

26 JAN 2026



PTT PCL (PTT TB)

จุดแข็งจากโครงสร้างธุรกิจพลังงานครบวงจร

ธุรกิจครบวงจรแข็งแกร่ง แต่ต้องเร่งปรับพอร์ตรับ Energy Transition

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (PTT) เป็นผู้ดำเนินธุรกิจพลังงานแบบครบวงจรหลักของประเทศ ครอบคลุมห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) ตั้งแต่ ต้นน้ำถึงปลายน้ำ ได้แก่ การสำรวจและผลิต, การจัดหาและนำเข้าก๊าซธรรมชาติ รวมถึง, การขนส่งผ่านระบบท่อ, การแยกก๊าซธรรมชาติ ตลอดจน การจัดจำหน่ายให้ภาคอุตสาหกรรมและภาคผลิตไฟฟ้า อย่างไรก็ตาม ในบริบทปัจจุบัน การเติบโตของธุรกิจหลักเริ่มเผชิญความท้าทายมากขึ้นจาก การเปลี่ยนแปลงด้านกฎระเบียบและนโยบาย ที่มุ่งสู่การลดคาร์บอนและการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด บริษัทจำเป็นต้องรักษา “สมดุล” ระหว่าง การสร้างเสถียรภาพและความมั่นคงจากธุรกิจพลังงานดั้งเดิม ควบคู่กับ การปรับพอร์ตและยกระดับสู่โครงสร้างพลังงานใหม่ เพื่อรองรับทิศทางอุตสาหกรรมและความคาดหวังด้านความยั่งยืนในระยะยาว

Demand พันตัวจำกัด ขณะที่อุปทานยังเพิ่มความเสี่ยงต่อราคา

ธุรกิจต้นน้ำเผชิญแรงกดดันภายใต้ภาวะ “อุปทานมากกว่าอุปสงค์” โดยอ้างอิงการประเมินของ IEA ที่คาดว่าจะเกิด น้ำมันส่วนเกินราว 4.09 mb/d ในปี 2026 ประกอบกับระดับสต็อกน้ำมันโลกที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นแรงกดดันด้านราคาอย่างมีนัยสำคัญ ฝั่งอุปสงค์ยังขาดแรงหนุนที่ชัดเจนแม้ OPEC+ จะมีมติไว้ที่ 137 Kb/d คงกำลังการผลิตใน 1Q26 แต่ความเสี่ยงด้านอุปทานยังคงอยู่ โดยเฉพาะหากข้อตกลงสันติภาพระหว่างรัสเซีย-ยูเครน มีความคืบหน้าซึ่งอาจเปิดทางให้การส่งออกพลังงานกลับมาเพิ่มขึ้น ส่งผลให้แรงกดดันจากอุปทานส่วนเกินยังคงต่งดุราคาดน้ำมัน

โครงสร้างโรงกลั่นไทยยืดหยุ่นสูง หนุนแนวโน้มโรงกลั่นสดใส

เราเชื่อว่าธุรกิจโรงกลั่นจะเริ่มสดใสเนื่องจากโรงกลั่นประเภท Complex Refinery ซึ่งมีหน่วยแปรสภาพ (Conversion Units) เช่น หน่วยเพิ่มค่าออกเทนและหน่วยปรับโครงสร้างโมเลกุลช่วยยกระดับคุณภาพน้ำมันดิบชนิดหนักให้เป็นผลิตภัณฑ์น้ำมันชนิดเบาที่มีมูลค่าสูงกว่าโครงสร้างดังกล่าวทำให้โรงกลั่นไทยมีความยืดหยุ่นสูงในการบริหารวัตถุดิบ (Feedstock Flexibility) สามารถเลือกใช้น้ำมันดิบที่มีความหนาแน่นสูงและราคาต่ำกว่า เพื่อแปรรูปเป็นน้ำมันสำเร็จรูปได้อย่างมีประสิทธิภาพซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อธุรกิจโรงกลั่นเช่น TOP

GRM พื้นเป็นตัวเร่งสำคัญ หนุนกำไรปี 2026-27 ทอยดีขึ้น

เราคาดว่ากำไรสุทธิปี 2026-2027 จะอยู่ที่ 95.7 พันล้านบาท และ 104.0 พันล้านบาท ตามลำดับ เราเชื่อว่ากำไรในปี 2026-2027 มีแนวโน้มทยอยฟื้นตัว จากการคลี่คลายของปัจจัยกดดันและแรงหนุนจากธุรกิจปลายน้ำ โดยเฉพาะ ธุรกิจโรงกลั่น ที่มีโอกาสได้รับประโยชน์จาก ค่าการกลั่น (GRM) ที่คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มเสถียรภาพของกำไรและลดความผันผวนจากราคาน้ำมันในภาพรวม

เริ่มต้นบทวิเคราะห์ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 37.75 บาท

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ PTT ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 37.75 บาท ณ สิ้นปี 2026 ประเมินมูลค่าด้วยวิธี Sum of the Parts (SOTP) สะท้อนโครงสร้างธุรกิจที่ครอบคลุมครบวงจรตั้งแต่ ต้นน้ำ-กลางน้ำ-ปลายน้ำ ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาธุรกิจใดธุรกิจหนึ่ง (risk diversification) และเสริมความยืดหยุ่นต่อความผันผวนของวัฏจักรพลังงาน

Financial Summary

Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue (THB m)	3,144,551	3,090,453	2,799,901	2,871,675	2,945,718
Net profit (THB m)	117,774	115,830	84,183	95,740	104,394
Core net profit (THB m)	112,548	90,072	69,060	55,227	59,137
Net profit growth (%)	29.2	(1.7)	(27.3)	13.7	9.0
Core net profit growth (%)	10.1	(20.0)	(23.3)	(20.0)	7.1
EPS (THB/share)	3.92	3.15	2.42	1.93	2.07
Core EPS (THB/share)	3.94	3.15	2.42	1.93	2.07
DPS (THB/share)	5.62	2.00	2.20	1.35	1.45
P/E (x)	9.12	10.07	13.24	17.46	16.30
P/BV (x)	0.91	0.79	0.79	0.82	0.81
Dividend yield (%)	15.72	6.30	6.88	4.01	4.29
ROE (%)	10.35	7.93	5.99	4.74	5.01

Source: Company data, Beyond Research

SET ESG Rating of AAA

BUY

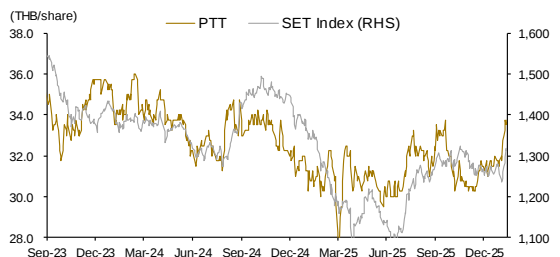
Target Price 12M (THB)	37.75
VS. IAA Consensus TP (%)	+7.5%
Share Price (THB)	33.75
Upside	+11.8%

Share Data

Reuters / Bloomberg	PTT.BK / PTT TB
Market	SET
Sector	ENERGY
Market Cap (THB m)	964,001
Par (THB)	1.00
Free Float	48.88%
Dividend Policy	n.a.

Share Price Performance (%)

	1M	3M	6M	YTD
Stock	6.30	8.87	4.65	5.47
Market	2.90	8.10	(4.91)	1.29
12M High/Low (THB)	33.75 / 27.00			



Major Shareholders (%)

Ministry of finance	51.38
VAYUPAK FUND 1.	9.96

Company Profile

The Company's operated businesses consist of natural gas, gas transmission, international trading, new business and sustainability business; the rest are invested through subsidiaries and/or joint operations, joint ventures and associates, and PTT Group, namely exploration and production, liquefied natural gas, petrochemical and refining, oil and retail, power and utilities, and service businesses.

