

บริษัท ไทยออยล์  
จำกัด (มหาชน)Bloomberg TOP TB  
Reuters TOP.BK

## 4Q66: กำไรลดลง QoQ ตามคาด

กำไรสุทธิของ TOP ลดลง 72.8% QoQ สู่ 2.9 พันลบ. ใน 4Q66 แต่ปรับตัวดีขึ้นอย่างมากจากกำไรสุทธิ 147 ลบ. ใน 4Q65 เป็นไปตามที่เราคาดการณ์ กำไรที่ลดลง QoQ สะท้อนถึง GIM (กำไรขั้นต้นจากการผลิตของกลุ่ม) ที่ลดลง 23% YoY และ 37% QoQ สู่ US\$8.6/bbl จาก market GRM ที่ลดลงของธุรกิจโรงกลั่น ด้วยขาดทุนสต็อกที่ US\$5.1/bbl accounting GIM จึงปรับตัวลดลง 85% QoQ สู่ US\$3.6/bbl แต่ดีกว่า US\$1.5/bbl ใน 4Q65 และได้รับการชดเชยบางส่วนจากกำไรจากธุรกิจโรงแปรรูปดีเซลที่เพิ่มขึ้น กำไรจากการดำเนินงานสุทธิลดลง 17% YoY และ 50% QoQ สู่ 5.3 พันลบ. กำไรสุทธิปี 2566 อยู่ที่ 1.94 พันลบ. ลดลง 40.5% YoY จากฐานที่สูงผิดปกติในปี 2565 ซึ่งเป็นช่วงที่ GRM ปรับตัวขึ้นแรงสืบเนื่องมาจากสงครามรัสเซีย-ยูเครน เราคาดว่ากำไร 1Q67 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ จาก GRM ที่สูงขึ้นและขาดทุนสต็อกระดับต่ำ (ถ้ามี) เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ TOP เพราะ GRM และธุรกิจโรงแปรรูปดีเซลมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นจาก 71 บาท สู่ 77 บาท (PBV ปี 2567 ที่ 1 เท่า) คิดเป็น EV/EBITDA ที่ 8.7 เท่า

ปริมาณวัตถุดิบที่ป้อนเข้าสู่กระบวนการผลิตเพิ่มขึ้น QoQ แม้จุดขนถ่ายน้ำมันดิบหลักยังคงปิดอยู่หลังจากเกิดเหตุการณ์น้ำมันรั่วไหล แต่ TOP ก็สามารถเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่นและปีโตรเคมีคอมเพล็กซ์ด้วยปริมาณวัตถุดิบที่ป้อนเข้าสู่กระบวนการผลิตที่เพิ่มขึ้นจาก 305kbd สู่ 309kbd ซึ่งยังต่ำกว่าค่าเฉลี่ยใน 1H66 ที่ 314kbd อยู่เล็กน้อย โดยบริษัทจะต้องรับภาระค่าขนส่งที่สูงขึ้น US\$0.5/bbl สำหรับการขนถ่ายน้ำมันดิบต่อไปจนกว่าผู้ผูกขาดกลางทะเลจะกลับมาเปิดใช้งานได้อีกครั้งซึ่งอาจจะเกิดขึ้นใน 4Q66

กำไรจากธุรกิจโรงแปรรูปดีเซลเพิ่มขึ้น QoQ ธุรกิจโรงแปรรูปดีเซลเป็นส่วนสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานใน 4Q66 โดยกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 118% QoQ และฟื้นตัวจากขาดทุนใน 4Q65 ซึ่งเป็นผลมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่เพิ่มขึ้น โดยเฉพาะเบนซิน GIM จากธุรกิจโรงแปรรูปดีเซลเพิ่มขึ้นจาก US\$0.7/bbl ใน 3Q66 สู่ US\$1/bbl ใน 4Q66

