

# พลังงานและปิโตรเคมี

SET ENER index Close: 19/4/2024 19,461.97 -401.50 / -2.02% Bt12,987mn  
Bloomberg ticker: SETENERG



## แนะนำให้เลือกซื้อท่ามกลางความเสี่ยงภูมิรัฐศาสตร์

Performance ของ SETENERG (-5.8% YTD) อยู่ในระดับเดียวกับตลาดโดยรวม แต่อ่อนแอกว่า SETPETRO ที่ -4.4% อยู่เล็กน้อย ทั้งๆ ที่ราคาน้ำมันปรับตัวสูงขึ้นในช่วงที่ผ่านมา (เพิ่มขึ้น 16-18%) เราเชื่อว่าภาพดังกล่าวสะท้อนถึงความกังวลที่นักลงทุนมีต่อตลาดหุ้นไทยโดยรวมและความไม่แน่นอนเกี่ยวกับนโยบายพลังงานของรัฐบาลซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อราคาพลังงานในประเทศและผลการดำเนินงานของ PTT (6% และ 21% ของมูลค่าตลาดของ SET และ SETENERG ตามลำดับ) ดังนั้น เราจึงแนะนำให้เลือกซื้อหุ้นเด่นที่ยังมีปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น BCP ยังคงเป็นหุ้นเด่นอันดับหนึ่งเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง การเติบโตของกำไรจากการเข้าซื้อกิจการ BSRC และการกระจายธุรกิจออกจากประเทศไทย หุ้นเด่นตัวอื่นๆ ได้แก่ TOP (proxy ของธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน), PTTEP (upside จากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น) และ PTTGC (สถานการณ์เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นไปแล้ว)

**ราคาน้ำมันส่งสัญญาณโหมเมตัมขาขึ้น** ราคาน้ำมันโลกปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ >US\$90/บาร์เรล เนื่องจากอุปทานตึงตัวมากขึ้นและอุปสงค์ฟื้นตัว จุดชนวนที่ทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นเมื่อไม่นานนี้ คือ การตัดสินใจของกลุ่ม OPEC+ ในการขยายระยะเวลาการปรับลดกำลังการผลิตออกไปจนถึงสิ้นเดือนมี.ย. 2567 และความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มสูงขึ้น ในด้านอุปสงค์ องค์กรที่เกี่ยวข้องกับน้ำมันทั้งสามองค์กรคาดว่าอุปสงค์น้ำมันจะเพิ่มขึ้น 0.9-2.3 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2567 แม้ว่าจะชะลอตัวลงจากปี 2566 เราปรับสมมติฐานราคาน้ำมันเบนซินในปี 2567 เพิ่มขึ้นจาก US\$80 สู่ US\$85/บาร์เรล เพื่อสะท้อนความเสี่ยงด้านอุปทานจากความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ เทียบกับ Bloomberg consensus ที่ US\$83.5/บาร์เรล อย่างไรก็ตาม ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นอาจทำให้มีการเลื่อนปรับลดอัตราดอกเบี้ยออกไปเนื่องจากความกังวลเรื่องเงินเฟ้อและผลกระทบต่ออุปสงค์ในมุมมองของเรา ดังนั้นราคาน้ำมันจึงอาจปรับตัวลดลงกลับมาอยู่ที่ระดับ US\$80± ในภายหลังจากการผลิตที่เพิ่มขึ้นและการเติบโตของอุปสงค์ที่ชะลอตัวลง นอกจากนี้เรายังปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF ของ PTTEP เพิ่มขึ้นจาก 194 บาท สู่ 204 บาท เพื่อสะท้อนสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงขึ้นด้วย

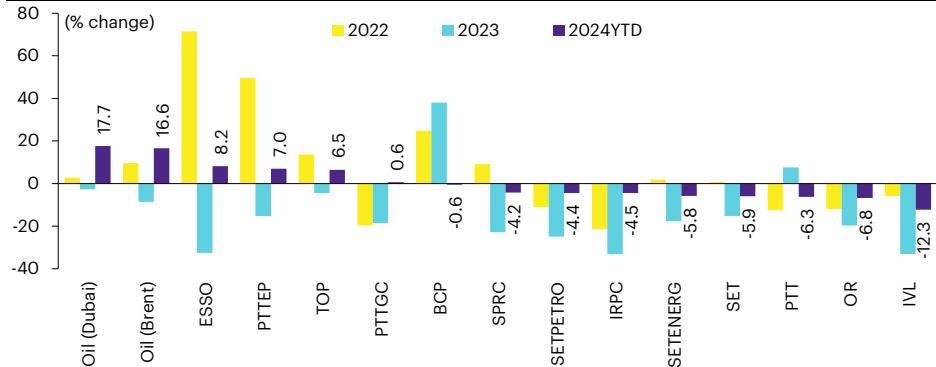
**ค่าการกลั่นมีแนวโน้มฟื้นตัวเพราะอุปสงค์ช่วงฤดูร้อน** ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์โดยเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น 33% QoQ ใน 1Q67 แต่ลดลง 43% QTD สู่ US\$4.13/บาร์เรล ซึ่งสะท้อนถึง crack spread ของน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง 25-27% QoQ ใน 2Q67TD อุปสงค์น้ำมันเบนซินที่สูงขึ้นใน 2Q67 จะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่นได้บางส่วนเนื่องจากอุปสงค์ตามฤดูกาลจะเพิ่มขึ้น crack spread ของน้ำมันเบนซินลดลง 2% QoQ แต่ยังคงสูงกว่า US\$17/บาร์เรล ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้หุ้นโรงกลั่นมีความเสี่ยงจากกำไร/ขาดทุนสต็อกน้ำมันมากขึ้นในระยะสั้น แต่การขยายกำลังการผลิตน้ำมันระลอกปัจจุบันอาจจะเป็นระลอกสุดท้ายสำหรับทศวรรษหน้า อุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปอาจเพิ่มขึ้นต่อเนื่องแม้ว่าจะมีการใช้รถ EV มากขึ้น เรายังคงชอบ BCP ในฐานะหุ้นเด่นของกลุ่มพลังงานที่มีการกระจายพอร์ตการลงทุนเพื่อรับมือกับความผันผวนของราคาน้ำมัน นอกจากนี้เรายังเลือก TOP เป็นหุ้นเด่น เนื่องจากค่าการกลั่นมีแนวโน้มฟื้นตัวและรายได้เปรียบทางการแข่งขันเพิ่มขึ้นเนื่องจากโครงการ CFP ใกล้เปิดดำเนินการ

**อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมียังคงขบเข่า** เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อกลุ่มปิโตรเคมี แม้ว่าปีที่เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นไปแล้ว อุตสาหกรรมปิโตรเคมีจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปจนกว่าอุปสงค์และอุปทานจะมีความสมดุลมากขึ้น ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะทำให้กลุ่มปิโตรเคมีฟื้นตัวช้า โดยมีสาเหตุมาต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นและผลกระทบต่ออุปสงค์ ณ จุดนี้ เรามอง PTTGC เพราะมาร์จิ้นมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากการมีวัตถุดิบตั้งต้นอเทนเพิ่มขึ้น ซึ่งบ่งชี้ถึงความสามารถในการแข่งขันที่ดีกว่าผู้ผลิตที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบ

**แนวโน้มกำไร 1Q67** บริษัทน้ำมันและก๊าซมีแนวโน้มที่จะรายงานกำไร 1Q67 ที่แข็งแกร่งขึ้น QoQ โดยเฉพาะโรงกลั่นน้ำมัน ซึ่งเป็นผลมาจากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งและกำไรจากสินค้าคงเหลือ ปัจจัยดังกล่าวจะช่วยหนุนให้กำไรของบริษัทที่ประกอบธุรกิจน้ำมันครบวงจรปรับตัวดีขึ้นด้วยเช่นกัน

**ปัจจัยเสี่ยง** การชะลอตัวของเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่ออุปสงค์ผลิตภัณฑ์ในกลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี ในขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอาจทำให้เกิดขาดทุนสต็อก ความเสี่ยงอื่นๆ ได้แก่ การด้อยค่าของสินทรัพย์และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการแทรกแซงของรัฐบาลในธุรกิจพลังงาน ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

### Share price performance - กลุ่มพลังงานและปิโตรเคมี



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

### Valuation summary - Energy

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 24F 25F	P/BV (x) 24F 25F
BCP	Outperform	43.3	51.0	23.7	4.2 4.0	0.7 0.6
BSRC	Underperform	9.2	10.5	17.4	8.5 6.3	1.0 0.9
IRPC	Neutral	1.9	2.6	36.3	30.7 15.2	0.5 0.5
OR	Outperform	17.8	27.0	54.6	16.1 14.2	1.8 1.7
PTT	Outperform	33.5	45.0	40.3	8.8 8.1	0.8 0.8
PTTEP	Outperform	160.0	204.0	33.4	7.7 7.1	1.2 1.1
SPRC	Neutral	7.9	11.0	43.0	8.8 7.5	0.9 0.8
TOP	Outperform	57.3	77.0	40.3	6.2 5.5	0.7 0.7
Average					11.4 8.5	1.0 0.9

Source: InnovestX Research

### Valuation summary - Petrochem

	Rating	Price (Bt)	TP (Bt)	ETR (%)	P/E (x) 24F 25F	P/BV (x) 24F 25F
GGC	Underperform	7.6	10.0	34.8	16.2 13.1	0.8 0.7
IVL	Neutral	23.9	32.0	38.1	7.9 5.5	0.8 0.7
PTTGC	Neutral	38.8	50.0	32.6	14.3 11.7	0.6 0.6
Average					12.8 10.1	0.7 0.7

Source: InnovestX Research

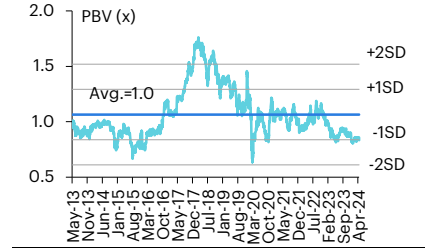
### Price performance

Rating	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
BCP	1.2	6.8	43.0	5.0	10.8	68.0
BSRC	(8.9)	0.5	7.6	(5.5)	4.4	26.4
IRPC	0.0	0.0	(18.2)	3.8	3.8	(3.9)
OR	(1.1)	(2.7)	(19.1)	2.6	1.0	(4.9)
PTT	(2.9)	(2.2)	9.8	0.8	1.5	29.0
PTTEP	3.6	7.0	4.2	7.5	11.1	22.5
SPRC	(11.7)	0.0	(22.5)	(8.4)	3.8	(9.0)
TOP	(3.8)	8.0	17.4	(0.1)	12.1	38.0

Rating	Absolute			Relative to SET		
	1M	3M	12M	1M	3M	12M
GGC	(3.2)	(14.6)	(42.0)	0.5	(1.4)	(31.8)
IVL	(2.0)	1.3	(26.5)	1.7	5.1	(13.6)
PTTGC	(0.6)	12.3	(5.5)	3.1	16.6	11.0

Source: SET and InnovestX Research

### PBV band - SETENERG



Source: SET, InnovestX Research

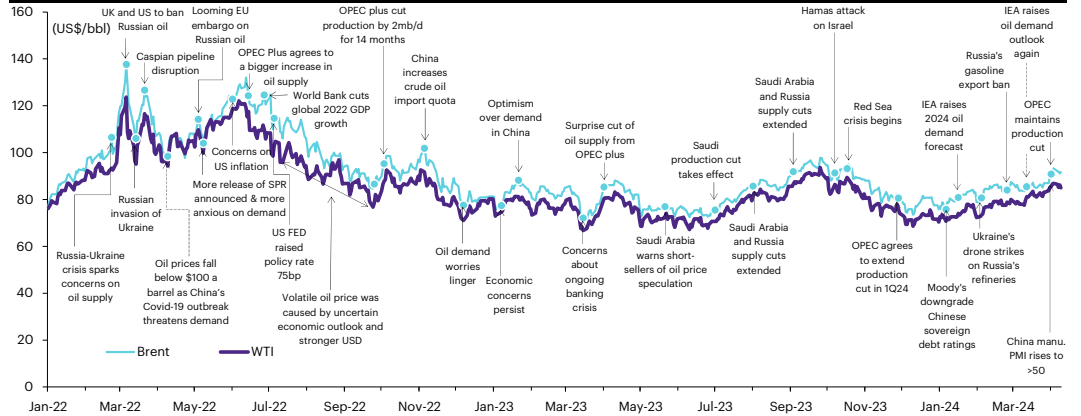
### นักวิเคราะห์

#### ชัยพัชร์ สนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐานด้าน  
หลักทรัพย์  
0-2949-1005  
chaipat.thanawattano@scb.co.th

1. ภาพรวมและแนวโน้มราคาน้ำมัน

Figure 1: เหตุการณ์ที่ส่งผลกระทบต่อราคาน้ำมัน



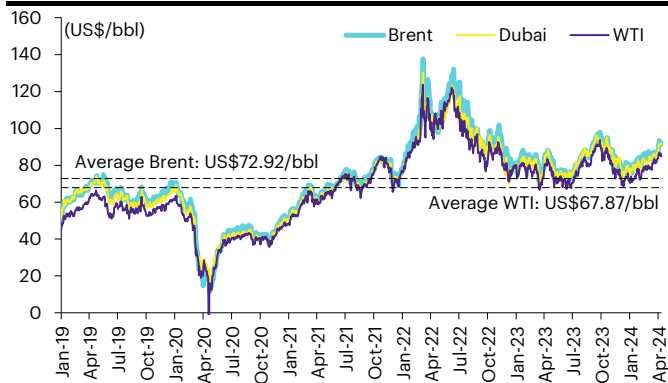
Source: InnovestX Research

ราคาน้ำมันเปลี่ยนแปลงขึ้นในช่วงต้น 2Q67 แม้ว่าราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปลายเดือนธ.ค. 2566 แต่ราคาน้ำมันเบนทได้เสียใน 1Q67 ยังคงลดลง 1% QoQ สู่ US\$83/บาร์เรล โดยมีสาเหตุมาจากฤดูหนาวที่อบอุ่นกว่าคาดในช่วงต้นปี 2567 และอุปทานที่สูงขึ้นจากผู้ผลิตนอกกลุ่ม OPEC เราเชื่อว่าเหตุการณ์ดังกล่าวอาจเป็นปัจจัยสำคัญที่อยู่เบื้องหลังการตัดสินใจครั้งล่าสุดของกลุ่ม OPEC และชาติพันธมิตร (OPEC+) ในการคงนโยบายลดกำลังการผลิตต่อไปจนถึงสิ้นเดือนมี.ย. 2567 การปรับลดกำลังการผลิตโดยสมัครใจของกลุ่ม OPEC+ ที่ 1.16 ล้านบาร์เรลต่อวัน มีผลตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. 2566 ซึ่งทำให้การปรับลดกำลังการผลิตทั้งหมดเพิ่มขึ้นเป็น 3.66 ล้านบาร์เรลต่อวัน (mb/d) เมื่อรวมการปรับลดกำลังการผลิตเพิ่มเติมโดยซาอุดีอาระเบีย (1mb/d) และรัสเซีย (0.5mb/d) การลดอุปทานทั้งหมดของกลุ่ม OPEC+ จึงเพิ่มขึ้นเป็น 5.16mb/d โดยมีผลตั้งแต่วันที่ 1 พ.ค. 2566 ไปจนถึงสิ้นเดือนมี.ย. 2567

ราคาน้ำมันโลกเร่งตัวขึ้นในช่วงต้นเดือนเม.ย. 2567 โดยเพิ่มขึ้น 18-20% YTD สู่ระดับสูงสุดในรอบ 6 เดือนที่ >US\$90/บาร์เรล เพราะความกังวลเกี่ยวกับอุปทานตึงตัวและการเติบโตของอุปสงค์ที่แข็งแกร่งเกินคาดท่ามกลางความตึงเครียดที่เพิ่มสูงขึ้นในตะวันออกกลาง (ความตึงเครียดทางทหารระหว่างอิสราเอลกับอิหร่าน และการโจมตีของกบฏฮูตีต่อเรือบรรทุกน้ำมันในทะเลแดง) การโจมตีโรงกลั่นน้ำมันของรัสเซีย และการขยายระยะเวลาการปรับลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ ไปจนถึงเดือนมี.ย. (IEA) การเปลี่ยนแปลงอย่างฉับพลันของอุปทาน (supply shocks) ทั่วโลกยังทำให้เกิดความกลัวเพิ่มมากขึ้นว่าจะเกิดภาวะเงินเฟ้อที่ได้แรงหนุนจากการปรับขึ้นของราคาสินค้าโภคภัณฑ์อีกครั้ง

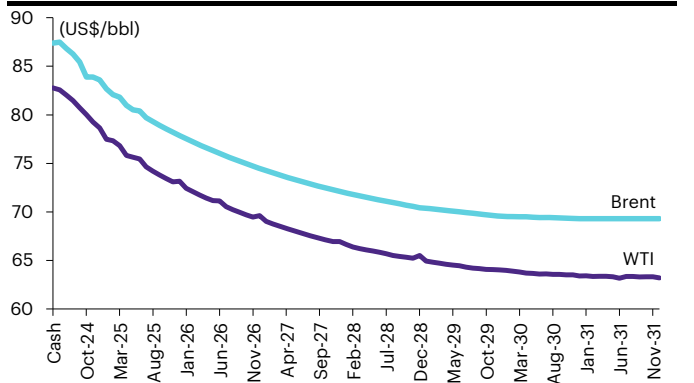
อย่างไรก็ตาม forward curve ของราคาน้ำมันยังคงชี้ให้เห็นว่าราคาน้ำมันจะลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไปกลับสู่ค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ US\$70/บาร์เรล สำหรับน้ำมันเบนท และ US\$65/บาร์เรล สำหรับน้ำมัน WTI เรามองว่าสาเหตุมาจากอุปทานน้ำมันที่สูงขึ้น ซึ่งจะถูกลดลงโดยราคาน้ำมันระดับสูงในปัจจุบัน โดยเฉพาะจากผู้ผลิตนอกกลุ่ม OPEC

Figure 2: ราคาน้ำมันอ้างอิง



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

Figure 3: Forward curve ของราคาน้ำมัน

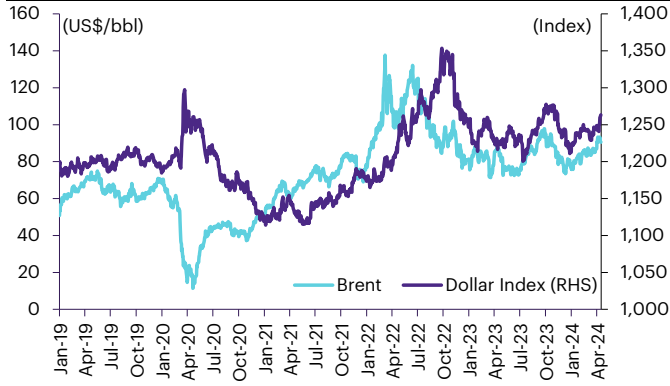


Source: barchart.com and InnovestX Research

IEA คาดว่าการผลิตที่แข็งแกร่งจากผู้ผลิตนอกกลุ่ม OPEC+ ประกอบกับการเติบโตของอุปสงค์ที่คาดว่าจะชะลอตัวลง จะทำให้กลุ่ม OPEC+ ลดการผลิตน้ำมันดิบลงประมาณ 300,000 บาร์เรล/วัน ในปี 2568 สู่ระดับเฉลี่ย 41.5 ล้านบาร์เรลต่อวัน หากกลุ่ม OPEC+ ลดการผลิตตามตัวเลขดังกล่าว กำลังการผลิตสำรองที่มีประสิทธิภาพจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเท่าที่เคยมีมาที่ 6 ล้านบาร์เรล/วัน ไม่นับรวมช่วงที่เกิดสถานการณ์