Analyst

Adisak Prombun
Adisak.p@beyondsecurities.co.th
+662 8200 200
Tassanapol ngernseng
Tassanapol.ng@beyondsecurities.co.th
+662 8200 393



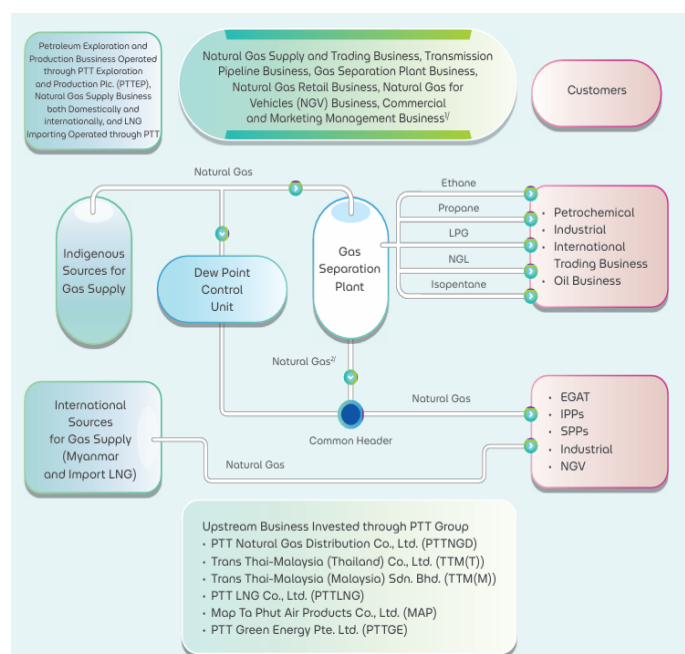
จุดแข็งจากโครงสร้างธุรกิจพลังงานครบวงจร

บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (PTT) เป็นผู้ดำเนินธุรกิจด้านพลังงานแบบครบวงจร รายหลักของประเทศ โดยมีบทบาทเชิงยุทธศาสตร์ต่อความมั่นคงด้านพลังงานของไทย ครอบคลุมห่วงโซ่คุณค่า (Value Chain) ตั้งแต่ต้นน้ำถึงปลายน้ำ ได้แก่ การสำรวจและผลิต, การจัดหาและนำเข้าก๊าซธรรมชาติ รวมถึงการนำเข้า LNG, กระบวนการ รับ-แปรสภาพ LNG (Regasification), การขนส่งผ่านระบบท่อ, การแยกก๊าซธรรมชาติ, ไปจนถึง การจัดจำหน่ายให้ภาคอุตสาหกรรมและภาคไฟฟ้า

การเติบโตของ PTT ในปัจจุบันยังคงมีฐานรายได้หลักอยู่ในกลุ่มธุรกิจ Hydrocarbon & Power ซึ่งเป็นแกนหลักขององค์กรตั้งแต่เริ่มก่อตั้งเมื่อวันที่ 29 ธันวาคม 1978 โดยมีบทบาทหลักในการดำเนินธุรกิจด้านปิโตรเลียมและธุรกิจที่เกี่ยวข้องเนื่องตลอดห่วงโซ่คุณค่าในเชิงโครงสร้าง การปรับบทบาทของ PTT สู่การเป็นบริษัทพลังงานที่มีความคล่องตัวมากขึ้นเกิดจากแนวโน้มการแข่งขันในอุตสาหกรรมพลังงานที่ทวีความรุนแรง ส่งผลให้ภาครัฐเห็นความจำเป็นในการเพิ่มบทบาทของภาคเอกชนผ่านกระบวนการแปรรูป โดยมีมติเมื่อวันที่ 21 สิงหาคม 2001 เพื่อรองรับการแปรรูปการปิโตรเลียมแห่งประเทศไทย และต่อมาเมื่อวันที่ 25 กันยายน 2001 คณะรัฐมนตรีมีมติเห็นชอบให้แปรรูปเป็นบริษัทมหาชน ภายใต้พระราชบัญญัติทุนรัฐวิสาหกิจ พ.ศ. 2542 ส่งผลให้จัดตั้ง บริษัท ปตท. จำกัด (มหาชน) (PTT) อย่างเป็นทางการ ทั้งนี้ ภาครัฐยังคงถือหุ้นใน PTT ไม่น้อยกว่า 51% เพื่อรักษาสถานะของบริษัทในฐานะ “บริษัทพลังงานแห่งชาติ” และเป็นกลไกหลักในการสนับสนุนความมั่นคงทางพลังงานของประเทศ

การเติบโตของ PTT จึงยังคงยึดโยงอยู่กับ Core Business ที่บริษัทมีความเชี่ยวชาญและมีบทบาทเชิงยุทธศาสตร์ต่อประเทศ โดยเป็นธุรกิจที่สร้างความมั่นคงด้านพลังงานและสนับสนุนระบบเศรษฐกิจในวงกว้างอย่างไรก็ดี ภายใต้บริบทของการเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด (Energy Transition) การเปลี่ยนแปลงทางเทคโนโลยี และแรงผลักดันด้าน Climate Change เพื่อบังคับสู่เป้าหมาย Net Zero Emissions บริษัทจำเป็นต้องรักษา “สมดุล” ระหว่างการเติบโตของธุรกิจหลักกับการปรับตัวสู่โครงสร้างพลังงานใหม่

Exhibit 1: Petroleum and natural gas business group



Sources: PTT, Beyond research

Exhibit 2: Natural gas transmission pipeline system and gas separation plants



Sources: PTT, Beyond research

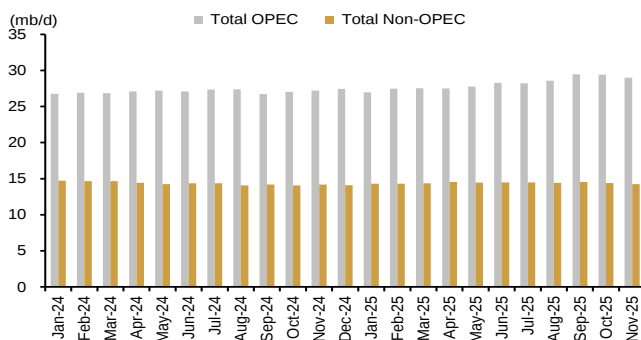
26 JAN 2026



เนื่องจากบริษัทยังคงพึ่งพาการเติบโตจาก Core Business ที่มีความอ่อนไหวต่อราคาน้ำมัน จึงทำให้แนวโน้มราคาพลังงานเป็นปัจจัยกำหนดทิศทางผลประกอบการอย่างมีนัยสำคัญ โดยเฉพาะบริษัทต้นน้ำอย่าง PTTEP ราคาน้ำมันในปี 2026 มีแนวโน้มอ่อนตัวต่อเนื่องจากปี 2025 ภายใต้ภาวะ อุปทานมากกว่าอุปสงค์ (Oversupply) โดยอ้างอิงการประเมินของ IEA ที่คาดว่าจะเกิด น้ำมันส่วนเกินราว 4.09 mb/d ในปี 2026 ประกอบกับ ระดับสต็อกน้ำมันโลกที่เพิ่มขึ้น ซึ่งเป็นแรงกดดันด้านราคาอย่างมีนัยสำคัญ ฝั่งอุปสงค์ยังขาดแรงหนุนที่ชัดเจนแม้ OPEC+ จะมีมติไว้ที่ 137 Kb/d คงกำลังการผลิตใน 1Q26 แต่ความเสี่ยงด้านอุปทานยังคงอยู่ โดยเฉพาะหากข้อตกลงสันติภาพระหว่างรัสเซีย-ยูเครน มีความคืบหน้า ซึ่งอาจเปิดทางให้การส่งออกพลังงานกลับมาเพิ่มขึ้น ส่งผลให้ แรงกดดันจากอุปทานส่วนเกินยังคงถ่วงดุลราคาน้ำมัน

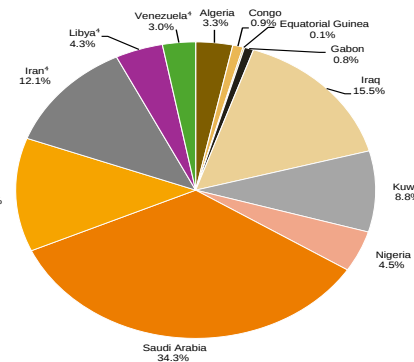
นอกจากนี้การผลิตน้ำมันของสหรัฐอเมริกาเริ่มส่งสัญญาณทรงตัวที่ระดับราว 13 mb/d ในปี 2025 แม้ภายใต้นโยบายยุคประธานาธิบดีโดนัลด์ ทรัมป์ที่ ผ่อนคลายกฎระเบียบและเร่งการอนุมัติใบอนุญาตสำรวจและผลิต อย่างไรก็ตามการเร่งการผลิตยังคงมีข้อจำกัดเชิงโครงสร้างของอุตสาหกรรม Shale oil ในด้านต้นทุนการเข้าถึงแหล่งทรัพยากรคุณภาพสูง ซึ่งเรายังคงเชื่อว่าปัจจัยที่จะกำหนดราคาน้ำมันยังคงมาจากอุปสงค์ - อุปทานโลกและการตัดสินใจเพิ่ม/ลดการผลิตของ OPEC+ เป็นหลัก