GRM ที่ลดลงจุดเริ่มต้นโดยรวม Market GRM ลดลงจาก US\$13.6/bbl ใน 3Q66 สู่ US\$8.6/bbl ใน 4Q66 นำโดยธุรกิจโรงกลั่นซึ่ง GRM ลดลง 42% QoQ สู่ US\$7.2/bbl เพราะได้รับผลกระทบจาก crack spread ที่อ่อนแอของผลิตภัณฑ์ middle distillate (น้ำมันดีเซลและน้ำมันอากาศยาน) ซึ่งได้รับการชดเชยจากกำไรจากการป้องกันความเสี่ยงผลิตภัณฑ์เหล่านี้สัดส่วน 30% ใน 4Q66 ส่วนต่างราคา PX และเบนซินที่เพิ่มขึ้นช่วยหนุนให้ GIM จากธุรกิจโรงแปรรูปดีเซลและธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานปรับตัวดีขึ้น QoQ จาก US\$1.2/bbl ใน 3Q66 สู่ US\$1.7/bbl ใน 4Q66

ธุรกิจโรงแปรรูปดีเซลยังมีผลขาดทุนใน 4Q66 โดยมีสาเหตุมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอ QoQ และไม่สามารถครอบคลุมค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานของบริษัทที่อยู่ในอินโดนีเซีย ธุรกิจสารทำละลายและธุรกิจเอทานอลก็มีผลขาดทุนเนื่องจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอเช่นเดียวกัน

แนวโน้ม 1Q67 เราคาดว่ากำไรสุทธิจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 1Q67 จากการฟื้นตัวของ GRM โดยได้แรงหนุนจาก crack spread ที่สูงขึ้นของน้ำมันเบนซินและน้ำมันเตา แม้ว่าการดำเนินงานโรงกลั่นจะชะงักจากการหยุดผลิตนอกแผนซึ่งจะส่งผลกระทบต่ออัตราการใช้กำลังการผลิตลดลงสู่ 95-98% เทียบกับ 111% ใน 4Q66 นอกจากนี้เรายังคาดว่าผลการดำเนินงานของธุรกิจโรงแปรรูปดีเซลจะปรับตัวดีขึ้น โดยเกิดจากอุปทานที่ตึงตัวในเอเชียและความต้องการสารผสมน้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้นซึ่งจะทำให้ปริมาณวัตถุดิบที่ผลิต PX ตึงตัวขึ้น แนวโน้มในระยะสั้นสำหรับเบนซินก็เป็นบวกโดยได้แรงหนุนจากการหยุดชะงักของอุปทานในสหรัฐอเมริกา และการขาดแคลนเรือสืบเนื่องมาจากวิกฤตทะเลแดง

ราคาเป้าหมายอยู่ที่ 77 บาท อิงกับ PBV 1 เท่า (ปี 2567) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีเล็กน้อย และคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 8.67 เท่า ราคาหุ้น TOP ในปัจจุบัน คิดเป็น PBV ที่ 0.7 เท่า (-1.4SD) ซึ่งสูงกว่าระดับ 0.5 เท่าในปีที่เกิดสถานการณ์โควิดอยู่เล็กน้อย TOP ประกาศจ่ายเงินปันผลงวดสุดท้ายของปี 2566 ที่อัตรา 2.75 บาท/หุ้น (XD: 27 ก.พ.) ทำให้เงินปันผลรวมทั้งหมดสำหรับปี 2566 อยู่ที่ 3.4 บาท/หุ้น คิดเป็นอัตราการจ่ายเงินปันผล 39%

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: ราคาน้ำมันและ GRM ผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนสินค้าคงเหลือและอุปสงค์ผลิตภัณฑ์โรงแปรรูปดีเซลที่ลดลง ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

## Forecasts and valuation

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	5.7	6.1	5.4	5.2
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	6.0	5.8	6.5	6.7
EV/EBITDA	(x)	4.9	6.8	7.4	5.0	4.8

Source: InnovestX Research

Tactical: OUTPERFORM  
(3-month)

## Stock data

Last close (Feb 14) (Bt)	56.50
Target price (Bt)	77.00
Mkt cap (Btbn)	126.21
Mkt cap (US\$mn)	3,497
Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.74
Sector % SET	21.08
Shares issued (mn)	2,234
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	57.5 / 42.3
Avg. daily 6m (US\$mn)	15.16
Foreign limit / actual (%)	40 / 16
Free float (%)	52.0
Dividend policy (%)	≥ 25

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	9.7	13.6	0.0
Relative to SET	11.4	16.0	18.9

Source: SET, InnovestX Research

## 2023 Sustainability / 2022 ESG Score

SET ESG Ratings	AAA
-----------------	-----

## ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	5/67
Environmental Score Rank	3/67
Social Score Rank	8/67
Governance Score Rank	7/67

## ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

คะแนน ESG ของ TOP ที่ 68.85 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่โดดเด่น เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลเป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร พร้อมกับความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

Source: Bloomberg Finance L.P.

