568 อยู่ที่ US\$4.2/บาร์เรล (-12% YoY) ต่ำกว่าคาดการณ์ จากส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินที่อ่อนตัว สะท้อนถึงการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่ชะลอลง จากแนวโน้มการถึงจุดสูงสุดของอุปสงค์เชื้อเพลิงภาคถนน อุปสงค์น้ำมันเบนซินทั่วโลกคาดว่าจะถึงจุดสูงสุดในปี 2568 ที่ระดับประมาณ 28 ล้านบาร์เรล/วัน (S&P Global) จากการเร่งใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าและประสิทธิภาพรถยนต์ที่ดีขึ้น โดยเฉพาะในจีนซึ่งเป็นผู้นำเข้าน้ำมันรายใหญ่ที่สุดของโลก อุปทานน้ำมันทั่วโลกเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญในปี 2568 กดดันราคาน้ำมันและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ จากการขยายกำลังการผลิต การเพิ่มกำลังการผลิตโรงกลั่นใหม่ เช่น โรงกลั่น Olmeca ในเม็กซิโก และโรงงาน Dangote ในไนจีเรีย เป็นปัจจัยสำคัญที่เพิ่มอุปทานน้ำมันเบนซินและกดดันค่าการกลั่น ขณะเดียวกัน ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กลั่นกลาง (ดีเซลและน้ำมันอากาศยาน) ยังคงสนับสนุนค่าการกลั่นในช่วง 9 เดือนแรกของปี จากการฟื้นตัวของการเดินทางทางอากาศทั่วโลกและอุปทานที่ขาดแคลนในยุโรป

Figure 18: ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ - hydrocracking



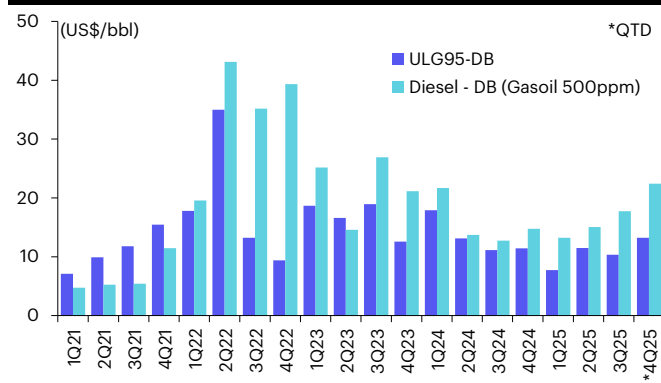
Source: Reuters and InnovestX Research

Figure 19: ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์รายไตรมาส



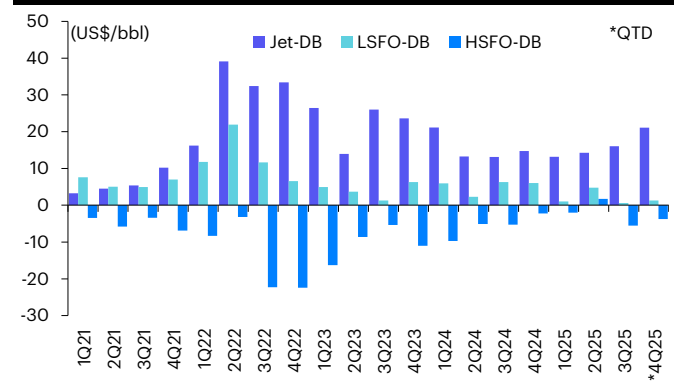
Source: Reuters and InnovestX Research

Figure 20: ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันดีเซลและเบนซิน



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 21: ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันเครื่องบินและน้ำมันเตา



Source: TOP and InnovestX Research

การเติบโตของอุปสงค์ยังคงสูงกว่าการเพิ่มกำลังการผลิตสุกธในปี 2569 เรามองว่าค่าการกลั่นเตลาดจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 4/2568 และปี 2569 โดยค่าการกลั่นสิ่งคงปรังควรปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องในไตรมาส 4/2568 หากไม่มีการเปลี่ยนแปลงวิธีการคำนวณจากผู้ให้ข้อมูล จากส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและเบนซินที่เพิ่มขึ้น US\$4.4/บาร์เรล และ US\$2.9/บาร์เรล ตามลำดับ เราประเมินเบื้องต้นว่าค่าการกลั่นเตลาดจะปรับขึ้น US\$2-3/บาร์เรล จากค่าเฉลี่ย US\$4/บาร์เรลในไตรมาส 3/2568 เป็น US\$6-7/บาร์เรลในไตรมาส 4/2568 (TD) โดยใช้สัดส่วนผลิตภัณฑ์เท่าเดิม เทียบกับตัวเลขที่เผยแพร่ในเดือนตุลาคม 2568 ที่เพียง US\$1.27/บาร์เรล เราคาดว่าค่าการกลั่นเตลาดจะปรับขึ้นเล็กน้อยในปี 2569 เนื่องจากการเพิ่มกำลังการผลิตสุกธยังต่ำกว่าอุปสงค์ กำลังการผลิตสุกธของ CDU (Crude Distillation Units) ทั่วโลกคาดว่าจะอยู่ที่ ~600kbd หลังหักการปิดถาวร 400kbd ในยุโรปและสหรัฐฯ ซึ่งจะต่ำกว่าการเติบโตของอุปสงค์ที่คาดว่าจะ 1 ล้านบาร์เรล/วัน คาดว่าอัตราการใช้ CDU ทั่วโลกจะทรงตัว YoY ที่ 83% ในปี 2569 IEA คาดว่าการกลั่นน้ำมันดิบในปี 2569 จะเพิ่มขึ้น 460kbd (+0.6% YoY) เป็น 84kbd โรงกลั่นใหม่ส่วนใหญ่ตั้งอยู่ในจีนและอินเดีย โดยอินเดียจะเร่งขยายกำลังการกลั่นน้ำมันมากขึ้น แทนที่จีนตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไป เนื่องจากอินเดียคาดว่าจะเป็นผู้ขับเคลื่อนอุปสงค์น้ำมันโลกหลักในช่วง 10 ปีข้างหน้า

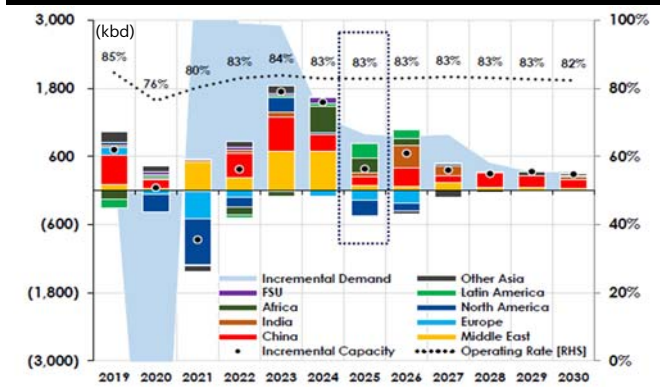
Figure 22: การเริ่มต้นเครื่องโรงกลั่นน้ำมันในเอเชีย

Country	Type of expansion	Refinery	Capacity (kbd)	Expected startup
China	Greenfield	Yulong Petrochemical (Yantai) 2nd train	200	In Operation
China	Greenfield	Zhenhai (Ningbo), Zhejiang	220	3Q25
China	Brownfield	Ningbo Daxie (Zhoushan), Zhejiang	120	Aug-25
China	Greenfield	Panjin (HAPCO), Liaoning	300	2Q26
China	Brownfield	Qilu (Zibo), Shandong	200	4Q27
India	Brownfield	HPCL, Vizag*	150	4Q25
India	Greenfield	HRRL, Barmer Refinery	180	2H26
India	Brownfield	NRL, Assam	120	2H26
India	Brownfield	IOC, Panipat	200	3Q26
India	Brownfield	IOC, Barauni	60	4Q26
India	Brownfield	IOC, Vadodara	85	2027
India	Brownfield	IOC, Digboi	7	2027
India	Brownfield	BPCL, Bina	64	2029
India	Greenfield	CPCL, Nagapattinam	180	2030
Indonesia	Brownfield	Balickpapan, Pertamina	100	3Q25
Thailand	Brownfield	Sriracha, Thai Oil	125	2Q27

Source: Kpler (Sep 2025)

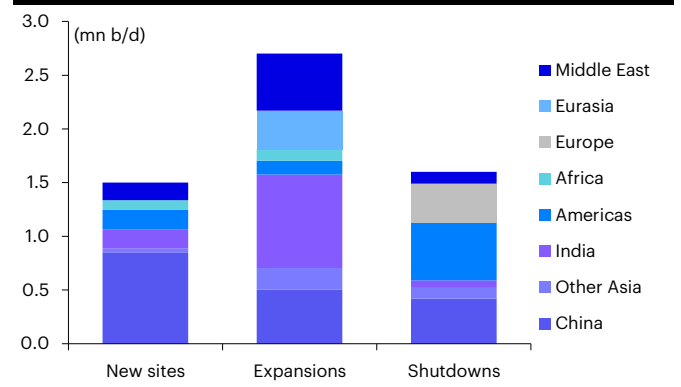
Note: * The refinery has commissioned its new CDU in 2024, and other major units except the Resid Hydrocracker

Figure 23: การเพิ่ม CDU ทั่วโลกเทียบกับอุปสงค์ส่วนเพิ่ม



Source: TOP, FACTs, Energy Aspect, EIA and IEA

Figure 24: การเปลี่ยนแปลงกำลังการผลิตทั่วโลก (ปี 2567-2573)

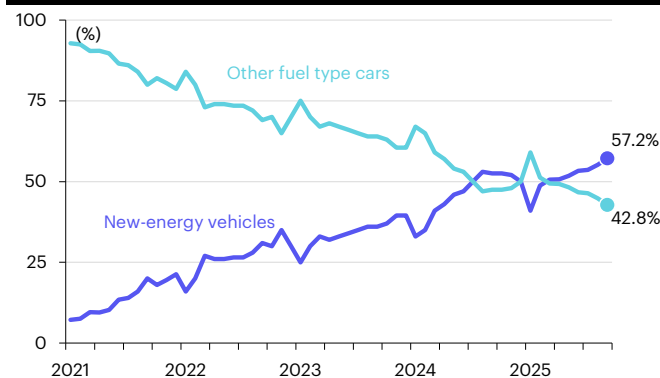


Source: IEA

การใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าในจีนเป็นความเสี่ยงสำคัญต่ออุปสงค์น้ำมัน อุปสงค์น้ำมันกลั่นของจีน โดยเฉพาะน้ำมันเบนซิน ยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่กำหนดค่าการกลั่น อย่างไรก็ตาม การบริโภคเชื้อเพลิงอากาศยานคาดว่าจะทรงตัวหรือปรับลดลงเล็กน้อยในปี 2568 จากการใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นอย่างรวดเร็ว ซึ่งมีส่วนแบ่งตลาดเกิน 50% ในปีนี้ เฉพาะเดือนกันยายน ยอดขายรถยนต์ไฟฟ้าและไฮบริดแบบเสียบปลั๊กเพิ่มขึ้น 15.5% YoY คิดเป็น 57.2% ของยอดขายรถยนต์ทั้งหมด โดยยอดขายรวมสะสมในช่วง 9 เดือนแรกของปีอยู่ที่ 10.4 ล้านคัน

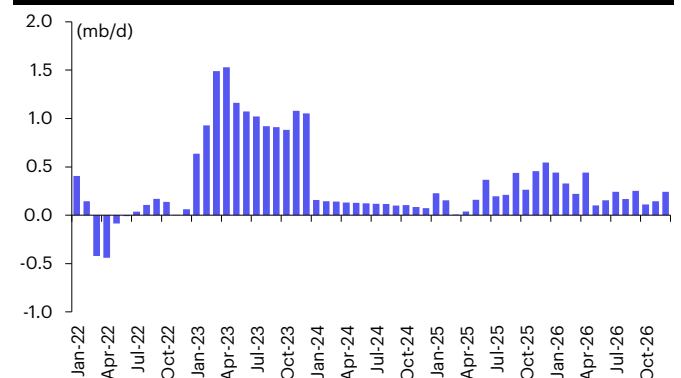
แม้อุปสงค์น้ำมันโดยรวมจะถึงจุดสูงสุด แต่การใช้เชื้อเพลิงในภาคอุตสาหกรรมยังคงเติบโต มาตรฐานประสิทธิภาพเชื้อเพลิงใหม่สำหรับรถบรรทุกขนาดใหญ่ที่มีผลบังคับใช้ในเดือนกรกฎาคม 2568 จะช่วยลดการใช้เชื้อเพลิงต่อคันตามข้อมูลของ IEA อุปสงค์เชื้อเพลิงของจีนเริ่มทรงตัวจากการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างในภาคขนส่งและอุตสาหกรรม การคาดการณ์ระยะยาวชี้ว่า รถยนต์พลังงานใหม่ (NEVs) จะมีสัดส่วนเกิน 85% ของยอดขายรถยนต์ใหม่ภายในปี 2040 โดยรถยนต์ไฟฟ้าแบตเตอรี่จะมีสัดส่วนถึง 80%