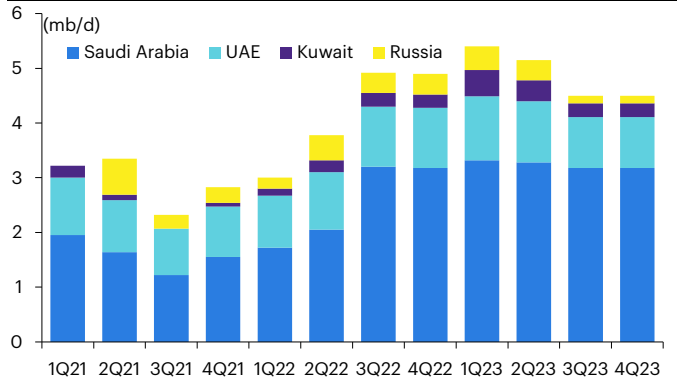
COVID-19 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากำลังการผลิตสำรองที่สูงสุดเป็นประวัติการณ์นี้ น่าจะสามารถลดผลกระทบเชิงลบจากความเสียหายทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงมากขึ้นในวันออกกลางและยุโรปต่ออุปทานน้ำมันทั่วโลก โดยเฉพาะอย่างยิ่งจากอุปทานของอิหร่านที่ 3.4 ล้านบาร์เรล/วัน หากฐานการผลิตของประเทศสมาชิก OPEC รายอื่นๆ ไม่ได้รับผลกระทบ ในขณะเดียวกัน ผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันในเอเชียกำลังเริ่มมองหาแหล่งน้ำมันดิบทางเลือกทั้งในอเมริกาและแอฟริกา เพื่อลดความเสี่ยงในการจัดหาน้ำมันจากตะวันออกกลาง แม้ว่าต้นทุนการขนส่งจะเพิ่มขึ้นก็ตาม

**Figure 4: ราคาน้ำมันเบรนท์ vs. ดัชนีดอลลาร์สหรัฐ**



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

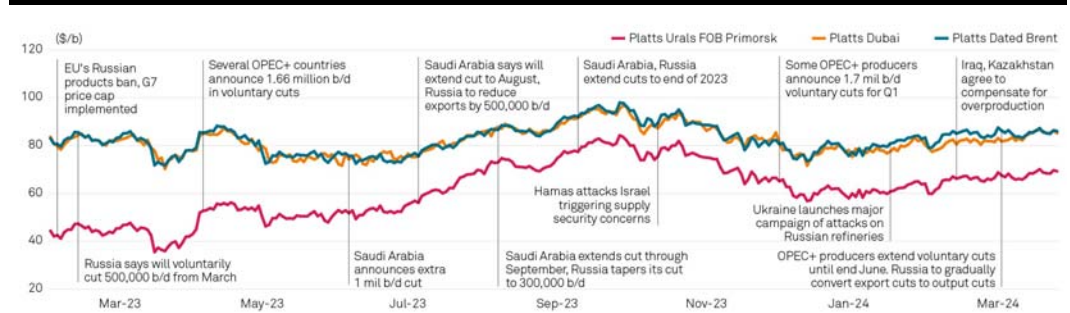
**Figure 5: กำลังการผลิตสำรองของกลุ่ม OPEC+**



Source: S&P Global Commodity Insight and InnovestX Research

**กลุ่ม OPEC+ อาจลดอุปทานต่อเนื่องเพื่อสร้างสมดุลอุปทานน้ำมันทั่วโลก** ผู้ผลิตกลุ่ม OPEC+ อาจดำเนินนโยบายลดอุปทานต่อเนื่องใน 2Q67 ในขณะที่เผชิญกับความท้าทายจากการเพิ่มการผลิตนอกกลุ่มฯ และความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่เพิ่มขึ้น (S&P Global Commodity Insight) เราเชื่อว่าการลดกำลังการผลิตของกลุ่ม OPEC+ และความขัดแย้งที่ทวีความรุนแรงขึ้นในวันออกกลางจะทำให้อุปทานน้ำมันส่วนเกินอยู่ในระดับที่ควบคุมได้ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าหากราคาน้ำมันพุ่งสูงขึ้นโดยได้แรงหนุนจากความวิตกกังวลของตลาดเกี่ยวกับการขาดแคลนอุปทานที่มีสาเหตุมาจากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์ในวันออกกลาง ประเทศสมาชิกก็อาจผลิตเกินกว่าโควตาได้

**Figure 6: การเคลื่อนไหวของราคาน้ำมัน vs. นโยบายของกลุ่ม OPEC+**



Source: S&P Global Commodity Insight

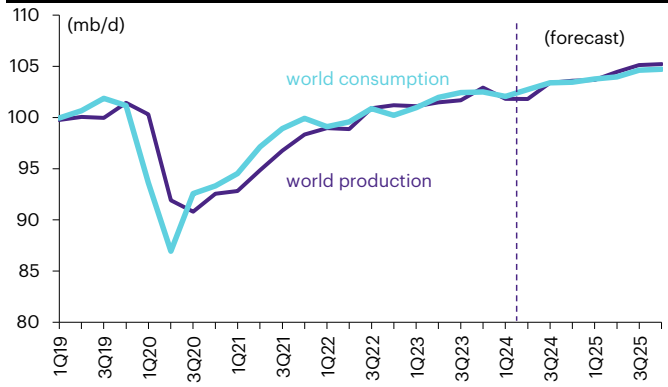
**การเติบโตของอุปสงค์น้ำมันจะชะลอลงสู่ระดับปกติ** การคาดการณ์อุปสงค์น้ำมันขององค์กรระหว่างประเทศ 3 แห่งชี้ให้เห็นว่าการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกจะชะลอลงในปี 2567-2568 แม้ว่าจะยังคงสอดคล้องกับแนวโน้มก่อนเกิดสถานการณ์ COVID เป็นส่วนใหญ่ แม้จะอยู่ท่ามกลางความคาดหวังน้อยมากว่าเศรษฐกิจโลกจะเติบโตและมีการนำเทคโนโลยีพลังงานสะอาดมาใช้มากขึ้น กลุ่ม OPEC ยังคงคาดการณ์ในเชิงบวกมากที่สุดเกี่ยวกับการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกในปี 2567-2568 โดยคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 2.2 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2567 และ 1.8 ล้านบาร์เรล/วันในปี 2568 อุปสงค์ที่สูงขึ้นในอินเดียจะช่วยชดเชยอุปสงค์ที่ต่ำกว่าคาดในภาคอุตสาหกรรมของประเทศญี่ปุ่นและประเทศเกาหลีใต้

IEA มองว่าการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกในปัจจุบันอยู่ในภาวะชะงักงัน และคาดว่าจะลดลงสู่ 1.2 ล้านบาร์เรล/วัน ในปีนี้ ปรับลดลงจาก 1.3 ล้านบาร์เรล/วัน ที่คาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่ต่ำกว่าคาดใน 1Q67 และ 1.1 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2568 ซึ่งจะทำให้ปริมาณการใช้้ำมันทำจุดสูงสุดในทศวรรษนี้ โดยหลักๆ เป็นผลมาจากการเติบโตที่กลับสู่ภาวะปกติหลังจากเกิดการหยุดชะงักในปี 2563-2566 เมื่อตลาดน้ำมันถูกสั่นคลอนโดยการระบาดใหญ่ของ COVID-19 และต่อจากนั้นก็เกิดวิกฤตพลังงานทั่วโลกที่ถูกจุดชนวนโดยการรุกรานยูเครนของรัสเซีย การริบวอดหลังวิกฤต COVID จบลงไปเป็นส่วนใหญ่แล้วประสิทธิภาพของยานพาหนะและการใช้รถ EV เพิ่มขึ้นจะเป็นตัวจุดรั้งอุปสงค์น้ำมันในปี 2567-2568

อัตราการขยายตัวจะชะลอตัวลงอีกในปี 2568 เนื่องจากการรีมาด์หลังวิกฤต COVID-19 จบลงแล้ว จีนยังคงเป็นผู้นำเข้าดิบโต แม้ว่าสัดส่วนของอุปสงค์น้ำมันที่เพิ่มขึ้นทั่วโลกจะลดลงจาก 79% ในปี 2566 สู่ 45% ในปี 2567 และ 27% ใน อ้างอิงประมาณการของ IEA แม้ว่าโมเมนตัมจะชะลอตัวลงในสหรัฐฯ แต่สหรัฐฯ ก็ยังคงจัดเป็นประเทศที่มีอุปทานน้ำมันเพิ่มขึ้นมากที่สุดในโลกในปี 2567 และปี 2568 โดยจะเพิ่มขึ้น 650,000 บาร์เรล/วัน และ 540,000 บาร์เรล/วัน ตามลำดับ

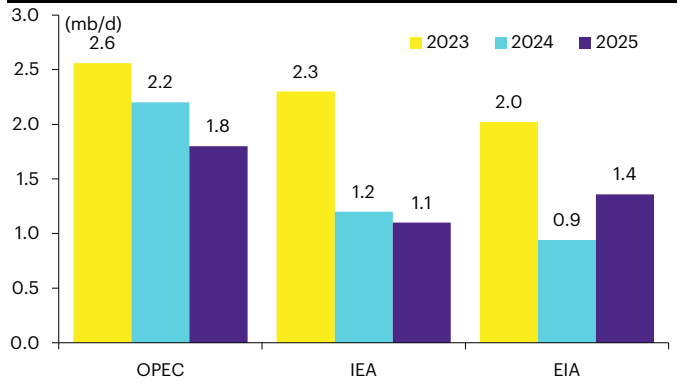
การคาดการณ์ของ EIA เกี่ยวกับการเติบโตของอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกในปี 2567 ที่ 0.9 ล้านบาร์เรล/วัน สะท้อนถึงมุมมองที่ระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของอุปสงค์ในตลาดอื่นๆ นอกกลุ่ม OECD ในขณะที่อุปสงค์ในจีนและอินเดียจะยังคงเป็นปัจจัยขับเคลื่อนการเติบโต นอกจากนี้การเติบโตที่ลดลงในปี 2567 ยังส่งผลทำให้ EIA คาดการณ์การเติบโตของอุปสงค์ในปี 2568 ที่สูงกว่าการคาดการณ์ขององค์กรอื่นๆ

**Figure 7: แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานน้ำมันทั่วโลก**



Source: US EIA and InnovestX Research

**Figure 8: เปรียบเทียบประมาณการอุปสงค์น้ำมัน**



Source: OPEC, IEA, US EIA and InnovestX Research

**ความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ยังคงมีบทบาทสำคัญในการกำหนดทิศทางราคาน้ำมันในระยะสั้น** ความเสี่ยงที่สำคัญที่สุดในด้านอุปทาน คือ ความตึงเครียดระหว่างอิหร่านและอิสราเอล ซึ่งยังคงคาดเดาทิศทางสถานการณ์และผลกระทบต่อราคาน้ำมันได้ค่อนข้างยาก การวิเคราะห์ล่าสุดโดยนักเศรษฐศาสตร์ของ INVX ชี้ให้เห็นว่าความขัดแย้งนี้อาจพัฒนาไปสู่สถานการณ์ที่เป็นไปได้ 4 สถานการณ์ ได้แก่:

**สถานการณ์ที่ 1: สถานการณ์ฟ้าใส (Blue sky scenario)** - สงครามจะเกิดขึ้นภายในอิสราเอลและคลี่คลายลงได้ในระยะเวลาอันสั้นหลังจากการเจรจาหยุดยิงระหว่างอิสราเอล-ฮามาสได้ข้อสรุป ซึ่งจะส่งผลทำให้ราคาน้ำมันเฉลี่ยทั้งปีอยู่ที่  $\text{US\$}80/\text{บาร์เรล}$  (ปัจจุบันอยู่ที่  $\text{US\$}83.9/\text{บาร์เรล}$ ) และภาพเศรษฐกิจเป็นไปตามที่คาดการณ์ไว้ในเดือนมี.ค. (ความน่าจะเป็นประมาณ 40%)

**สถานการณ์ที่ 2: สงครามเงา (Shadow war)** - สงครามขยายตัวไปสู่การต่อสู้กับกลุ่มฮิซบอลเลาะห์ของเลบานอน กบฏฮูตีในเยเมน และซีเรีย ทำให้ราคาน้ำมันคงตัวในระดับ 90 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ และเศรษฐกิจไทยขยายตัวชะลอลงเหลือ 1.0% และ 2.5% เงินเฟ้อเพิ่มขึ้นประมาณ 0.5% ทำให้เฟดลดดอกเบี้ย 2 ครั้ง ขณะที่สปท. ไม่ลดดอกเบี้ยทั้งปีนี้ (ความน่าจะเป็น 40%)

**สถานการณ์ที่ 3: สงครามตัวแทน (Proxy war)** - สงครามขยายตัวไปสู่เลบานอน และซีเรีย รวมถึงเกิดการโจมตีทางอากาศในอิหร่านและอิสราเอล ทำให้สหรัฐฯ กลับไปคว่ำบาตรอิหร่านอีกครั้ง ทำให้ราคาน้ำมันเฉลี่ยอยู่ที่ 100 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ซึ่งจะทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ขยายตัวที่ 0.7% และเศรษฐกิจไทยชะลอลงเหลือ 2.3% และเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 3.8% และ 2.8% ตามลำดับ ทำให้เฟดและ สปท. ไม่ลดดอกเบี้ยทั้งปีนี้ (ความน่าจะเป็น 30%)

**สถานการณ์ที่ 4: สงครามจริงระหว่างอิสราเอลและอิหร่าน (Full-Blown War)** - อาจทำให้อิหร่านปิดช่องแคบฮอร์มุซ ที่เป็นทางเข้าออกอ่าวเปอร์เซีย ซึ่งอาจทำให้ราคาน้ำมันดิบพุ่งไปสู่ระดับ 150 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ขณะที่ความไม่สงบอาจลุกลามสู่ประเทศตะวันออกกลางอื่นๆ กระบอบกับการผลิตน้ำมัน ทำให้เศรษฐกิจสหรัฐฯ ไม่ขยายตัว และเศรษฐกิจไทยชะลอลงเหลือ 2.0% และเงินเฟ้อเพิ่มขึ้นไปอยู่ที่ 8.0% และ 2.0% ตามลำดับ ทำให้เฟด และ สปท. ขึ้นดอกเบี้ยอีก 2 ครั้งปีนี้ (ความน่าจะเป็น 10%)



**Figure 9: คาดการณ์ผลกระทบของสงครามที่มีแนวโน้มเกิดขึ้น (อิหร่าน-อิสราเอล)**

	2566	2567 Blue sky (as of Mar'24)	2567 Shadow War (Base)	2567 Proxy War	2567 Full-Blown War
ความน่าจะเป็น	100%	20%	40%	30%	10%
ราคาน้ำมันเบรนท์กรณพื้นฐาน (\$/bl.)	82	80	90	100	150
GDP สหรัฐฯ (%)	2.5	1.5	1.0	0.7	0.0
อัตราเงินเฟ้อสหรัฐฯ (%)	4.4	3.0	3.5	3.8	8.0
อัตราดอกเบี้ยนโยบายสหรัฐฯ (%)	5.38	4.63	4.88	5.38	7.13
GDP ไทย (%)	1.9	2.7	2.5	2.3	2.0
อัตราเงินเฟ้อไทย (%)	1.26	0.8	1.1	2.8	4.4
อัตราดอกเบี้ยนโยบายรปท. (%)	2.50	2.00	2.50	2.50	3.00

Source: OPEC, IEA, US EIA and InnovestX Research

INVX มองว่าสถานการณ์ปัจจุบันอยู่กึ่งกลางระหว่างสถานการณ์พื้นฐานกับสถานการณ์สงครามเงา อย่างไรก็ตาม หากสถานการณ์รุนแรงขึ้น อาจทำให้เศรษฐกิจเข้าสู่ภาวะ stagflation ได้ (อัตราเงินเฟ้อสูงหรือเพิ่มขึ้น และอัตราการเติบโตทางเศรษฐกิจจะลดตัว) ท้ายที่สุดแล้ว อนาคตกลางต่างๆ อาจตัดสินใจที่จะไม่ลดอัตราดอกเบี้ย แต่จะปรับขึ้นอัตราดอกเบี้ยเพื่อลดอัตราเงินเฟ้อ แม้ว่าเศรษฐกิจจะประสบปัญหาก็ตาม (สามารถดูรายละเอียดเพิ่มเติมได้ใน Macro Making Sense ฉบับวันที่ 17 เม.ย. 2567)

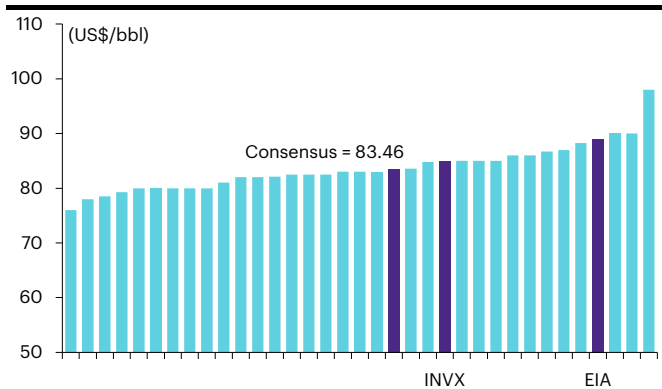
**ประมาณการราคาน้ำมันของ INVX:** ในขณะที่เรายังคงมุมมองระมัดระวังต่อราคาน้ำมันสำหรับปี 2567-2569 แต่ความตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ล่าสุดกระตุ้นให้เราปรับสมมติฐานสำหรับปี 2567 และปี 2568 ดังแสดงใน Figure 10 สมมติฐานเหล่านี้ยังคงยึดหลักความระมัดระวังมากกว่าประมาณการของ EIA แต่สูงกว่า market consensus ซึ่งเราคาดว่า จะเห็นปรับประมาณการเพิ่มขึ้นในอีกไม่กี่สัปดาห์/เดือนข้างหน้าซึ่งเป็นผลมาจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ที่ทวีความรุนแรงมากขึ้น ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันหลักๆ ในตะวันออกกลาง ปัจจุบันเราคาดการณ์ราคาน้ำมันเบรนท์ในปี 2567 ที่ US\$85/บาร์เรล ต่ำกว่าประมาณการของ EIA สหรัฐฯ ที่ US\$89 ท่ามกลางอุปสงค์-อุปทานที่สมดุลมากขึ้น เรายังคงมองว่าราคาน้ำมันน่าจะปรับตัวลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไปกลับสู่ค่าเฉลี่ยระยะยาว ดังนั้นเราคาดว่าราคาน้ำมันเบรนท์จะอ่อนตัวลงสู่ US\$80/บาร์เรล ในปี 2568 และจะปรับตัวลงสู่ค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ US\$70/บาร์เรล ตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไป โดยอิงกับค่าเฉลี่ย 5 ปีและมาตรการป้องกันล่วงหน้าของกลุ่ม OPEC ในการควบคุมการผลิตเพื่อรักษาเสถียรภาพราคา น้ำมัน discount ที่ US\$2/บาร์เรล ถูกนำมาใช้ประเมินราคาน้ำมันดิบดูไบได้ที่ US\$83/บาร์เรล ในปี 2567, US\$78/บาร์เรล ในปี 2568 และค่าเฉลี่ยระยะยาวที่ US\$68/บาร์เรล ความเสี่ยงที่สำคัญสำหรับสมมติฐานเหล่านี้ คือ อุปสงค์ที่แข็งแกร่งกว่าคาด และการลด/การหยุดชะงักของการผลิตที่มากขึ้น