Exhibit 3: OPEC + crude oil production



Sources: Bloomberg Intelligence

Exhibit 4: Monthly OPEC crude production by region



Sources: Bloomberg Intelligence

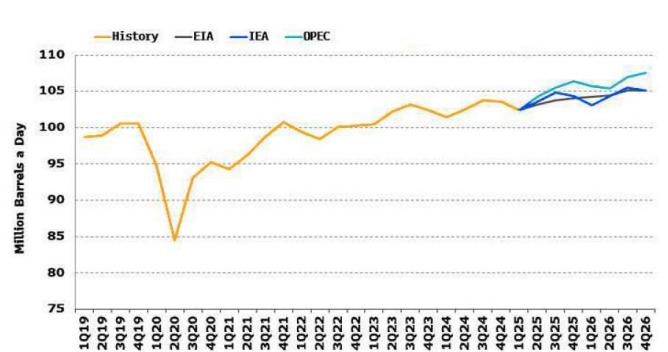
สำหรับการเติบโตด้านอุปสงค์จะปรับตัวเพิ่มขึ้นประมาณ 700 - 720 Kb/d ในช่วงปี 2025 - 26 โดยทวีปเอเชียยังคงเป็นการเติบโตหลักของอุปสงค์ แต่ในระยะสั้น ช่วง 4Q25 มีแนวโน้มที่จะอ่อนตัวเนื่องอุปสงค์ในประเทศกลุ่ม OECD ปรับตัวลดลงสำหรับใน 1Q26 เราเชื่อว่ายังมีแนวโน้มที่ราคาน้ำมันดิบอาจมีแนวโน้มต่ำกว่าที่ 60 USD/BBL เนื่องจากการเพิ่มขึ้นของสต็อกน้ำมันทั่วโลกการผลิตเกินความต้องการ จะยังคงเป็นปัจจัยกดดัน อย่างไรก็ตามหากปัจจัยที่ช่วยหนุนราคาน้ำมันให้ประคองตัวอยู่ เช่น ฤดูหนาวที่รุนแรงมากกว่าที่คาดซึ่งจะหนุนอุปสงค์ด้านพลังงานเพื่อให้ความร้อน และนโยบายประเทศจีนกักตุนปิโตรเลียมเพื่อเสริมความมั่นคงด้านพลังงาน

Exhibit 5: Oil-price Scenarios

Scenario	Price Range (USD/bbl)	Key drive
Base Case	60-75	Moderate global growth, OPEC+ unwinding cuts slowly
Looser Fundamentals	50-60	Higher tariffs, weak demand, gradually rising OPEC+ output
Tighter Fundamentals	75-100	Supply tightening, harsher US sanctions, resilient demand, cautious OPEC+
Severe Downturn	<50	Full-blown trade war, global recession, potential OPEC+ price war
Extreme Geopolitical Shock	<100	Major geopolitical disruption

Sources: Bloomberg Intelligence

Exhibit 6: Global Oil-Demand Projections



Sources: Bloomberg Intelligence



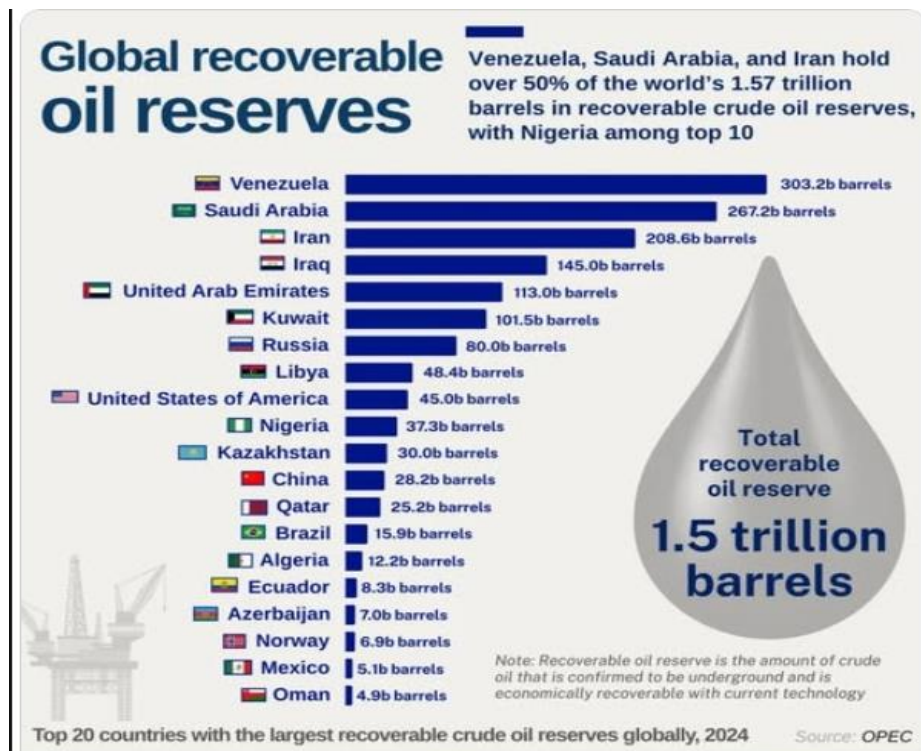
เหตุการณ์สหรัฐฯ-เวเนซุเอลาเพิ่มความเสี่ยงเชิงภูมิรัฐศาสตร์ต่อภาคพลังงานโลก

จากสถานการณ์เมื่อวันเสาร์ที่ 3 มกราคม 2026 สหรัฐอเมริกาได้ดำเนินปฏิบัติการทางทหารใน ประเทศเวเนซุเอลา และเข้าควบคุมตัวประธานาธิบดี นิโคลาส มาดูโร ได้สำเร็จ โดยภายหลังเหตุการณ์ดังกล่าว ประธานาธิบดี โดนัลด์ ทรัมป์ ได้แถลงยืนยันว่า มาตรการห้ามซื้อขายน้ำมันเวเนซุเอลายังคงมีผลบังคับใช้ แม้รัฐบาลสหรัฐฯ จะส่งสัญญาณว่า บริษัทพลังงานสหรัฐมีแผนลงทุนหลายพันล้านดอลลาร์เพื่อฟื้นฟูภาคพลังงานของเวเนซุเอลาในระยะยาว แต่ในระยะสั้นเราเชื่อว่าเหตุการณ์ดังกล่าวยังคงสร้างความไม่แน่นอนด้านอุปทานน้ำมันในตลาดโลก

ประเทศเวเนซุเอลายังคงมีความได้เปรียบเชิงโครงสร้างด้านพลังงานจากปริมาณน้ำมันสำรองที่พิสูจน์ได้สูงที่สุดในโลกราว 303 พันล้านบาร์เรล อย่างไรก็ตามกำลังการผลิตปัจจุบันอยู่ที่เพียงประมาณ 0.80 mb/d ซึ่งส่วนใหญ่เป็น น้ำมันดิบชนิดหนัก และยิ่งต่ำกว่าศักยภาพอย่างมีนัยสำคัญในอดีต ช่วงปี 2011-2014 เวเนซุเอลาเคยมีการผลิตน้ำมันสูงถึงราว 2.5 mb/d ก่อนที่กำลังการผลิตจะทยอยลดลงอย่างต่อเนื่องจาก มาตรการคว่ำบาตร การขาดการลงทุน และปัญหาเชิงโครงสร้างของภาคพลังงาน ส่งผลให้การผลิตลดลงต่ำสุดใกล้ 0.5 mb/d ก่อนจะเริ่มฟื้นตัวกลับมาที่ระดับปัจจุบัน

หากมีการเปลี่ยนแปลงในเวเนซุเอลาในเชิงนโยบายเศรษฐกิจและพลังงานอย่างมีเสถียรภาพ รวมถึงการเปิดทางให้เงินลงทุนและเทคโนโลยีจากต่างประเทศเข้าไป มีโอกาสที่จะฟื้นกำลังการผลิตในระยะยาวสู่ราว 1.2 mb/d อย่างไรก็ตามการฟื้นตัวดังกล่าวจะเป็นกระบวนการค่อยเป็นค่อยไป และต้องเงินลงทุนจำนวนพร้อมกับการผ่อนคลายมาตรการคว่ำบาตรซึ่งหากการเพิ่มกำลังการผลิตของเวเนซุเอลาเกิดขึ้นจริงในระยะยาว จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยเสริมฝั่งอุปทานที่อาจเพิ่มแรงกดดันต่อสมดุลตลาดน้ำมันโลก และทำให้ราคาน้ำมันในระยะยาวมีแนวโน้มถูกจำกัดด้าน upside มากขึ้น