Figure 25: ยอดขาย NEV ของจีน



Source: Reuters and CPCA

Figure 26: การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันในจีน



Source: EIA and InnovestX Research

อัตรากาปรวมของอุตสาหกรรมโรงกลั่นน้ำมันในเอเชีย ภาพรวมอุตสาหกรรมโรงกลั่นน้ำมันของเอเชีย ณ เดือนก.ย. 2568 แสดงให้เห็นภาพที่ผสมผสานกันทั้งการขยายตัวและการหดตัว สะท้อนถึงแนวโน้มทั่วโลกที่กว้างขึ้น ในขณะที่จีนเป็นผู้นำการเติบโตของกำลังการผลิตในภูมิภาคด้วยการเปิดหน่วยผลิตหลักที่ Yulong Petrochemical, Zhenhai และ Daxie แต่การเพิ่มขึ้นดังกล่าวก็ถูกหักล้างไปบางส่วนด้วยการปิดโรงกลั่น Dalian ของ PetroChina อย่างเต็มรูปแบบ ทำให้กำลังการผลิตหายไปจากตลาด 410kbb/d ผลสุทธิคือ กำลังการผลิตที่ใช้ได้จริงเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ถึงแม้ว่าอุตสาหกรรมนี้ยังคงมีความเคลื่อนไหวเปลี่ยนแปลงอยู่ตลอดเวลาจากการปรับโครงสร้างอย่างต่อเนื่องในกลุ่มโรงกลั่นที่ดำเนินการโดยรัฐและโรงกลั่นเอกชน อินเดียยังคงขยายกำลังการผลิตอย่างต่อเนื่อง โดยมีโครงการต่างๆ เช่น โรงกลั่น HRRL Barmer, BPCL Bina และ CPCL Cauvery Basin complex ที่ใกล้จะแล้วเสร็จ การพัฒนาโครงการเหล่านี้มีเป้าหมายเพื่อรองรับอุปสงค์ในประเทศที่เพิ่มขึ้นและสนับสนุนการเติบโตของการส่งออก แม้ว่าจะยังมีความเสี่ยงด้านการดำเนินการเนื่องจากขนาดและความซับซ้อนของโครงการ ประเทศไทยก็เป็นส่วนหนึ่งของคลื่นการยกระดับโรงกลั่นในภูมิภาคเมื่อพิจารณาจากการขยายกำลังการผลิตของ TOP ภายใต้โครงการพลังงานสะอาด (CFP) โดยรวมแล้ว อุตสาหกรรมโรงกลั่นน้ำมันในเอเชียกำลังอยู่ในช่วงการเปลี่ยนแปลงเชิงกลยุทธ์ โดยพยายามสร้างสมดุลระหว่างการปิดโรงกลั่นและการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่เพื่อให้สอดคล้องกับรูปแบบอุปสงค์ที่เปลี่ยนแปลงไปและมาตรฐานด้านสิ่งแวดล้อม ภูมิภาคนี้ยังคงเป็นแรงขับเคลื่อนสำคัญที่ทำให้อุตสาหกรรมโรงกลั่นน้ำมันทั่วโลกเติบโต แม้ว่าจะมีปัญหาลเฉพาะพื้นที่และความท้าทายในการดำเนินการ

ค่าการกลั่นตลาดปี 2568 ต่ำกว่าคาดการณ์ จากภาพที่ 27 แสดงค่าการกลั่นตลาดที่คาดการณ์ไว้สำหรับปี 2568-2570 โดยอิงจากสมมติฐานส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์หลัก แม้ค่าการกลั่นตลาดเฉลี่ยตั้งแต่ต้นปีจะอยู่ที่ US\$4/

บาร์เรล ซึ่งถือว่าอ่อนตัว แต่คาดว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวดีขึ้นเป็น US\$5-5.5/บาร์เรลในปี 2569 จากอุปสงค์น้ำมันเบนซิน ดีเซล และโดยเฉพาะน้ำมันอากาศยานที่ฟื้นตัวตามการเดินทางทางอากาศที่กลับสู่ภาวะปกติ

แม้แรงส่งของเชื้อเพลิงการบินยั่งยืน (SAF) จะเพิ่มขึ้น แต่การพัฒนาโครงการยังล่าช้า SAF คาดว่าจะมีส่วน 0.7% ของเชื้อเพลิงการบินทั้งหมดในปี 2568 (~2 ล้านตัน) เพิ่มขึ้นเท่าตัวจากปี 2567 ตามข้อมูลของ IATA อุปสงค์น้ำมันเบนซินยังคงมีลักษณะตามฤดูกาลและมีความยืดหยุ่นในตลาดเกิดใหม่ที่ใช้รถยนต์ไฟฟ้ายังจำกัดจากข้อจำกัดด้านราคา ส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินคาดว่าจะอยู่ในช่วง US\$11-12/บาร์เรลในช่วงหลายปีข้างหน้า แม้จะมีการเปลี่ยนผ่านไปสู่รถยนต์ไฮบริดและไฟฟ้าอย่างต่อเนื่อง

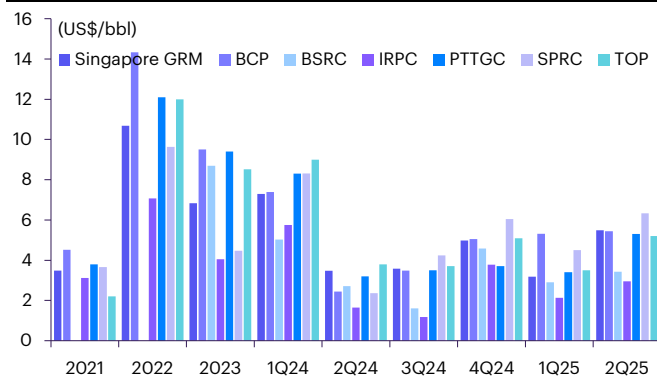
Figure 27: ค่าการกลั่นค่าการกลั่นตลาด (Singapore hydrocracking)

Spread	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
ULG-Dubai	4.43	11.01	18.85	16.68	13.39	11.00	12.00	12.00
Jet-Dubai	2.52	5.83	30.31	22.53	15.57	15.50	18.00	19.00
Diesel-Dubai	6.14	6.70	34.29	21.94	16.66	17.50	20.00	21.00
Fuel Oil-Dubai	(3.02)	(4.87)	(14.07)	(10.33)	(5.59)	(3.00)	(5.00)	(5.00)
Market GRM	0.43	3.49	10.69	6.83	4.83	4.44	5.38	5.86

Source: Bloomberg Finance LP and InnovestX Research

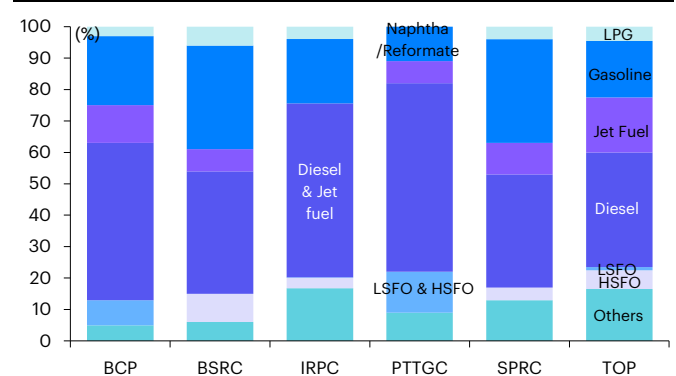
ค่าการกลั่นของผู้ประกอบการโรงกลั่นไทยยังเคลื่อนไหวตามค่าการกลั่นสิงคโปร์ในปี 2568 ค่าการกลั่นของผู้ประกอบการไทยส่วนใหญ่สอดคล้องกับค่าการกลั่นสิงคโปร์ในช่วงครึ่งแรกของปี โดย SPRC มีผลประกอบการดีกว่าเล็กน้อย ขณะที่ BSRC และ IRPC ตามหลัง ปัจจัยสนับสนุนมาจากสัดส่วนผลิตภัณฑ์ที่กลั่นกลางที่สูง (55% เทียบกับ 31% ในสูตรค่าการกลั่นของสิงคโปร์) ซึ่งช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไร เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต ผู้ประกอบการไทยยังคงใช้น้ำมันดิบเบากว่ายุโรป โดยมีเบสิสน้ำมันดิบที่สูงกว่า US\$2-3/บาร์เรล อย่างไรก็ตาม ผู้ประกอบการไทยต้องแบกรับต้นทุนค่าขนส่งที่สูงกว่าคู่แข่งในสิงคโปร์ แม้จะมีข้อได้เปรียบเชิงโครงสร้างด้านผลิตภัณฑ์ แต่ต้นทุนด้านโลจิสติกส์ยังคงเป็นปัจจัยกดดันมาร์จิ้น

Figure 28: ค่าการกลั่นของโรงกลั่นน้ำมันในประเทศไทย



Source: Company data and InnovestX Research

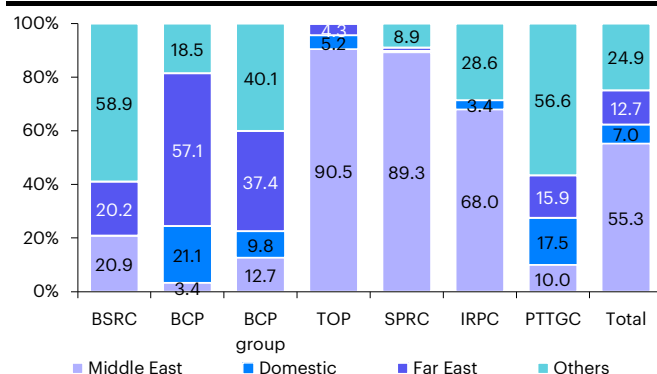
Figure 29: สัดส่วนผลิตภัณฑ์ของโรงกลั่นน้ำมันไทย (1H68)



Source: Company data and InnovestX Research

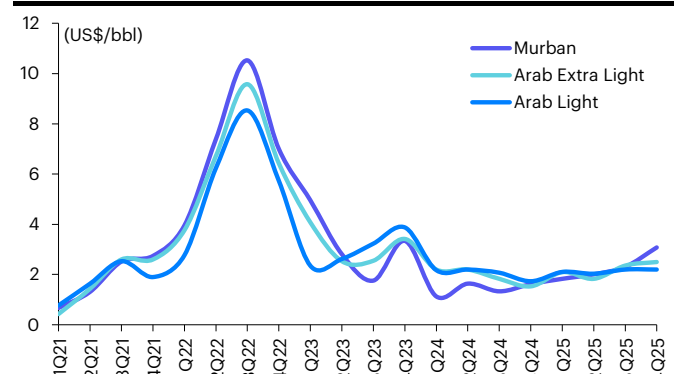
การจัดหาน้ำมันดิบยังคงเป็นความท้าทายหลักของโรงกลั่นไทย โรงกลั่นไทยจัดหาน้ำมันดิบจากตะวันออกกลางคิดเป็น 55% ของปริมาณทั้งหมดในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2568 ซึ่งทำให้มีความเสี่ยงจากนโยบายของ OPEC อย่างไรก็ตาม การเพิ่มกำลังการผลิตล่าสุดของ OPEC อาจเป็นผลดีต่อผู้ประกอบการไทย ผ่านต้นทุนวัตถุดิบและเชื้อเพลิงที่ลดลง เพื่อกระจายความเสี่ยงและลดความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์ โรงกลั่นไทยจึงเพิ่มการนำเข้าน้ำมันดิบจากสหรัฐ โดยอาศัยราคาน้ำมันดิบหวานที่แข่งขันได้ และสอดคล้องกับแนวทางการเจรจาการค้าของภาครัฐ ตัวอย่างเช่น PTT ได้จัดตั้ง “War Room” เพื่อติดตามแนวโน้มตลาดโลกและเพิ่มประสิทธิภาพการจัดการน้ำมันดิบ การดำเนินการเหล่านี้สะท้อนยุทธศาสตร์ระดับประเทศในการลดการพึ่งพาน้ำมันดิบจากตะวันออกกลาง หลังจากที่ผลประกอบการได้รับแรงกดดันจากความตึงเครียดในภูมิภาค

Figure 30: แหล่งน้ำมันดิบของโรงกลั่นน้ำมันไทย



Source: Ministry of Energy, Company data and InnovestX Research

Figure 31: ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบ

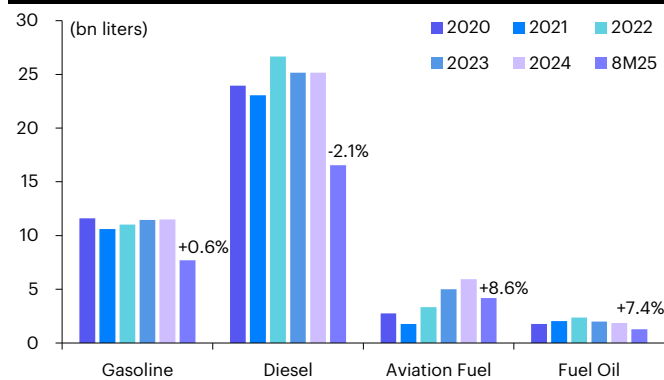


Source: TOP and InnovestX Research

ธุรกิจการตลาดน้ำมัน – การฟื้นตัวของอุปสงค์ชะลอลง

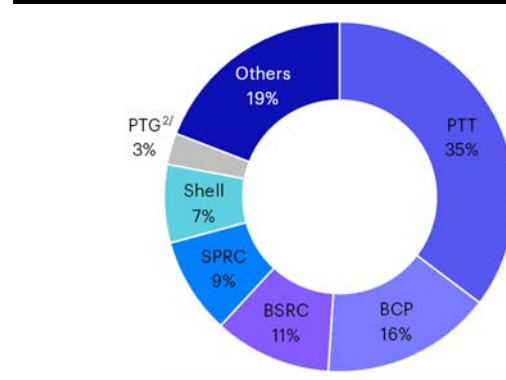
ยอดขายน้ำมันในประเทศไทยในช่วง 8 เดือนแรกของปี 2568 ยอดขายน้ำมันในประเทศไทยช่วง 8M25 (เบนซิน, ดีเซล, น้ำมันอากาศยาน และน้ำมันเตา) เพิ่มขึ้นเล็กน้อย 0.4% YoY อยู่ที่ 122 ล้านลิตร/วัน โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์น้ำมันอากาศยานที่เพิ่มขึ้น 8.6% YoY อุปสงค์น้ำมันดีเซลและเบนซินลดลง 1.3% YoY สะท้อนกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ชะลอตัว และการใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าและไฮบริดที่เพิ่มขึ้น การเติบโตของการใช้น้ำมันอากาศยานชะลอลงเมื่อเทียบกับการเติบโต 18.7% ในปี 2567 การฟื้นตัวของอุปสงค์น้ำมันอากาศยานต่ำกว่าคาด โดยเพิ่มขึ้นเป็น 88% ของระดับก่อนโควิด เทียบกับ 83% ในปี 2567 และ 24% ในปี 2564 ซึ่งเป็นช่วงที่การเดินทางทางอากาศได้รับผลกระทบหนักที่สุดจากการระบาด การฟื้นตัวของการบินน้ำมันอากาศยานยังสอดคล้องกับการเดินทางทางอากาศที่อยู่ที่ 88% ของระดับก่อนโควิด โดยได้รับผลกระทบจากอุตสาหกรรมท่องเที่ยวที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด นักวิเคราะห์ด้านการท่องเที่ยวของ INVTX คาดว่าการท่องเที่ยวไทยในปี 2568 จะยังต่ำกว่าระดับก่อนโควิด โดยมีนักท่องเที่ยวต่างชาติ 33.8 ล้านคน ลดลง 5% YoY จากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง 30% YoY ตัวเลขนี้ถูกปรับลดลงอย่างมีนัยสำคัญจากประมาณการเดิมที่ 40 ล้านคนเมื่อต้นปี