**Figure 10: สมมติฐานราคาน้ำมันของ INVX**

(US\$/บาร์เรล)		2567 (YTD)	2567	2568	2569	ระยะยาว
เบรนท์ (เฉลี่ยต่อปี)	เดิม		80	75	70	70
	ใหม่	84.10	85	80	70	70
	เปลี่ยนแปลง		+5	+5	0	0
ดูไบ (เฉลี่ยต่อปี)	เดิม		78	73	68	68
	ใหม่	82.71	83	78	68	68
	เปลี่ยนแปลง		+5	+5	0	0

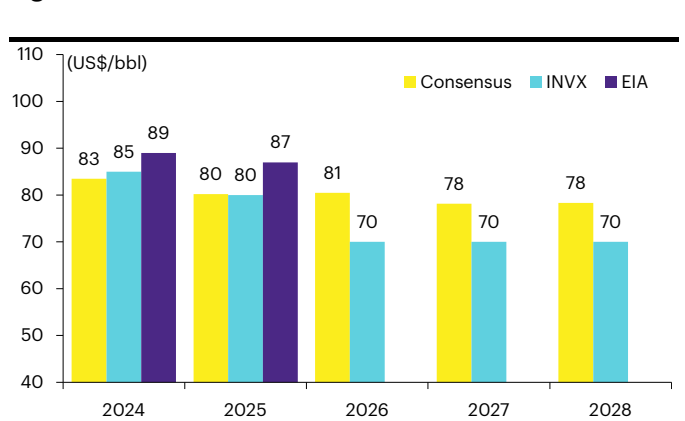
Source: OPEC, IEA, US EIA and InnovestX Research

**Figure 11: ประมาณการราคาน้ำมันของ Consensus (ปี 2567) – เบรนท์**



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

**Figure 12: ประมาณการราคาน้ำมันของ Consensus – เบรนท์**



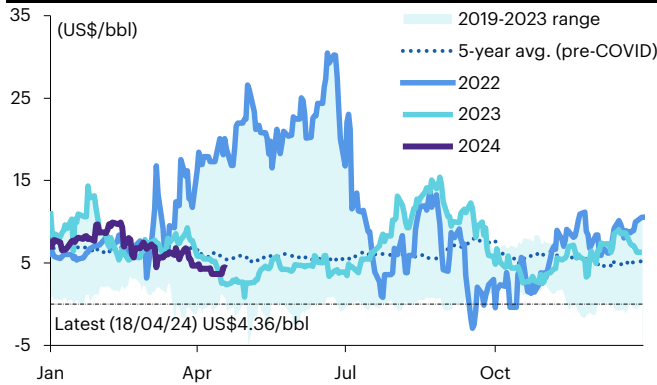
Source: EIA, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

## 2. ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน

อุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องจากระดับต่ำในช่วงที่เกิดสถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยอุปสงค์น้ำมันเครื่องบินยังคงต่ำกว่าระดับก่อนเกิด COVID ในขณะที่เดียวกัน อุปสงค์น้ำมันเบนซินและดีเซลกำลังจะกลับเข้าสู่ภาวะปกติหลังจากฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งในปี 2565-2666 ซึ่งเป็นผลมาจากการขนส่งทางบกที่มากขึ้นและอุปสงค์น้ำมันดีเซลที่แข็งแกร่งขึ้นสำหรับการผลิตไฟฟ้าในช่วงที่ราคาก๊าซสูง ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์เพิ่มขึ้น 33% QoQ ใน 1Q67 สู่ US\$7.3/บาร์เรล นำโดย crack spread น้ำมันเบนซินที่สูงขึ้นสู่ US\$17.9/บาร์เรล (+43% QoQ) ซึ่งถูกลดทอนลงบางส่วนโดย crack spread น้ำมันเครื่องบิน (-11% QoQ) และน้ำมันเตากำมะถันสูง (-13% QoQ) ที่ลดลง โดยมีสาเหตุมาจากความต้องการใช้น้ำมันเพื่อทำความร้อนที่ลดลงและปริมาณการจราจรทางอากาศที่ชะลอตัวลงจากช่วงไฮซีซั่นใน 4Q66 crack spread ของ gasoil (ดีเซล) เพิ่มขึ้นเพียง 3% QoQ สู่ US\$21.7/บาร์เรล ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ปรับตัวดีขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วงเดือนม.ค. 2567 ถึงกลางเดือนก.พ. 2567 ก่อนที่จะกลับมาปรับตัวลดลงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีในเดือนมี.ค. 2567 หลังจากที่โรงกลั่นในภูมิภาคกลับมาจากการหยุดซ่อมบำรุงและราคาน้ำมันดิบพุ่งสูงขึ้น

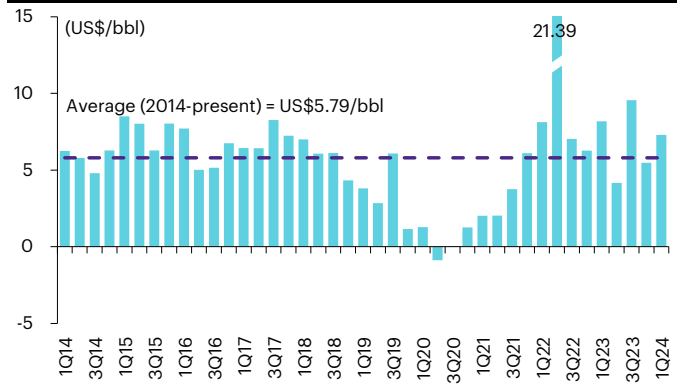
ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์อ่อนตัวลงอย่างต่อเนื่องใน 2Q67TD สู่ระดับเฉลี่ย US\$4.1/บาร์เรล (-43% QoQ) ใกล้เคียงกับรูปแบบใน 2Q66 (-49% QoQ) เราเชื่อว่าค่าการกลั่นจะเริ่มฟื้นตัวในเดือนพ.ค. 2567 เมื่ออุปสงค์ในช่วงฤดูร้อนปรับตัวดีขึ้น นอกจากนี้ ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบที่ลดลงจาก US\$1.71/บาร์เรล ใน 1Q67 สู่ US\$1.57/บาร์เรล ใน 2Q67 จะช่วยสนับสนุนโรงกลั่นน้ำมันของไทย

**Figure 13: ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ - hydrocracking**



Source: Reuters and InnovestX Research

**Figure 14: ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์รายไตรมาส**

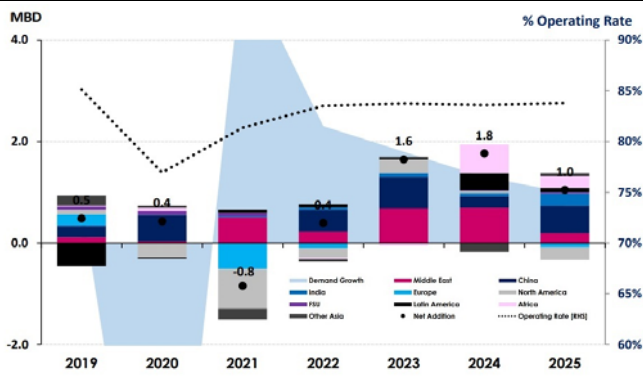


Source: Reuters and InnovestX Research

การเพิ่ม CDU (หน่วยกลั่นน้ำมันดิบ) ทั่วโลก และการเติบโตของอุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปดังที่แสดงด้านล่าง บ่งชี้ว่าอุปทานใหม่ของผลิตภัณฑ์น้ำมันยังคงแข่งขันการเติบโตของอุปสงค์ในปี 2567 ก่อนที่จะมีความสมดุลมากขึ้นในปี 2568 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าการกลั่นยังมีเซอร์ไพรส์ด้าน upside เนื่องจากการเพิ่มกำลังการผลิตใหม่อาจใช้เวลานานกว่าที่คาดไว้ ซึ่งรวมถึง CDU แบบเดี่ยวที่ใหญ่ที่สุดในโลกที่ตั้งอยู่ในไนจีเรีย (โรงกลั่น Dangote)

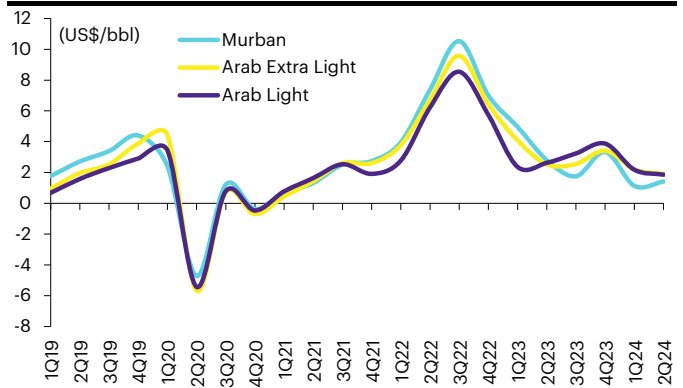
IEA คาดว่าการขยายกำลังการผลิตโรงกลั่นทั่วโลกจะลดลงปัจจุบันที่ประมาณ 6 ล้านบาร์เรล/วัน จะเป็นระลอกสุดท้าย IEA คาดว่ากำลังการผลิตทั่วโลกจะเพิ่มขึ้นจาก 102.7 ล้านบาร์เรล/วัน ในปี 2565 สู่ 105.2 ล้านบาร์เรล/วัน ภายในปี 2573 หรือคิดเป็น 0.3% CAGR นอกจากนี้ IEA ยังคาดการณ์ว่าการเติบโตของกำลังการผลิตหลังปี 2573 จะลดลงในทุกสถานการณ์ ทั้งนี้เป็นเพราะความต้องการเชื้อเพลิงในภาคขนส่งที่ลดลงและการใช้รถยนต์ไฟฟ้าที่เพิ่มขึ้นเป็นปัจจัยสำคัญที่ส่งผลทำให้มีการลงทุนในกำลังการผลิตลดลง ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันเบนซินและดีเซลจะลดลงอย่างค่อยเป็นค่อยไป อุปสงค์แนฟทาทั่วโลกซึ่งเป็นหนึ่งในวัตถุดิบตั้งต้นปิโตรเคมีที่สำคัญที่สุด คาดว่ายังคงทรงตัว และอุปสงค์น้ำมันก๊าดและน้ำมันเครื่องบินจะเติบโตที่ 4.3% CAGR ในช่วงเวลาดังกล่าว แม้ว่าจะมีการใช้เชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืนเพิ่มขึ้นก็ตาม

**Figure 15: การเพิ่ม CDU ทั่วโลก VS อุปสงค์เพิ่มเติม**



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

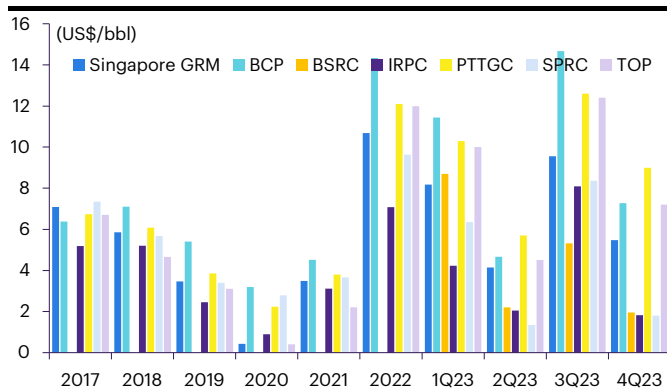
**Figure 16: ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบ**



Source: Reuters and InnovestX Research

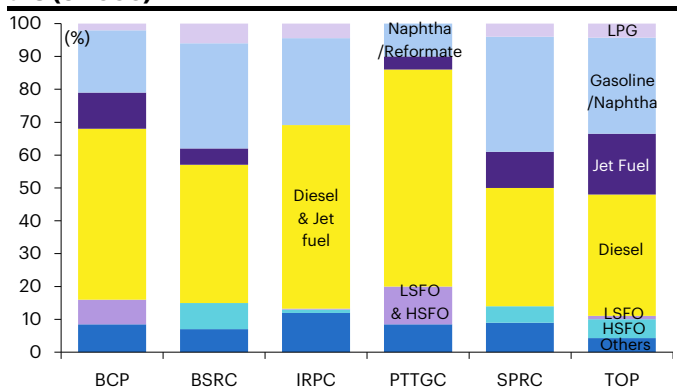
ในบรรดาผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทย ค่าการกลั่นตลาดของ BCP และ TOP ตีว่าคู่แข่งในช่วง 5 ปีที่ผ่านมา ซึ่งสะท้อนถึงโรงกลั่นน้ำมันที่มีประสิทธิภาพ BCP สามารถเพิ่มปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นสูงสุดที่ 1.2 แสนบาร์เรล/วัน (อัตราการใช้กำลังการกลั่น 100%) โดยไม่มีผลิตภัณฑ์ที่สร้างผลขาดทุน (เช่น น้ำมันเตากำมะถันสูง) เพิ่ม โดยได้รับการสนับสนุนจากตลาด unconverted oil ที่มีมาร์จิ้นสูงในเอเชียเหนือ ซึ่งส่วนใหญ่ป้อนให้กับโรงกลั่นน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานเพื่อผลิตสต็อกน้ำมันหล่อลื่นมาตรฐาน API Group II และ III เพื่อผลิตผลิตภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นสังเคราะห์ และที่เหลือนำมาใช้เป็นวัตถุดิบป้อนให้กับหน่วย FCC น้ำมันเตากำมะถันต่ำยังเป็นที่ต้องการของตลาดสำหรับใช้ผลิตไฟฟ้าในเอเชียเหนือด้วย อัตราการใช้กำลังการผลิตระดับสูง ประสิทธิภาพของโรงกลั่น และการขยายธุรกิจไปสู่ธุรกิจอะโรแมติกส์และธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ค่าการกลั่นของ TOP แข็งแกร่ง ค่าการกลั่นของ TOP น่าจะปรับตัวดีขึ้นต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไป หลังจากโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ ซึ่งจะทำการกำลังการผลิตเพิ่มขึ้นจาก 2.75 แสนบาร์เรล/วัน สู่ 4 แสนบาร์เรล/วัน โครงการนี้คาดว่าจะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการเลือกใช้น้ำมันดิบ และจะทำให้สามารถกลั่นน้ำมันชนิดหนักและมีปริมาณกำมะถันมากขึ้นได้ ขณะเดียวกันก็ลดผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าต่ำให้เหลือน้อยที่สุดเพื่อให้ค่าการกลั่นอยู่ในระดับที่เหมาะสม

**Figure 17: ค่าการกลั่นของผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทย**



Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 18: สัดส่วนผลิตภัณฑ์ของผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทย (ปี 2566)**

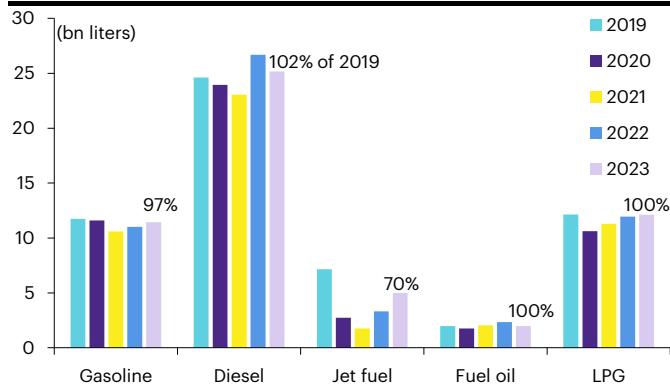


Source: Company data and InnovestX Research

### 3. ธุรกิจการกลั่นน้ำมัน

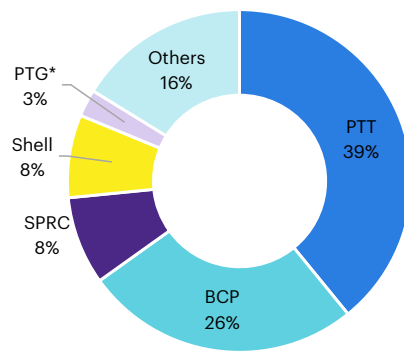
**ปริมาณการขายผลิตภัณฑ์ส่วนใหญ่กลับสู่ระดับก่อนเกิด COVID แล้ว** ปริมาณการขายน้ำมันในประเทศสำหรับ 2M67 (ข้อมูลที่มีล่าสุด) ลดลง 4.5% YoY แต่เพิ่มขึ้น 4.6% QoQ สู่ 124 ล้านลิตร/วัน โดยเฉพาะน้ำมันเครื่องบิน (+18% YoY และ +16% QoQ) ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันดีเซลลดลงแรง 9.3% YoY ซึ่งเป็นผลมาจากความต้องการนำไปใช้ผลิตไฟฟ้าที่ลดลง แม้เพิ่มขึ้น 0.6% QoQ อุปสงค์น้ำมันเบนซินมีเสถียรภาพมากกว่าน้ำมันประเภทอื่นๆ โดยเพิ่มขึ้น 1.6% YoY และ 1.4% QoQ สู่ 31.7 ล้านลิตร/วัน มีเพียงปริมาณการใช้เครื่องบินที่ยังคงอยู่ที่ระดับเพียง 70% ของระดับก่อนเกิด COVID แต่ยังคงปรับตัวดีขึ้น ในขณะที่ปริมาณการใช้ประเภทอื่นๆ กลับสู่ระดับปกติแล้ว เราเชื่อว่าภาพดังกล่าวส่วนหนึ่งสะท้อนถึงการฟื้นตัวของปริมาณการจราจรทางอากาศและประสิทธิภาพที่สูงขึ้นของเครื่องบินใหม่ ทั้งนี้ Figure 24 แสดงให้เห็นว่าจำนวนเที่ยวบินทั้งหมดใน 1Q67 ยังคงอยู่ที่ 81% ของระดับก่อนเกิด COVID นักวิเคราะห์กลุ่มท่องเที่ยวของ INX คาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่เดินทางเข้าประเทศไทยจะกลับคืนสู่ระดับก่อนเกิด COVID ที่ 40 ล้านคนในปี 2568 อย่างไรก็ตาม อุปสงค์น้ำมันเครื่องบินจะกลับสู่ระดับก่อนเกิด COVID ช้ากว่านั้นเล็กน้อยในมุมมองของเรา

**Figure 19: ปริมาณการขายน้ำมันของประเทศไทย**



Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

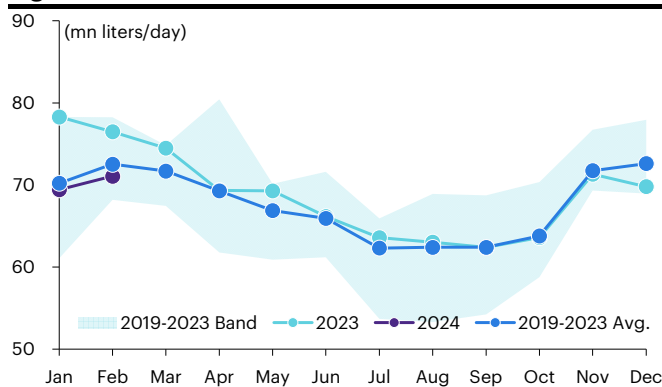
**Figure 20: ส่วนแบ่งตลาดของปริมาณการขายน้ำมัน<sup>1/</sup> (2M67)**