Exhibit 7: Global oil reserves

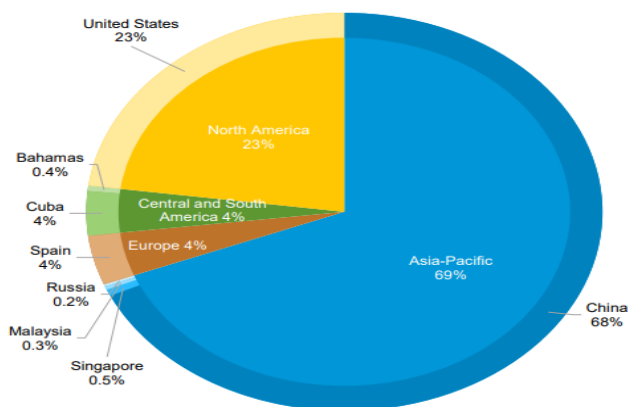


Sources: OPEC, Beyond research

26 JAN 2026

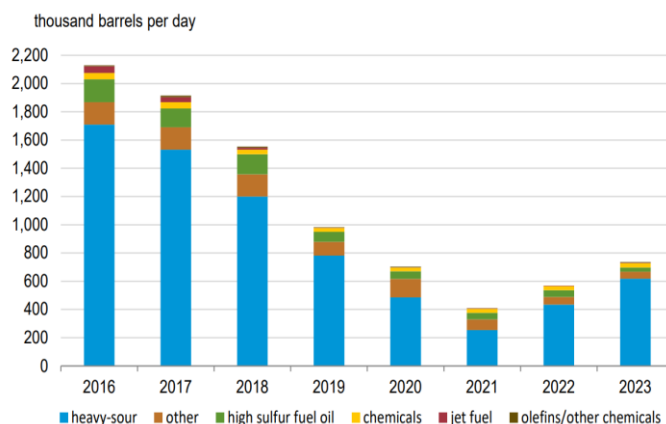


Exhibit 8: Venezuela' crude oil export by region 2023



Sources: EIA, Vortexa Ltd., Beyond Research

Exhibit 9: Venezuela's oil export, 2016 – 23



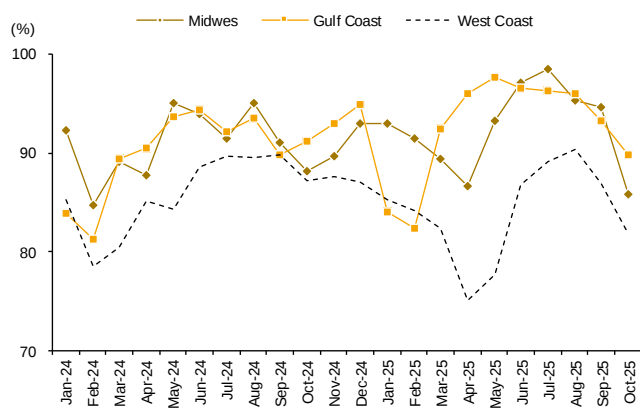
Sources: EIA, Vortexa Ltd., Beyond Research

หากสหรัฐฯ มีบทบาทในการกำหนดทิศทางนโยบายพลังงานของเวเนซุเอลา จะเปิดโอกาสให้ สหรัฐฯ นำเข้าน้ำมันดิบชนิดหนักจากเวเนซุเอลามากขึ้น เพื่อนำเข้าสู่ระบบโรงกลั่นภายในประเทศ ซึ่งมีความเชี่ยวชาญในการแปรรูปน้ำมันหนักให้เป็นน้ำมันสำเร็จรูปและส่งออกสู่ตลาดโลก เพิ่มมูลค่าในห่วงโซ่อุปทาน

เมื่อเทียบเชิงโครงสร้าง สหรัฐอเมริกามีปริมาณน้ำมันสำรองที่พิสูจน์ได้ราว 46 พันล้านบาร์เรล (bb/d) และมีกำลังการผลิต ประมาณ 13.6 mb/d โดยการผลิตน้ำมันดิบขยายตัวอย่างก้าวกระโดดตั้งแต่ปี 2009 จาก ความก้าวหน้าของเทคโนโลยี Hydraulic Fracturing (Fracking) และการปรับกระบวนการขุดเจาะ ซึ่งช่วยเพิ่มอัตราการกู้คืนและลดต้นทุนต่อหน่วยอย่างมีนัยสำคัญ

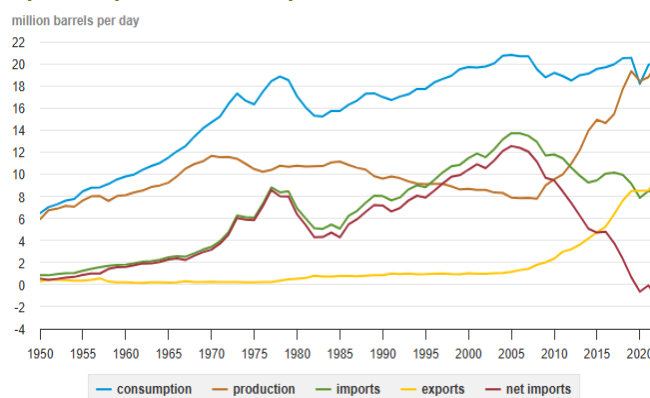
สหรัฐอเมริกามีแนวโน้มเพิ่มบทบาทการเป็นประเทศผู้ส่งออกน้ำมันอย่างต่อเนื่อง โดยในช่วง ปี 1950–20 ปริมาณการส่งออกน้ำมันของสหรัฐฯ ปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างมีนัยสำคัญและยังคงเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง สะท้อนผลจากการปรับปรุงกระบวนการกลั่นให้มีความยืดหยุ่นสูงขึ้น ควบคู่กับการเปลี่ยนแปลงนโยบายที่เอื้อต่อการส่งออกพลังงาน โดยมีเป้าหมายเป็นกลุ่มลูกค้าหลัก ยุโรปและภูมิภาคเอเชีย-โอเชียเนีย หลังจากที่ได้น้ำมันจากเวเนซุเอลาจะช่วยเสริมศักยภาพการแข่งขันและขยายอิทธิพลในตลาดพลังงานโลกอย่างต่อเนื่องในช่วงหลายปีข้างหน้า

Exhibit 10: Refinery Utilization



Sources: EIA, Beyond Research *West Coast average by monthly

Exhibit 11: U.S. petroleum consumption, production, import, export and net import 1950 – 2022



Data source: U.S. Energy Information Administration, Monthly Energy Review, Table 3.1, September 2023

Sources: EIA, Beyond research

26 JAN 2026

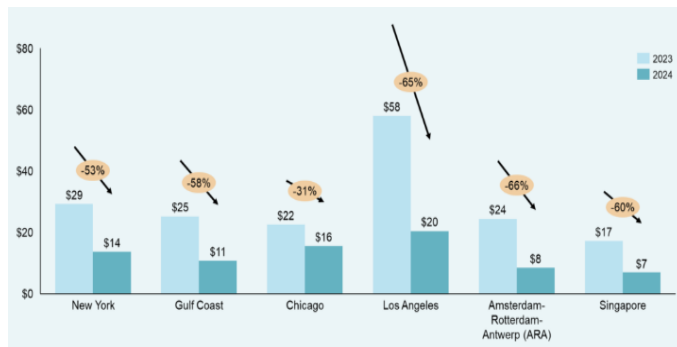


ธุรกิจโรงกลั่นมีแนวโน้มดีกว่าปี 2025 จากค่าการกลั่นที่ฟื้นตัว

ราคาน้ำมันที่มีแนวโน้มอ่อนตัวลงในปี 2026 ภายใต้ภาวะอุปทานที่เพิ่มขึ้น ขณะที่อุปสงค์โดยรวมยังไม่ฟื้นตัวอย่างมีนัยสำคัญ จะส่งผลให้ ค่าการกลั่นรวม (Gross Refinery Margins: GRM) เติบโตแรงกดดันต่อเนื่องเมื่อเปรียบเทียบกับช่วง ปี 2023–2024 พบว่า GRM ในแต่ละภูมิภาคปรับตัวลดลงสูงสุดถึงราว 66% สะท้อนสภาวะอุตสาหกรรมที่อ่อนแอ ขณะที่ค่าการกลั่นสิงคโปร์ ซึ่งเป็น Benchmark ของภูมิภาคเอเชีย ปรับตัวลดลงประมาณ 60% จากระดับ 17 USD/BBL เหลือราว 7 USD/BBL ซึ่งในปี 2025 ปรับตัวลดลงอยู่ที่ระดับ 5 USD/BBL และสำหรับในปีเราเชื่อว่ามีแนวโน้มที่ GRM จะปรับตัวลดลงต่อจากปี 2025 หากราคาน้ำมันยังคงอยู่ในภาวะ Over supply