Figure 32: ปริมาณการขายน้ำมันในประเทศไทย



Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

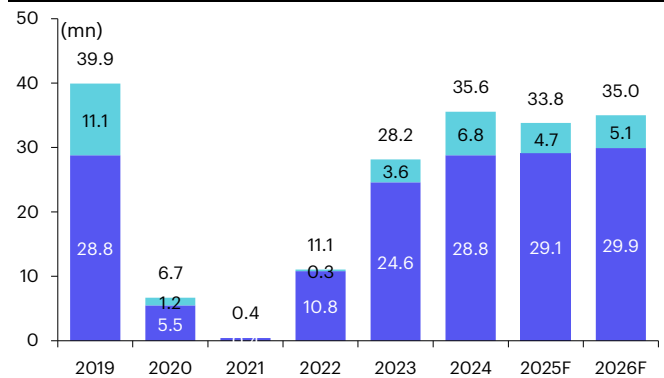
Figure 33: ส่วนแบ่งตลาดของปริมาณการขายน้ำมัน^{1/} (8M68)



Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

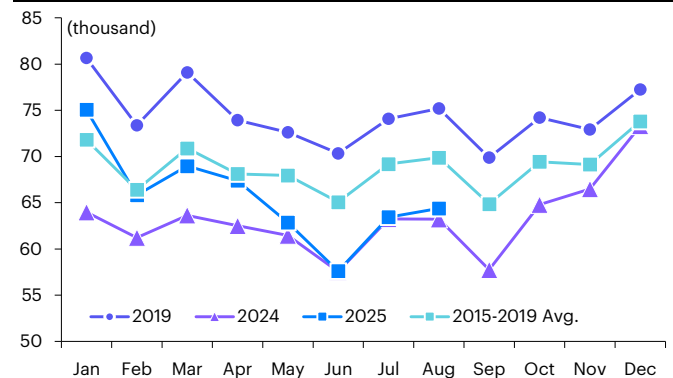
Note: 1/ Including diesel and gasoline; 2/ Not including associates

Figure 34: International tourist arrivals



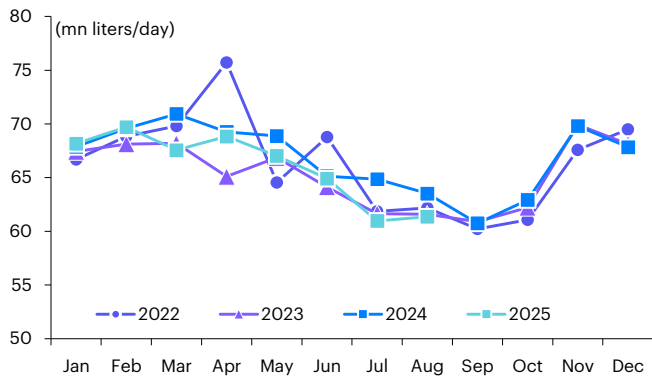
Source: Ministry of Tourism and Sports and InnovestX Research

Figure 35: Total aircraft movement

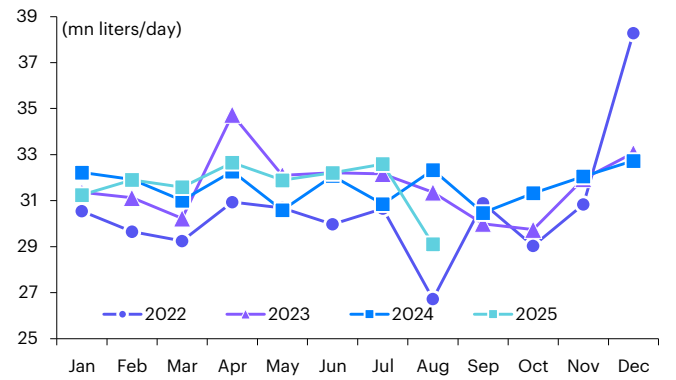


Source: Airport of Thailand and InnovestX Research

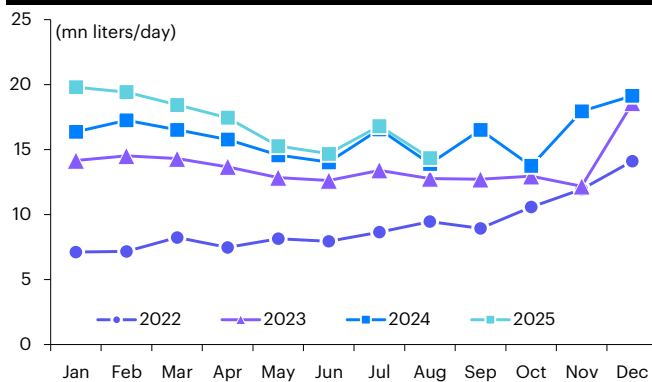
การใช้น้ำมันดีเซลในไทยลดลง 2.1% YoY ในช่วง 8M68 โดยปริมาณการใช้รายวันลดลง 1.7% มาอยู่ที่ 68.1 ล้านลิตร/วัน – ต่ำสุดนับตั้งแต่หลังโควิด สาเหตุหลักมาจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่อ่อนตัวและการใช้งานรถยนต์ไฟฟ้าในภาคขนส่งเชิงพาณิชย์ที่เพิ่มขึ้น อุปสงค์น้ำมันเบนซินเพิ่มขึ้นเล็กน้อย (+0.6% YoY) แต่ยังต่ำกว่าระดับก่อนโควิด 2% สะท้อนการใช้งานรถยนต์ BEV, HEV และ PHEV ที่แพร่หลายมากขึ้น ณ เดือนกันยายน 2568 รถยนต์ไฟฟ้าคิดเป็น 4.4% ของรถยนต์นั่งที่จดทะเบียนทั้งหมด เพิ่มขึ้นจาก 0.9% ในปี 2562 รถยนต์พลังงานใหม่ (NEV) คิดเป็น 43% ของการจดทะเบียนรถยนต์ 4 ล้อใหม่ในช่วง 9M68 เพิ่มขึ้นจาก 32% ในปี 2567 สะท้อนการเปลี่ยนแปลงเชิงโครงสร้างของแนวโน้มอุปสงค์เชื้อเพลิงในประเทศไทย

Figure 36: ปริมาณการขาย – น้ำมันดีเซล

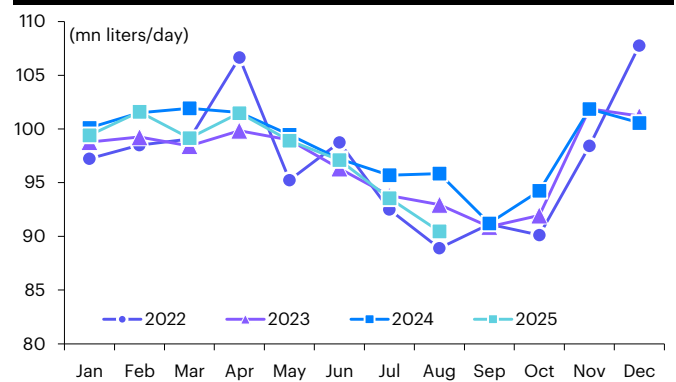
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

Figure 37: ปริมาณการขาย – น้ำมันเบนซิน

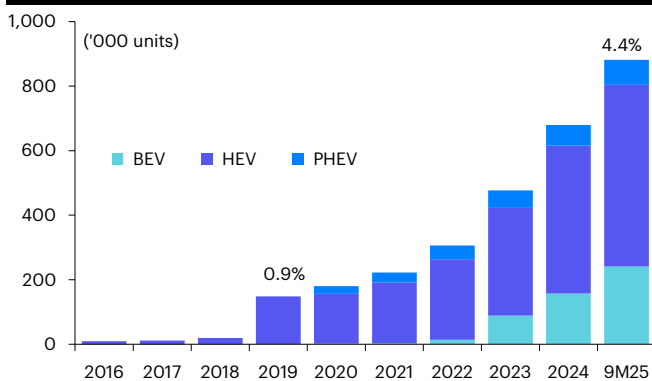
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

Figure 38: ปริมาณการขาย – น้ำมันอากาศยาน

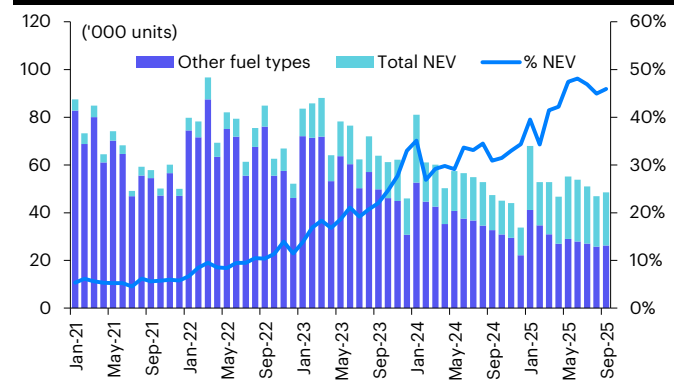
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

Figure 39: ปริมาณการขาย – น้ำมันเบนซิน + ดีเซล

Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

Figure 40: ยอดจดทะเบียน EV สัปดาห์ทั้งหมด

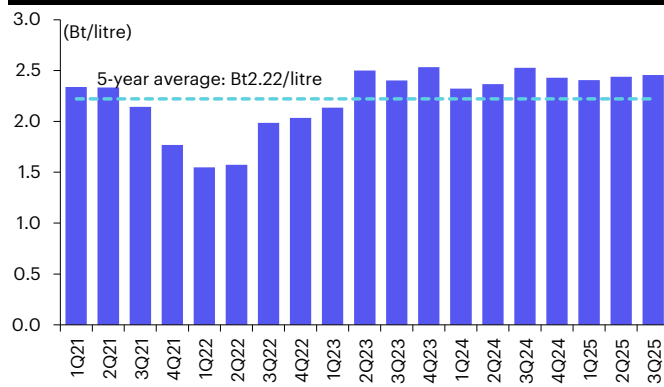
Source: Ministry of Transport and InnovestX Research

Figure 41: สัดส่วน EV ต่อรถยนต์นั่งส่วนบุคคลที่จดทะเบียนใหม่

Source: Ministry of Transport and InnovestX Research

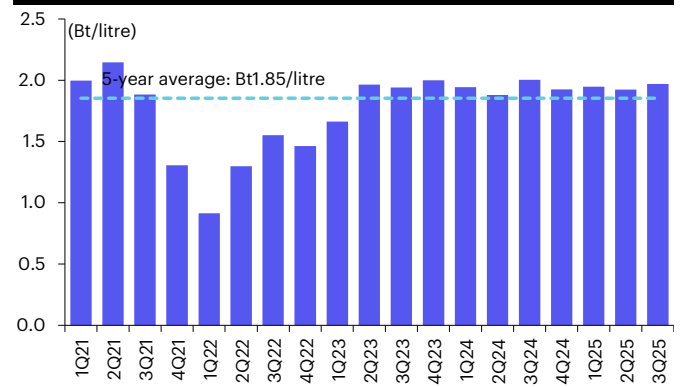
ค่าการตลาดสามารถรักษาระดับไว้ได้ท่ามกลางราคาน้ำมันที่ลดลง เนื่องจากการไม่มีการแทรกแซงเพิ่มเติมจากรัฐบาลเพื่อตรึงราคาน้ำมันในประเทศหลังจากราคาน้ำมันในตลาดโลกมีแนวโน้มลดลง ค่าการตลาดน้ำมันใน 3Q68 จึงอยู่ในระดับทรงตัว QoQ ที่ 2.4 บาท/ลิตร เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 2.2 บาท/ลิตร ปัจจัยหนุนมาจากค่าการตลาดน้ำมันดีเซลที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเป็น 1.94 บาท/ลิตร เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 1.85 บาท/ลิตร แม้ว่าราคาขายปลีกจะยังคงถูกตรึงไว้ที่ 32 บาท/ลิตรในช่วง 3Q68 ซึ่งเป็นผลมาจากราคาน้ำมันโลกที่ลดลง รัฐบาลได้ลดเพดานราคาลงเป็น 31.50 บาท/ลิตร ในช่วงต้นเดือนต.ค. 2568 และ 31 บาท/ลิตร ตั้งแต่วันที่ 21 ต.ค. เป็นต้นไป โดยได้รับแรงหนุนจากฐานการเงินของกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงที่ดีขึ้น ณ เดือนต.ค. 2568 ฐานการเงินที่ติดลบของกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงปรับตัวดีขึ้นเหลือติดลบเพียง 1.6 หมื่นลบ. ลดลงจาก 7.8 หมื่นลบ. ในช่วงต้นปี 2568 ซึ่งส่วนใหญ่เป็นผลมาจากการอุดหนุน LPG ส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจน้ำมันเปลี่ยนมาเป็นบวกตั้งแต่เดือนพ.ค. 2568 ความเสี่ยงที่สำคัญสำหรับค่าการตลาด คือ ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ยืดเยื้อซึ่งอาจกระตุ้นให้ราคาน้ำมันโลกปรับตัวเพิ่มขึ้น แม้ว่าความเสี่ยงนี้จะลดลงในช่วงหลัง

Figure 42: ค่าการตลาด (รวม)



Source: EPPO and InnovestX Research

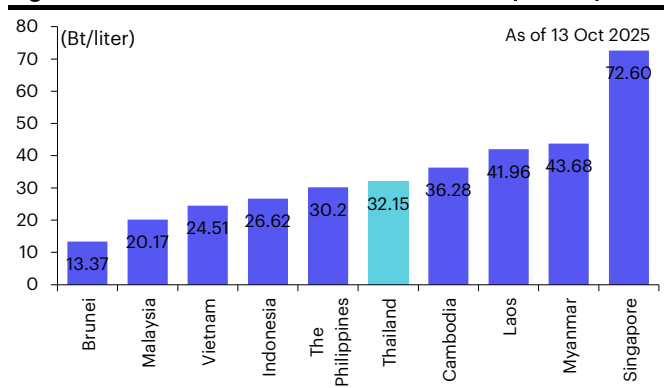
Figure 43: ค่าการตลาด (น้ำมันดีเซล)