\* excluding sales of associated companies

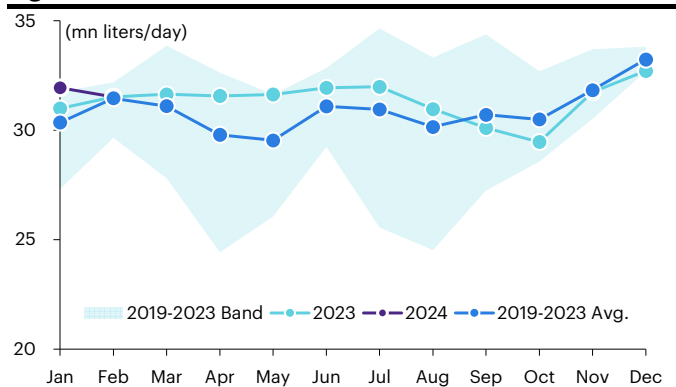
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research  
หมายเหตุ: 1/ ได้แก่ น้ำมันดีเซล น้ำมันเบนซิน และน้ำมันเครื่องบิน

**Figure 21: ปริมาณการขาย - น้ำมันดีเซล**



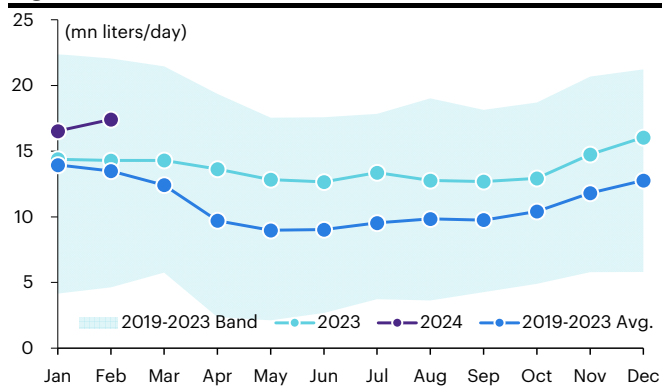
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

**Figure 22: ปริมาณการขาย - น้ำมันเบนซิน**



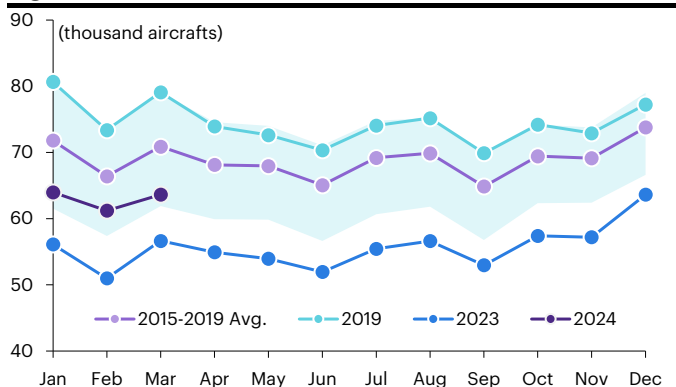
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

**Figure 23: ปริมาณการขาย - น้ำมันเครื่องบิน**



Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

**Figure 24: AOT - จำนวนเที่ยวบินทั้งหมด**

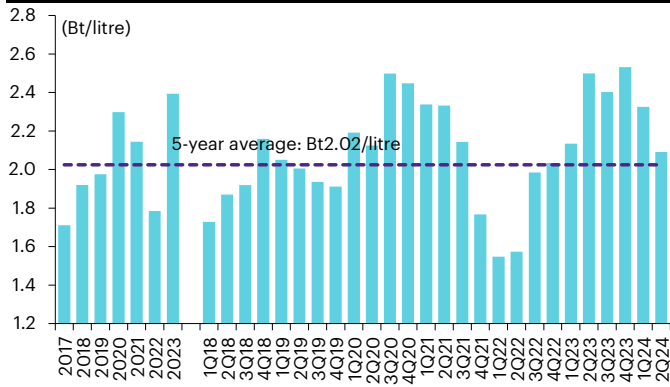


Source: AOT and InnovestX Research

**ค่าการตลาดปรับตัวลดลง** ค่าการตลาดสำหรับกลุ่มธุรกิจค้าปลีกน้ำมันลดลง 8.2% QoQ ใน 1Q67 และลดลงอีก 10.1% ใน 2Q67TD สู่ 2.1 บาท/ลิตร แต่ยังคงสูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 2.02 บาท/ลิตร อ้างอิงข้อมูลสถิติของกระทรวงพลังงาน ค่าการตลาดที่ลดลงเป็นผลมาจาก lag time ในการปรับราคาขายปลีกน้ำมัน เนื่องจากราคาน้ำมันดิบเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง ค่าการตลาดที่ลดลงในระยะหลังนี้จะยังคงดำเนินต่อไปในระยะสั้นในมุมมองของเราเมื่อพิจารณาจากราคาน้ำมันโลกที่สูงขึ้นและการแทรกแซงของรัฐบาลเพื่อควบคุมราคาน้ำมันในประเทศ โดยเฉพาะน้ำมันดีเซลซึ่งคิดเป็นสัดส่วนเกือบ 60% ของปริมาณการขายในประเทศในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ราคาขายปลีกน้ำมันดีเซลในปัจจุบันถูกตรึงไว้ที่ 30 บาท/ลิตร โดยปัจจุบันกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงได้นำเงินไปชดเชยราคาดีเซลอยู่ 4.77 บาท/ลิตร นอกจากนี้รัฐบาลยังติดตามค่าการตลาดของน้ำมันดีเซลอย่างใกล้ชิด โดยปัจจุบันอยู่ที่ระดับเฉลี่ย 1.79 บาท/ลิตรในเดือนเม.ย. คิดเป็นส่วนลด 18% จากค่าการตลาดโดยรวม

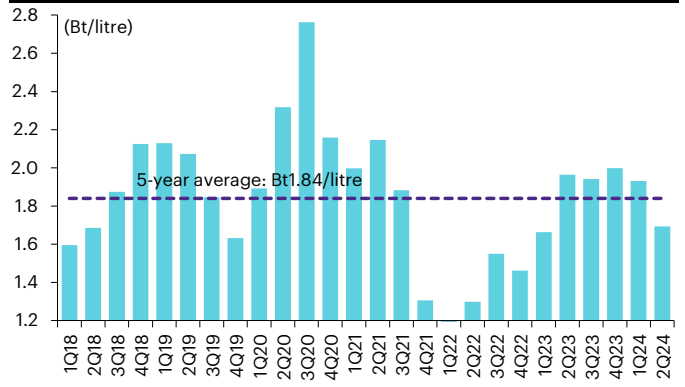


**Figure 25: ค่าการตลาด (โดยรวม)**



Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

**Figure 26: ค่าการตลาด - น้ำมันดีเซล**

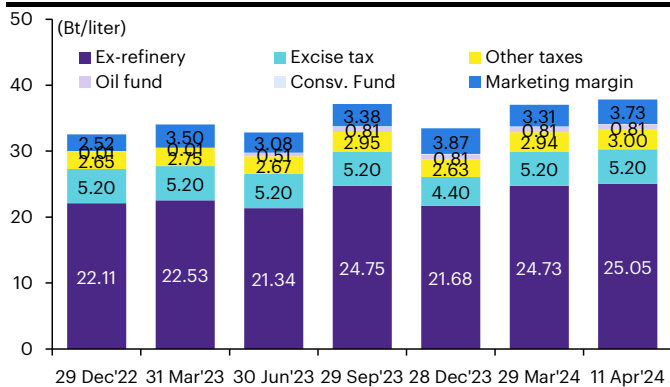


Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

ราคาน้ำมันที่สูงขึ้นทำให้การของกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องในช่วง 4M67 โดยสถานะกองทุนฯ ติดลบ 1.02 แสนลบ. เพิ่มขึ้น 2.3 หมื่นลบ. จากสิ้นปี 2566 แม้ว่ายังต่ำกว่าจุดสูงสุดที่ 1.31 แสนลบ. ในเดือนพ.ย. 2565 โดยแบ่งเป็นการติดลบของบัญชี LPG ที่ 4.7 หมื่นลบ. และบัญชีน้ำมันที่ 5.4 หมื่นลบ. สถานการณ์ดังกล่าวยังบ่งชี้ถึงต้นทุนทางการเงินที่สูงขึ้นของธุรกิจการตลาดน้ำมันเมื่อพิจารณาจากลูกหนี้กองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงที่สูงขึ้น รัฐบาลวางแผนปรับเพิ่มเพดานราคาน้ำมันดีเซลจาก 30 บาท/ลิตร เพื่อลดภาระของกองทุนฯ แต่จะตรึงราคาขาย LPG ไว้ที่ 423 บาทต่อถัง 15 กก. จนถึงเดือนมิ.ย.67

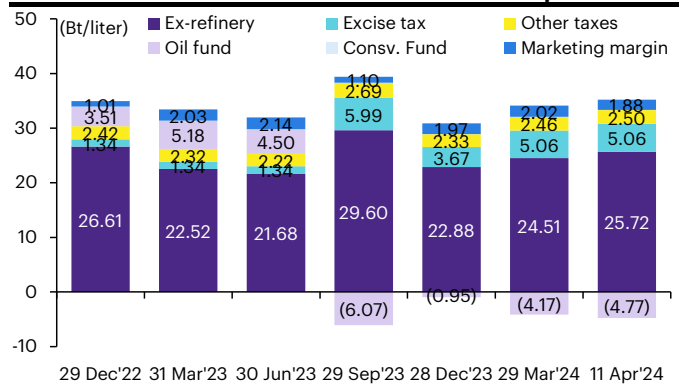
สำหรับราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับสูงรอบก่อนหน้านี้อันหลังจากรัสเซียบุกยูเครนนั้น กองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงต้องใช้เวลานานกว่า 1 ปีจึงจะสามารถชำระหนี้ให้กับบริษัทน้ำมันได้หมดหลังจากรัฐบาลตัดสินใจทยอยปรับเพิ่มเพดานราคาจาก 30 บาท เป็น 32-35 บาท/ลิตร และราคาน้ำมันโลกลดลงต่ำกว่า US\$80/บาร์เรล

**Figure 27: โครงสร้างราคาขายปลีกน้ำมัน- แก๊สโซฮอล์ (E20)**



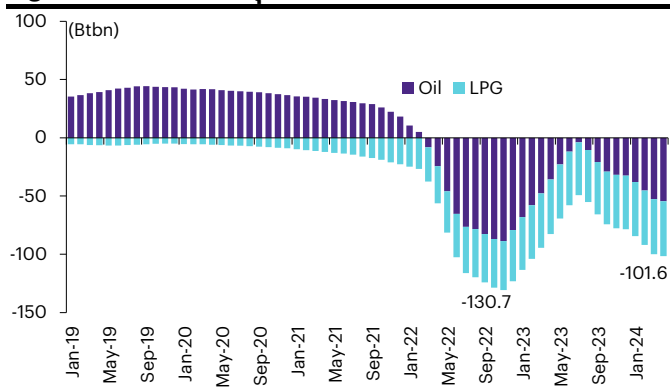
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

**Figure 28: โครงสร้างราคาขายปลีกน้ำมัน- ดีเซลหมุนเร็ว (B7)**



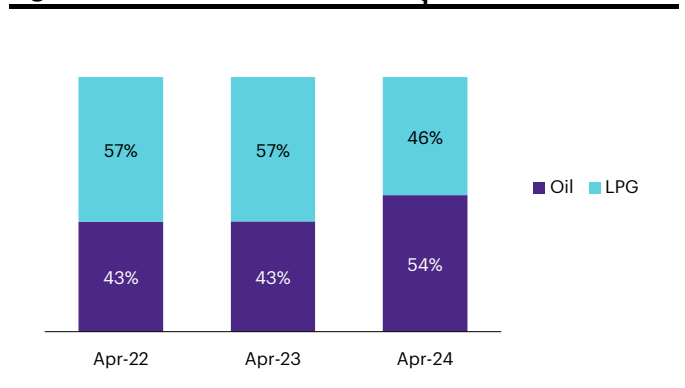
Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

**Figure 29: สถานะกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง**



Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

**Figure 30: สัดส่วนการติดลบของกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง**



Source: Ministry of Energy and InnovestX Research

#### 4. ธุรกิจปิโตรเคมี

Heat map ของส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่แสดงไว้ด้านล่างยังคงชี้ให้เห็นว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีส่วนใหญ่ยังคงอยู่ที่จุดต่ำสุดของวัฏจักรใน 1Q67 โดยเฉพาะโพลีเอทิลีนและผลิตภัณฑ์ต่อเนื่อง ในขณะที่ผลิตภัณฑ์หลักในสายอะโรเมติกส์ (PX และเบนซีน) ยังคงโดดเด่นกว่าผลิตภัณฑ์อื่นๆ แต่ส่วนต่างราคา PE/PP และ PVC ก็ปรับตัวดีขึ้นบ้างเช่นกันซึ่งเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่อยู่ในระดับต่ำตามฤดูกาลใน 4Q66

Figure 31: ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ – heat map

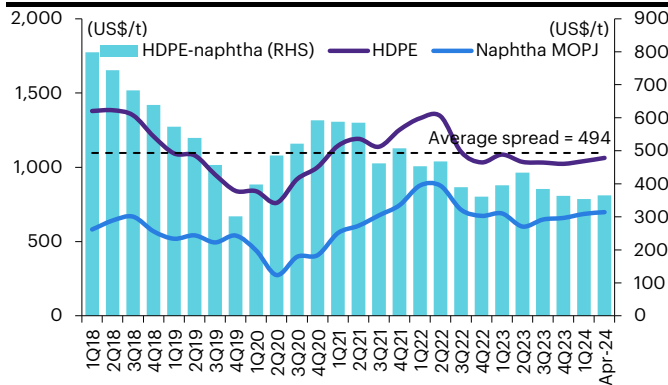
Product	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	Product
HDPE	583	576	462	505	421	445	368	336	373	436	361	344	338	342	HDPE
LDPE	968	917	740	880	741	782	600	472	446	437	343	363	415	442	LDPE
LLDPE	581	583	510	557	445	477	389	344	369	408	337	319	322	312	LLDPE
PP	754	695	547	550	428	432	352	291	359	393	295	290	297	302	PP
PX	226	312	274	179	286	635	501	468	401	484	490	426	411	427	PX
BZ	188	352	324	198	200	357	272	157	238	270	256	238	322	382	BZ
PS	511	498	450	472	395	305	392	365	285	306	239	281	192	207	PS
ABS	1,925	1,976	1,760	1,785	1,366	1,231	1,024	945	863	863	816	804	749	797	ABS
PET	145	149	118	217	203	201	200	69	109	117	66	69	63	54	PET
Int PET	241	224	209	321	269	172	257	113	166	190	106	112	105	96	Int PET
PVC	619	710	548	629	472	579	446	412	453	354	453	315	286	302	PVC

Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

เรายังคงมุมมองระมัดระวังต่อแนวโน้มกลุ่มธุรกิจปิโตรเคมี แม้ว่าจะพบการปรับตัวดีขึ้นบ้างใน 1Q67 ทั้งนี้ นอกเหนือจากความไม่สมดุลของอุปสงค์และอุปทานซึ่งอาจใช้เวลาหลายปีในการแก้ไข ความท้าทายอื่นๆ ที่อาจทำให้ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีฟื้นตัวล่าช้า ได้แก่ ราคาน้ำมันที่สูงขึ้น การดำเนินนโยบายการเงินที่เข้มงวดอย่างต่อเนื่องโดยธนาคารกลางทั่วโลกเพื่อชะลอเงินเฟ้อ และความเสี่ยงขาลงที่อาจเกิดขึ้นต่อการเติบโตของ GDP ที่มีสาเหตุมาจากความขัดแย้งทางภูมิรัฐศาสตร์

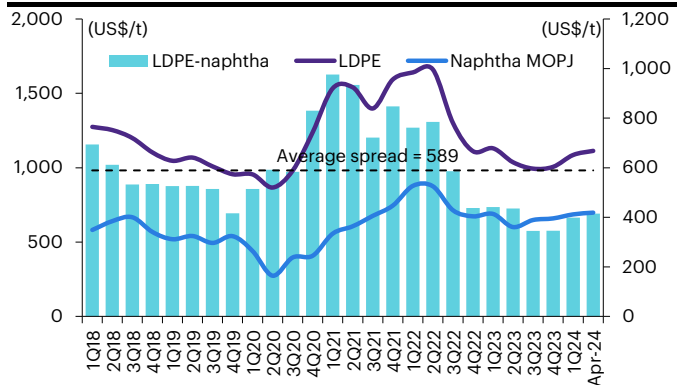
**โพลีเอทิลีน: ส่วนต่างราคา PE/PP โดยเฉลี่ยอยู่ในระดับทรงตัว 90Q** อุปสงค์-อุปทานที่สมดุลมากขึ้นของ PE ในภูมิภาคช่วยให้ราคาและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่มีเสถียรภาพใน 1Q67 ส่วนต่างราคา PE/PP โดยเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น 9% QoQ สู่ US\$364/ตัน สูงกว่าต้นทุนเงินสดที่ US\$350/ตัน อยู่เล็กน้อย แต่ต่ำกว่า 12MMA ที่ US\$366/ตัน อย่างไรก็ตาม sentiment ตลาดยังคงอ่อนแอ โดยมีสาเหตุมาจากอุปสงค์ที่ชะลอตัวในประเทศจีนและประเทศอินเดีย กิจกรรมการซื้อขายในตลาด spot ค่อนข้างมีจำกัด เนื่องจากผู้แปรรูปยังคงเก็บสต็อกวัตถุดิบไว้อย่างเพียงพอ และแสดงความกระตือรือร้นเพียงเล็กน้อยในการจัดหามาเพิ่ม ราคา PE/PP เฉลี่ยใน 1Q67 อยู่ที่ US\$1,050/ตัน ปรับตัวดีขึ้นเล็กน้อย 6% QoQ เนื่องจากอุปสงค์เพิ่มขึ้นเล็กน้อยเมื่อเทียบกับช่วงโลว์ซีซั่นใน 4Q66 ตัวเลขดังกล่าวต่ำกว่าระดับ US\$1,300-1,400/ตัน ใน 1Q65 ซึ่งเป็นช่วงที่ราคาน้ำมันอยู่ในระดับเดียวกับปัจจุบันค่อนข้างมาก ต้นทุนแนฟทาที่สูงขึ้นซึ่งมีสาเหตุมาจากราคาน้ำมันที่สูงขึ้นจะส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อย่างต่อเนื่องใน 2Q67 ท่ามกลางแนวโน้มเศรษฐกิจโลกที่ไม่แน่นอน

Figure 32: HDPE vs. แนฟทา



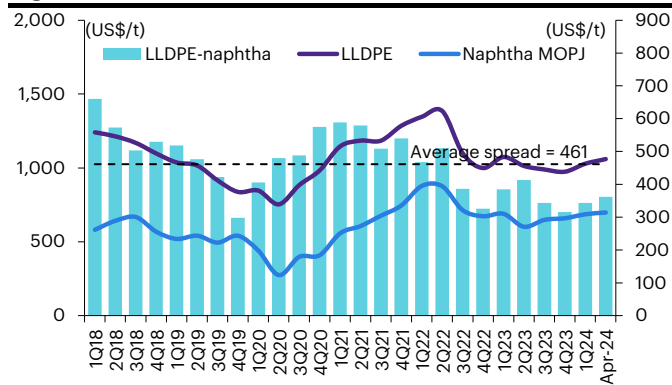
Source: Industry data, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

Figure 33: LDPE vs. แนฟทา



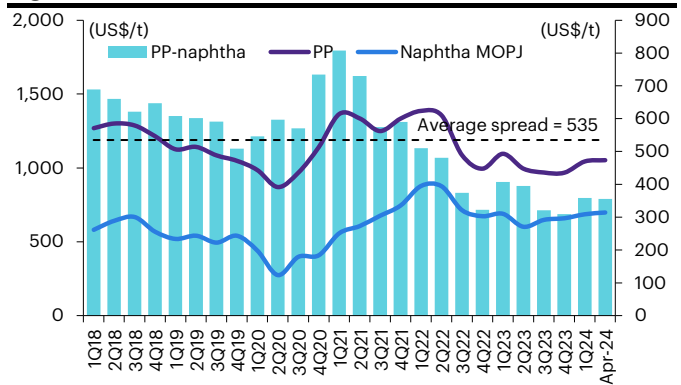
Source: Industry data, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