## นักวิเคราะห์

## ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับไทม์ไลน์ที่แน่นอนและเปรียบเทียบกับผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>68.85 (2022)</b>	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Rating</b>	
Rank in Sector	5/67	TOP	5	No	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)

- TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2565 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2593 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2603
- TOP สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการผลิตลงได้ (16,758 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน และลดการพึ่งพาแหล่งน้ำภายนอกได้ 41%)
- ชุมชนท้องถิ่นไม่มีการร้องเรียนเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในปี 2565
- TOP สามารถรักษาอันดับประสิทธิภาพด้านพลังงานอยู่ในกลุ่ม 2<sup>nd</sup> quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้ หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2568 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)

- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP ลดลงจาก 96.7% ในปี 2564 สู่ 95.85% ในปี 2565 แต่ยังคงสูงกว่าเป้าที่  $\geq 85\%$  สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มมากขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะเดียวกันก็รองรับเส้นทางของบริษัทในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว
- TOP ยังคงมีการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของพนักงาน โดยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานของผู้ปฏิบัติงานทั้งหมด (TRIR) อยู่ที่ 0.34 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงาน ในปี 2565 สูงกว่าเป้าหมายที่  $\leq 0.30$  รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานเล็กน้อย ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรลดลงจาก 94% สู่ 89% ในขณะที่อัตราการลาออกเพิ่มขึ้นจาก 2.72% เป็น 4.97%
- TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น

ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)

- คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (92.86% ของคณะกรรมการทั้งหมด) โดยในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 7 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (50% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 1 คน (7.14% ของคณะกรรมการทั้งหมด)
- TOP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 14 ติดต่อกันในปี 2565
- เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

ESG Disclosure Score

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>67.01</b>	<b>68.85</b>
<b>Environment</b>	<b>72.40</b>	<b>72.73</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	3,150	3,264
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	15,636	12,977
<b>Social</b>	<b>41.17</b>	<b>46.37</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Fatalities - Employees	0	0
Total Recordable Incident Rate - Employees	0	0
Employee Turnover Pct	3	5
<b>Governance</b>	<b>87.36</b>	<b>87.36</b>
Size of the Board	15	14
Number of Board Meetings for the Year	18	18
Board Meeting Attendance Pct	100	99
Number of Female Executives	15	15
Number of Independent Directors	8	8
Board Duration (Years)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การจัดทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแลกิจการที่ดี (Environmental Social Governance หรือ ESG) เป็นการนำข้อมูลและเปิดเผยโดยบริษัท Bloomberg ซึ่งมีการทำข้อมูลด้านสิ่งแวดล้อม ด้านสังคม และด้านบรรษัทภิบาล อาทิเช่น ข้อมูลการใช้พลังงานที่สะท้อนต้นทุน ความเสี่ยงในการพึ่งพาพลังงานของธุรกิจ ความเสี่ยงด้านการดำเนินงานที่อาจเกิดจากอุบัติเหตุ รวมถึงสัดส่วนของคณะกรรมการบริหาร ตั้งแต่ปี 2010 และขึ้นอยู่กับวิธีการเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	363,916	247,913	345,496	529,589	469,244	393,704	440,895	509,421
Cost of goods sold	(Btmn)	355,113	255,300	319,555	481,137	436,164	363,413	407,225	474,091
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>8,802</b>	<b>(7,387)</b>	<b>25,941</b>	<b>48,452</b>	<b>33,080</b>	<b>30,290</b>	<b>33,670</b>	<b>35,329</b>
SG&A	(Btmn)	2,546	2,650	3,056	4,182	3,521	4,623	5,178	5,982
Other income	(Btmn)	1,728	1,115	530	863	1,339	1,406	1,476	1,550
Interest expense	(Btmn)	3,224	4,292	3,595	3,860	4,089	3,818	3,709	3,686
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,760</b>	<b>(13,214)</b>	<b>19,821</b>	<b>41,273</b>	<b>26,810</b>	<b>23,255</b>	<b>26,260</b>	<b>27,210</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,240	(647)	2,034	8,918	4,672	3,953	4,464	4,624
Equity a/c profits	(Btmn)	1,276	2,492	1,675	(513)	84	1,512	1,690	1,772
Minority interests	(Btmn)	(240)	(419)	(425)	(438)	(142)	(149)	(157)	(165)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,556</b>	<b>(10,495)</b>	<b>19,037</b>	<b>31,404</b>	<b>22,080</b>	<b>20,664</b>	<b>23,329</b>	<b>24,193</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,721	7,193	(6,459)	1,264	(2,637)	0	0	(10)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6,277</b>	<b>(3,301)</b>	<b>12,578</b>	<b>32,668</b>	<b>19,443</b>	<b>20,664</b>	<b>23,329</b>	<b>24,183</b>
EBITDA	(Btmn)	13,179	(2,482)	30,309	52,014	37,359	34,122	41,287	42,212
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2.23</b>	<b>(5.14)</b>	<b>9.33</b>	<b>15.03</b>	<b>9.88</b>	<b>9.25</b>	<b>10.44</b>	<b>10.83</b>
Net EPS	(Bt)	3.08	(1.62)	6.17	15.63	8.70	9.25	10.44	10.83
DPS	(Bt)	1.50	0.70	2.60	3.70	3.40	3.30	3.70	3.80