Source: EPPO and InnovestX Research

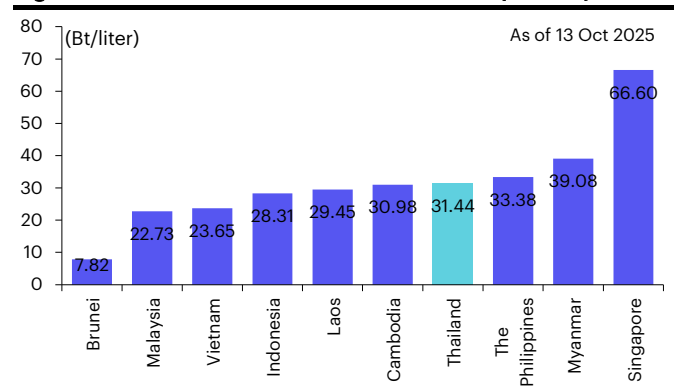
ราคาน้ำมันขายปลีกในประเทศไทยยังคงแข่งขันได้ ราคาน้ำมันขายปลีกของไทยยังคงอยู่ในระดับกลางเมื่อเทียบกับประเทศเพื่อนบ้านในอาเซียน แม้ว่าไทยจะนำเข้าน้ำมันเกือบ 90% ของปริมาณน้ำมันทั้งหมด ต่างจากประเทศผู้ส่งออกสุทธิอย่างบรูไนและมาเลเซีย การเปรียบเทียบราคาน้ำมันดีเซลยังแสดงให้เห็นว่าประเทศไทยให้เงินอุดหนุนต่ำกว่าประเทศผู้นำเข้าน้ำมันสุทธิอื่นๆ ซึ่งบ่งชี้ถึงการแทรกแซงของรัฐบาลที่ค่อนข้างจำกัด ยกตัวอย่างเช่น อินโดนีเซียมีโครงการอุดหนุนน้ำมันเชื้อเพลิงที่ครอบคลุมมากที่สุดแห่งหนึ่งในอาเซียน โดยน้ำมันดีเซลและน้ำมันเบนซินได้รับเงินอุดหนุนผ่าน Pertamina ซึ่งเป็นบริษัทน้ำมันของรัฐ เงินอุดหนุนน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นองค์ประกอบสำคัญของงบประมาณแผ่นดิน โดยในปี 2567 รัฐบาลอินโดนีเซียได้จัดสรรเงินอุดหนุนด้านพลังงานกว่า 300 ล้านล้านรูเปียห์ (ประมาณ US\$2 หมื่นล้าน) ทำให้เกิดความกังวลเกี่ยวกับความยั่งยืนทางการคลังและเบียดบังการใช้จ่ายด้านอื่นๆ ขณะที่เวียดนาม (เช่นเดียวกับไทย) ใช้กองทุนรักษาเสถียรภาพราคาน้ำมันในการบริหารจัดการต้นทุนน้ำมัน โดยมีการกบฏทวนราคาน้ำมันเป็นระยะๆ และจะมีการอุดหนุนชั่วคราวในช่วงที่ราคาพุ่งสูงขึ้นเพื่อจำกัดความผันผวนโดยไม่กระทบต่อดุลการคลัง

Figure 44: เปรียบเทียบราคาน้ำมันเบนซินขายปลีก (อาเซียน)



Source: EPPO and InnovestX Research

Figure 45: เปรียบเทียบราคาน้ำมันดีเซลขายปลีก (อาเซียน)



Source: EPPO and InnovestX Research

แนวโน้มผลประกอบการ 3Q68 - โดยรวมดีขึ้น QoQ

เราคาดว่าแนวโน้มผลประกอบการของบริษัทน้ำมันและก๊าซในประเทศไทยโดยรวมจะยังคงเป็นบวกใน 3Q68 และ 4Q68 แต่อาจจะเห็นกำไรของ TOP ลดลงชั่วคราวใน 3Q68 จากการปิดซ่อมบำรุง CDU-3 ซึ่งส่งผลกระทบต่อปริมาณการขายและค่าการกลั่น แต่ผลกระทบดังกล่าวจะถูกชดเชยบางส่วนโดยกำไรจากสต็อกน้ำมัน ขณะที่ PTTEP เผชิญแรงกดดันจากราคาน้ำมันที่ลดลงใน 3Q68 แต่คาดว่าจะฟื้นตัวใน 4Q68 จากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น ส่วน BCP และ BSRC จะได้รับประโยชน์จากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้น ค่าการกลั่นที่ปรับตัวดีขึ้น และส่วนแบ่งกำไรจาก BCPG กับ OKEA ด้าน IRPC และ SPRC อาจได้รับผลกระทบจากค่าการกลั่นตลาดที่ลดลง แต่จะได้แรงหนุนจากขาดทุนสต็อกที่ลดลงและการควบคุมต้นทุนที่ดีขึ้น สำหรับ OR ผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้น เนื่องจากผลกระทบจาก lag time ในการปรับราคาน้ำมันเครื่องบินจะลดลง และความต้องการใช้เชื้อเพลิงสำหรับการขนส่งจะเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล กำไรของ PTT น่าจะได้รับแรงหนุนจากกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นของกลุ่มธุรกิจ P&R ขณะที่คาดว่า การหยุดซ่อมบำรุงโรงแยกก๊าซจะส่งผลกระทบต่อกำไรจากธุรกิจก๊าซ

Figure 46: กำไรสุทธิรายไตรมาสของบริษัทน้ำมันและก๊าซ

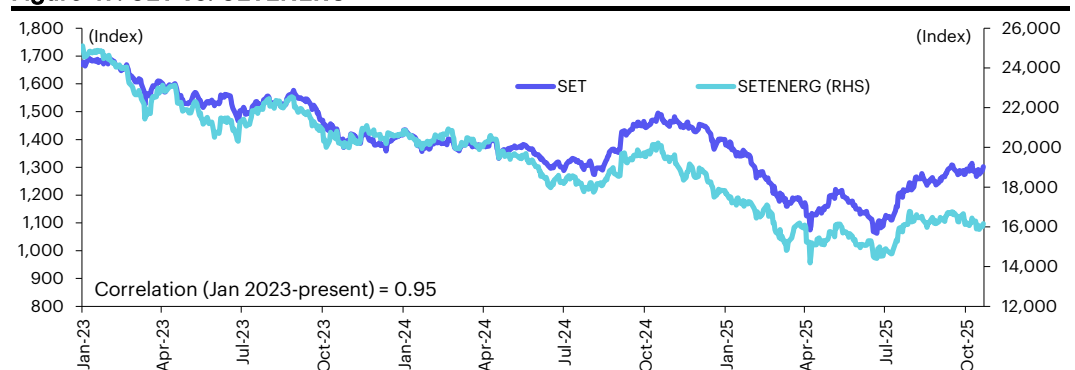
Company	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25F		4Q25F	
					YoY	QoQ	YoY	QoQ
BCP	(2,093)	16	2,115	(2,560)	+	+	+	+
Higher profit from BSRC, BCPG and OKEA to boost 3Q25 and 4Q25								
BSRC	(1,735)	(1,031)	203	(2,006)	+	+	+	+
3Q25 is driven by higher crude run and better operating GRM								
IRPC	(4,880)	(1,125)	(1,206)	(2,132)	+	+	+	+
Lower inventory loss and better cost management								
OR	(1,609)	2,999	4,379	2,232	+	+	+	+
Lower negative impact from lag before jet fuel prices adjust								
PTT	16,324	9,312	23,315	21,533	+	+	+	+
3Q25 profit driven by better P&R earnings								
PTTEP	17,865	18,299	16,561	13,515	-	+	+	+
3Q25 to be hit by lower oil price, 4Q25 driven by sales volume								
SPRC	(2,216)	162	714	(812)	+	+	+	+
Lower inventory loss and better cost management								
TOP	(4,218)	2,767	3,504	6,476	+	-	-	+
QoQ drop in 3Q25 is due to major maintenance shutdown of CDU-3								

Source: Company data and InnovestX Research

หุ้นเด่น – โรงกลั่นน้ำมันอยู่ในจุดที่ได้เปรียบ ควรเลือกลงทุนแบบ Selective

SETENERG ปรับตัวต่ำกว่า SET เล็กน้อยในปี 2568 SETENERG ปรับลดลง -9% YTD เทียบกับ SET ที่ลดลง -7% YTD โดยมีความสัมพันธ์สูงถึง 95% ตั้งแต่ปี 2566 กลุ่มโรงกลั่น (-15% YTD) เป็นตัวต่อหลักของดัชนี แม้กลุ่มผู้ผลิตไฟฟ้าจะปรับตัวเพิ่มขึ้น +4% YTD ราคาน้ำมันที่อ่อนตัวส่งผลให้เกิดขาดทุนจากสต็อกและค่าการกลั่นที่ต่ำกว่าคาด จากแรงกดดันด้านกำลังการผลิตใหม่และอุปสงค์ที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด ภาคพลังงานยังถูกกดดันจากการเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่อ่อนแอและอุปสงค์น้ำมันที่ชะลอตัว ซึ่งยังรุนแรงขึ้นจากการขึ้นภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ โดยรวมแล้ว ปัจจัยกดดันจากเศรษฐกิจมหภาคและค่าการกลั่นที่อ่อนตัวเป็นความท้าทายหลักของกลุ่มพลังงานในปี 2568

Figure 47: SET vs. SETENERG



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

การขายสินทรัพย์เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพทางการเงินอยู่ระหว่างดำเนินการ บริษัทร่วมของ PTT ในกลุ่มปิโตรเคมีและโรงกลั่น ได้แก่ PTTGC และ TOP กำลังดำเนินการกลยุทธ์การขายสินทรัพย์เพื่อปลดปล่อยมูลค่า เสริมความแข็งแกร่งของงบดุล และเพิ่มประสิทธิภาพการใช้เงินทุน ทั้งสองบริษัทอยู่ระหว่างการขายสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานภายใต้แผนปรับโครงสร้าง A1-Core เพื่อเสริมฐานะการเงิน PTTGC ตั้งเป้าขายสินทรัพย์มูลค่า 30,000 ล้านบาท รวมถึงการประกาศขายสินทรัพย์โลจิสติกส์มูลค่า 9,200 ล้านบาท ซึ่งจะสร้างกำไร 2,300 ล้านบาท และประหยัดดอกเบี้ยได้ 240 ล้านบาท TOP ดำเนินการขายและเข้าคืนสินทรัพย์มูลค่า 18,200 ล้านบาท ซึ่งช่วยลดอัตรา

หนี้สินสุทธิต่อ EBITDA และสนับสนุนการลงทุนในโครงการ Clean Fuel Project PTT ผ่านบริษัท PTT Tank ได้รวมสินทรัพย์เพื่อเพิ่ม ROE และวางตำแหน่งเป็นผู้นำด้านโครงสร้างพื้นฐาน ธุรกิจเหล่านี้ช่วยเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน สภาพคล่อง และผลตอบแทนระยะยาวให้แก่ผู้ถือหุ้น แม้จะยังมีความเสี่ยงจากการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบและการดำเนินงาน แต่ประโยชน์เชิงกลยุทธ์ยังคงมีน้ำหนักมากกว่าความท้าทายระยะสั้น

นอกจากสองบริษัทข้างต้น IRPC กำลังศึกษาการขายสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานในลักษณะเดียวกัน โดยเน้นที่ท่าเรือน้ำลึก ท่อส่งน้ำมัน พาร์มตึงเก็บ และที่ดินที่ยังไม่ได้ใช้ประโยชน์ เพื่อเสริมความแข็งแกร่งของงบดุลและรักษาอันดับเครดิตระดับ Investment Grade

การปรับโครงสร้างพอร์ตธุรกิจปิโตรเคมีและโรงกลั่น PTT กำลังมองหาพันธมิตรเชิงกลยุทธ์เพื่อเสริมความแข็งแกร่งให้กับพอร์ตธุรกิจปิโตรเคมี โดยเน้นที่บริษัทร่วมด้านปิโตรเคมีและโรงกลั่นน้ำมัน พร้อมคงสัดส่วนการถือหุ้นใหญ่ คาดว่าจะได้พันธมิตรใหม่ภายในไตรมาส 2/2569 หลังจากคัดเลือกเบื้องต้นเสร็จสิ้นภายในสิ้นปี 2568 ไม่มีแผนควบรวมกิจการขนาดใหญ่ในระยะสั้น แต่การร่วมมือจะช่วยให้เพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันและปลดล็อกมูลค่าในระยะยาว ฝ่ายบริหารมีเป้าหมายลดผลกระทบต่อผู้ถือหุ้นเดิมให้น้อยที่สุด เพื่อรักษาการสนับสนุนต่อแผนปรับโครงสร้าง กลยุทธ์นี้มีความสำคัญในช่วงที่อุตสาหกรรมปิโตรเคมีกำลังเผชิญวิกฤตจากภาวะอุปทานล้นตลาดทั่วโลกและการปรับสมดุลกำลังการผลิตที่ล่าช้า ซึ่งทำให้การจัดพอร์ตเชิงกลยุทธ์เป็นสิ่งจำเป็นในการรับมือกับความท้าทายของอุตสาหกรรม

ธุรกิจ E&P อาจได้รับผลกระทบจากราคาน้ำมันที่ลดลง ราคา้ำมันที่ลดลงเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อธุรกิจ E&P รวมถึง PTTEP ประมาณ 30% ของยอดขายของบริษัทอิงราคาน้ำมันตลาดจร ขณะที่อีก 70% อิงราคาสำเร็จ 3-12 เดือน ทุกการลดลงของราคาน้ำมัน Brent US\$1/บาร์เรล จากสมมติฐานปี 2569 ที่ US\$66/บาร์เรล จะกระทบกำไรสุทธิของ PTTEP รว 2.5% หากราคาน้ำมันในระยะยาวลดลงเหลือ US\$64/บาร์เรล จะกระทบต่อมูลค่าพื้นฐานของหุ้น PTTEP รว 5 บาท/หุ้น จากราคาเป้าหมายปัจจุบันที่ 147 บาท แม้ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์อาจสร้างโอกาสในการเก็งกำไรระยะสั้น แต่แนวโน้มราคาน้ำมันที่ลดลงในระยะยาวยังเป็นปัจจัยลบต่อธุรกิจต้นน้ำอย่าง PTTEP อย่างไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ “Outperform” จากมูลค่าที่น่าสนใจ (PBV ปี 2569 ที่ 0.8 เท่า) และอัตราผลตอบแทนเงินปันผลที่ 7% งบดุลที่แข็งแกร่ง (อัตราหนี้สินสุทธิต่อทุนที่ 0.1 เท่า) จะช่วยให้บริษัทสามารถจ่ายเงินปันผลได้ต่อเนื่องในช่วงปี 2568-2570

Figure 48: PTTEP: ความอ่อนไหวของราคาน้ำมันต่อกำไรและราคาเป้าหมาย

Brent oil price - 2026 (US\$/bbl)	60	62	64	66	68	70	72
2026 net profit (Btmn)	46,750	49,690	52,630	55,569	58,509	61,449	64,388
% change from the current forecast	-16%	-11%	-5%	0%	5%	11%	16%
LT Brent oil price (US\$/bbl)	50	55	60	64	70	75	80
Target price, mid-2026 (Bt/share)	79	103	127	147	177	202	226
% change from the current TP	-46%	-30%	-14%	0%	20%	37%	54%