**Figure 34: LLDPE vs. แอพท**



Source: Industry data, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

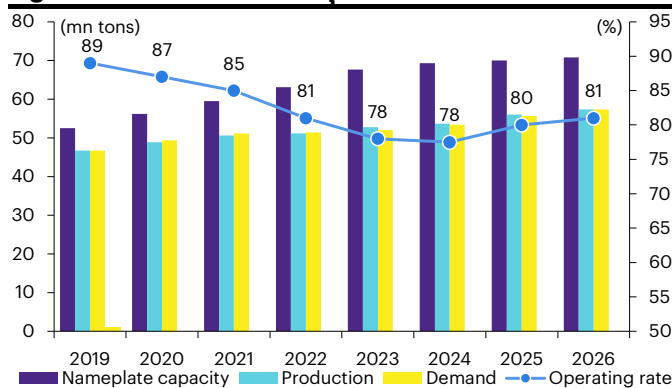
**Figure 35: PP vs. แอพท**



Source: Industry data, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

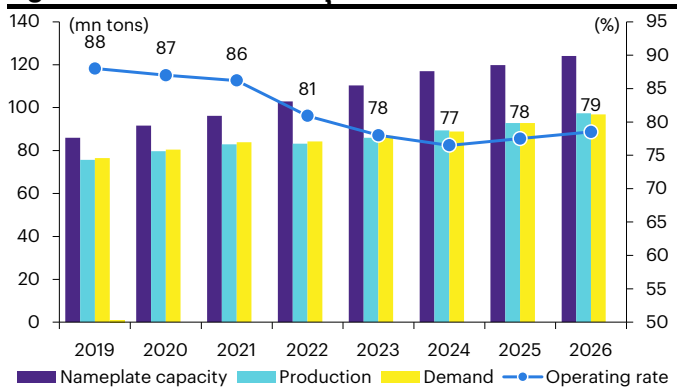
กำลังการผลิต HDPE และ PP ทั่วโลกชี้ให้เห็นว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ HDPE จะฟื้นตัวอย่างชัดเจนในปี 2568 เป็นอย่างเร็ว เนื่องจากอัตราการดำเนินงานจะสูงถึง 80% อย่างไรก็ตาม การฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งสู่ระดับเดียวกับปี 2564 ยังไม่น่าจะเกิดขึ้นในระยะ 3-5 ปีข้างหน้า แนวโน้มอุปสงค์-อุปทานสำหรับ PP จะยังคงไม่สดใสในปี 2567 ก่อนที่จะเห็นการฟื้นตัวเล็กน้อยในปี 2568-2569 เมื่ออัตราการดำเนินงานปรับตัวเพิ่มขึ้น การฟื้นตัวของ PP อาจใช้เวลาานกว่าจะเกิดขึ้นจริงเมื่อพิจารณาจากช่องว่างระหว่างอุปสงค์และอุปทานที่กว้างขึ้นจากกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นอย่างมากในจีน

**Figure 36: กำลังการผลิตและอุปสงค์ HDPE ทั่วโลก**



Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 37: กำลังการผลิตและอุปสงค์ PP ทั่วโลก**

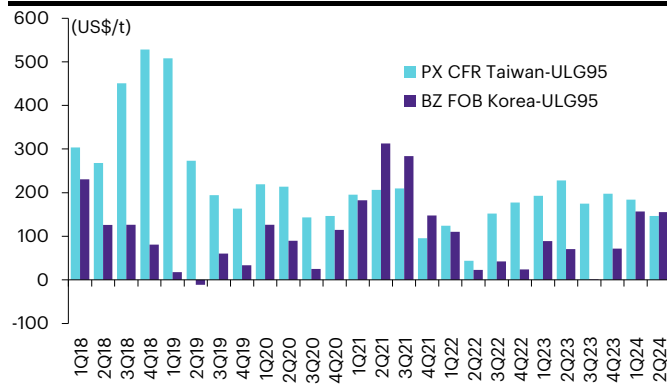


Source: Industry data and InnovestX Research

**อะโรเมติกส์: ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะแข็งแกร่งต่อเนื่องเพราะวัตถุดิบตั้งตัวมากขึ้น** ส่วนต่างราคา PX กับคอนเดนเสทและ ULG95 ยังคงแข็งแกร่งใน 1Q67 โดยเฉพาะส่วนต่างราคา PX-คอนเดนเสทที่ US\$358/ตัน (+8.5% QoQ) เพราะอุปทานตั้งตัวมากขึ้น อุปทาน PX ที่เพิ่มขึ้นรอบใหญ่ในปี 2566 ผ่านพ้นไปแล้ว ในขณะที่วัตถุดิบตั้งต้นสำหรับ PX จากโรงกลั่นน้ำมันยังคงมีจำกัดซึ่งเป็นผลมาจากความต้องการสารผสมน้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้น ส่วนต่างราคาเบนซินก็เพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญใน 1Q67 โดยเพิ่มขึ้น 60% QoQ (เทียบกับคอนเดนเสท) และ 120% QoQ (เทียบกับ ULG95) โดยได้แรงหนุนจากอุปทานเบนซินในตลาดโลกที่ตั้งตัวมากขึ้นอันเป็นผลมาจากการหยุดชะงักของการผลิตในสหรัฐฯ จากภาวะอากาศเย็นฉ่ำพลันในเดือนมี.ค. และการหยุดซ่อมบำรุงโรงงานอะโรเมติกส์ในเอเชียเหนือ นอกจากนี้ สัญญาณเชิงบวกจากดัชนีภาคการผลิตของจีนยังช่วยหนุนให้ sentiment ที่ตลาดมีต่ออุปสงค์ภาคอุตสาหกรรมปรับตัวดีขึ้น หลังจากดัชนี PMI ภาคการผลิตของจีนปรับตัวเพิ่มขึ้นในเดือนมี.ค. เนื่องจากคาดว่าจะทำให้ความต้องการใช้เบนซินในอุตสาหกรรมยานยนต์และเครื่องใช้ไฟฟ้าปรับตัวเพิ่มขึ้น

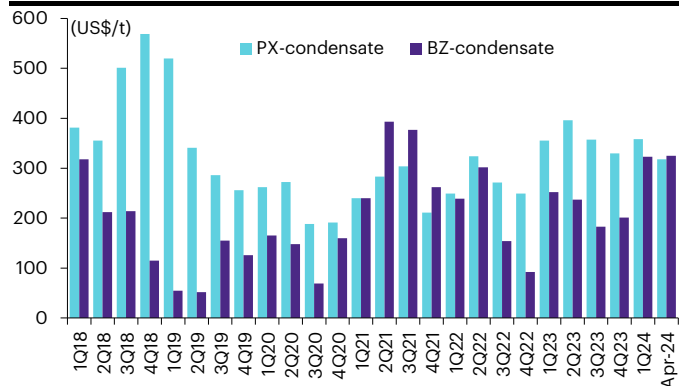
เราคาดว่าความต้องการสารผสมน้ำมันเบนซินที่สูงขึ้นจะทำให้วัตถุดิบสำหรับอะโรเมติกส์ (หลักๆ คือ PX) มีจำกัดอย่างต่อเนื่องใน 2Q67 สถานการณ์เช่นนี้จะทำให้อุปทาน PX ในช่วงฤดูร้อนมีจำกัด ในขณะที่อุปสงค์จะเพิ่มขึ้นตามฤดูกาล โดยได้แรงหนุนจากโพลีเอสเตอร์ขึ้นปลายและ PET bottle chip

**Figure 38: PX & เบนซีน vs. ULG 95**



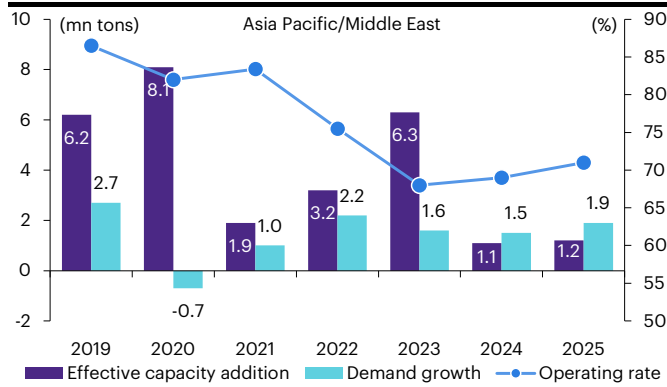
Source: Industry data, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

**Figure 39: PX & เบนซีน vs. คอนเดนเสท**



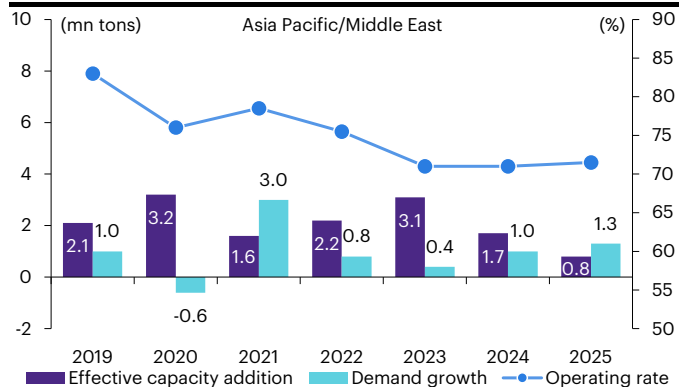
Source: Industry data, Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

**Figure 40: กำลังการผลิต PX เพิ่มเติม vs. การเติบโตของอุปสงค์**



Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 41: กำลังการผลิตเบนซีนเพิ่มเติม vs. การเติบโตของอุปสงค์**

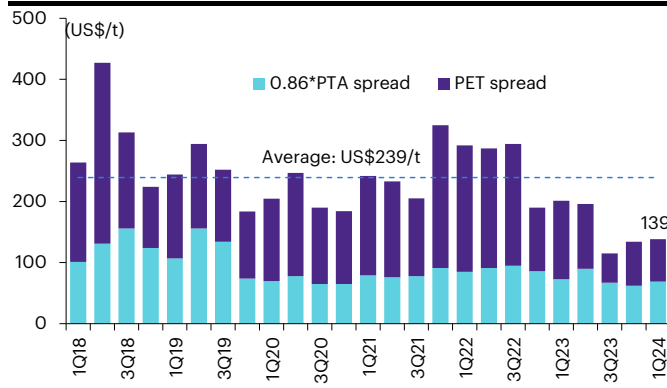


Source: Industry data and InnovestX Research

**PET: ส่วนต่างราคา integrated PET ในเอเชียยังคงอยู่ภายใต้แรงกดดัน** ส่วนต่างราคา integrated PET ในเอเชีย สำหรับ 1Q67 เป็นหนึ่งในไตรมาสที่เลวร้ายที่สุดในรอบ 5 ปีที่ผ่านมา แม้ว่าการระบายสต็อกในอุตสาหกรรมจะชะลอตัวลงค่อนข้างมากแล้ว ส่วนต่างราคา integrated PET อยู่ที่เพียง US\$139/ตัน เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$239/ตัน ซึ่งสะท้อนถึงอุปทานส่วนเกินจำนวนมากในภูมิภาค โดยส่วนใหญ่อยู่ในประเทศจีน เนื่องจากหลายประเทศเรียกเก็บภาษีต่อต้านการก่อกวนตลาดสำหรับ PET ที่นำเข้าจากประเทศจีน ในขณะเดียวกัน ส่วนต่างราคา integrated PET ในยุโรปปรับตัวดีขึ้น 49% QoQ สู่ระดับสูงสุดในรอบ 6 ไตรมาสที่ US\$478/ตัน ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$483/ตัน อยู่เล็กน้อย ช่องว่างของส่วนต่างราคา integrated PET ระหว่างตลาดยุโรปและตลาดเอเชียก็กว้างขึ้นสู่ US\$339/ตัน (+82% QoQ) เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$244/ตัน โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดชะงักของอุปทานในยุโรปสืบเนื่องมาจากวิกฤตทะเลแดง นอกจากนี้ ภูมิภาคอุตสาหกรรมของ PET ในภูมิภาคก็เปลี่ยนไปซึ่งเป็นผลมาจากความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนที่ลดลง ทำให้ผู้ผลิตท้องถิ่นหลายรายปิดโรงงานอย่างถาวร ผู้ผลิต PET ต้องใช้แนวคิด “การตัดสินใจซื้อหรือผลิตเอง” เพื่อปรับแผนธุรกิจให้เหมาะสมเพราะต้นทุนพลังงานสูงขึ้นและขาดแคลนวัตถุดิบจากโรงกลั่นน้ำมัน เนื่องจากผู้ประกอบการโรงกลั่นหลายรายปรับเปลี่ยนโรงกลั่นน้ำมันแบบเดิมเพื่อผลิตผลิตภัณฑ์จากวัตถุดิบชีวภาพหรือใช้เป็นคลังน้ำมัน

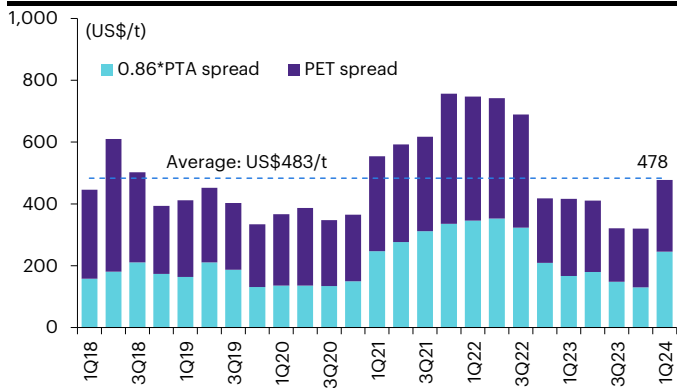
เราคาดว่าส่วนต่างราคา integrated PET จะปรับตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปใน 2Q67-3Q67 โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์ PET bottle chip ที่สูงขึ้นก่อนฤดูร้อนในสหรัฐฯ และยุโรป อย่างไรก็ตาม ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อาจจะกลับมาอ่อนตัวลงใน 4Q67 จากอุปสงค์ที่ชะลอตัวลงตามฤดูกาล เราคาดว่าส่วนต่างราคา integrated PET ในเอเชียจะยังคงต่ำกว่าระดับค่าเฉลี่ย 5 ปีตามที่เห็นได้จากกำลังการผลิต PET ทั่วโลกใน Figure 44 ว่าอัตราการดำเนินงานจะลดลงอย่างต่อเนื่องในปี 2567-2568 เนื่องจากมีกำลังการผลิตเพิ่มเติม ซึ่งส่วนใหญ่อยู่ในประเทศจีน ดังนั้นผู้ผลิตจะต้องให้ความสำคัญกับการลดต้นทุนและการปรับกำลังการผลิตให้อยู่ในระดับที่เหมาะสมมากขึ้น

**Figure 42: ส่วนต่างราคา integrated PET - เอเชีย**



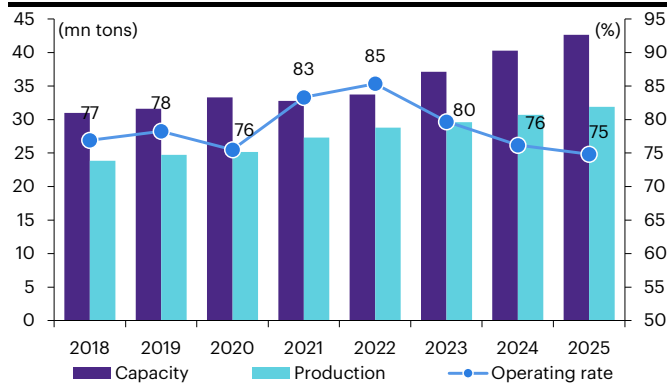
Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 43: ส่วนต่างราคา integrated PET - EMEA**



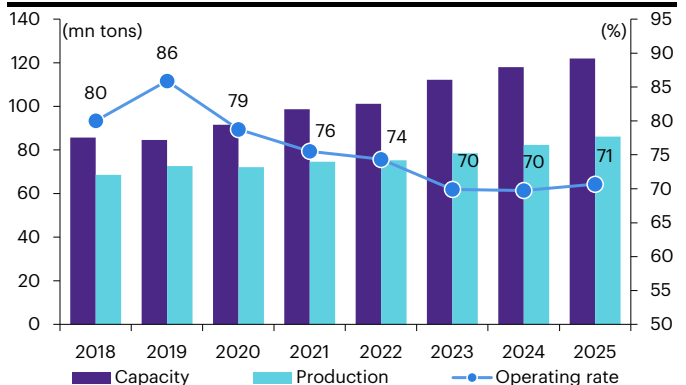
Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 44: กำลังการผลิตและอัตราการใช้งาน PET ทั่วโลก**



Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 45: กำลังการผลิตและอัตราการใช้งาน PTA ทั่วโลก**

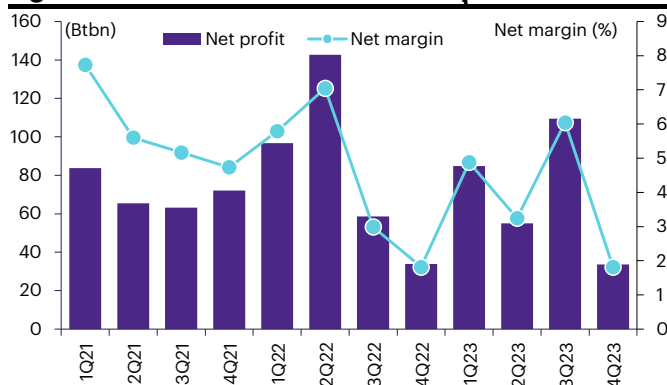


Source: Industry data and InnovestX Research

### 5. แนวโน้มกำไร 1Q67

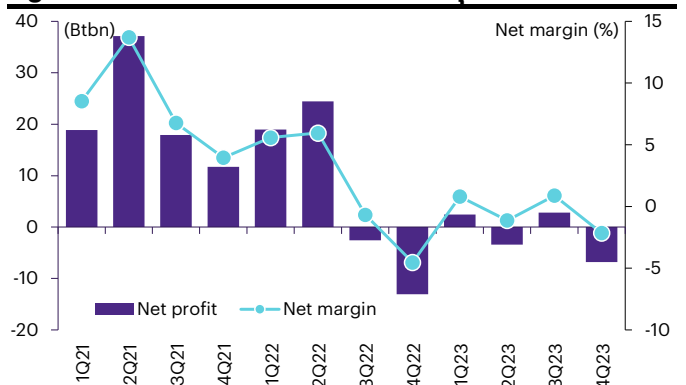
ราคาน้ำมันและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ผันผวนส่งผลกระทบต่อผลประกอบการของบริษัทพลังงานและปิโตรเคมีในตลาดไทยอย่างต่อเนื่องในช่วง 3 ปีที่ผ่านมา ในขณะที่กลุ่มพลังงานยังสามารถรายงานกำไรสุทธิในช่วงเวลาดังกล่าวได้อย่างต่อเนื่อง นำโดยบริษัทน้ำมันดิบและบริษัทน้ำมันครบวงจร แต่ผลประกอบการของบริษัทปิโตรเคมีส่วนใหญ่อยู่ในแดนลบตั้งแต่ 3Q65 ซึ่งมีสาเหตุมาจากการระบายสต็อกในอุตสาหกรรมอย่างต่อเนื่อง ต้นทุนทางการเงินที่สูงยังทำให้ผู้มีส่วนร่วมในตลาดไม่ต้องการที่จะเก็บสต็อกสินค้าคงคลังเพิ่มท่ามกลางแนวโน้มอุปสงค์ที่ไม่แน่นอนและความไม่สมดุลของอุปสงค์และอุปทานค่อนข้างมาก