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	134,676	114,229	101,239	153,828	125,371	92,552	137,998	166,621
Total fixed assets	(Btmn)	148,768	191,958	260,905	290,753	294,621	299,669	274,946	264,750
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>283,445</b>	<b>306,188</b>	<b>362,144</b>	<b>444,581</b>	<b>419,993</b>	<b>392,221</b>	<b>412,945</b>	<b>431,371</b>
Total loans	(Btmn)	114,200	140,904	182,765	173,751	163,117	155,021	154,071	153,121
Total current liabilities	(Btmn)	38,667	28,620	38,476	103,673	73,501	57,492	63,332	74,633
Total long-term liabilities	(Btmn)	120,854	157,449	200,574	182,250	178,180	159,925	158,918	149,961
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>159,521</b>	<b>186,069</b>	<b>239,050</b>	<b>285,923</b>	<b>251,681</b>	<b>217,418</b>	<b>222,250</b>	<b>224,594</b>
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>123,924</b>	<b>120,118</b>	<b>123,094</b>	<b>158,657</b>	<b>168,312</b>	<b>174,804</b>	<b>190,694</b>	<b>206,777</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>58.81</b>	<b>56.97</b>	<b>59.25</b>	<b>69.85</b>	<b>74.12</b>	<b>76.96</b>	<b>84.00</b>	<b>91.13</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	4,556	(10,495)	19,037	31,404	22,080	20,664	23,329	24,193
Depreciation and amortization	(Btmn)	6,923	7,554	7,424	7,744	7,799	8,456	12,795	12,865
Operating cash flow	(Btmn)	9,666	4,979	11,543	43,182	27,619	31,270	40,890	16,166
Investing cash flow	(Btmn)	23,343	(47,490)	(43,337)	(9,049)	(19,692)	(13,503)	11,928	(2,669)
Financing cash flow	(Btmn)	8,129	20,575	8,245	(20,253)	(23,072)	(16,323)	(8,388)	(9,050)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>41,138</b>	<b>(21,936)</b>	<b>(23,548)</b>	<b>13,880</b>	<b>(15,145)</b>	<b>1,443</b>	<b>44,430</b>	<b>4,447</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	2.4	(3.0)	7.5	9.1	7.0	7.7	7.6	6.9
Operating margin	(%)	1.7	(4.0)	6.6	8.4	6.3	6.5	6.5	5.8
EBITDA margin	(%)	3.6	(1.0)	8.8	9.8	8.0	8.7	9.4	8.3
EBIT margin	(%)	1.7	(4.0)	6.6	8.4	6.3	6.5	6.5	5.8
Net profit margin	(%)	1.7	(1.3)	3.6	6.2	4.1	5.2	5.3	4.7
ROE	(%)	3.6	(8.6)	15.7	22.3	13.5	12.0	12.8	12.2
ROA	(%)	1.7	(3.6)	5.7	7.8	5.1	5.1	5.8	5.7
Net D/E	(x)	0.3	0.6	1.2	0.8	0.8	0.7	0.4	0.4
Interest coverage	(x)	4.1	(0.6)	8.4	13.5	9.1	8.9	11.1	11.5
Debt service coverage	(x)	2.1	(0.3)	3.5	2.0	2.2	4.3	5.3	2.8
Payout Ratio	(%)	48.8	(43.3)	42.2	23.7	39.1	35.7	35.4	35.1