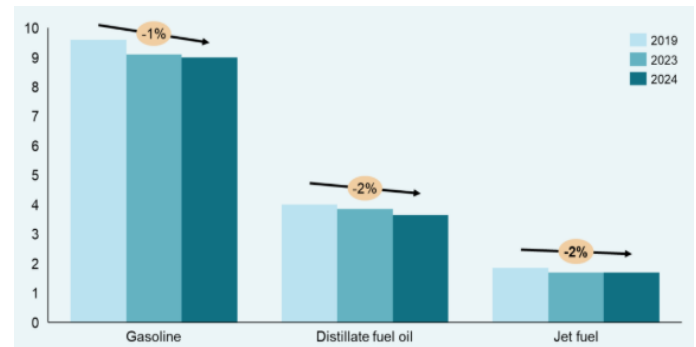
ส่งผลให้อุตสาหกรรมโรงกลั่นจำเป็นต้องปรับตัวเชิงโครงสร้าง (Structural Adjustment Phase) และความสามารถในการแข่งขันจะขึ้นอยู่กับ ความยืดหยุ่นของโครงสร้างการผลิต การบริหารต้นทุน และการปรับ Product Mix มากกว่าการพึ่งพาการฟื้นตัวของอุปสงค์ในระยะสั้นภายใต้แรงกดดันจาก การเติบโตของเศรษฐกิจโลกที่อยู่ในระดับต่ำ และ การเร่งเปลี่ยนผ่านไปสู่พลังงานสะอาด

Exhibit 12: September 2023-24 regional refining margins (USD/BBL)



Sources: U.S. EIA, ADI Analytics, Beyond research

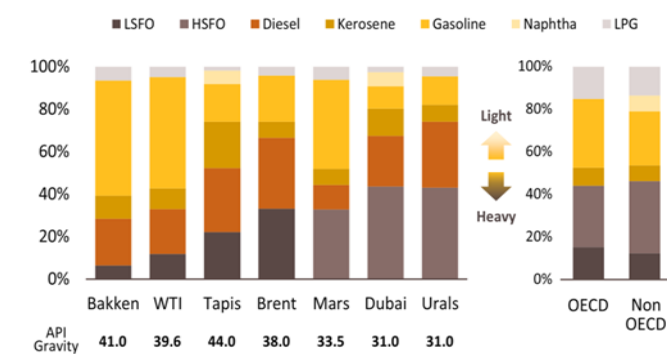
Exhibit 13: June-September 2019-24, U.S. petroleum products consumption



Sources: U.S. EIA, ADI Analytics, Beyond research

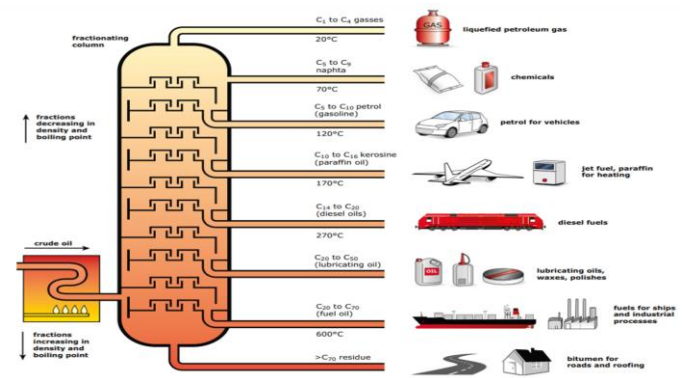
โรงกลั่นส่วนใหญ่เป็นในกลุ่ม PTT เป็นโรงกลั่นประเภท Complex Refinery ซึ่งมีหน่วยแปรสภาพ (Conversion Units) เช่น หน่วยเพิ่มค่าออกเทนและหน่วยปรับโครงสร้างโมเลกุลช่วยยกระดับคุณภาพน้ำมันดิบชนิดหนักให้เป็นผลิตภัณฑ์น้ำมันชนิดเบาที่มีมูลค่าสูงกว่าโครงสร้างดังกล่าวทำให้โรงกลั่นไทยมีความยืดหยุ่นสูงในการบริหารวัตถุดิบ (Feedstock Flexibility) สามารถเลือกใช้น้ำมันดิบที่มีความหนาแน่นสูงและราคาต่ำกว่า เพื่อแปรรูปเป็นน้ำมันสำเร็จรูปได้อย่างมีประสิทธิภาพซึ่งจะเป็นปัจจัยบวกต่อธุรกิจโรงกลั่นเช่น TOP

Exhibit 14: Crude oil yields and Demand



Sources: Krungrsri Research, Beyond research

Exhibit 15: The refining process



Sources: Oiltanking, Beyond research

ธุรกิจค้าปลีกน้ำมันมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นจากสถานะกองทุนน้ำมันติดลบลดลง

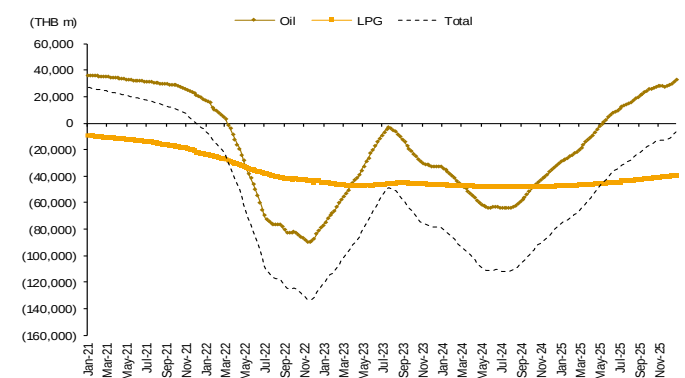
26 JAN 2026



ในประเทศไทยช่วงที่ราคาน้ำมันดิบปรับตัวขึ้นเหนือ 100 ดอลลาร์/บาร์เรล มักส่งผลให้ GRM ปรับตัวสูงขึ้น และราคาขายน้ำมันหน้าปั๊มในประเทศปรับตัวเพิ่มขึ้น อย่างมีนัยสำคัญ เช่นในปี 2022 ที่ภาครัฐต้องใช้กองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงเข้ามาพยุงราคา ส่งผลให้ฐานะกองทุนลดลงจน ติดลบราว 133 แสนล้านบาท เพื่อจำกัดผลกระทบต่อค่าครองชีพและเงินเฟ้อหลังจากราคาน้ำมันดิบโลกเริ่มปรับตัวลดลงตั้งแต่ปี 2023 ฐานะกองทุนน้ำมันทยอยฟื้นตัวอย่างต่อเนื่อง แต่ยังคงติดลบอยู่ที่ 6.6 พันล้านบาท สิ้นปี 2025 เนื่องจาก ก๊าซ LPG ยังมีการคงค้างสูงถึง ราว 39 หมื่นล้านบาท แต่ น้ำมันปรับตัวเป็นบวกอยู่ที่ 33 หมื่นล้านบาท

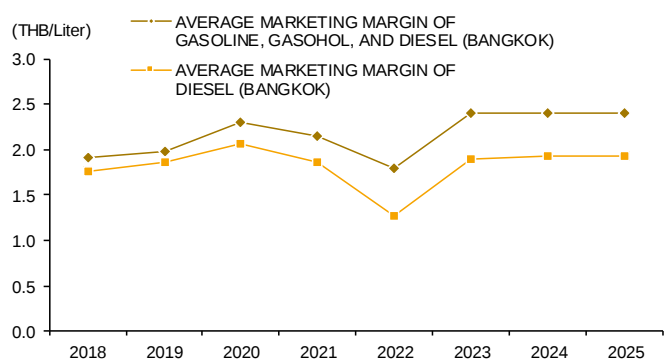
การที่กองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงมีการติดลบลดลงตั้งแต่ปี 2023 ส่งผลให้ ค่าการตลาดน้ำมันปรับตัวฟื้นขึ้น หลังจากถูกกดดันอย่างหนักในปี 2022 โดยในปี 2022 ค่าการตลาดเฉลี่ยอยู่ที่ 1.78 บาท/ลิตร สำหรับกลุ่มน้ำมันแก๊สโซลีน แก๊สโซฮอล์ และดีเซล และ 1.27 บาท/ลิตร สำหรับน้ำมันดีเซล ก่อนจะปรับเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ 2.41 บาท/ลิตร และ 1.93 บาท/ลิตร ในปี 2025 ซึ่งค่อนข้างทรงตัวตั้งแต่ปี 2023 จนถึง 2025