Source: InnovestX Research

ผู้เล่นแบบครบวงจรและโรงกลั่นน้ำมันยังเป็นผู้เลือกที่น่าสนใจ ในภาวะราคาน้ำมันโลกที่ลดลง เรายังคงคำแนะนำ “Selective Buy” สำหรับหุ้นกลุ่มพลังงาน เราให้น้ำหนักกับผู้ผลิตน้ำมันแบบครบวงจรและโรงกลั่นที่มีการดำเนินงานหลากหลาย ซึ่งสามารถบริหารจัดการแรงกดดันด้านมาร์จิ้นได้ดีกว่า ในกลุ่มหุ้นพลังงานไทย เราเลือก PTT และ TOP เป็นหุ้นเด่น PTT มีโมเดลธุรกิจแบบครบวงจรและงบดุลที่แข็งแกร่ง ทำให้สามารถรับมือกับความผันผวนของราคาน้ำมันดิบได้ดี พร้อมรักษากระแสเงินสดให้มั่นคง ขณะที่ TOP ได้รับประโยชน์โดยตรงจากการฟื้นตัวของค่าการกลั่นตลาด จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กลั่นกลางที่สูงขึ้น อุปสงค์ตามฤดูกาล ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้น และต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง ความสามารถในการกลั่นที่ซับซ้อนและการลงทุนปรับปรุงโรงกลั่นช่วยเพิ่มความสามารถในการรักษามาร์จิ้น ทั้งสองบริษัทมีมูลค่าที่น่าสนใจและให้ผลตอบแทนเงินปันผลที่มั่นคง จึงเป็นตัวเลือกลงทุนที่น่าสนใจในภาวะเศรษฐกิจที่ผันผวน ลักษณะเชิงรับและความสามารถในการคาดการณ์กำไรของทั้งสองบริษัท ช่วยเสริมความมั่นคงให้กับพอร์ตการลงทุนในช่วงเข้าสู่ปี 2569

หุ้นเด่นอันดับ 1 – PTT (ราคาเป้าหมาย 39 บาท): โมเดลธุรกิจแบบบูรณาการช่วยลดความผันผวนของกำไร

ความยืดหยุ่นของกำไรจากโมเดลธุรกิจแบบบูรณาการ โมเดลธุรกิจแบบบูรณาการของ PTT ยังคงสนับสนุนเสถียรภาพของกำไร ท่ามกลางความผันผวนของราคาน้ำมันและปิโตรเคมี PTT มีการดำเนินธุรกิจครอบคลุมตั้งแต่ต้นน้ำ (E&P) กลางน้ำ (ธุรกิจก๊าซ) ไปจนถึงปลายน้ำ (ปิโตรเคมีและไฟฟ้า) ซึ่งช่วยสร้างพอร์ตที่สมดุล โดยเฉพาะธุรกิจก๊าซที่สร้างกระแสเงินสดสม่ำเสมอ ช่วยลดผลกระทบจากความผันผวนของตลาด แม้การแข่งขันในตลาดนำเข้า LNG ของไทยจะเพิ่มขึ้น แต่โครงสร้างธุรกิจที่หลากหลายของ PTT ช่วยเสริมความแข็งแกร่งและลดความเสี่ยงจากการชะลอตัวเฉพาะกลุ่ม

ปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานในกลุ่มปิโตรเคมีและโรงกลั่นผ่านการขายสินทรัพย์ โครงการ A1-Core ของ PTT มุ่งปรับโครงสร้างสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานด้านพลังงาน โดยรวมสินทรัพย์ท่าเรือและถังเก็บไว้ภายใต้ PTT Tank เพื่อเพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงานและการใช้สินทรัพย์ ผ่านการซื้อขายสินทรัพย์ การเข้าคืน และการร่วมมือเชิงกลยุทธ์กับ PTTC และ TOP โครงการนี้ช่วยปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์ เสริมงบดุล และสนับสนุนเป้าหมายด้านการลดคาร์บอน ด้วยมูลค่าโครงการรวมสูงสุด 46.6 พันล้านบาท การดำเนินการนี้ช่วยเพิ่ม ROE และความสามารถในการทำกำไร การขายสินทรัพย์เชิงกลยุทธ์นี้ช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นทางการเงิน และวางตำแหน่ง PTT ให้เป็นผู้นำด้านโครงสร้างพื้นฐาน สอดคล้องกับเป้าหมายการเติบโตและความยั่งยืนในระยะยาว

คาดการณ์กำไรปี 2569F ปรับลงเพียงเล็กน้อย YoY แม้ราคาน้ำมันลดลง คาดว่ากำไรปี 2569F ของ PTT จะลดลง 4.9% YoY โดยได้รับแรงหนุนจากการฟื้นตัวของกำไรในกลุ่มปิโตรเคมีและโรงกลั่น ซึ่งจะชดเชยกำไรจากธุรกิจต้นน้ำที่ชะลอตัว กำไรจากธุรกิจก๊าซคาดว่าจะทรงตัว YoY โดยมี EBITDA margin ที่คงที่ในทุกหน่วยธุรกิจ ได้แก่ การขนส่งก๊าซ การจัดหาและการตลาด และโรงแยกก๊าซ กำไรจากธุรกิจ E&P มีแนวโน้มอ่อนตัวลงจากราคาน้ำมันที่ลดลง แม้ว่าปริมาณขายจะเพิ่มขึ้น

มูลค่าน่าสนใจจากโครงสร้างธุรกิจที่หลากหลาย เราคงคำแนะนำ “OUTPERFORM” โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 39 บาท อิงจากวิธีประเมิน SOTP PTT ซื้อขายที่ PBV ปี 2569 เพียง 0.7 เท่า และ PER ที่ 9.9 เท่า ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปี อย่างมีนัยสำคัญ อัตราผลตอบแทนเงินปันผลมากกว่า 6% เพิ่มความน่าสนใจ โดยได้รับการสนับสนุนจากกระแสเงินสดและฐานะการเงินที่แข็งแกร่ง

ปัจจัยเสี่ยงหลัก ได้แก่ การชะลอตัวของเศรษฐกิจ ความผันผวนของราคาน้ำมัน การด้อยค่าของสินทรัพย์ การเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบ และการแทรกแซงราคาขายปลีกน้ำมันของภาครัฐ ความเสี่ยงด้าน ESG ได้แก่ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

Figure 49: Forecasts and valuation – PTT

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	3,144,884	3,090,453	2,920,859	2,848,027	2,825,216
EBITDA	(Btmn)	442,938	411,782	416,426	411,848	403,929
Core profit	(Btmn)	102,933	81,770	96,648	91,934	93,310
Reported profit	(Btmn)	112,024	90,072	101,344	91,934	93,310
Core EPS	(Bt)	3.60	2.86	3.38	3.22	3.27
DPS	(Bt)	2.00	2.10	2.10	2.10	2.10
P/E, core	(x)	8.8	11.1	9.4	9.9	9.7
EPS growth, core	(%)	(35.9)	(20.6)	18.2	(4.9)	1.5
P/BV, core	(x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	(%)	6.5	5.0	5.7	5.2	5.1
Dividend yield	(%)	6.3	6.6	6.6	6.6	6.6
EV/EBITDA	(x)	3.4	3.5	2.8	2.5	2.2

Source: InnovestX Research

หุ้นเด่นอันดับ 2 – TOP (ราคาเป้าหมาย 42 บาท): ตัวแทนการฟื้นตัวของค่าการกลั่น พร้อมงบดุลที่แข็งแกร่ง

TOP ได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น เรายังคงมุมมองเชิงบวกต่อค่าการกลั่น โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์กลั่นกลางซึ่งเป็นตัวขับเคลื่อนหลักของ GRM ด้วยสัดส่วนการผลิตผลิตภัณฑ์กลั่นกลางที่สูง (54% ใน 1H25) TOP จึงได้รับประโยชน์อย่างมีนัยสำคัญ และเป็นตัวแทนสำคัญของการฟื้นตัวของ GRM ในประเทศไทย

การขายสินทรัพย์เพื่อเสริมงบดุล TOP ประกาศแผนขายสินทรัพย์เชิงกลยุทธ์ผ่านความร่วมมือกับ PTT Tank ภายใต้กรอบ “2S1P*” เพื่อปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์และลดภาระหนี้ ดิฉันจะสร้างกระแสเงินสดสุทธิ 18.2 พันล้านบาท ช่วยลดอัตราหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA จาก 10.38 เท่า เหลือ 8.54 เท่า ธุรกรรมนี้ช่วยเพิ่มสภาพคล่องและความยืดหยุ่นทางการเงินท่ามกลางความผันผวนของตลาด โดยมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงานต่ำ และได้รับการสนับสนุนจากกลุ่ม PTT อย่างแข็งแกร่ง การดำเนินการดังกล่าวสอดคล้องกับเป้าหมายการเติบโตอย่างยั่งยืนและการสร้างมูลค่าในระยะยาว

คาดการณ์กำไรฟื้นตัวในไตรมาส 4/2568 จากค่าการกลั่นที่ตื้อขึ้นและอัตราค่าการกลั่นที่สูงขึ้น เราคาดว่าค่าการกลั่นตลาดจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ในไตรมาส 4/2568 โดยส่วนต่างราคาดีเซลเฉลี่ยตั้งแต่ต้นไตรมาสอยู่ที่ US\$23/บาร์เรล เทียบกับ US\$18/บาร์เรลในไตรมาส 3/2568 ซึ่งได้รับผลกระทบจากการปิดซ่อมบำรุงและเหตุขัดข้องของโรงกลั่นในภูมิภาค ส่วนต่างราคาเบนซินก็ปรับตัวดีขึ้นเช่นกัน อยู่ที่ US\$13/บาร์เรล เทียบกับ US\$10/บาร์เรลในไตรมาสก่อน ค่าการกลั่นของ TOP ยังได้รับแรงหนุนจากเบิมน้ำมันดิบที่ลดลงต่ำกว่า US\$2/บาร์เรล จากอุปทานน้ำมันดิบตะวันออกกลางที่เพิ่มขึ้น การรับน้ำมันดิบของ TOP ในไตรมาส 4/2568 กลับสู่ระดับปกติตั้งแต่เดือนตุลาคม และเราคาดว่าเป้าหมายการกลั่นทั้งปี 107-108% ยังสามารถทำได้

ราคาเป้าหมาย 42 บาท อิงจาก PBV 0.5 เท่า (-1.5SD) เราแนะนำ “OUTPERFORM” สำหรับ TOP โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 42 บาท อิงจาก PBV ที่ 0.5 เท่า (-1.5SD) ซึ่งเทียบเท่า EV/EBITDA ที่ 11 เท่า ค่า PBV ที่ใช้ประเมินสูงขึ้นเล็กน้อยจากช่วง 3 เดือนก่อน สะท้อนมุมมองเชิงบวกต่อความคืบหน้าของโครงการ CFP และแนวโน้มกำไรที่ดีขึ้น การขายสินทรัพย์ที่กำลังดำเนินการอยู่จะช่วยเสริมงบดุลและสามารถใช้ในการระดมทุนสำหรับโครงการ CFP เราคาดว่ากำไรสุทธิ (ไม่รวมกำไรพิเศษจากการลงทุนใน CAP) จะฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญในปี 2569 จากฐานที่ต่ำในปี 2568 ซึ่งได้รับผลกระทบจากการปิดซ่อมบำรุง TOP เป็นตัวแทนการลงทุนในอุตสาหกรรมโรงกลั่นน้ำมันของไทยที่ได้รับประโยชน์จากค่าการกลั่นตลาดที่ฟื้นตัว

ปัจจัยเสี่ยงหลัก ได้แก่ ความผันผวนของราคาน้ำมันและค่าการกลั่น ราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลงซึ่งอาจนำไปสู่การขาดทุนจากสต็อกและอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ลดลง ความเสี่ยงอื่น ๆ ได้แก่ ความล่าช้าในการเริ่มต้นโครงการ CFP และต้นทุนที่อาจเกินงบประมาณ ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ ได้แก่ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมจากการดำเนินธุรกิจ และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบด้านการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

Figure 50: Forecasts and valuation – TOP

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	469,244	466,777	393,558	401,888	373,039
EBITDA	(Btmn)	37,359	20,999	16,632	24,807	28,105
Core profit	(Btmn)	22,080	8,412	2,787	11,234	13,781
Reported profit	(Btmn)	19,443	9,959	11,697	11,234	13,781
Core EPS	(Bt)	9.88	3.77	1.25	5.03	6.17
DPS	(Bt)	3.40	1.90	2.20	1.80	2.20
P/E, core	(x)	3.7	9.8	29.7	7.4	6.0
EPS growth, core	(%)	(34.2)	(61.9)	(66.9)	303.1	22.7
P/BV, core	(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	(%)	13.5	5.0	1.6	6.3	7.4
Dividend yield	(%)	9.2	5.1	5.9	4.9	5.9
EV/EBITDA	(x)	5.7	9.4	13.8	10.6	9.3

Source: InnovestX Research

การเปรียบเทียบด้าน ESG ของบริษัทน้ำมันและก๊าซ

ESG กลายเป็นพันธกิจสำคัญของบริษัทพลังงาน ภาคพลังงานของไทยกำลังอยู่ในช่วงหัวเลี้ยวหัวต่อ โดย ESG ได้กลายเป็นยุทธศาสตร์หลักที่หลีกเลี่ยงไม่ได้ บริษัทที่ปรับตัวให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากลและเพิ่มความโปร่งใส เช่น BCP, OR และ PTT ที่มีพัฒนาการอย่างต่อเนื่อง จะมีความพร้อมมากกว่าในการดึงดูดเงินทุน บริหารความเสี่ยง และรักษาการเติบโต คะแนน ESG ช่วยให้นักลงทุนประเมินความเสี่ยงและคุณภาพการกำกับดูแลของบริษัทได้ดีขึ้น ท่ามกลางกฎระเบียบที่เข้มงวดขึ้นและความคาดหวังของนักลงทุนที่เพิ่มขึ้น ช่วง 5 ปีข้างหน้าจะเป็นช่วงเวลาสำคัญ บริษัทที่เป็นผู้นำด้าน ESG จะมีความได้เปรียบ ขณะที่บริษัทที่ล่าช้าอาจเผชิญความเสี่ยงในการถูกทิ้งไว้เบื้องหลังในตลาดที่ขับเคลื่อนด้วยความยั่งยืนและการสร้างมูลค่าในระยะยาว