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	63.5	42.2	69.2	96.3	81.9	78.0	73.0	68.0
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	4.7	2.4	5.5	13.4	10.0	12.4	13.7	13.9
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	285	180	177	124	198	200	200	250
Utilization rate - refinery	(%)	107.0	101.0	100.0	107.0	112.0	105.0	85.0	100.0
Utilization rate - petchem	(%)	70.0	71.0	87.0	87.0	87.0	87.0	87.0	87.0
FX	(Bt/US\$)	31.06	31.29	31.99	35.04	34.80	35.50	35.50	35.50

## Financial statement

## Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total revenue	(Btmn)	120,882	155,379	127,901	125,426	116,820	108,662	124,206	119,556
Cost of goods sold	(Btmn)	103,310	124,004	129,276	124,546	110,292	105,725	104,026	116,121
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>17,572</b>	<b>31,374</b>	<b>(1,375)</b>	<b>880</b>	<b>6,527</b>	<b>2,937</b>	<b>20,180</b>	<b>3,436</b>
SG&A	(Btmn)	718	865	908	1,691	674	799	899	1,149
Other income	(Btmn)	107	169	316	270	314	300	403	322
Interest expense	(Btmn)	961	966	940	994	922	1,081	1,032	1,053
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>16,001</b>	<b>29,713</b>	<b>(2,906)</b>	<b>(1,535)</b>	<b>5,246</b>	<b>1,357</b>	<b>18,651</b>	<b>1,556</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,672	7,509	(156)	(108)	1,805	(523)	2,680	710
Equity a/c profits	(Btmn)	44	(125)	(294)	(138)	101	16	(49)	16
Minority interests	(Btmn)	(149)	(123)	(103)	(63)	(44)	(25)	(60)	(13)
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>14,224</b>	<b>21,955</b>	<b>(3,148)</b>	<b>(1,628)</b>	<b>3,497</b>	<b>1,872</b>	<b>15,862</b>	<b>850</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(7,042)	3,372	3,159	1,775	1,057	(755)	(5,035)	2,095
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>7,183</b>	<b>25,327</b>	<b>12</b>	<b>147</b>	<b>4,554</b>	<b>1,117</b>	<b>10,828</b>	<b>2,944</b>
EBITDA	(Btmn)	18,687	32,514	(433)	1,246	7,758	4,074	21,222	4,305
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>6.97</b>	<b>10.76</b>	<b>(1.54)</b>	<b>(0.73)</b>	<b>1.57</b>	<b>0.84</b>	<b>7.10</b>	<b>0.38</b>
Net EPS	(Bt)	3.52	12.41	0.01	0.07	2.04	0.50	4.85	1.32

## Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Total current assets	(Btmn)	132,207	171,152	149,501	153,828	137,066	114,824	127,309	125,371
Total fixed assets	(Btmn)	266,377	272,126	291,051	290,753	291,505	292,131	294,898	294,621
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>398,583</b>	<b>443,278</b>	<b>440,553</b>	<b>444,581</b>	<b>428,571</b>	<b>406,956</b>	<b>422,207</b>	<b>419,993</b>
Total loans	(Btmn)	174,059	172,097	175,157	173,751	160,587	167,379	170,342	163,117
Total current liabilities	(Btmn)	109,364	120,597	98,577	103,673	86,791	65,322	71,984	73,501
Total long-term liabilities	(Btmn)	159,649	172,068	184,260	182,250	178,963	185,788	187,172	178,180
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>269,013</b>	<b>292,665</b>	<b>282,837</b>	<b>285,923</b>	<b>265,754</b>	<b>251,111</b>	<b>259,156</b>	<b>251,681</b>
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	22,323	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>131,933</b>	<b>153,068</b>	<b>160,275</b>	<b>161,280</b>	<b>165,484</b>	<b>158,518</b>	<b>165,785</b>	<b>171,056</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>62.36</b>	<b>72.63</b>	<b>75.76</b>	<b>69.90</b>	<b>71.69</b>	<b>68.57</b>	<b>71.77</b>	<b>74.12</b>

## Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Core Profit	(Btmn)	14,224	21,955	(3,148)	(1,628)	3,497	1,872	15,862	850
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,833	2,004	1,850	2,057	1,905	1,936	1,941	2,018
Operating cash flow	(Btmn)	6,278	17,668	131	19,106	20,138	(5,973)	5,753	7,701
Investing cash flow	(Btmn)	(7,156)	14,864	(14,921)	(1,836)	(4,068)	(4,206)	(7,194)	(4,224)
Financing cash flow	(Btmn)	4,097	(24,651)	(2,833)	3,135	(12,545)	(4,326)	(2,828)	(3,374)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3,219</b>	<b>7,880</b>	<b>(17,624)</b>	<b>20,405</b>	<b>3,525</b>	<b>(14,504)</b>	<b>(4,268)</b>	<b>102</b>

## Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Gross margin	(%)	14.5	20.2	(1.1)	0.7	5.6	2.7	16.2	2.9
Operating margin	(%)	13.9	19.6	(1.8)	(0.6)	5.0	2.0	15.5	1.9
EBITDA margin	(%)	15.5	20.9	(0.3)	1.0	6.6	3.7	17.1	3.6
EBIT margin	(%)	13.9	19.6	(1.8)	(0.6)	5.0	2.0	15.5	1.9
Net profit margin	(%)	5.9	16.3	0.0	0.1	3.9	1.0	8.7	2.5
ROE	(%)	45.0	62.7	(8.2)	(4.1)	8.7	4.7	39.8	2.1
ROA	(%)	15.0	20.9	(2.8)	(1.5)	3.2	1.8	15.3	0.8
Net D/E	(x)	1.1	0.8	0.9	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8
Interest coverage	(x)	19.5	33.7	(0.5)	1.3	8.4	3.8	20.6	4.1
Debt service coverage	(x)	1.7	4.0	(0.1)	0.2	2.0	1.0	5.2	1.0

## Key Statistics

FY December 31	Unit	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	95.56	108.05	96.88	84.75	80.32	77.78	86.74	83.55
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	7.6	25.6	8.8	11.1	11.8	6.1	13.6	8.6
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	124	44	152	178	193	228	175	198
Utilization rate - refinery	(%)	109	112	104	103	112	113	110	111
Utilization rate - petchem	(%)	73	77	70	67	67	71	74	79
FX	(Bt/US\$)	33.05	34.39	36.41	36.33	33.94	34.46	35.17	35.63