**Figure 46: ผลประกอบการรายไตรมาส - กลุ่มพลังงาน**



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

**Figure 47: ผลประกอบการรายไตรมาส - กลุ่มปิโตรเคมี**



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

เราคาดว่าผลประกอบการของบริษัทพลังงานและปิโตรเคมีส่วนใหญ่ในตลาดไทยจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q67 โดยเฉพาะผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมัน ซึ่งจะได้แรงหนุนจากค่าการกลั่นที่ดีขึ้น (+33% QoQ) และกำไรสินค้าคงคลังที่ US\$1.3-1.4/บาร์เรล เทียบกับขาดทุนสินค้าคงคลังใน 4Q66 มุมมองเชิงบวกต่อผลประกอบการ 1Q67 ของบริษัทปิโตรเคมีมีมากขึ้นเนื่องจากการระบายสต็อกสินค้าคงคลังแล้ว ในขณะที่อุปสงค์ส่งสัญญาณฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป คำสั่งซื้อมีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น และแสดงให้เห็นถึงฤดูกาลปกติ (S&P Global) โดยได้รับการสนับสนุนจากสัญญาณเชิงบวกจากดัชนีผู้จัดการฝ่ายจัดซื้อในสหรัฐฯ และจีน

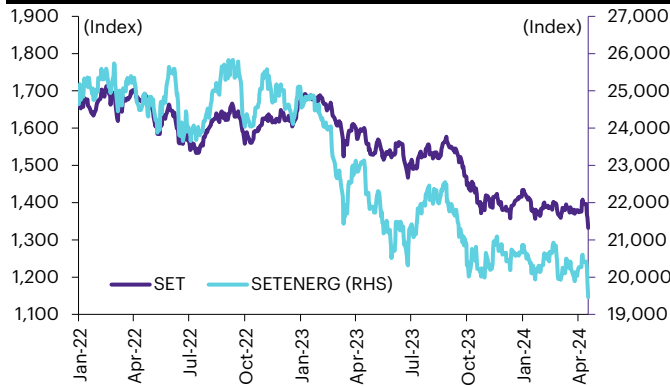


## 6. หุ่นเด่น

SETENERG เริ่มปรับตัว underperform SET มาตั้งแต่ต้นปี 2566 เมื่อความกังวลเกี่ยวกับนโยบายแทรกแซงราคาพลังงานในประเทศของรัฐบาลส่งผลกระทบต่อ sentiment ที่ตลาดมีต่อแนวโน้มของกลุ่มพลังงาน โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้า SETENERG ถูกกดดันจากกลุ่มโรงไฟฟ้าซึ่งราคาหุ้นปรับตัวลดลงเฉลี่ย >30% โดยมีสาเหตุมาจากความกังวลเกี่ยวกับผลกระทบของการคุมเพดานค่าไฟฟ้า โดยเฉพาะบริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP ในขณะที่ต้นทุนพลังงานลดลงต่ำกว่า ความผันผวนของราคาน้ำมันยังทำให้เกิดขาดทุนสินค้าคงคลังในบริษัทที่ประกอบธุรกิจกลั่นน้ำมัน ซึ่งก็ได้รับผลกระทบจากค่าการกลั่นที่ลดลงมากใน 2Q66 ก่อนที่จะฟื้นตัวอย่างรวดเร็วใน 3Q66 ราคาหุ้นยังคงผันผวนต่อเนื่องใน 4Q66 ตามมาด้วย sentiment ที่อ่อนแอใน 1Q67

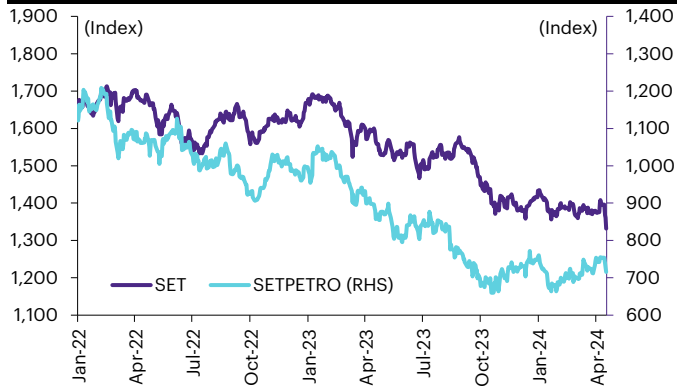
ในขณะเดียวกัน ดัชนี SETPETRO ก็ปรับตัว underperform SET อย่างต่อเนื่องตั้งแต่ต้นปี 2565 หลังจากปรับตัวขึ้นแรงในปี 2564 ซึ่งเป็นช่วงที่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีพุ่งสูงขึ้น ดัชนี SETPETRO ยังคงอ่อนแอในปี 2566 และปี 2567 (YTD) ท่ามกลาง sentiment ตลาดที่อ่อนแอต่อแนวโน้มผลประกอบการของอุตสาหกรรม ซึ่งถูกครอบงำโดยกำลังการผลิตใหม่ในประเทศจีนและการระบายสต็อกในอุตสาหกรรมเป็นเวลา 18 เดือนติดต่อกัน แม้เราเชื่อว่าปีที่เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นไปแล้ว แต่จะต้องใช้เวลาระยะหนึ่งก่อนที่ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์จะฟื้นตัว

**Figure 48: SET vs. SETENERG**



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

**Figure 49: SET vs. SETPETRO**



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

ท่ามกลางแนวโน้มราคาน้ำมันที่ไม่แน่นอนซึ่งมีสาเหตุมาจากความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ซึ่งอาจทำให้อุปทานน้ำมันหยุดชะงักและขัดขวางการเติบโตของอุปสงค์ รวมถึงอาจส่งผลกระทบต่อเนื่องไปถึงการเติบโตของเศรษฐกิจโลกและอัตราเงินเฟ้อ เราจึงแนะนำให้เลือกซื้อหุ้นเด่นในกลุ่มพลังงานและกลุ่มปิโตรเคมี BCP ยังคงเป็นหุ้นเด่นอันดับหนึ่งเมื่อพิจารณาจากแนวโน้มค่าการกลั่นที่แข็งแกร่ง การเติบโตของกำไรจากการเข้าซื้อกิจการ BSRC และการกระจายธุรกิจออกจากประเทศไทย หุ้นเด่นตัวอื่นๆ ได้แก่ TOP (proxy ของธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน), PTTEP (upside จากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น) และ PTTGC (สถานการณ์เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นไปแล้ว)

### BCP: พอร์ตธุรกิจที่หลากหลายช่วยลดความเสี่ยงจากราคาน้ำมันที่ผันผวน

**ผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นใน 1Q67** เราคาดว่าค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้นและราคาน้ำมันที่มีเสถียรภาพมากขึ้นจะช่วยสนับสนุนกำไรใน 1Q67 BCP น่าจะสามารถคงปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลับไว้ในระดับสูงใน 1Q67 ก่อนที่จะลดลงเล็กน้อยใน 2Q67 โดยมีสาเหตุมาจากการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่โรงกลั่นตามแผนในเดือน พ.ค. 2567 เป็นเวลา 27 วัน (เป็นการหยุดโรงกลั่นที่สั้นที่สุดเท่าที่บริษัทเคยมีมา) หลังจากการหยุดซ่อมบำรุงครั้งนี้ รอบการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นของบริษัทจะขยายระยะเวลาออกไปเป็น 4 ปี เทียบกับ 2-3 ปีในปัจจุบัน การผลิตที่ลดลงจากการหยุดซ่อมบำรุงจะถูกชดเชยโดยปริมาณน้ำมันดิบนำเข้ากลับเพิ่มขึ้นที่ BSRC เพื่อรองรับปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นที่สถานีบริการน้ำมันของ BCP และการขายเชิงพาณิชย์ กำไรจากกลุ่มธุรกิจ E&P จะปรับตัวดีขึ้นจากการผลิตที่สูงขึ้น โดยได้รับการสนับสนุนจากสินทรัพย์ที่ได้มาใหม่ (ถือหุ้น 28% ในแหล่ง Statfjord ที่ดำเนินการโดย Equinor)

**การขยายธุรกิจการตลาด** กลุ่มธุรกิจการตลาดค้าปลีกของ BCP จะได้รับแรงหนุนจากสถานีบริการที่เพิ่มขึ้นจาก BSRC และการตั้งเป้าเปิดสถานีบริการใหม่ 40 สถานีในปี 2567 สู่อีก 2,259 สถานี โดยคาดว่าปริมาณการขายของธุรกิจการตลาด (สำหรับ BCP+BSRC) จะเติบโต 60% YoY ปริมาณการขายที่สูงขึ้นในธุรกิจค้าปลีกจะทำให้ BBGI (บริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจผลิตภัณฑ์เชื้อเพลิงชีวภาพ) สามารถเดินเครื่องโรงงานไบโอดีเซลและเอทานอลได้เต็มกำลังการผลิต แม้ว่าในปัจจุบันอุปสงค์และอุปทานในประเทศไทยจะไม่สมดุลก็ตาม

**Valuation น่าสนใจ** BCP ยังคงเทรดที่ EV/EBITDA 4.8 เท่า (ปี 2567) ตามงบการเงินรวม เทียบกับบริษัทอื่นๆ ที่ประกอบธุรกิจอย่างเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 8 เท่า เรามองว่าตลาดมีความกังวลมากเกินไปเกี่ยวกับการที่ BCP เข้าลงทุนใน BSRC และ Okea แม้ว่าการเติบโตของ EBITDA ในช่วงปี 2565-2566 โดยเฉพาะ Okea ได้รับการพิสูจน์แล้ว ราคาหุ้น BCP ในปัจจุบัน สะท้อนถึง trailing EV/EBITDA เพียง 3.8 เท่าของธุรกิจโรงกลั่นและการตลาด

(ปัจจัยเสี่ยงใน Figure 54)

**Figure 50: Forecasts and valuation – BCP**

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	312,202	374,542	539,678	524,677	477,551
EBITDA	(Btmn)	47,735	39,107	41,588	43,143	43,249
Core profit	(Btmn)	18,513	12,655	14,252	14,958	15,697
Reported profit	(Btmn)	12,575	13,233	14,252	14,958	15,697
Core EPS	(Bt)	13.45	9.19	10.35	10.86	11.40
DPS	(Bt)	2.25	2.00	2.50	2.75	3.00
P/E, core	(x)	3.2	4.7	4.2	4.0	3.8
EPS growth, core	(%)	99.1	(31.6)	12.6	5.0	4.9
P/BV, core	(x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	24.2	13.8	13.6	13.0	12.6
Dividend yield	(%)	5.2	4.6	5.8	6.4	6.9
EV/EBITDA	(x)	2.2	4.1	4.8	4.7	3.8

Source: InnovestX Research

**PTTEP: Upside จากราคาน้ำมันที่เพิ่มขึ้น**

**ราคาหุ้นยังขึ้นช้ากว่าราคาน้ำมัน** ราคาหุ้น PTTEP ยังคงขึ้นช้ากว่าราคาน้ำมัน แม้ว่าราคาหุ้นจะมี correlation กับราคาน้ำมันสูงถึง 83% ก็ตาม เราเชื่อว่าราคาน้ำมันที่แข็งแกร่งในระยะสั้นจะยังคงเป็นปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นที่สำคัญ

**ผลประกอบการแข็งแกร่งและงบดุลแข็งแกร่ง** ผลประกอบการและงบดุลของ PTTEP ยังคงแข็งแกร่ง เราคาดว่ากำไรปี 2567 จะยังคงแข็งแกร่งโดยได้แรงหนุนจากปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้นและราคาน้ำมันที่แข็งแกร่ง ต้นทุนต่อหน่วยในปี 2567 ของ PTTEP น่าจะยังอยู่ในระดับที่สามารถบริหารจัดการได้ที่ US\$28-29/BOE (-1.4% QoQ) สอดคล้องเป้าหมายปี 2567 ของบริษัท แนวโน้มเช่นนี้จะช่วยสนับสนุนให้ EBITDA margin อยู่ที่ >75% ในปี 2567 เทียบกับ 76% ในปี 2566 เราคาดการณ์อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุน <0.2 เท่าในปี 2567-2569

**โครงการ Block G1/61 (เอราวัณ) เปิดดำเนินการแล้ว** การผลิตเต็มไตรมาสของโครงการ Block G1/61 ในอ่าวไทย (โครงการเอราวัณ) ที่ 800 ล้านลูกบาศก์ฟุตต่อวัน ซึ่งสามารถผลิตได้เต็มที่เริ่มตั้งแต่ปลายเดือน มี.ค. เร็วกว่าที่วางแผนไว้จะเป็นปัจจัยสนับสนุนปริมาณการขายใน 2Q67 แม้ว่าราคาขายก๊าซอาจลดลง QoQ แต่เราคาดว่าราคาน้ำมันที่สูงขึ้นในปัจจุบันจะปัจจัยบวกอีกอย่างหนึ่งสำหรับผลประกอบการ

เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ PTTEP โดยปรับราคาเป้าหมายอ้างอิงวิธี DCF เพิ่มขึ้นจาก 194 บาท สู่ 204 บาท เพื่อสะท้อนสมมติฐานราคาน้ำมันที่สูงขึ้นสำหรับปี 2567-2568 ราคาเป้าหมายยังคงอิงกับราคาน้ำมันเบรนท์ระยะยาวที่ US\$70/บาร์เรล ตั้งแต่ปี 2569 เป็นต้นไป ปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตา คือ ผลกระทบของความเสี่ยงทางภูมิรัฐศาสตร์ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่ออุปทานน้ำมันและสร้าง upside ให้กับผลประกอบการปี 2567 ซึ่งอิงกับสมมติฐานราคาน้ำมันเบรนท์ที่ US\$85/บาร์เรล เทียบกับราคาเฉลี่ย YTD ที่ US\$84 และราคาปัจจุบันที่ US\$88-90/บาร์เรล

(ปัจจัยเสี่ยงใน Figure 54)

**Figure 51: Forecasts and valuation – PTTEP**

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	331,350	300,694	324,483	324,772	304,087
EBITDA	(Btmn)	253,734	232,446	240,137	237,746	216,111
Core profit	(Btmn)	90,721	78,656	82,684	88,942	76,747
Reported profit	(Btmn)	70,901	76,706	82,684	88,942	76,747
Core EPS	(Bt)	22.85	19.81	20.83	22.40	19.33
DPS	(Bt)	9.25	9.50	9.50	10.00	10.00
P/E, core	(x)	7.0	8.1	7.7	7.1	8.3
EPS growth, core	(%)	111.5	(13.3)	5.1	7.6	(13.7)
P/BV, core	(x)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
ROE	(%)	20.6	16.3	15.8	15.6	12.5
Dividend yield	(%)	5.8	5.9	5.9	6.3	6.3
EV/EBITDA	(x)	2.4	2.5	2.7	3.0	3.5

Source: InnovestX Research

### PTTGC: สถานการณ์เลวร้ายที่สุดผ่านพ้นไปแล้ว

**การใช้ก๊าซเป็นวัตถุดิบมากขึ้นจะหนุนให้มาร์จิ้นปรับตัวดีขึ้น** เราคาดว่า EBITDA margin ของกลุ่มโอเลฟินส์ของ PTTGC จะปรับตัวดีขึ้นจากการนำอู่แทนจากโรงแยกก๊าซของ PTT มาใช้เป็นวัตถุดิบมากขึ้น หลังจากโครงการ Block G1/61 (เอราวัณ) ดำเนินการผลิตเต็มที่ 800 ล้านลูกบาศก์ฟุตต่อวันตั้งแต่ปลายเดือนมี.ค. 2567 เป็นต้นมา เพิ่มขึ้นจาก 200-295 ล้านลูกบาศก์ฟุตต่อวันในปี 2566 แนวโน้มเช่นนี้จะทำให้สัดส่วนวัตถุดิบอู่แทนเพิ่มขึ้นจาก 35% ในปี 2566 กลับมาอยู่ที่เกือบ 40% ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ adjusted EBITDA ของกลุ่มโอเลฟินส์กลับมาอยู่ในโซนบวก เทียบกับติดลบ 880 ลบ. ในปี 2566

**ผลกระทบการจะฟื้นตัวในปี 2567** เราคาดว่าอุปสงค์ในธุรกิจปิโตรเคมีจะปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป ในปี 2567 โดยได้รับแรงหนุนจาก GDP โลกที่เติบโตอย่างแข็งแกร่ง (+3% YoY, ประมาณการของ IMF) นอกจากนี้ PTTGC ยังมีแผนหยุดซ่อมบำรุงน้อยลงในปี 2567 รวมถึงโรงโอเลฟินส์แคแรกเกอร์ใน 3Q67 ปัจจัยสำคัญ คือ ความพร้อมของอุปกรณ์อู่แทนจาก PTT ซึ่งจะกลับคืนสู่ระดับปกติใน 2Q67 นอกจากนี้ PTTGC ยังมีวัตถุดิบทางเลือก ได้แก่ โพรเพน จากโครงการปรับปรุงโรงโอเลฟินส์หน่วยที่ 2 (Olefins 2 Modification Project: OMP) ซึ่งเริ่มดำเนินการใน 2Q66 ความต้องการผลิตภัณฑ์ของ allnex (ผลิตภัณฑ์กลุ่มสารเคลือบและสารเติมแต่ง) ที่มี EBITDA margin premium ให้กับ PTTGC คาดว่าจะค่อยๆ ฟื้นตัวเมื่อเทียบกับปีก่อน โดยอิงจากการปรับปรุงตลาดในยุโรป สหรัฐฯ และเอเชีย เราคาดว่าผลกระทบการจะฟื้นตัวในปี 2567 แม้ว่าจะยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีก่อนเกิด COVID ที่ 2.7 หมื่นลบ.