Exhibit 16: Estimated fuel fund status



Sources: EPPO, Beyond research

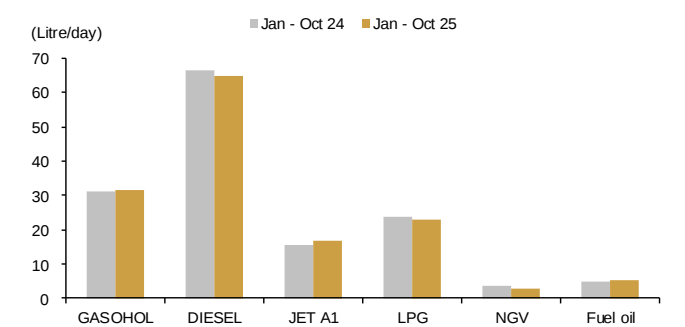
Exhibit 17: Average marketing margin



Sources: EPPO, Beyond research

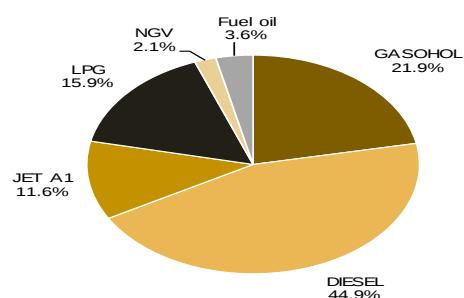
ปัจจัยด้านการใช้น้ำมันภายในประเทศมีผลต่อการเติบโตของธุรกิจค้าปลีกน้ำมันในช่วง มกราคม-ตุลาคม ปริมาณการใช้น้ำมันเชื้อเพลิงรวมอยู่ที่ 154 ล้านลิตรต่อวัน ลดลงราว 1% y-y สะท้อนแรงกดดันจากภาวะเศรษฐกิจที่ชะลอตัวทั้งด้านการบริโภคและการลงทุน โดย การใช้น้ำมันดีเซล ซึ่งเป็นผลิตภัณฑ์หลัก ลดลง 2.4% y-y มาอยู่ที่ 64.73 ล้านลิตรต่อวัน จาก 66.35 ล้านลิตรต่อวัน เป็นผลจากกิจกรรมทางเศรษฐกิจและการขนส่งภาคพื้นดินที่อ่อนแรง ในทางตรงกันข้ามการใช้ใช้น้ำมันอากาศยาน Jet A-1 เพิ่มขึ้น 8.2% y-y มาอยู่ที่ 16.78 ล้านลิตรต่อวัน หนุนโดยการขยายตัวของ การขนส่งสินค้าทางอากาศ จากการเร่งส่งออกก่อนการบังคับใช้มาตรการภาษีนำเข้าของ สหรัฐฯ (การขนส่งทางอากาศเพิ่มขึ้น 0.93% q-q) ประกอบกับแรงหนุนจากมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศซึ่งช่วยพยุงอุปสงค์การเดินทาง

Exhibit 18: Fuel consumption



Sources: EPPO, Beyond research

Exhibit 19: Proportion Fuel consumption



Sources: EPPO, Beyond research

26 JAN 2026



การแข่งขันในธุรกิจค้าปลีกพลังงานถูกกำหนดโดยปัจจัยเชิงโครงสร้างหลายด้าน โดยเฉพาะ บทบาทของภาครัฐในการกำหนดนโยบายภาษีและกลไกกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง ซึ่งส่งผลให้ระดับการแข่งขันด้านราคาและผลกระทบจากความผันผวนของราคาน้ำมันโลก ซึ่งสะท้อนมายังราคาขายปลีกอย่างหลีกเลี่ยงไม่ได้ ทำให้อัตรากำไรของ Oil Margin มีความไม่แน่นอนสูง รวมถึงปริมาณขายที่ผันผวนตามวัฏจักรเศรษฐกิจ ผู้ประกอบการจึงปรับกลยุทธ์จากการพึ่งพา Oil Margin ไปสู่การขยาย Non-Oil Margin มากขึ้น เพื่อชดเชยความผันผวนของกำไรจากธุรกิจน้ำมัน โดยเน้นการยกระดับสถานบริการสู่รูปแบบ “Ecosystem” ที่สร้าง Traffic และเพิ่มเวลาใช้บริการของลูกค้า ผ่านการเพิ่ม ร้านกาแฟ ร้านอาหาร บริการค้าปลีก และสถานีชาร์จ EV

Exhibit 20: PTT station



Sources: OR, Beyond research

Exhibit 21: Café Amazon



Sources: OR, Beyond research

สำหรับ PTT มีการปรับโครงสร้างภายในด้วยการทำ Asset Monetization ของ PTT ในวันที่ 18 กันยายน 2025 มีมติอนุมัติให้บริษัท พัทธ แทงค์ เทอร์มินัล จำกัด (PTT Tank) ประกอบธุรกิจเป็นผู้ให้บริการท่าเทียบเรือและการจัดการคลังเก็บผลิตภัณฑ์สำหรับกลุ่ม PTT โดยจะดำเนินการอยู่ 2 รายการ

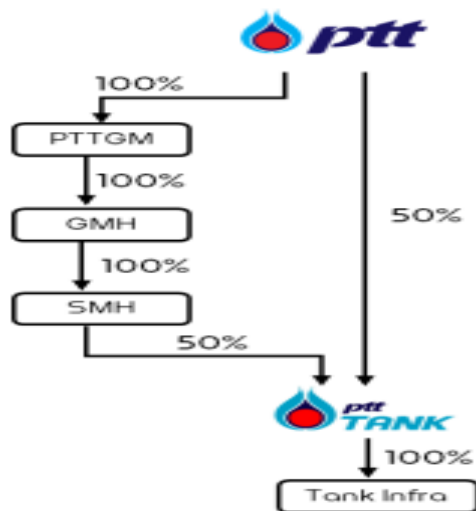
1. จัดตั้งบริษัทย่อยใหม่ที่ PTT Tank เพื่อดำเนินการลงทุนด้วยการซื้อสินทรัพย์ประเภทท่าเทียบเรือ ดังเก็บผลิตภัณฑ์ ระบบขนถ่ายสินค้า สินค้าทางรถบรรทุก เครื่องมือและอุปกรณ์ที่เกี่ยวข้อง รวมถึงใบอนุญาตสิทธิประโยชน์จาก บริษัทพีพีที โก ลบอล เคมีคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ในวงเงินไม่เกิน 4,840 พันล้านบาท โดยจะเป็นการเข้าธุรกรรมดังกล่าวประกอบด้วย ธุรกรรมซื้อสินทรัพย์คืนและให้เช่ากลับ และธุรกรรมซื้อทรัพย์สินและรับบริการ

2. ร่วมจัดตั้งบริษัทร่วมใหม่ของ PTT Tank และ บริษัท ไทยออยล์ จำกัด (มหาชน) (TOP) ในสัดส่วน 49% และ 51% เพื่อดำเนินการเช่าทรัพย์สินประเภทถังเก็บน้ำมันดิบ กลุ่มผูกเรือกลางทะเล (Single Buoy mooring: SBM) สถานีจ่ายน้ำมันทางรถ และที่ดินจาก TOP ในวงเงินไม่เกิน 37,402 พันล้านบาท การเข้าทำธุรกรรมดังกล่าวจะประกอบไปด้วย สัญญาระหว่างผู้ถือหุ้นสำหรับการจัดตั้งบริษัทใหม่ และสัญญาเช่าระยะยาวระยะเวลา 21 ปี และสัญญาเช่าช่วงทรัพย์สินกลับเพื่อใช้ในการดำเนินงาน