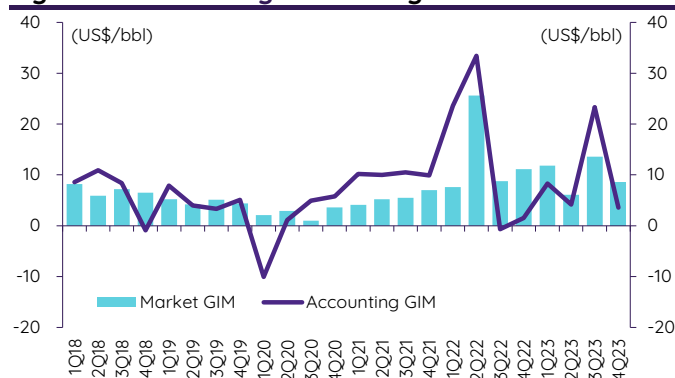
Figure 1: TOP - 4Q23 earnings review

	4Q22	3Q23	4Q23	%YoY	%QoQ	12M22	12M23	%YoY
<b>P&amp;L (Bt, mn)</b>								
Total revenue	125,426	124,206	119,556	(4.7)	(3.7)	529,589	469,244	(11.4)
Gross profit	880	20,180	3,436	290.5	(83.0)	48,452	33,080	(31.7)
EBITDA	1,246	21,222	4,305	245.5	(79.7)	52,014	37,359	(28.2)
Profit before extra items	(1,628)	15,862	850	n.a.	(94.6)	31,404	22,080	(29.7)
<b>Net Profit</b>	<b>147</b>	<b>10,828</b>	<b>2,944</b>	<b>1,905.4</b>	<b>(72.8)</b>	<b>32,668</b>	<b>19,443</b>	<b>(40.5)</b>
EPS (Bt)	0.07	4.85	1.32	1,904.0	(72.8)	16.01	8.70	(45.6)
<b>B/S (Bt, mn)</b>								
Total assets	444,581	422,207	419,993	(5.5)	(0.5)	444,581	419,993	(5.5)
Total liabilities	285,923	259,156	251,681	(12.0)	(2.9)	285,923	251,681	(12.0)
Total equity	158,657	163,051	168,312	6.1	3.2	158,657	168,312	6.1
BVPS (Bt)	69.90	71.77	74.12	6.0	3.3	69.90	74.12	6.0
<b>Financial ratio (%)</b>								
Gross margin (%)	0.7	16.2	2.9	2.2	(13.4)	9.1	7.0	(2.1)
EBITDA margin (%)	1.0	17.1	3.6	2.6	(13.5)	9.8	8.0	(1.9)
Net profit margin (%)	0.1	8.7	2.5	2.3	(6.3)	6.2	4.1	(2.0)
ROA (%)	(1.5)	15.3	0.8	2.3	(14.5)	8.1	4.5	(3.6)
ROE (%)	(4.1)	39.8	2.1	6.2	(37.7)	23.2	11.9	(11.3)
D/E (X)	1.8	1.6	1.5	(30.7)	(9.4)	1.8	1.5	(30.7)

Source: TOP and InnovestX Research

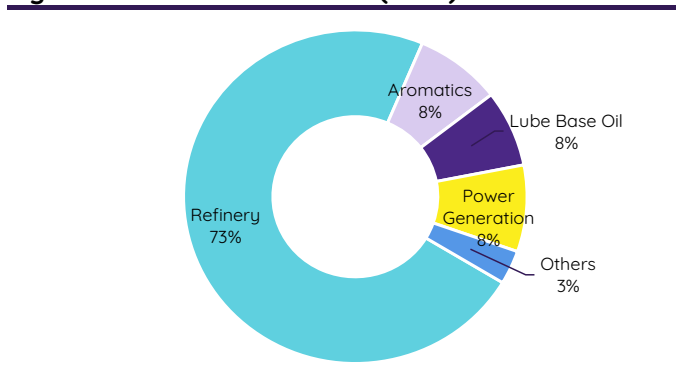
Appendix

Figure 2: Gross integrated margin



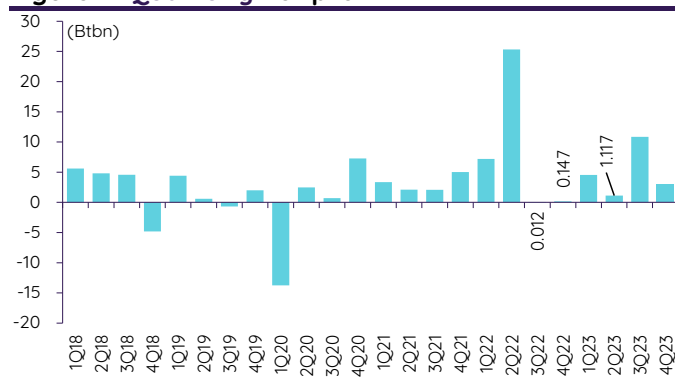
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 3: EBITDA breakdown (2023)