Figure 51: บริษัทพลังงานไทยที่มีผลงาน ESG โดดเด่น

Company	ESG Strengths	Key Initiatives
BCP	Renewable energy leadership	Expansion via BCPG, carbon neutrality roadmap, offshore energy partnerships
OR	Clean mobility & social impact	EV charging network, inclusive business model, strong community engagement
PTT	Integrated ESG strategy	Sustainability-linked bonds, asset monetization, ESG-aligned restructuring
PTTEP	Environmental protection & safety	Net-zero target, methane reduction, biodiversity and offshore safety programs
TOP	Refining efficiency & emissions	Clean Fuel Project (CFP), ESG-linked financing, energy efficiency upgrades

Source: Company data and InnovestX Research

กลุ่มพลังงานของไทยแสดงให้เห็นถึงความย้อนแย้งระหว่างการประเมิน ESG ในประเทศและระดับโลก แม้ว่าบริษัทพลังงานรายใหญ่จะได้รับ SET ESG Ratings สูง แต่หน่วยงานจัดอันดับ ESG ชั้นนำระดับโลก เช่น MSCI และ S&P กลับชี้ให้เห็นถึงความเสี่ยงที่สำคัญ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในบริษัทที่ยังพึ่งพาเชื้อเพลิงฟอสซิลเป็นหลัก ซึ่งชี้ให้เห็นว่าแม้กระทั่งบริษัทที่เป็นผู้นำด้าน ESG ในประเทศก็ยังมีความเสี่ยงด้าน ESG อย่างมีนัยสำคัญ เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุนและปรับตัวให้สอดคล้องกับมาตรฐานสากล กลุ่มพลังงานจึงจำเป็นต้องเพิ่มความโปร่งใส นำมาตรฐาน ESG ที่เป็นสากลมาปรับใช้ และเร่งการเปลี่ยนผ่านไปสู่พลังงานหมุนเวียนและการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์

Figure 52: ESG ratings ของบริษัทพลังงาน

Company	SET ESG Ratings	Morningstar Sustainalytics ESG Risk	Global ESG Ratings by Third Party									
			ESG Book		Moody's ESG Solutions		MSCI		Refinitiv		S&P Global	
			ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank	ESG	Rank
BCP	-	Medium	66.63	28 / 94	-	- / -	AA	2 / 71	65.21	48 / 200	85	11 / 175
BSRC	-	Severe	67.31	23 / 94	-	- / -	-	- / -	53.41	114 / 200	38	66 / 175
IRPC	-	Medium	60.27	55 / 94	-	- / -	BBB	31 / 71	79	11 / 200	72	38 / 175
OR	AAA	Medium	69.4	4 / 94	-	- / -	AA	2 / 71	-	- / -	89	3 / 175
PTT	AAA	High	77.21	1 / 94	44	10 / 23	AA	2 / 71	77.41	13 / 200	81	27 / 175
PTTEP	AA**	High	65.42	37 / 94	45	7 / 23	BBB	31 / 71	64.83	52 / 200	65	46 / 175
SPRC	-	High	69.72	6 / 94	-	- / -	BBB	31 / 71	59.89	87 / 200	30	92 / 175
TOP	AAA	Severe	65.81	26 / 94	47	6 / 23	BBB	31 / 71	74.02	23 / 200	83	21 / 175

Source: SET

Note: ESG Ratings Information by Third Parties

Information from global sustainability performance assessors who are partners of the Stock Exchange of Thailand:

Morningstar Sustainalytics – Sustainability risk assessment: Negligible, Low, Medium, High, Severe

ESG Book – Assessment score: 0–100

Moody's ESG Solutions – Assessment score: 0–100

MSCI – Assessment rating: CCC to AAA

Refinitiv – Assessment score: 0–100

S&P Global – Assessment score: 0–100

** Users of SET ESG Ratings should additionally verify information regarding environmental, social, or corporate governance issues of the company.

การลดคาร์บอนของบริษัทน้ำมันและก๊าซไทย บริษัทพลังงานชั้นนำของไทยหลายแห่งกำลังเร่งดำเนินการลดคาร์บอน โดยแต่ละบริษัทได้นำกลยุทธ์ที่แตกต่างกันมาใช้ตามลักษณะธุรกิจและเป้าหมายการเติบโตของตนเอง กลุ่ม PTT เป็นผู้นำด้วยแนวทางที่เน้นโครงสร้างพื้นฐานอย่างครอบคลุม โดยตั้งเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (net zero) ภายในปี 2593 พร้อมลงทุนในศูนย์ CCS ไฮโดรเจน และการเปลี่ยนผ่านสู่ดิจิทัล ขณะที่ PTTEP ซึ่งเป็นธุรกิจต้นน้ำของกลุ่ม เสริมแนวทางนี้ด้วยแผนงานที่เน้นเทคโนโลยี โดยเป็นผู้ริเริ่มโครงการ CCS แห่งแรกของไทย และกำลังศึกษา carbon credit tokenization และโครงการพลังงานลมนอกชายฝั่ง

สำหรับ TOP มุ่งเน้นไปที่นวัตกรรมผลิตภัณฑ์ โดยเปลี่ยนไปสู่ธุรกิจเคมีภัณฑ์คาร์บอนต่ำและเชื้อเพลิงการบินที่ยั่งยืน (SAF) ส่วน IRPC ยังคงให้ความสำคัญกับการเพิ่มประสิทธิภาพการผลิต ซึ่งสอดคล้องกับกลยุทธ์หลักของกลุ่ม PTT แต่ยังคงโครงการริเริ่มที่โดดเด่นของตัวเอง ขณะที่ OR สร้างความแตกต่างด้วยการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ที่ในฝั่งผู้บริโภค โดยขยายโครงสร้างพื้นฐานสำหรับรถยนต์ไฟฟ้า (EV) และแพลตฟอร์มการเดินทางดิจิทัล

BCP มีกลยุทธ์ที่โดดเด่นและหลากหลาย โดยผนวกรวมธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานสะอาด (กำลังการผลิต 2,054 เมกะวัตต์ใน 7 ประเทศ), ธุรกิจเชื้อเพลิงชีวภาพ (ผลิตน้ำมันเตา B24 สำหรับเรือเดินสมุทรเป็นรายแรกของไทยจากน้ำมันปรุงอาหารใช้แล้ว) และการออกหุ้นกู้เพื่ออนุรักษ์สิ่งแวดล้อมที่เชื่อมโยงกับคาร์บอน นอกจากนี้ การอัพเกรดโรงกลั่นและการเข้าสู่ธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียมในอ่าวไทยร่วมกับ Chevron ยังช่วยตอกย้ำความมุ่งมั่นในการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงานด้วย ในขณะที่ SPRC ให้ความสำคัญกับการเพิ่มประสิทธิภาพโรงกลั่นและความพร้อมสำหรับเศรษฐกิจหมุนเวียน กลยุทธ์ของบริษัทมุ่งเน้นไปที่การเพิ่มประสิทธิภาพกระบวนการผลิต การลดต้นทุนด้านโลจิสติกส์ และการบูรณาการร่วมกับพันธมิตรทางธุรกิจปิโตรเคมี โดยมีแผนปิดซ่อมบำรุงใหญ่ในปี 2569 เพื่อให้สามารถกลั่นน้ำมันดิบชนิดเบาได้มากขึ้น

โดยสรุปแล้ว ในขณะที่ PTT และ PTTEP เป็นแกนหลักในการสร้างโครงสร้างพื้นฐานเพื่อลดการปล่อยคาร์บอนในระดับประเทศ BCP กำลังก้าวขึ้นเป็นผู้นำด้านพลังงานสะอาดระดับภูมิภาค และ SPRC วางตำแหน่งตัวเองเพื่อมุ่งสู่ความเป็นเลิศในการปฏิบัติงานและการเติบโตแบบเศรษฐกิจหมุนเวียน ความหลากหลายของแนวทางเหล่านี้สะท้อนให้เห็นถึงการวางตำแหน่งเชิงกลยุทธ์ ฐานสินทรัพย์ และความพร้อมของแต่ละบริษัทในการสร้างมูลค่าในอนาคตที่

Figure 53: เปรียบเทียบจุดโฟกัสด้านการลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์

บริษัท	ความเป็นกลางทางคาร์บอน	เป้าหมาย Net Zero	จุดโฟกัสหลัก	จุดเด่นเฉพาะตัว
BCP	2573	2593	พลังงานสะอาด เชื้อเพลิงชีวภาพ หุ้นกู้เพื่ออนุรักษ์สิ่งแวดล้อม	พลังงานหมุนเวียนระดับภูมิภาค เชื้อเพลิงชีวภาพสำหรับการเดินเรือ และโครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล
IRPC	2593	2603	การควบคุมต้นทุนการดำเนินงาน	ไม่มีกลยุทธ์การลดก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์แยกออกมา
OR	2573	2593	โครงสร้างพื้นฐานสำหรับรถยนต์ไฟฟ้า และแพลตฟอร์มค้าปลีก	การสำรวจของผู้นักลงทุนและการเงินดิจิทัล
PTT	2582	2593	โครงสร้างพื้นฐาน CCS ไฮโดรเจน	การบูรณาการทั่วทั้งกลุ่มและการดำเนินการที่ขับเคลื่อนด้วยการเงิน
PTTEP	--	2593	CC, CCSaaS พลังงานหมุนเวียน ศูนย์ AI	การลงทุนที่ขับเคลื่อนด้วยเทคโนโลยีและเชื่อมโยงกับคาร์บอนเครดิต
SPRC	ไม่เปิดเผย	ไม่เปิดเผย	การเพิ่มประสิทธิภาพโรงกลั่น เศรษฐกิจหมุนเวียน	การดำเนินงานที่เน้นประสิทธิภาพเป็นหลัก การปรับปรุงโรงกลั่นให้สามารถกลั่นน้ำมันดิบเบาได้มากขึ้น และความพร้อมในการบูรณาการ
TOP	2593	2603	ประสิทธิภาพโรงกลั่น SAF เคมีภัณฑ์	การลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ที่เน้นผลิตภัณฑ์เป็นศูนย์กลาง

Source: Company filing, based on publicly available data as of September 2025.

Appendix:

Figure 54: PBV band – BCP

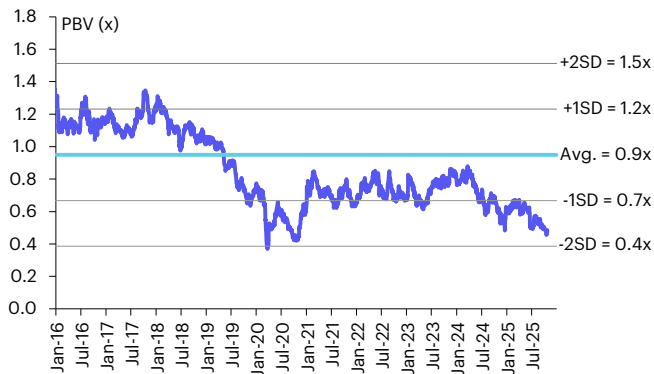


Figure 55: PBV band – BSRC

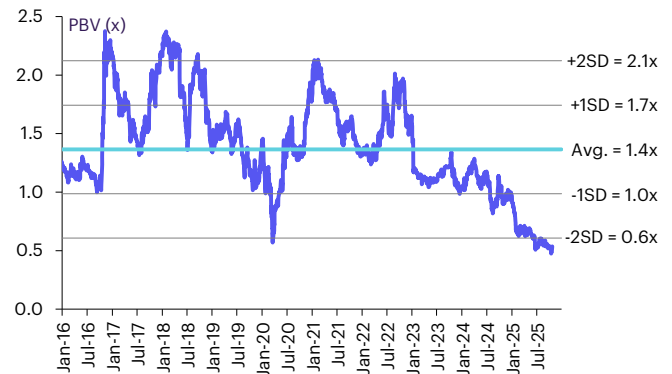


Figure 56: PBV band – IRPC

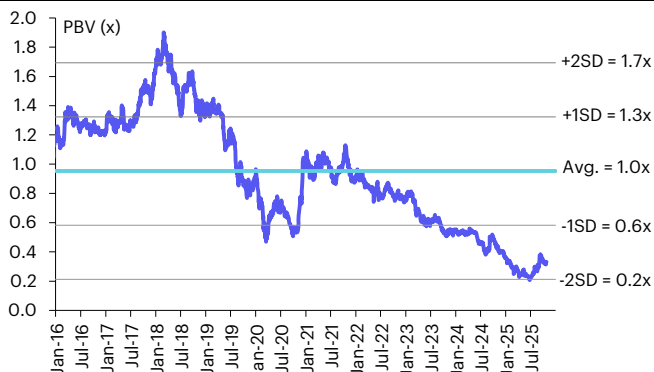


Figure 57: PBV band – OR

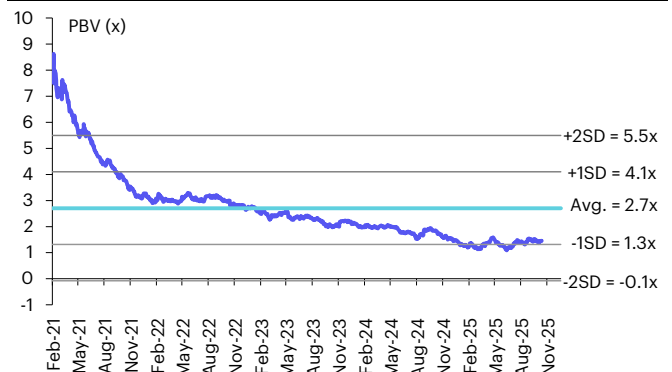


Figure 58: PBV band – PTT

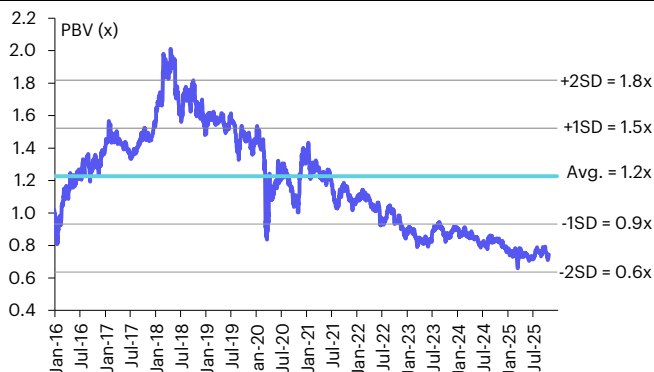


Figure 59: PBV band – PTTEP



Figure 60: PBV band – SPRC

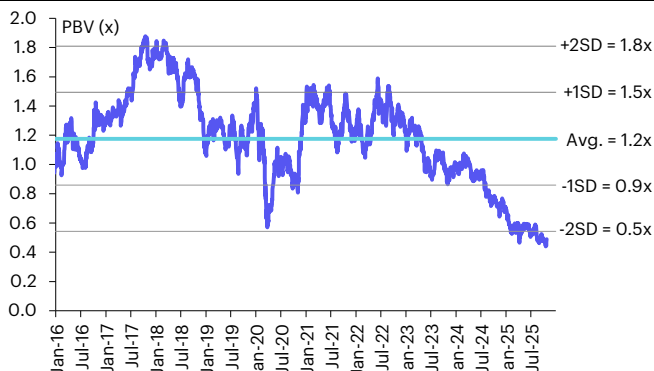


Figure 61: PBV band – TOP

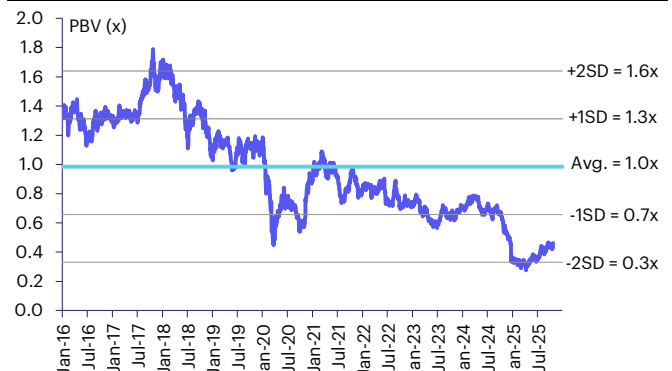


Figure 62: การเปลี่ยนแปลงของราคาหุ้น – กลุ่มน้ำมันและก๊าซไทย

(%)	-1M	-3M	-6M	-9M	-12M	YTD
SET	+3.2	+8.4	+13.9	-3.5	-10.0	-6.2
SETENERG	+1.0	+2.2	+7.3	-5.2	-15.9	-7.9
BCP	+0.0	-9.7	-12.9	-12.9	-9.0	-16.0
BSRC	+4.1	-7.7	-14.3	-28.5	-40.3	-42.9
IRPC	-1.7	+31.0	+35.7	-1.7	-23.0	-7.3
OR	+3.0	+6.9	+5.3	+17.8	-10.9	+4.5
PTT	-3.8	-0.8	+4.1	+1.6	-5.2	+0.0
PTTEP	-2.2	-3.9	+8.8	-10.1	-11.2	-6.3
SPRC	+3.0	-12.3	-9.8	-15.4	-28.7	-27.0
TOP	+7.2	+12.1	+49.2	+42.3	-19.6	+31.0

Source: SET and InnovestX Research

Figure 63: Valuation summary – กลุ่มพลังงาน (price as of Oct 24, 2025)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
BCP	Outperform	29.25	47.00	64.6	n.m.	5.0	4.3	n.m.	n.m.	16	0.7	0.6	0.6	(6)	9	9	3.6	3.9	6.2	3.6	2.9	2.5
BSRC	Neutral	4.40	5.00	13.6	n.m.	n.m.	6.8	n.m.	69	n.m.	0.6	0.6	0.6	(8)	(3)	9	1.8	0.0	0.0	27.7	10.7	5.5
IRPC	Underperform	1.12	1.00	(10.7)	n.m.	n.m.	8.7	(58)	76	n.m.	0.3	0.3	0.3	(8)	(2)	4	0.9	0.0	5.4	24.8	8.6	5.0
OR	Outperform	13.80	18.00	33.7	22.2	14.1	12.4	(33)	57	14	1.5	1.4	1.3	7	10	11	2.9	3.3	3.6	7.7	6.9	5.8
PTT	Outperform	31.00	39.00	32.6	10.8	9.2	9.6	(21)	18	(5)	0.8	0.7	0.7	5	6	5	6.8	6.8	6.8	3.5	2.7	2.5
PTTEP	Outperform	108.00	147.00	43.5	5.5	7.1	7.7	(1)	(22)	(8)	0.8	0.8	0.7	15	11	10	8.9	7.4	6.5	1.6	2.3	2.5
SPRC	Outperform	4.60	6.40	45.7	13.1	20.3	12.5	n.m.	(35)	62	0.5	0.5	0.5	4	3	4	8.7	6.5	8.7	4.5	5.3	3.6
TOP	Outperform	36.00	42.00	22.8	9.6	28.9	7.2	(62)	(67)	303	0.5	0.5	0.4	5	2	6	5.3	6.1	5.0	9.3	13.6	10.5
Average					12.2	14.1	8.6	(35)	14	64	0.7	0.7	0.6	2	4	7	4.9	4.3	5.3	10.3	6.6	4.7

Source: InnovestX Research

Figure 64: Regional peer comparison – ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน

Company	PE (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	8.1	8.4	8.4	3.7	(3.0)	0.1	1.5	1.4	1.2	19.3	16.9	15.2	4.5	4.2	4.1	6.7	6.5	6.3
Hindustan Petroleum Corp	8.3	7.8	8.0	24.7	6.7	(2.5)	1.6	1.4	1.2	20.6	19.2	16.7	4.1	4.3	4.3	7.5	6.7	6.6
Indian Oil Corp	9.9	8.7	8.6	1.9	13.0	1.5	1.0	1.0	0.9	11.3	11.5	10.8	4.0	4.3	4.3	7.6	6.6	6.3
Reliance Industries	24.6	21.8	19.8	31.3	12.9	10.0	2.1	2.0	1.8	9.0	9.3	9.5	0.5	0.5	0.5	12.6	11.2	10.1
S-Oil Corp	62.7	14.2	10.9	172.1	340.1	31.1	1.0	1.0	0.9	0.9	6.2	8.3	0.5	1.5	2.7	13.6	7.2	6.4
SKC Co	n.m	n.m	n.m	38.6	59.8	87.6	3.5	3.8	3.7	(24.3)	(12.0)	(2.8)	n.a	n.a	1.1	n.m	27.0	22.2
Bangchak Corp	6.1	4.8	4.4	213.2	27.2	7.8	0.6	0.6	0.5	8.2	10.6	10.5	4.2	5.5	5.9	4.5	4.2	4.1
Bangchak Sriracha	17.8	7.2	5.5	152.0	148.6	30.6	0.6	0.6	0.5	3.8	9.8	10.8	2.1	4.9	6.2	12.4	9.6	8.2
IRPC	n.m	n.m	23.8	41.2	70.1	209.1	0.3	0.4	0.3	(4.8)	(1.0)	1.1	1.0	1.2	2.3	5.4	3.4	3.2
Star Petroleum Refining	11.4	7.9	4.7	(19.2)	44.3	68.3	0.5	0.5	0.5	3.7	5.1	8.9	5.9	6.9	10.5	8.2	6.8	6.3
Thai Oil	5.9	7.3	6.3	41.0	(19.8)	16.9	0.5	0.5	0.4	7.2	6.6	7.0	5.4	5.4	5.9	5.7	5.0	3.7
Average	17.2	9.8	10.0	63.7	63.6	41.9	1.2	1.2	1.1	5.0	7.5	8.7	3.2	3.9	4.4	8.4	8.6	7.6

Source: Bloomberg Finance L.P

Figure 65: ข้อมูล ESG – กลุ่มพลังงาน (น้ำมันและก๊าซ)

Company	BCP	BSRC	IRPC
2024 SET ESG Ratings	--	--	--
2024 CG Rating	5	5	5
Member of DJSI	No	No	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2023	2023	2023
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	7.44 (1/62)	3.61 (18/62)	6.45 (3/62)
- Environmental Score and Rank	8.81 (1/62)	2.30 (19/62)	6.81 (4/62)
- Social Score and Rank	7.12 (4/62)	5.08 (12/62)	6.55 (7/62)
- Governance Score and Rank	5.67 (7/62)	4.67 (17/62)	5.78 (4/62)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- BCP มุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจคาร์บอนต่ำ เป็นผู้นำการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน มีการเพิ่มสัดส่วนธุรกิจสีเขียวอย่างต่อเนื่องเพื่อลดการปล่อยคาร์บอน - นอกจากนี้บริษัทยังก่อตั้ง Carbon Markets Club เพื่อส่งเสริมการซื้อขายคาร์บอนเครดิต และตั้งเป้าหมายปล่อยก๊าซคาร์บอนเป็นศูนย์(carbon neutral) ในปี 2573 และปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ (Zero GHG Emission) ในปี 2593 - BCP ลดการใช้พลาสติกและน้ำได้ต้นลงได้ 53% ในปี 2567 รวมถึงโครงการ Utilization & Process Water Management ซึ่งเพิ่มประสิทธิภาพการใช้น้ำประปา โดยลดการใช้พลาสติกที่ไม่เหมาะสม - BCP บริหารจัดการของเสีย 100% จากโรงงาน โดยใช้หลัก 3Rs (Reduce, Reuse & Recycle) ในปี 2567 และบรรลุเป้าหมายในการลดปริมาณของเสียที่ส่งกำจัดด้วยวิธีการเผาเป็นศูนย์ที่กำหนดไว้ภายในปี 2568 - เรามีมุมมองเชิงบวกต่อการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมของ BCP ซึ่งสะท้อนออกมาจากรanking ที่สูงกว่าบริษัทอื่นในธุรกิจเดียวกัน	- BSRC สนับสนุนเป้าหมายของบริษัทแม่ในการบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2579 และดำเนินการปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากการดำเนินงาน (ขอบเขตที่ 1 และ 2) มียอดสุทธิเป็นศูนย์ ภายในปี 2593 - บริษัทปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งทางตรงและทางอ้อมจากการดำเนินงานลดลงจาก 1.07 ล้านตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (ขอบเขต 1 และขอบเขต 2) ในปี 2565 สู่ 0.97 ล้านตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าในปี 2566 ลดลง 9% YoY โดยสามารถลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1) ได้ประมาณ 9% จากปี 2565 - โรงกลั่นศรีราชาปราศจากเหตุการณ์การรั่วไหลของน้ำมันในระดับที่ต้องรายงานเป็นเวลาต่อเนื่องกัน 17 ปีนับตั้งแต่ปี 2550 - บริษัทมีความพยายามที่จะลดและนำขยะจากการปฏิบัติงานกลับมาใช้ใหม่ ขยะที่ทำจัดแล้วรวมทั้งหมดจากโรงกลั่นได้ถูกส่งไปรีไซเคิลเป็นพลังงานหรือวัตถุดิบทางเลือกในปี 2567 หน่วยกลั่นน้ำทะเลและรีเวิร์ส ออสโมซิส สามารถลดความต้องการน้ำจืดได้ประมาณ 1.3 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปี เทียบเท่าความต้องการน้ำของ 65,000 คน หรือ 13,000ครัวเรือน	- IRPC ตั้งเป้าหมายลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ลง 20% ภายในปี 2573 และเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนในปี 2593 และการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Emission) ภายในปี 2603 - บริษัททำการศึกษาโครงการต่างๆ เพื่อใช้พลังงานหมุนเวียนมากขึ้นอย่างต่อเนื่อง อาทิ โครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบทุ่นลอยน้ำ (Floating Solar Power) รวมทั้งกำหนดเป้าหมายระยะยาวของดัชนีประสิทธิภาพการใช้พลังงานของบริษัท (Energy Intensity Index: EII) เพื่อลดและใช้พลังงานอย่างมีประสิทธิภาพ - โครงการ floating solar ของ IRPC เป็นโครงการโรงไฟฟ้าพลังงานแสงอาทิตย์แบบทุ่นลอยน้ำขนาดใหญ่ที่สุดในเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ ที่คาดว่าจะช่วยลดก๊าซเรือนกระจกได้ประมาณ 9,459 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าต่อปี โครงการนี้ได้รับรางวัลจากองค์การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก (TGO)
ประเด็นด้านสังคม	- BCP ได้รับความไว้วางใจจากชุมชนท้องถิ่นมากขึ้น โดยมีระดับความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 94.7% ในปี 2567 เทียบกับเป้าที่บริษัทวางไว้ที่ 90% คะแนนความผูกพันของชุมชนยังคงอยู่ที่ 89% จากชุมชนในพื้นที่รอบโรงกลั่น - คะแนนความผูกพันที่พนักงานมีต่อองค์กรในปี 2567 อยู่ที่ 82% ลดลงจาก 85% ในปี 2566 แต่ยังคงสูงกว่าเป้าหมาย บริษัทให้ความสำคัญกับอาชีพอนามัยและความปลอดภัย โดยอัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงาน (LTI) ของพนักงานเท่ากับ 0 ครั้ง และผู้รับเหมาเท่ากับ 1 ครั้ง - ด้วยนโยบายส่งเสริมกิจกรรมร่วมกับชุมชนรอบโรงกลั่นน้ำมันเพื่อส่งเสริมสิทธิสตรีและการมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชนอย่างเป็นรูปธรรม BCP จึงได้รับรางวัล UN Women Thailand Women's Empowerment Principles Awards (WEPs) (รางวัลชนะเลิศ) จากการผลักดันแนวปฏิบัติด้านความเท่าเทียมและหลากหลายทางเพศไปใช้ในสถานทำงาน และส่งเสริมการมีส่วนร่วมและบทบาทของสตรีในภาคธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยงด้านสังคมของ BCP อยู่ในระดับแนวหน้าเมื่อเทียบกับค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรม	- โรงกลั่นน้ำมันและโรงงานปิโตรเคมียังคงมีผลการดำเนินงานด้านความปลอดภัยและสิ่งแวดล้อมที่ดีเยี่ยมโดยไม่มีกรณีสูญเสียเวลาทำงานและไม่มีกรณีรั่วไหลของน้ำมันในระดับที่ต้องรายงาน (reportable spill) เป็นเวลาต่อเนื่องกันถึง 16 ปี และปราศจากการสูญเสียเวลาทำงานของพนักงานรวมทั้งผู้รับเหมาที่เข้าปฏิบัติงานเป็นเวลาติดต่อกันถึง 12 ปี นอกจากนี้ คลังน้ำมันทุกแห่งของบริษัทสามารถปฏิบัติงานโดย ปราศจากการสูญเสียเวลาทำงานอย่างต่อเนื่องเป็นปีที่ 30 - BSRC ยังคงรักษามาตรฐานระดับสูงด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัย โดยมีอัตราการบาดเจ็บที่บันทึกได้จากการทำงาน (TRIR) เท่ากับ 0.14 ต่อ 200,000 ชั่วโมงการทำงานสำหรับพนักงาน และ 0.12 สำหรับผู้รับเหมาและอัตราการบาดเจ็บถึงขั้นหยุดงานเท่ากับศูนย์ - BSRC กำกับดูแลอย่างเข้มข้นเพื่อให้เกิดการผสมผสานของความหลากหลายตลอดช่วงการทำงาน เครือข่าย Women Interest Network (WIN) และการเรียนรู้จากผู้บริหารสตรีได้รับการสนับสนุนจากบริษัท เพื่อส่งเสริมความหลากหลายและการมีส่วนร่วม	- ความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 80.9% ในปี 2567 สูงกว่าเป้าที่ 78% โดยไม่มีการหยุดชะงักของธุรกิจที่เกิดจากการประท้วงของชุมชน - IRPC ให้ความสำคัญกับโครงการบริหารทรัพยากรบุคคลเพื่อพัฒนาศักยภาพและขีดความสามารถของบุคลากรเพื่อช่วยขับเคลื่อนบริษัทให้เติบโตอย่างมั่นคงและยั่งยืน ในขณะที่ยังคงรักษาความสามารถในการแข่งขันของบริษัท - ระดับความผูกพันของพนักงานอยู่ที่ 82% (เทียบกับเป้าที่ 80%) โดยไม่มีอุบัติเหตุถึงขั้นหยุดงานของพนักงานและผู้รับเหมา - IRPC ได้รับรางวัลรองชนะเลิศอันดับสอง Women's Empowerment Principles (WEPs) Awards ประจำปี 2567 ของ UN Women สาขาการส่งเสริมความเท่าเทียมทางเพศผ่านกิจกรรมชุมชนและอุตสาหกรรม
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	- คณะกรรมการ BCP ประกอบด้วยกรรมการ 15 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน (20% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 11 คน เกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (73.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 2 คน (13.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - BCP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2567 - เราขอชื่นชมการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ BCP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงประสิทธิภาพและความเชี่ยวชาญของผู้บริหารในการดำเนินธุรกิจ ความสามารถในการดำเนินการตามแผนกลยุทธ์เพื่อการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท	- คณะกรรมการ BSRC ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน (25% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 คน (66.67% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 3 คน (25% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - BSRC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2567 - เราขอชื่นชมแนวทางการปฏิบัติงานสังคมและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นไปตามมาตรฐานอุตสาหกรรมทั่วไป	- คณะกรรมการ IRPC ประกอบด้วยกรรมการ 14 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 4 คน (28.57% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 9 คน (64.29%) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 1 คน (7.14% ของคณะกรรมการทั้งหมด) จำนวนกรรมการอิสระสูงกว่าข้อกำหนดขั้นต่ำ - IRPC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปีที่ 16 ติดต่อกันในปี 2567 - เราขอชื่นชมการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ IRPC เป็นที่น่าพอใจ โดยส่วนหนึ่งสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสิทธิภาพและความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