ภายใต้แนวทาง Asset Monetization ของ PTT บริษัทได้เดินหน้าสร้างมูลค่าจากทรัพย์สินเพื่อ เสริมความแข็งแกร่งทางการเงิน เพิ่มประสิทธิภาพการดำเนินงาน และยกระดับโครงสร้างธุรกิจของกลุ่ม โดยหนึ่งในกลยุทธ์สำคัญคือการ ปรับโครงสร้าง การถือครองสินทรัพย์โครงสร้างพื้นฐานและโลจิสติกส์ อาทิ ดังเก็บน้ำมันและท่าเรือ ให้ถูกรวมศูนย์ไปยัง PTT Tank ในฐานะ Infrastructure Flagship ของกลุ่มการ รวมศูนย์ดังกล่าวช่วยให้กลุ่ม PTT สามารถ บริหารจัดการทรัพย์สินเชิงกลยุทธ์ได้อย่างเป็นเอกภาพ เพิ่มประสิทธิภาพการใช้สินทรัพย์ (asset utilization) และสร้าง Synergy ภายในกลุ่ม ทั้งด้านต้นทุน การดำเนินงาน และการวางแผนลงทุนในระยะ ยาวระยะเดียวกัน การขาย/โอนสินทรัพย์ดังกล่าวยังเป็นกลไกในการ เสริมสภาพคล่อง ให้กับบริษัทลูกอย่าง PTTGC และ TOP ผ่านการปลดล็อกมูลค่าทรัพย์สิน (unlock value) และเพิ่มความยืดหยุ่นในการบริหารเงินทุน โดยเฉพาะในช่วงที่ธุรกิจปิโตรเคมีและโรงกลั่นเผชิญความผันผวนของวัฏจักรอุตสาหกรรม

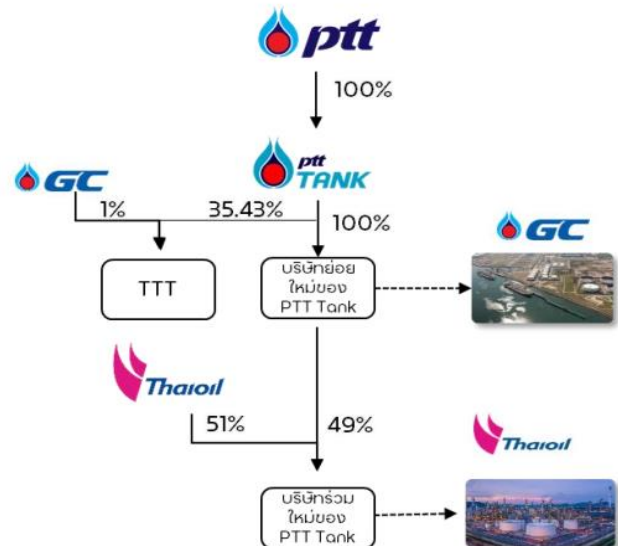
26 JAN 2026

Exhibit 22: Restructuring of shareholding and establishment of Tank Infra



Sources: PTT, Beyond research

Exhibit 23: Restructuring the port and product storage business.



Sources: PTT, Beyond research

เราเริ่มต้นบทวิเคราะห์ PTT ด้วยคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 37.75 บาท ณ สิ้นปี 2026 ประเมินมูลค่าด้วยวิธี Sum of the Parts (SOTP) สะท้อนโครงสร้างธุรกิจที่ครอบคลุมครบวงจรตั้งแต่ ต้นน้ำ-กลางน้ำ-ปลายน้ำ ซึ่งช่วยลดความเสี่ยงจากการพึ่งพาธุรกิจใดธุรกิจหนึ่ง (risk diversification) และเสริมความยืดหยุ่นต่อความผันผวนของวัฏจักรพลังงาน

เรายังมองว่าราคาน้ำมันอยู่ในภาวะ Oversupply ซึ่งเป็นแรงกดดันต่อผู้เล่นต้นน้ำ แต่เราเชื่อว่า PTT ยังมีความได้เปรียบเชิงกลยุทธ์ในฐานะ แกนหลักของกลุ่มพลังงานไทย โดยเฉพาะการมีธุรกิจปลายน้ำที่ช่วยลดความผันผวนของราคาน้ำมัน ทั้ง ธุรกิจโรงกลั่น และ ธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน ซึ่งมีโอกาสเป็นแรงหนุนสำคัญต่อผลประกอบการในช่วงที่ราคาน้ำมันอ่อนตัว และช่วยรักษาเสถียรภาพของกำไรในระยะกลางถึงยาว

Exhibit 24: Valuation summary of SoTP

PTT valuation - Fair price	THB m	THB/shr
PTT core gas and oil trading	1,043,007	37.0
Net debt	(540,313)	(19.2)
Net core gas and trading business	502,694	17.8
PTTEP	271,194	9.6
TOP	41,137	1.5
PTTGC	54,161	1.9
IRPC	7,446	0.6
OR	122,953	4.4
Other LT investments	171,275	6.1
Total non-core value	668,166	24.0
Equity value	1,170,860	41.8
Discount	10%	4.1
Target price		37.75

Sources: Beyond research

INITIATED COVERAGE

26 JAN 2026



Balance sheet (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Current assets					
Cash & ST investment	418,353	406,358	314,409	253,532	211,458
Account receivable	259,813	251,391	227,756	233,594	239,617
Inventories	263,499	241,539	218,830	224,440	230,227
Others	334,075	323,402	362,881	375,947	389,112
Non-current assets					
Net fixed assets	330,588	249,659	245,299	224,272	186,579
Others	1,854,135	1,966,436	1,966,436	1,966,435	1,966,435
Total Assets	3,460,462	3,438,784	3,335,611	3,278,220	3,223,428
Current liabilities					
Account payable	323,482	307,660	278,735	285,880	293,251
ST borrowing	122,748	130,733	138,718	146,703	154,687
Others	142,480	130,696	130,696	130,696	130,696
Long-term liabilities					
Long-term debts	863,303	814,719	809,719	804,719	799,719
Others	383,474	398,100	344,395	245,962	147,712
Total liabilities	1,835,486	1,781,907	1,702,262	1,613,960	1,526,066
Paid-up capital	28,563	28,563	28,563	28,563	28,563
Retained earnings	1,063,424	1,091,878	1,098,099	1,114,667	1,132,408
Others	29,211	29,211	29,211	29,211	29,211
Minority interest	503,778	507,225	477,474	491,819	507,180
Shareholders' equity	1,624,975	1,656,877	1,633,348	1,664,261	1,697,362

Key ratios					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Growth (%YoY)					
Sales	(6.6)	(1.7)	(9.4)	2.6	2.6
Operating profit	(12.9)	(10.3)	(13.1)	1.7	5.9
EBITDA	(12.9)	(10.3)	(13.1)	1.7	5.9
Net profit	29.2	(1.7)	(27.3)	13.7	9.0
Core net profit	10.1	(20.0)	(23.3)	(20.0)	7.1
EPS	22.9	(19.6)	(23.3)	(20.0)	7.1
Core EPS	10.1	(20.0)	(23.3)	(20.0)	7.1
Profitability (%)					
Gross margin	17.3	16.6	15.8	15.7	16.1
Operation margin	13.1	12.0	11.5	11.4	11.7
EBITDA margin	13.1	12.0	11.5	11.4	11.7
Net margin	3.7	3.7	3.0	3.3	3.5
ROE	10.4	7.9	6.0	4.7	5.0
ROA	5.0	3.9	3.0	3.0	3.2
Stability					
Interest bearing debt/equity (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Net debt/equity (x)	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4
Interest coverage (x)	5.1	3.8	2.6	2.3	2.4
Interest & ST debt coverage (x)	1.4	1.0	0.6	0.5	0.5
Cash flow interest coverage (x)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
Current ratio (x)	2.2	2.1	2.1	1.9	1.8
Quick ratio (x)	1.2	1.2	1.0	0.9	0.8
Net debt (THB m)	567,698	539,094	634,028	697,890	742,949
Activity					
Asset turnover (X)	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
Days receivables	27.8	30.2	31.2	29.3	29.3
Days inventory	37.6	35.8	35.7	33.4	33.6
Days payable	45.1	44.7	45.4	42.6	42.8
Cash cycle days	20.3	21.3	21.5	20.2	20.1

Profit & loss (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Revenue					
Revenue	3,144,551	3,090,453	2,799,901	2,871,675	2,945,718
Cost of goods sold	(2,600,875)	(2,577,909)	(2,356,483)	(2,419,815)	(2,471,233)
Gross profit	543,676	512,544	443,418	451,860	474,485
Operating expenses	(131,769)	(143,182)	(122,481)	(125,620)	(128,859)
Operating profit	411,907	369,362	320,937	326,240	345,626
EBIT	229,692	177,940	116,577	105,213	107,932
Depreciation	(182,215)	(191,423)	(204,360)	(221,027)	(237,693)
EBITDA	411,907	369,362	320,937	326,240	345,626
Non-operating income					
Other incomes	40,705	47,925	43,132	47,445	52,190
Other non-op income	0	0	0	0	0
Non-operating expense	(17,873)	(5,829)	(9,126)	(4,534)	490
Interest expense	(45,383)	(46,821)	(45,326)	(45,047)	(44,768)
Other non-op expense	27,511	40,992	36,200	40,513	45,257
Equity income/(loss)	3,013	(6,668)	10,002	10,102	10,203
Pre-tax Profit	255,537	213,368	160,585	158,226	170,814
Extraordinary items	(13,194)	(6,933)	(6,933)	(6,933)	(6,933)
Current taxation	(81,313)	(67,210)	(51,531)	(41,209)	(44,127)
Minorities	(43,256)	(23,396)	(17,938)	(14,345)	(15,360)
Net Profit	117,774	115,830	84,183	95,740	104,394
Core net profit	112,548	90,072	69,060	55,227	59,137
EPS (THB)	3.92	3.15	2.42	1.93	2.07
Core EPS (THB)	3.94	3.15	2.42	1.93	2.07