**Valuation ไม่แพง** หุ้น PTTGC ซื้อขายที่ PBV เพียง 0.6 เท่า (ปี 2567) ในขณะที่เราคาดว่า ROE จะฟื้นตัวจาก -1.1% ในปี 2566 สู่ +4.1% ในปี 2567)

(ปัจจัยเสี่ยงใน Figure 54)

**Figure 52: Forecasts and valuation – PTTGC**

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	683,954	621,631	596,322	578,337	558,475
EBITDA	(Btmn)	46,537	38,627	53,173	56,682	61,524
Core profit	(Btmn)	13,792	(3,183)	12,224	14,912	18,860
Reported profit	(Btmn)	(8,752)	999	12,224	14,912	18,860
Core EPS	(Bt)	3.06	(0.71)	2.71	3.31	4.18
DPS	(Bt)	1.00	1.00	1.40	1.70	2.00
P/E, core	(x)	12.7	n.a.	14.3	11.7	9.3
EPS growth, core	(%)	(57.3)	n.a.	n.a.	22.0	26.5
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	(%)	4.4	(1.1)	4.1	4.9	6.0
Dividend yield	(%)	2.6	2.6	3.6	4.4	5.2
EV/EBITDA	(x)	9.0	9.9	7.6	6.8	6.0

Source: InnovestX Research

### TOP: Proxy สำหรับค่าการกลั่นที่ฟื้นตัว

**ผลกระทบการ 1Q67** เราคาดว่ากำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q67 อันเป็นผลมาจากการฟื้นตัวของค่าการกลั่น โดยได้แรงหนุนจาก crack spread ที่สูงขึ้นของน้ำมันเบนซินและน้ำมันเตา แม้ว่าโรงกลั่นจะประสบปัญหาจากการหยุดซ่อมบำรุงนอกแผน ซึ่งจะทำให้อัตราการใช้กำลังการกลั่นลดลงสู่ 95-98% เทียบกับ 111% ใน 4Q66 นอกจากนี้เรายังคาดว่าผลการดำเนินงานของกลุ่มอะโรเมติกส์จะปรับตัวดีขึ้น โดยมีสาเหตุมาจากอุปทานที่ตึงตัวมากขึ้นในเอเชียและความต้องการสารผสมน้ำมันเบนซินที่สูงขึ้นซึ่งอาจทำให้วัตถุดิบตั้งต้นสำหรับ PX มีจำกัด แนวโน้มระยะสั้นของเบนซินยังได้รับแรงหนุนเชิงบวกจากการหยุดชะงักของอุปทานในสหรัฐฯ และการขาดแคลนตู้คอนเทนเนอร์ที่เกิดจากวิกฤตทะเลแดง

**ค่าการกลั่นจะเพิ่มขึ้นอีกหลังจากโครงการ CFP เริ่มดำเนินการ** เราคาดว่าค่าการกลั่นของ TOP จะปรับตัวเพิ่มขึ้นอีกในปี 2568 เมื่อโครงการ CFP เริ่มดำเนินการเชิงพาณิชย์ กำลังการผลิต CDU ของบริษัทจะเพิ่มขึ้นจาก 2.75 แสนบาร์เรล/วัน สู่ 4 แสนบาร์เรล/วัน เป็น 400kbd โดยไม่มีผลผลิตน้ำมันเบนซินและน้ำมันเตามาจุดรั้งค่าการกลั่นโดยรวมเพิ่ม โครงการ CFP คาดว่าจะช่วยเพิ่มความยืดหยุ่นในการเลือกใช้น้ำมันดิบ และจะทำให้สามารถกลั่นน้ำมันชนิดหนักและมีปริมาณกำมะถันมากขึ้นได้ ขณะเดียวกันก็ลดผลิตภัณฑ์ที่มีมูลค่าต่ำให้เหลือน้อยที่สุดเพื่อให้ค่าการกลั่นอยู่ในระดับที่เหมาะสม

**Valuation ไม่แพง** ราคาหุ้น TOP ในปัจจุบัน คิดเป็น PBV ที่ 0.7 เท่า (-1.4SD) ซึ่งสูงกว่าระดับ 0.5 เท่าในปีที่เกิดสถานการณ์ COVID อยู่เล็กน้อย ในขณะที่อุปสงค์น้ำมันส่วนใหญ่กลับสู่ระดับก่อนเกิด COVID แล้ว เราแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ TOP เพราะค่าการกลั่นและธุรกิจอะโรเมติกส์มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 77 บาท (PBV ปี 2567 ที่ 1 เท่า) คิดเป็น EV/EBITDA (ปี 2567) ที่ 8.7 เท่า

(ปัจจัยเสี่ยงใน Figure 54)

**Figure 53: Forecasts and valuation – TOP**

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	529,589	469,244	393,704	440,895	509,421
EBITDA	(Btmn)	52,014	37,359	34,122	41,287	42,212
Core profit	(Btmn)	31,404	22,080	20,664	23,329	24,193
Reported profit	(Btmn)	32,668	19,443	20,664	23,329	24,183
Core EPS	(Bt)	15.03	9.88	9.25	10.44	10.83
DPS	(Bt)	3.70	3.40	3.30	3.70	3.80
P/E, core	(x)	3.8	5.8	6.2	5.5	5.3
EPS growth, core	(%)	61.0	(34.2)	(6.4)	12.9	3.7
P/BV, core	(x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
ROE	(%)	22.3	13.5	12.0	12.8	12.2
Dividend yield	(%)	6.5	5.9	5.8	6.5	6.6
EV/EBITDA	(x)	5.0	6.9	7.4	5.0	4.8

Source: InnovestX Research

**Figure 54: คุ้นเด่น**

บริษัท	TP (บาท)	วิธีประเมินมูลค่า	Bullish views	Bearish views	ปัจจัยเสี่ยง
BCP	51.00	Sum-of-parts (PBV 0.6 เท่าสำหรับธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน และ DCF สำหรับธุรกิจโรงไฟฟ้าและ E&P)	<ul style="list-style-type: none"> <li>โรงกลั่นน้ำมันของ BCP มีประสิทธิภาพทางต้นทุนมากขึ้น หลังจากโครงการปรับปรุงประสิทธิภาพแล้วเสร็จในปี 2565 โครงการนี้ช่วยให้บริษัทสามารถดำเนินงานโรงกลั่นน้ำมันที่ 1.2 แสนบาร์เรล/วัน เนื่องจากกำลังการผลิตของหน่วย upgrading unit เพิ่มขึ้น ดังนั้นต้นทุนการผลิต/bbl จะลดลง และค่าการกลั่นจะปรับตัวดีขึ้น</li> <li>กระแสเงินสดที่แข็งแกร่งและสม่ำเสมอ จากธุรกิจพลังงานไฟฟ้าจะช่วยให้ผลการดำเนินงานของ BCP มีเสถียรภาพในระยะยาว กำไรจากธุรกิจ E&amp;P ในออร์เวียแข็งแกร่ง</li> <li>ธุรกิจโรงกลั่นที่ซื้อใหม่ คือ BSRC จะช่วยให้ส่วนแบ่งการตลาดเติบโตแรงตัวขึ้น และจะมีการรับรู้ผลประโยชน์ synergy อย่างน้อย 2.5 พันลบ.ในปี 2567 และ &gt;3 พันลบ. ต่อปี ตั้งแต่ปี 2568 เป็นต้นไป</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>การด้อยค่าของสินทรัพย์ในธุรกิจ E&amp;P อาจจะทำให้ต้นทุนมีความสนใจต่อ BCP ลดลงอย่างต่อเนื่อง</li> <li>การแข่งขันในธุรกิจน้ำมันอาจรุนแรงมากขึ้น ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อมูลค่าที่ใช้จ่ายส่งเสริมการขายเพิ่มมากขึ้นและส่งผลกระทบต่อค่าการตลาด</li> <li>มาตรการของรัฐบาลในการควบคุมค่าครองชีพด้วยการตรึงราคาขายปลีกน้ำมันจะส่งผลกระทบต่อค่าการตลาดของบริษัท</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจะส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตที่น้ำมันสำเร็จรูปและค่าการกลั่น ในขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอาจส่งผลกระทบต่อต้นทุนสต็อกเพิ่มขึ้น</li> <li>ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก รายการด้อยค่าของสินทรัพย์ในธุรกิจ E&amp;P และรัฐบาลเข้าแทรกแซงราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศ</li> <li>ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อมและการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด</li> </ul>
PTTEP	204.00	DCF (อิงกับราคาน้ำมันเบรนท์ระยะยาวที่ US\$70/บาร์เรล)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ปริมาณการขายของ PTTEP คาดว่า จะค่อยๆ เพิ่มขึ้นในระยะกลาง โดยมีสาเหตุมาจากการพัฒนาโครงการใหม่ทั้งในประเทศและต่างประเทศอย่างต่อเนื่อง</li> <li>ASP ของ PTTEP มีเสถียรภาพมากกว่าราคาน้ำมันดิบ โดยมีสาเหตุมาจาก lag time ในการปรับราคาผลผลิตก๊าซของบริษัท (&gt;70% ของปริมาณการขายทั้งหมด)</li> <li>การค้นพบปิโตรเลียมมากขึ้น (หลักๆ ในมาเลเซีย) จะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยกระตุ้นให้ปริมาณการขายเติบโต</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>PTTEP เป็นหุ้น proxy ของราคาน้ำมัน ซึ่งจะแกว่งตัวในกรอบแคบในระยะ 6 เดือนข้างหน้า เพราะอุปสงค์ต่ำกว่าคาด และอุปทานทั่วโลกสูงขึ้น</li> <li>ราคาก๊าซโดยเฉลี่ยจะได้รับผลกระทบจากสัดส่วนปริมาณก๊าซที่เพิ่มขึ้นจากโครงการ Sabah-H ในมาเลเซีย และโครงการ Oman Block 61 ซึ่งราคาก๊าซต่ำกว่าก๊าซในอ่าวไทยและเมียนมา</li> <li>กำไรสุทธิปี 2567 คาดว่าจะอ่อนตัวลง YoY เพราะราคาน้ำมันลดลง แม้ว่าปริมาณการขายจะเพิ่มขึ้น valuation ตึงตัว และอัตราส่วนหนี้สินต่อทุนสูง</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ราคาน้ำมันดิบผันผวนและต้นทุนต่อหน่วยสูงขึ้น</li> <li>การบันทึกการขายการด้อยค่าของสินทรัพย์เพิ่มสำหรับโครงการที่อยู่ระหว่างการพัฒนา</li> <li>การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก</li> <li>ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อมและความรวดเร็วในการเปลี่ยนผ่านพลังงานจากเชื้อเพลิงที่มีคาร์บอน</li> </ul>
PTTGC	50.00	PBV ที่ 0.8 เท่า	<ul style="list-style-type: none"> <li>ต้นทุนวัตถุดิบที่แข่งขันได้ของ PTTGC ซึ่งหลักๆ เป็นอีเทนจากโรงแยกก๊าซของ PTT จะช่วยสนับสนุนความสามารถในการทำกำไรในระยะกลาง</li> <li>PTTGC จะมีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้วัตถุดิบมากขึ้น หลังจากโครงการ Olefins Retrofit Project (ORP) เริ่มดำเนินการใน 2Q64 และโครงการ Olefins 2 Modification Project (OMP) เริ่มดำเนินการใน 2Q66</li> <li>แผนของ PTTGC ที่จะเพิ่มผลิตภัณฑ์ชนิดพิเศษปลายน้ำและผลิตภัณฑ์ไฮโดรคาร์บอนของบริษัทน่าจะช่วยรักษาความสามารถในการทำกำไรในระยะยาว</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>อุปทานก๊าซอีเทนจาก PTT ที่ลดลงเนื่องจากการผลิตก๊าซในอ่าวไทย ซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากโครงการ Block G1/61 (เอราวัณ) ลดลง เป็นปัจจัยสำคัญที่คอยอุดหนุน EBITDA margin ของธุรกิจโอเลฟินส์ในปี 2566 ความล่าช้าในการเพิ่มปริมาณการผลิตของโครงการ G1/61 ให้ถึงระดับตามที่ตกลงไว้ที่ 800mmcf/d ยังคงเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อแนวโน้มผลประกอบการของ PTTGC ความเสี่ยงที่เพิ่มขึ้นเกิดจากเจตจำนงของรัฐบาลใหม่ที่ปรับเปลี่ยนสัดส่วนการจัดสรรก๊าซให้แก่อุตสาหกรรมปิโตรเคมี</li> <li>นักลงทุนมีความกังวลเกี่ยวกับปริมาณสำรองก๊าซในอ่าวไทยที่กำลังจะหมดลง ซึ่งจะทำให้ความสามารถในการแข่งขันของ PTTGC ปรับลดลงในระยะยาว</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ราคาน้ำมันดิบและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ผันผวนของธุรกิจโรงกลั่นและธุรกิจปิโตรเคมี</li> <li>ต้นทุนวัตถุดิบที่สูงขึ้นโดยมีสาเหตุมาจากวัตถุดิบก๊าซที่ลดลง</li> <li>รายการด้อยค่าของสินทรัพย์</li> <li>การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและพลาสติกแบบใช้ครั้งเดียวทิ้ง (&lt;3% ของกำลังการผลิต)</li> <li>การเปลี่ยนแปลงนโยบายรัฐบาลในการจัดสรรอุปทานก๊าซภายในประเทศให้แก่ธุรกิจปิโตรเคมี</li> </ul>

บริษัท	TP (บาท)	วิธีประเมินมูลค่า	Bullish views	Bearish views	ปัจจัยเสี่ยง
TOP	77.00	PBV ที่ 1 เท่า	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ต้นทุนต่อหน่วยระดับต่ำของ TOP จะยังคงเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันหลักของบริษัทเมื่อเทียบกับคู่แข่งในประเทศ</li> <li>▪ TOP น่าจะมีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้น้ำมันดิบมากขึ้นเมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มดำเนินการในปี 2567 และดำเนินการเต็มรูปแบบในปี 2568</li> <li>▪ TOP ได้ขยายธุรกิจสู่ธุรกิจโอเลฟินส์ โดยใช้ประโยชน์จากแนฟทาที่ผลิตได้มากขึ้นจากโครงการ CFP ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในอนาคตจากกระแสการใช้รถยนต์ไฟฟ้า (EV)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ แผนลงทุนในโรงงานโอเลฟินส์แคแรกเกอร์ในสหรัฐฯ ของ PTTGC ทำให้นักลงทุนให้ความสนใจในหุ้น PTTGC น้อยลง วงจรขายของอุตสาหกรรมปิโตรเคมีทำให้บริษัทต้องเลื่อนแผนการลงทุนนี้ออกไปในระยะสั้น</li> <li>▪ การระงับใช้ SBM-2 เป็นเวลานานเนื่องจากน้ำมันรั่วไหลส่งผลกระทบต่อกำไรของ TOP ในระยะสั้น แม้ว่าค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหลคาดว่าจะมีจำนวนน้อยมาก</li> <li>▪ การลงทุนในธุรกิจปิโตรเคมีสายโอเลฟินส์ตามแผนทำให้ตลาดมีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจใหม่ในระยะสั้น</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อมและการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดและเศรษฐกิจหมุนเวียน</li> <li>▪ ราคาน้ำมันและค่าการกลั่นผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนสินค้าคงเหลือ และอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ที่ไรเมติกส์ที่ลดลง</li> <li>▪ ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก</li> <li>▪ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อมและการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด</li> </ul>

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

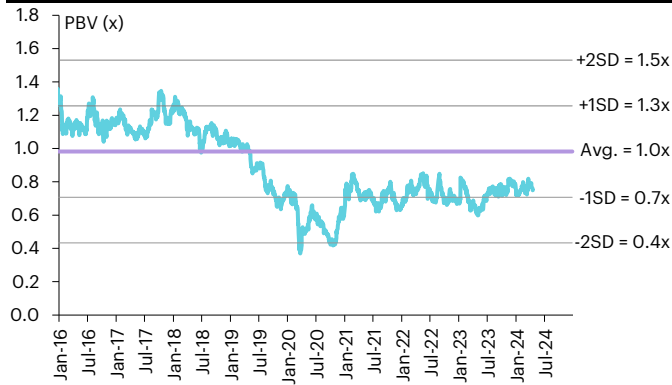
Figure 55: สรุป ESG

บริษัท	BCP	PTTEP	PTTGC	TOP
<b>Bloomberg ESG Score (2022)</b>	69.77	79.99	77.38	68.98
<b>อันดับในกลุ่ม</b>	6/67	1/67	2/15	8/67
<b>SET ESG rating</b>	AAA	AAA	AAA	AAA
<b>CG rating</b>	5	5	5	5
<b>ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม</b>	BCP มุ่งมั่นในการดำเนินธุรกิจคาร์บอนต่ำ เป็นผู้ดำเนินการเปลี่ยนผ่านด้านพลังงาน มีการเพิ่มสัดส่วนธุรกิจสีเขียวอย่างต่อเนื่องเพื่อลดการปล่อยคาร์บอน BCP ให้คำมั่นที่จะมุ่งสู่ความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2573 และปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593	PTTEP ได้กำหนดเป้าหมายเพื่อลดปริมาณความเข้มข้น (Intensity) การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิให้ได้ไม่น้อยกว่าร้อยละ 30 ภายในปี 2573 และร้อยละ 50 ภายในปี 2583 (จากปีฐาน 2563) เพื่อนำไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ ให้ได้ตามเป้าหมายในปี 2593 PTTEP สามารถลดก๊าซเรือนกระจกได้ 358.187k ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า	PTTGC ตั้งเป้าหมายลดก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขต 1 และ 2) ลง 20% ภายในปี 2573 จากจุดสูงสุดในปี 2568 และมุ่งสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ และร่วมมือกับคู่ค้าและลูกค้าเพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขต 3 ให้ได้ 50% ภายในปี 2593	TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2565 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2593 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2603
<b>ประเด็นด้านสังคม</b>	BCP ได้รับความไว้วางใจจากชุมชนท้องถิ่นมากขึ้น โดยมีระดับความพึงพอใจของชุมชนอยู่ที่ 94.4% คะแนนความผูกพันของชุมชนอยู่ที่ 89.2% จากชุมชนในพื้นที่รอบโรงกลั่น ซึ่งเป็นคะแนนสูงสุดนับตั้งแต่ปี 2557	PTTEP มุ่งมั่นที่จะลดผลกระทบของการดำเนินงานต่อชุมชน โดยตั้งเป้าหมายการฝังกลบของเสียเป็นศูนย์ และปรับใช้แนวคิดเศรษฐกิจหมุนเวียนสำหรับธุรกิจสำรวจและผลิตปิโตรเลียม (Circular Model for E&P) โดยตั้งเป้าหมายในการนำโครงสร้างหลักมาใช้ใหม่ให้ได้ไม่น้อยกว่าร้อยละ 50	PTTGC ดำเนินกิจการเพื่อสังคม โดยมีเป้าหมายเพื่อสร้างรายได้ที่ยั่งยืนให้กับชุมชนท้องถิ่น โดยใช้ประโยชน์จากกลยุทธ์เกี่ยวกับเศรษฐกิจหมุนเวียน ซึ่งส่วนใหญ่เป็นการบริหารจัดการขยะเพื่อส่งมอบเป็นวัตถุดิบให้กับโรงงานผลิตเม็ดพลาสติกรีไซเคิลของบริษัทภายใต้โครงการ Community Waste Model เพื่อส่งเสริมให้ชุมชนมีการบริหารจัดการขยะอย่างครบวงจรจากต้นทางถึงปลายทาง	ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP อยู่ที่ 95.1% ในปี 2566 ยังคงสูงกว่าเป้าที่ >85% สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มมากขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะเดียวกันก็รองรับเส้นทางของบริษัทในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว
<b>ประเด็นด้านธรรมาภิบาล</b>	คณะกรรมการ BCP ประกอบด้วยกรรมการ 15 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (93.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด) ซึ่งในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 11 คน เกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (73.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 3 คน (20% ของคณะกรรมการทั้งหมด)	คณะกรรมการ PTTEP มีกรรมการ 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (93.33% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 9 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด (60% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการที่เป็นผู้หญิง 2 คน (13.33% ของกรรมการทั้งหมด)	คณะกรรมการ PTTGC ประกอบด้วยกรรมการ 15 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (93.3% ของกรรมการทั้งหมด) โดยในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระ 9 คน เกินครึ่งหนึ่งของกรรมการทั้งหมด (60% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน และไม่มีกรรมการผู้หญิง	คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 13 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 12 คน (92.3% ของกรรมการทั้งหมด) โดยในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 7 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (53.8% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 1 คน (7.7% ของกรรมการทั้งหมด)