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

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

Figure 66: สรุปข้อมูล ESG – กลุ่มพลังงาน (น้ำมันและก๊าซ) - ต่อ

Company	OR	PTT	PTTEP
2024 SET ESG Ratings	AAA	AAA	AA**
2024 CG Rating	5	5	5
Member of DJSI	Yes	Yes	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2023	2023	2022
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	6.79 (2/62)	5.19 (8/62)	6.39 (4/62)
- Environmental Score and Rank	8.03 (2/62)	4.64 (10/62)	6.27 (6/62)
- Social Score and Rank	7.88 (2/62)	5.95 (8/62)	7.78 (2/62)
- Governance Score and Rank	4.03 (21/62)	5.40 (11/62)	5.29 (13/62)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- OR มุ่งเน้นบรรเทาและป้องกันผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมที่เกิดจากการดำเนินงานเชิงกลยุทธ์ห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) และใช้ระบบการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อม ISO 14001 เป็นแนวปฏิบัติ โดยครอบคลุมคลังก๊าซ คลังน้ำมัน และคลังปิโตรเลียม โรงคว่ำกาแฟเพื่อเขื่อน และกลุ่มอาคารสำนักงานพระโขนง ส่งผลให้ในปี 2567 ไม่พบกรณีละเมิดข้อกำหนด และกฎหมายด้านสิ่งแวดล้อม - OR ให้ความสำคัญต่อการบริหารจัดการน้ำที่ใช้แล้วที่เกิดจากการดำเนินงานของสถานประกอบการใน OR เอง โดยมีการนำน้ำมาใช้ซ้ำ และ/หรือ นำน้ำมาผ่านกระบวนการบำบัดเพื่อนำน้ำกลับมาใช้ใหม่ - OR มุ่งมั่นลดปริมาณของเสียผ่านการดำเนินธุรกิจตามหลัก เศรษฐกิจหมุนเวียน โดยคิดค้นพัฒนาเพื่อใช้ทรัพยากรใช้งานของผลิตภัณฑ์ และส่งเสริมการใช้ทรัพยากรให้เกิดประโยชน์สูงสุดด้วยการนำของเสียจากกระบวนการหนึ่งไปใช้ให้เกิดประโยชน์ในด้านอื่นๆ - OR กำลังดำเนินการขยายเครือข่ายสถานีชาร์จ EV Station PluZ สำหรับยานยนต์ไฟฟ้าทั้งใน PTT Station และพื้นที่อื่นๆ ที่มีความเหมาะสม เพื่อส่งเสริมการเปลี่ยนผ่านสู่รถยนต์ไฟฟ้า โดย ณ เดือนธ.ค. 2567 มีการเปิดให้บริการสถานีชาร์จ EV Station PluZ แล้ว > 1,000 แห่ง	- PTT ตั้งเป้าจำกัดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของกลุ่ม PTT ทั้ง scope 1 และ scope 2 โดยในระยะยาวตั้งเป้าหมายลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกลง 15% ภายในปี 2573 เมื่อเทียบกับปริมาณการปล่อยในปี 2563 รวมทั้งบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2583 และเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593 สำหรับการค้าพลังงานของ PTT เอง PTT สามารถควบคุมการปล่อย CO2 ได้ที่ 41.45 ล้านตันในปี 2567 เทียบกับเป้าหมายที่ <51 ล้านตัน - PTT กำหนดการเปลี่ยนแปลงรูปแบบธุรกิจไปสู่อุตสาหกรรมเป้าหมายของประเทศ ซึ่งรวมถึงการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับพลังงานแห่งอนาคต เช่น พลังงานหมุนเวียน ระบบกักเก็บพลังงาน และยานยนต์ไฟฟ้า - นอกจากนี้บริษัทยังดำเนินการวิจัยและศึกษาเทคโนโลยี Carbon Capture and Storage (CCS) และศึกษาความเป็นไปได้ในการนำก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ไปใช้ประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ นอกเหนือไปจากการชดเชยการปล่อยก๊าซเรือนกระจกภายในกลุ่ม PTT จากการปลูกป่าในพื้นที่ของ PTT และการนำพื้นที่ป่า 1 ล้านไร่เข้าร่วมโครงการสนับสนุนกิจกรรมลดก๊าซเรือนกระจก	- PTTEP ได้กำหนดเป้าหมายเพื่อลดปริมาณความเข้มข้น (Intensity) การปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้ได้น้อยกว่าร้อยละ 30 ภายในปี 2573 และร้อยละ 50 ภายในปี 2583 (จากปีฐาน 2563) เพื่อเป้าสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ ให้ได้ตามเป้าหมายในปี 2593 PTTEP สามารถลดก๊าซเรือนกระจกได้ 358.187k ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า - PTTEP ได้ทำการศึกษาความเป็นไปได้ในการลงทุนเทคโนโลยีการดักจับและการใช้ประโยชน์คาร์บอน (CCUS) ซึ่งเป็นหนึ่งในกลยุทธ์ในการจัดการก๊าซเรือนกระจก บริษัทได้เลือกโครงการอาทิตย์เป็นโครงการนำร่องในการใช้เทคโนโลยี CCS ด้วยความสำคัญของโครงการนี้ในอนาคตการปล่อย CO2 จะลดลงมากกว่า 500,000 ตัน/ปี - PTTEP ได้มีการพัฒนาเทคโนโลยีเพื่อลดผลกระทบด้านสิ่งแวดล้อมทั้งในด้านการผลิตและพื้นที่การผลิตไม่อย่างถาวรเนื่องจาก โครงการอนุรักษ์และฟื้นฟูทรัพยากรธรรมชาติและระบบนิเวศทางทะเลภายใต้ “กลยุทธ์ทะเลเพื่อชีวิต (Ocean for Life)” และเทคโนโลยีสนับสนุนการเปลี่ยนผ่านพลังงาน
ประเด็นด้านสังคม			
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล			

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

Figure 67: สรุปข้อมูล ESG – กลุ่มพลังงาน (น้ำมันและก๊าซ) - ต่อ

Company	SPRC	TOP
2024 SET ESG Ratings	--	AAA
2024 CG Rating	5	5
Member of DJSI	No	Yes
Bloomberg ESG (Year)	2023	2023
Financial Materiality Score ^{1/} (Rank in the sector)	4.44 (13/62)	5.96 (5/62)
- Environmental Score and Rank	2.93 (16/62)	5.42 (8/62)
- Social Score and Rank	5.72 (9/62)	7.33 (3/62)
- Governance Score and Rank	6.06 (1/62)	5.58 (8/62)
ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม	- SPRC ได้ร่วมมือกับผู้เชี่ยวชาญจากบริษัทเชฟรอนซึ่งเป็นโรงกลั่นชั้นนำของโลกเพื่อศึกษาและกำหนดแนวทางการปรับปรุงประสิทธิภาพการใช้พลังงานและการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกอย่างต่อเนื่อง รวมถึงศึกษาโครงการใหม่ๆ เกี่ยวกับพลังงานหมุนเวียน/พลังงานสะอาด (Renewable energy/Clean energy), การกักเก็บคาร์บอน (CCUS) เป็นต้น - SPRC บรรลุเป้าหมายดัชนีชี้วัดประสิทธิภาพการใช้พลังงาน (Energy Intensity Index) และอยู่ในระดับชั้นนำ (1st Quartile) ของกลุ่มอุตสาหกรรมกลั่นในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก - การศึกษาดูงานแสดงให้เห็นว่าการรั่วไหลของน้ำมันส่งผลกระทบต่อคุณภาพสิ่งแวดล้อมและระบบนิเวศในระดับต่ำ โดยมีผลกระทบในช่วงแรกแต่ฟื้นตัวกลับสู่สภาวะปกติได้อย่างรวดเร็ว กุณพิกัดน้ำลึกแบบกึ่งเดี่ยวกลางทะเล (SPM) กลับมาเปิดดำเนินการตามปกติแล้วในเดือนก.ค. 2567 หลังจากหยุดใช้งานเป็นเวลานานเนื่องจากต้องผ่านการตรวจสอบที่ใช้เวลานานโดยหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง	- TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2567 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2593 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2603 - TOP สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการผลิตลงได้ในปี 2567 (28,985 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน 39 โครงการ) - ชุมชนท้องถิ่นไม่มีการร้องเรียนเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในปี 2567 - TOP สามารถรักษาระดับประสิทธิภาพด้านพลังงานอยู่ในกลุ่ม 2nd quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้ หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2571 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile
ประเด็นด้านสังคม	- การดำเนินงานด้านความปลอดภัยอย่างต่อเนื่อง ทำให้บริษัทมีชั่วโมงการทำงานปลอดภัยโดยปราศจากบาดเจ็บขึ้นหยุดงานสะสมกว่า 39.9 ล้านชั่วโมง เมื่อสิ้นปี 2567 นับเป็นเวลาต่อเนื่องมากกว่า 11 ปี - ในปี 2567 บริษัทยังคงให้ความสำคัญกับการพัฒนาชุมชนและสังคมอย่างยั่งยืนผ่านแนวทาง 4 ด้านหลัก ได้แก่: ด้านการศึกษา ด้านคุณภาพชีวิต ด้านสิ่งแวดล้อม และด้านสนับสนุนชุมชน - เนื่องจากเหตุการณ์น้ำมันดิบรั่วไหล บริเวณกุ่มผูกเรือน้ำลึกแบบกึ่งเดี่ยวกลางทะเล หรือจุดขนถ่ายน้ำมันในทะเล (SPM) เมื่อวันที่ 25 มกราคม 2565 บริษัทได้ขยายพื้นที่การดำเนินกิจกรรมการรับผิดชอบต่อสังคมและการมีส่วนร่วมกับผู้มีส่วนได้เสียเพื่อให้ครอบคลุมพื้นที่ที่ได้รับผลกระทบจากเหตุการณ์ดังกล่าว ซึ่งบริษัทได้รับการยอมรับจากชุมชนและสังคมอยู่ที่ร้อยละ 84 ในปี 2567 เทียบกับเป้าหมายที่ร้อยละ 80	- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP เพิ่มขึ้นจาก 95.19% ในปี 2566 สู่ 95.54% ในปี 2567 แต่ยังคงต่ำกว่าเป้าหมาย >85% สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะที่ตัวบ่งชี้การรับเส้นทางการของบริษัทในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว - TOP ยังคงมีการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของพนักงาน โดยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานของผู้ปฏิบัติงานทั้งหมด (TRIR) ลดลงจาก 1.2 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานในปี 2566 เป็น 0.17 ในปี 2567 ต่ำกว่าเป้าหมายที่ <0.30 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงาน ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรดีขึ้นจาก 92% ในปี 2566 เป็น 98% ในปี 2567 ในขณะที่อัตราการลาออกลดลงจาก 3.62% ในปี 2566 เป็น 3.51% ในปี 2567 - TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น
ประเด็นด้านธรรมาภิบาล	- คณะกรรมการ SPRC ประกอบด้วยกรรมการ 9 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 4 คน (44.44% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 2 คน (22.22% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - SPRC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 7 ติดต่อกันในปี 2567 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ SPRC เป็นที่น่าพอใจ สะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ของผู้บริหารในธุรกิจน้ำมันและก๊าซ ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท	- คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (93.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (53.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 4 คน (26.7% ของคณะกรรมการทั้งหมด) - TOP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 16 ติดต่อกันในปี 2567 - เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

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

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

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ 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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 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, EPG, 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, ITCL, 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, PSB, PSL, PTT, PTTEP, 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, VHI, 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, KWC, 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, WIIK, 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.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนในการดำเนินการเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อมูลข้างต้นอาจประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้สมัครรับอนุญาต)

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, ITCL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRF, PSB, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIIK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASP, 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

24CS, 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, BSRC, 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, DTCT, DV8, EASON, EFORL, EKH, 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, JCKH, JCT, JKN, 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, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RIJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, 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, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKG, TL, TLI, TM, TMAN, TMX, TNDT, TNH, TNP, TPC, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, 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.