Cash flow (THB m)					
Year ending Dec	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Operating cash flow					
Net profit	117,774	115,830	84,183	95,740	104,394
Depre. & amortization	182,215	191,423	204,360	221,027	237,693
Change in working capital	(52,023)	(188,020)	(31,591)	(2,586)	(89,566)
Others	(9,010)	(5,849)	(3,013)	6,668	(10,002)
Investment cash flow	(105,300)	(103,058)	(101,283)	(103,379)	(192,885)
Net CAPEX	(110,494)	(110,494)	(110,494)	(110,494)	(200,000)
Change in LT investment	0	0	0	0	0
Change in other assets	5,194	7,437	9,212	7,115	7,115
Free cash flow	133,655	10,325	152,657	217,469	49,636
Financing cash flow	(42,535)	(186,411)	(62,839)	(38,659)	(41,396)
Change in share capital	0	0	0	0	0
Net change in debt	(53,655)	(40,599)	0	0	0
Dividend paid	(160,524)	(57,126)	(62,839)	(38,659)	(41,396)
Others	171,644	(88,686)	0	0	0
Net cash flow	91,120	(176,085)	89,819	178,810	8,240
Per share (THB)					
EPS	3.92	3.15	2.42	1.93	2.07
Core EPS	3.94	3.15	2.42	1.93	2.07
CFPS	12.48	11.82	10.97	11.84	12.76
BVPS	39.25	40.25	40.47	41.05	41.67
Sales/share	110.09	108.20	98.03	100.54	103.13
EBITDA/share	14.42	12.93	11.24	11.42	12.10
DPS	5.62	2.00	2.20	1.35	1.45
Valuation					
P/E (x)	9.12	10.07	13.24	17.46	16.30
P/BV (x)	0.91	0.79	0.79	0.82	0.81
Dividend yield (%)	15.72	6.30	6.88	4.01	4.29
Dividend payout ratio (%)	143.29	63.42	90.99	70.00	70.00

Sources: Beyond research



GENERAL DISCLAIMER

Analyst Certification

Tassanapol Ngernseng, Register No. 119672, Beyond Securities Public Company Limited

The individual(s) identified above certify(ies) that all views expressed in this research report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein. This report has been prepared by Beyond Securities Public Company Limited ("BYD"). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, BYD makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. The information and expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. BYD has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, BYD does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of BYD. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock Recommendations

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY: Expected return of 10% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected return between -10% and 10% over the next 12 months.

REDUCE: Expected return of -10% or worse over the next 12 months.

Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause temporary mismatch between upside/downside for a stock based on market price and the formal recommendation. * In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Sector Recommendations

Overweight: The industry is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Neutral: The industry is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

Underweight: The industry is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral: Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market

recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight: Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

26 JAN 2026



ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

AAA Rating

ACE	AJ	AMATA	BANPU	BAY	BBL	BCPG	BEM	BGC	BGRIM	BKIH	BPP
BTG	CENTEL	CKP	CPALL	CPF	CPN	DITTO	GPSC	GULF	IVL	KBANK	KTB
KTC	MC	M-CHAI	MFEC	MTC	NOBLE	OR	ORI	PB	PR9	PTT	PTTGC
RATCH	SABINA	SCC	SCGP	SIRI	SJWD	STA	STGT	TEGH	TFMAMA	THCOM	TISCO
TMT	TOP	TPBI	TPIPP	TTB	TVO	WHA	WHAUP				

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

AA Rating

ADB	ADVANC	AKP	AMATAV	AP	ASW	AWC	BAM	BBGI	BCH	BJC	BLA
BRI	BTS	CBG	CK	COM7	CPAXT	CRC	DMT	DRT	EASTW	EGCO	EPG
ETC	FPI	FPT	GLOBAL	GUNKUL	HANA	HENG	HMPRO	HTC	III	ILM	INTUCH
KKP	LH	MAJOR	MINT	MTI	NRF	NYT	OSP	PLANB	PPS	PSH	PSL
QTC	S	S&J	SAT	SAWAD	SC	SCB	SCCC	SCG	SGP	SHR	SMPC
SNP	SSP	STECON	SUTHA	SVOA	SYNEX	TASCO	TCAP	TFG	TGH	THANI	TPAC
TPIPL	TRUBB	TTA	TTW	VGI	WICE	ZEN	PTTEP				

ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

A Rating

AH	ALLA	AOT	ASK	BDMS	CFRESH	CHASE	CM	COLOR	DELTA	GCAP	HARN
ICHI	ILINK	IRC	IT	ITEL	JMART	JTS	KCE	KCG	KUMWEL	LHFG	LOXLEY
MBK	MEGA	MFC	MODERN	MOONG	MOSHI	MSC	NER	NVD	PCC	PCSGH	PHOL
PM	RBF	RS	SAK	SAPPE	SCGD	SELIC	SFLEX	SGC	SICT	SITHAI	SNC
SNNP	SPALI	SPI	SSSC	TGE	THIP	THREL	TKS	TLI	TOA	TOG	TPCS
TQM	TSC	TSTH	TTCL	TU	TWPC	UAC	UBE	VIH	WACOAL	XO	



ESG Scoring (As of 16 Dec 2024)

BBB Rating

AKR BA BLC DEMCO GABLE INSET JMT MICRO PDJ PRIME Q-CON QLT
SENA SKR SO SUN

ESG Qualification Criteria

Listed companies that are selected for inclusion in SET ESG Ratings must receive a score of at least 50% in each dimension (Corporate Governance & Economic, Environmental, and Social). That listed companies are chosen from the selection of listed companies that voluntarily participate in SET's annual Sustainability Assessment, and that pass the Eligibility Criteria.



26 JAN 2026



Companies with Excellent CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



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	ITEL	ITTHI	IVL	JAS	JTS	K	KBANK	KCC	KCE	KCG
KEX	KKP	KSL	KTB	KTC	KTMS	KUMWEL	LALIN	LANNA	LH	LHFG	LIT
LOXLEY	LPN	LRH	LST	M	MAJOR	MALEE	MBK	MC	M-CHAI	MCOT	MFC
MFEC	MINT	MODERN	MONO	MOONG	MOSHI	MSC	MST	MTC	MTI	MVP	NCH
NER	NKI	NOBLE	NRF	NSL	NTSC	NVD	NWR	NYT	OCC	OR	ORI
OSP	PAP	PB	PCC	PCSGH	PDJ	PEER	PG	PHOL	PIMO	PLANB	PLAT
PLUS	PM	PORT	PPP	PPS	PR9	PRG	PRIME	PRM	PRTR	PSH	PSL
PTT	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	SSF	SSP	SSSC	STA	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	TIPL	TIPIP	TPS	TQM	TQR	TRP	TRUBB	TRUE	TRV	TSC
TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TU	TVDH	TVO	TVT	TWPC	UAC
UBE	UBIS	UKEM	UPF	UPOIC	UV	VARO	VGI	VIH	WACOAL	WGE	WHA
WHAUP	WICE	WINMED	WINNER	ZEN							



Company with Very Good CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



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	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	RSXYZ	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

Company with Good CG Scoring (As of 28 Oct 2024)



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	WIJK	XO	XPG	YUASA
ZAA											

Corporate Governance Report (CGR)

The disclosure of survey results of the Thai Institute of Directors Association (IOD) regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The IOD survey is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and Market for Alternative Investment (MAI) public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information. 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. Beyond Securities Public Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey result.

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย	Description
มากกว่า 80		ดีเลิศ	Excellent
70 - 79		ดีมาก	Very Good
60 - 69		ดี	Good
50 - 59		ดีพอใช้	Satisfactory
40 - 49		ผ่าน	Pass
ต่ำกว่า 40	No logo give	N/A	N/A