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

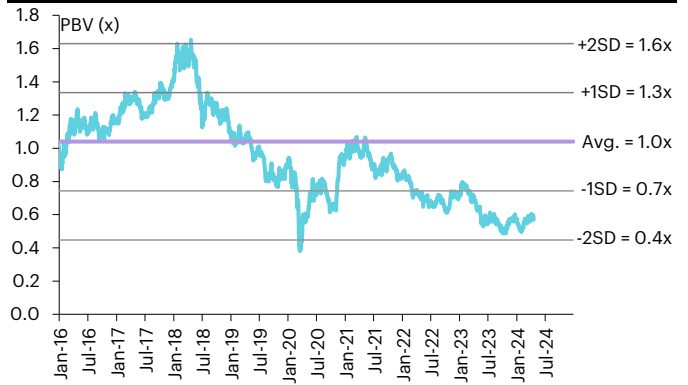


**Figure 56: PBV band – BCP**



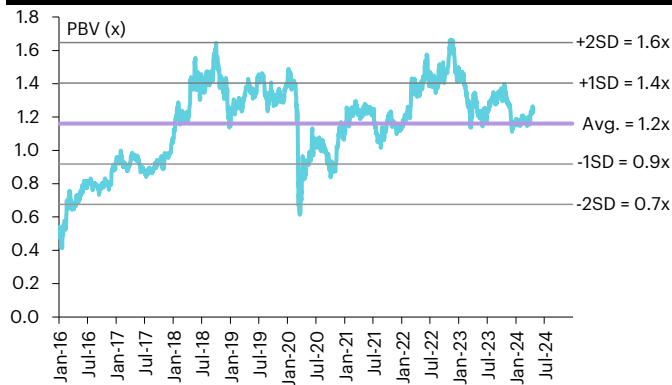
Source: InnovestX Research

**Figure 57: PBV band – PTTGC**



Source: InnovestX Research

**Figure 58: PBV band – PTTEP**



Source: InnovestX Research

**Figure 59: PBV band – TOP**



Source: InnovestX Research

**Figure 60: Valuation summary – กลุ่มพลังงาน** (price as of Apr 19, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
BCP	Outperform	43.25	51.0	23.7	4.7	4.2	4.0	(32)	13	5	0.8	0.7	0.6	14	14	13	4.6	5.8	6.4	4.1	4.8	4.7
BSRC	Underperform	9.20	10.5	17.4	14.9	8.5	6.3	(77)	76	33	1.1	1.0	0.9	8	13	16	2.7	3.3	6.5	10.3	7.7	5.7
IRPC	Neutral	1.93	2.6	36.3	n.m.	30.7	15.2	n.m.	n.m.	101	0.5	0.5	0.5	(5)	2	3	1.6	1.6	3.1	17.2	6.8	6.3
OR	Outperform	17.80	27.0	54.6	18.7	16.1	14.2	7	16	14	2.0	1.8	1.7	10	12	12	2.9	2.9	3.4	9.5	9.0	7.9
PTT	Outperform	33.50	45.0	40.3	9.3	8.8	8.1	(36)	6	9	0.9	0.8	0.8	7	7	7	6.0	6.0	6.0	3.5	3.5	3.1
PTTEP	Outperform	160.00	204.0	33.4	8.1	7.7	7.1	(13)	5	8	1.3	1.2	1.1	16	16	16	5.9	5.9	6.3	2.5	2.7	3.0
SPRC	Neutral	7.90	11.0	43.0	n.m.	8.8	7.5	n.m.	n.m.	17	0.9	0.9	0.8	(3)	10	11	0.0	3.8	5.1	27.9	5.8	4.5
TOP	Outperform	57.25	77.0	40.3	5.8	6.2	5.5	(34)	(6)	13	0.8	0.7	0.7	14	12	13	5.9	5.8	6.5	6.9	7.4	5.0
<b>Average</b>					<b>10.2</b>	<b>11.4</b>	<b>8.5</b>	<b>(31)</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>3.7</b>	<b>4.4</b>	<b>5.4</b>	<b>10.2</b>	<b>6.0</b>	<b>5.0</b>

Source: InnovestX Research

**Figure 61: Valuation summary – กลุ่มปิโตรเคมี** (price as of Apr 19, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
GGC	Underperform	7.60	10.0	34.8	n.m.	16.2	13.1	n.m.	n.m.	24	0.8	0.8	0.7	(2)	5	6	1.3	3.2	3.8	12.3	5.1	4.2
IVL	Neutral	23.90	32.0	38.1	344.6	7.9	5.5	(99)	4,260	43	0.8	0.8	0.7	0	10	13	3.9	4.2	5.4	8.8	5.1	3.9
PTTGC	Neutral	38.75	50.0	32.6	n.m.	14.3	11.7	n.m.	n.m.	22	0.6	0.6	0.6	(1)	4	5	2.6	3.6	4.4	9.9	7.6	6.8
<b>Average</b>					<b>344.6</b>	<b>12.8</b>	<b>10.1</b>	<b>(99)</b>	<b>4,260</b>	<b>30</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>(1)</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>2.6</b>	<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>10.3</b>	<b>5.9</b>	<b>5.0</b>

Source: InnovestX Research

**Figure 62: Regional peer comparison – oil and gas**

Company	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F
Sinopec Shanghai Petrochemical	8.0	6.3	6.1	193.1	26.4	4.6	0.4	0.3	0.4	3.0	4.4	4.5	1.6	3.1	3.4	8.7	7.5	6.7
China Petroleum & Chemical	7.8	7.2	5.9	13.6	8.5	21.7	0.6	0.6	0.6	8.2	8.2	8.1	8.0	8.2	8.3	5.6	5.4	5.4
PetroChina	7.4	7.4	7.6	6.3	0.6	(3.6)	0.8	0.8	0.7	11.2	10.6	9.8	5.8	5.6	5.5	4.6	4.6	4.6
Indian Oil Corp	7.3	8.3	7.2	(11.6)	(11.8)	14.9	1.3	1.2	1.1	18.7	14.3	12.5	5.5	4.8	4.7	6.1	6.5	5.3
Petronas Dagangan	20.9	20.5	20.7	9.4	1.6	(0.8)	3.5	3.4	3.5	17.2	17.3	17.0	4.4	4.5	5.0	11.4	11.0	11.1
PTT	10.2	9.2	10.3	(16.2)	11.2	(10.5)	0.8	0.8	0.8	8.4	8.5	8.2	5.3	5.8	6.2	5.3	5.1	5.0
PTT Exploration & Production	8.5	9.1	9.9	(2.8)	(6.5)	(7.6)	1.2	1.1	1.1	14.0	12.4	11.2	5.6	5.2	4.8	2.8	2.9	2.9
<b>Average</b>	<b>10.0</b>	<b>9.7</b>	<b>9.7</b>	<b>27.4</b>	<b>4.3</b>	<b>2.7</b>	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>11.5</b>	<b>10.8</b>	<b>10.2</b>	<b>5.2</b>	<b>5.3</b>	<b>5.4</b>	<b>6.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>

Source: Bloomberg Finance L.P

**Figure 63: Regional peer comparison – ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน**

Company	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F
Bharat Petroleum	7.3	9.0	10.4	(18.5)	(18.4)	(13.7)	1.6	1.4	1.3	24.5	16.7	12.8	5.3	4.1	3.3	5.8	6.2	6.9
Hindustan Petroleum	6.3	7.1	7.2	8.7	(12.1)	(0.4)	1.4	1.2	1.0	27.1	20.5	18.1	5.1	4.7	4.4	6.8	7.0	7.0
Indian Oil	7.3	8.3	7.2	(11.6)	(11.8)	14.9	1.3	1.2	1.1	18.7	14.3	12.5	5.5	4.8	4.7	6.1	6.5	5.3
Reliance Industries	24.7	21.9	18.3	14.8	12.7	19.5	2.2	2.0	1.8	9.4	9.7	10.7	0.3	0.4	0.4	12.7	11.4	10.2
S-Oil	6.5	6.5	6.4	44.4	0.5	2.3	0.9	0.8	0.7	14.5	13.2	16.4	3.3	3.5	3.8	4.6	4.5	4.2
SKC	n.m	45.5	46.6	82.8	246.0	(2.4)	2.5	2.4	2.3	(5.0)	4.4	2.8	1.0	0.9	0.6	25.1	14.4	20.7
Bangchak Corp	6.1	5.8	5.3	(23.0)	4.1	8.9	0.7	0.7	0.6	13.3	13.2	13.9	5.4	5.7	6.1	3.8	3.7	3.5
IRPC	19.5	11.2	7.4	170.7	74.7	50.3	0.5	0.5	0.5	2.4	4.6	5.5	2.0	3.3	3.6	8.9	7.4	7.3
Esso Thailand	6.3	5.2	4.4	134.7	20.6	19.1	1.0	0.9	0.8	16.2	17.3	16.3	5.4	6.6	6.8	6.5	5.9	5.8
Thai Oil	8.3	5.6	3.5	(20.6)	47.1	59.1	0.7	0.7	0.6	9.1	12.2	13.9	4.9	6.8	8.3	8.8	6.5	5.7
Star Petroleum Refining	7.2	8.6	10.4	489.3	(16.1)	(16.8)	0.9	0.8	0.7	12.6	12.2	12.6	6.7	6.9	6.9	5.0	5.0	5.0
<b>Average</b>	<b>10.0</b>	<b>12.3</b>	<b>11.6</b>	<b>79.2</b>	<b>31.6</b>	<b>12.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>13.0</b>	<b>12.6</b>	<b>12.3</b>	<b>4.1</b>	<b>4.3</b>	<b>4.4</b>	<b>8.6</b>	<b>7.1</b>	<b>7.4</b>

Source: Bloomberg Finance L.P

**Figure 64: regional peer comparison - กลุ่มปิโตรเคมี**

Company	PE (x)			EPS Growth (%)			PBV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F	24F	25F	26F
China Petroleum & Chemical	11.4	10.7	10.7	20.5	5.8	0.8	1.0	0.9	0.9	8.4	8.7	8.6	5.7	5.8	6.2	5.1	4.3	3.6
Sinopec Shanghai Petrochemical	32.8	22.6	22.2	167.7	45.5	1.6	1.0	0.9	1.1	3.2	4.5	5.1	1.3	2.1	2.7	8.2	7.4	6.3
PetroChina	7.4	7.4	7.6	6.3	0.6	(3.6)	0.8	0.8	0.7	11.2	10.6	9.8	5.8	5.6	5.5	4.6	4.6	4.6
Asahi Kasei	14.7	12.5	11.0	171.3	17.7	13.1	0.9	0.8	0.8	6.1	6.9	7.5	3.3	3.4	3.7	7.1	6.5	5.7
Sumitomo Chemical	n.m	11.7	7.7	79.8	229.7	51.3	0.6	0.6	0.6	(2.2)	5.8	7.7	2.7	3.4	4.7	n.a.	8.8	6.8
Mitsui Chemicals	11.4	8.9	8.5	26.1	28.1	4.1	1.0	0.9	0.9	9.5	11.1	10.1	3.3	3.5	3.7	7.4	6.3	6.1
Reliance Industries	24.7	21.9	18.3	14.8	12.7	19.5	2.2	2.0	1.8	9.4	9.7	10.7	0.3	0.4	0.4	12.7	11.4	10.2
Petronas Chemicals Group	18.9	17.6	17.2	70.3	7.2	2.6	1.3	1.3	1.3	6.1	7.6	7.3	2.7	3.2	3.4	10.4	9.0	8.7
Lotte Chemical	40.0	7.4	13.8	303.1	437.7	(46.2)	0.3	0.3	0.3	0.6	3.1	2.3	3.1	3.8	3.9	9.6	6.7	6.3
LG Chem	15.0	7.7	5.1	45.0	95.4	49.2	0.8	0.7	0.6	5.7	11.0	14.7	1.6	2.3	4.0	6.0	4.0	3.2
Formosa Plastics	26.5	18.6	n.m.	120.2	42.6	n.m.	1.2	1.1	n.a	4.3	6.1	6.9	2.8	4.1	4.8	28.1	20.5	22.4
Formosa Chemicals & Fibre	23.8	19.4	11.7	50.5	22.6	66.6	0.9	0.9	0.8	2.8	4.6	7.3	3.0	4.1	7.0	14.4	12.2	9.6
Nan Ya Plastics	20.7	13.6	n.m.	232.5	52.1	n.m.	1.1	1.0	n.a	5.2	7.6	7.2	3.5	5.2	5.1	13.5	10.5	11.1
Formosa Petrochemical	27.5	20.2	13.4	9.7	35.7	50.7	1.9	1.8	1.6	7.6	9.5	11.7	3.1	3.7	5.5	14.3	10.9	8.9
Far Eastern New Century	18.7	15.7	n.m.	1.5	18.9	n.m.	0.7	0.7	n.a	3.8	4.5	n.m.	4.0	4.4	n.a.	11.2	10.7	n.a.
Indorama Ventures	15.7	10.2	9.1	173.7	53.7	12.9	0.8	0.8	0.7	4.7	7.0	8.5	2.4	3.4	4.0	7.7	6.8	6.6
IRPC	19.5	11.2	7.4	170.7	74.7	50.3	0.5	0.5	0.5	2.4	4.6	5.5	2.0	3.3	3.6	8.9	7.4	7.3
PTT Global Chemical	20.6	12.5	10.5	754.5	65.2	19.0	0.7	0.6	0.6	5.9	5.1	6.0	6.1	3.9	4.1	9.6	8.1	7.8
Global Green Chemicals	15.7	12.4	10.9	342.5	26.8	13.8	0.8	0.7	0.7	5.0	6.0	6.6	2.7	4.1	3.7	7.0	6.4	6.0
Eastman Chemical	13.0	11.3	10.5	(1.4)	15.1	7.6	1.9	1.8	1.6	15.6	16.6	17.0	3.4	3.6	3.8	8.7	8.0	7.5
Alpek SAB de CV	12.6	9.6	6.9	118.3	30.4	39.4	0.7	0.7	0.7	6.8	9.3	11.1	3.5	7.3	7.0	5.5	4.9	4.2
<b>Average</b>	<b>19.5</b>	<b>13.5</b>	<b>11.3</b>	<b>137.0</b>	<b>62.8</b>	<b>19.6</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>5.8</b>	<b>7.6</b>	<b>8.6</b>	<b>3.2</b>	<b>3.8</b>	<b>4.3</b>	<b>10.0</b>	<b>8.4</b>	<b>7.6</b>

Source: Bloomberg Finance L.P., InnovestX Research

## 7. Appendix

**Figure 65: แผนหยุดซ่อมบำรุงในปี 2567**

บริษัท	โรงงาน	แผนหยุดซ่อมบำรุง
BCP	Oil refinery major turnaround	27-day shutdown (May)
IRPC	RDCC	46-day shutdown (Oct-Nov)
	Lube	15-day shutdown (Jan-Feb)
		10-day shutdown (Dec)
	HDPE	24-day shutdown (Mar)
		6-day shutdown (Sep)
	PP	14-day commercial shutdown (1Q)
		4-day shutdown (May)
PTT	ABS/SAN	74-day commercial shutdown (Jan-May)
	PS	9-day shutdown (Jan)
		17-day shutdown (Jun)
PTT	GSP#1	12-day shutdown (3Q)
	GSP#5	31-day 50% turndown (Mar)
		15-day 50% turndown (Apr)
	GSP#6	36-day 50% turndown (Jun-Jul)
PTTGC	Olefins cracker (OLE2/2)	60-day shutdown (Feb-Mar)
	HDPE	15-day shutdown (Sep)
	LDPE	24-day shutdown (Jun-Jul)
	LLDPE#1	34-day shutdown (Apr-May)
	PS	33-day shutdown (Oct)
	TOCGC	49-day shutdown (Feb-Apr)
	EA	55-day shutdown (Feb-Apr)
	BPA	30-day shutdown (Apr-May)

Source: Company data

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัทเพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหุ้นสามัญ แอล เอช โยเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดพลาด หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณลักษณะของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว 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 ท่านควรพิจารณาถึงความเสียหายทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EP, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JTS, KBANK, KCC, KCE, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, KUN, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MEGA, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTL, NC, NCH, NCL, NDR, NER, NKI, NOBLE, NRF, NTV, NVD, NWR, NYT, OCC, OISHI<sup>1</sup>, ONEE, OR, ORI, OSP, OTO, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PLANB, PLAT, PLUS, PM, POLY, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRINC, PRM, PRTR, PSH, PSL, PT, PTC, PTT, PTTEP, PTTCG, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, A5, AAI, AIE, ALUCON, AMR, APURE, ARIN, AS, ASIA, ASIAN, ASIMAR, ASN, AURA, BR, BSBM, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESSO, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GPI, HEALTH, HUMAN, IFS, INSET, IT, J, JCKH, JDF, JKN, JMART, JUBILE, K, KCAR, KGI, KIAT, KISS, KK, KTIS, KWC, KWM, LDC, LEO, LHK, MACO, METCO, MICRO, MK, MVP, NCAP, NOVA, NTSC, PACO, PIN, PQS, PREB, PRI, PRIME, PROEN, PROS, PROUD, PSTC, PTECH, PYLON, RCL, SALEE, SANKO, SCI, SCN, SE, SE-ED, SFLEX, SINGER, SKN, SONIC, SORKON, SPVI, SSP, SST, STANLY, STP, SUPER, SVOA, SWC, TCC, TEKA, TFM, TMILL, TNP, TPLAS, TPOLY, TRC, TRU, TRUBB, TSE, VRANDA, WAVE, WFX, WIJK, WIN, WP, XO

**Companies with Good CG Scoring**

24CS, AMANAH, AMARC, AMC, APP, ASAP, BCT, BE8, BIG, BIOTEC, BLESS, BSM, BVG, CAZ, CCET, CHARAN, CHAYO, CHOTI, CITY, CMAN, CMR, CRANE, CWT, DHOUSE, DTCENT, EASON, FNS, FTE, GIFT, GJS, GTB, GTV, GYT, HL, HTECH, HYDRO, IIG, INGRS, INSURE, IRCP, ITD, ITNS, JCK, JMT, JR, JSP, KBS, KGEN, KJL, L&E, LEE, MASTER, MBAX, MEB, MENA, META, MGT, MITSIB, MJD, MOSHI, MUD, NATION, NNCL, NPK, NSL, NV, OGC, PAF, PCC, PEACE, PICO, PK, PL, PLANET, PLE, PMTA, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, RABBIT, READY, RJH, RSP, RWI, S11, SAAM, SAF, SAMCO, SAWAD, SCAP, SCP, SIAM, SKE, SKY, SMART, SMD, SMIT, SOLAR, SPA, STECH, STPI, SVR, TC, TCCC<sup>3</sup>, TEAM, TFI, TIGER, TITLE, TKC, TMI, TNH, TPA, TPAC, TRITN, UBA, UMI, UMS, UTP, VARO, VPO, W, WARRIX, WORK, WPH, YONG, ZIGA

**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 2022 to 31 October 2023) is publicized.

<sup>1</sup>OISHI was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on September 6, 2023

<sup>2</sup>SFP was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand, effectively on July 19, 2023

<sup>3</sup>TCCC was voluntarily delisted from the Stock Exchange of Thailand effectively on August 25, 2023

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับรับรอง)**

2S, 7UP, AAI, ADVANC, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BKI, BLA, BPP, BROOK, BRR, BSBM, BTS, BWG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JKN, JR, JTS, KASET, KBANK, KBS, KCAR, KCCAMC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTL, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TISCO, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TRT, TRU, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UOBKH, UV, VCOM, VGI, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนา)**

ACE, ADB, ALT, AMC, ASW, BLAND, BTG, BYD, CAZ, CBG, CV, DEXON, DMT, EKH, FSX, GLOBAL, GREEN, ICN, IHL, ITC, J, JMART, JMT, LEO, LH, MENA, MITSIB, MODERN, NER, NEX, OSP, PEER, PLUS, POLY, PQS, PRIME, PROEN, PRTR, RBF, RT, SA, SANKO, SCB, SENX, SFLEX, SIS, SKE, SM, SVOA, TBN, TEGH, TIPH, TKN, TPAC, TPLAS, TQM, TRUE, W, WPH, XPG

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMARIN, AMR, ANAN, ANI, AOT, APCO, APX, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHARAN, CHASE, CHAYO, CHG, CHIC, CHO, CI, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DITTO, DOD, DPAINT, DTCENT, DTG, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EGC, ETL, EURO, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FT, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRPC, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINI, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LDC, LEE, LIT, LOXLEY, LPH, LST, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEGA, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MJD, MK, ML, MORE, MOSHI, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMI, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPP, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNI, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELL, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, 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 November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.