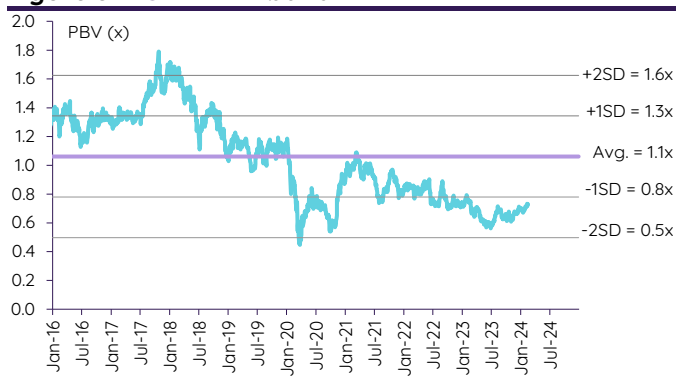
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 4: Quarterly net profit



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 5: TOP - PBV band



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 6: Valuation summary (price as of Feb 14, 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	43.50	51.0	25.1	6.6	3.9	3.7	(51)	69	5	0.8	0.7	0.6	10	15	14	5.7	7.8	8.0	4.3	2.6	2.0
BSRC	Underperform	9.45	10.5	14.3	6.8	8.5	6.5	(49)	(21)	32	1.1	1.0	0.9	17	12	14	4.2	3.2	6.3	7.5	8.5	6.3
IRPC	Neutral	1.96	2.6	35.2	n.m.	21.0	10.8	n.m.	n.m.	93	0.5	0.5	0.5	(4)	2	5	0.0	2.6	4.6	16.6	7.9	6.2
OR	Outperform	18.10	27.0	52.0	19.0	16.4	14.4	7	16	14	2.0	1.9	1.7	10	12	12	2.9	2.9	3.3	9.7	9.2	8.0
PTT	Outperform	34.75	45.0	35.3	8.1	9.1	8.4	(24)	(11)	9	0.9	0.9	0.8	8	7	7	5.8	5.8	6.0	3.9	3.7	3.3
PTTEP	Outperform	153.50	194.0	32.2	7.7	8.1	7.6	(13)	(4)	7	1.2	1.1	1.1	16	15	14	6.2	5.9	6.5	2.4	2.7	3.1
SPRC	Neutral	8.45	11.8	46.2	8.5	5.0	4.9	(42)	69	1	0.9	0.8	0.7	11	18	16	4.7	7.1	7.1	4.6	2.5	1.8
TOP	Outperform	56.50	77.0	42.1	5.7	6.1	5.4	(34)	(6)	13	0.7	0.7	0.7	14	12	13	6.0	5.8	6.5	6.8	7.4	5.0
<b>Average</b>					<b>8.9</b>	<b>9.8</b>	<b>7.7</b>	<b>(29)</b>	<b>16</b>	<b>22</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>4.4</b>	<b>5.1</b>	<b>6.1</b>	<b>7.0</b>	<b>5.6</b>	<b>4.5</b>

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในธุรกรรมใด ๆ ทั้งนี้ นักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมีบริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของบริษัท เอสซีบี เคบีเคเอส จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว 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 ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อหรือการถือครองข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตัวในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัท บิ๊กซี รีเทล คอร์ปอเรชั่น (มหาชน) (“BRC”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยของบริษัท เบอร์ลี ยูนิคอร์ จำกัด (มหาชน) ความเห็น ชั่ว 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 ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อหรือการถือครองข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตัวในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินเวสต์ เอกซ์ จำกัด (INVX) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรีนฟิลด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอส โอเค ความเห็น ชั่ว 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 ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการซื้อหรือการถือครองข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความคิดเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณภาพของตัวในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสำหรับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นสำหรับบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปเผยแพร่โดยไม่ได้รับอนุญาตไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

©สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินเวสต์ 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, AUCT, 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, 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, EPG, 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, MTI, 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, PTTGC, 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, TIDOR, 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, 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, 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, RUH, 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 (ได้รับอนุมัติ)**

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, EPG, 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, KCC, 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, MTI, 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, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, 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, SNNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSS, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCOC, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDOR, 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 (ไม่ดำเนินการ)**

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, OTO, 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, APEX, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, B52, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, 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, DTIC, DV8, EASON, ECL, EE, EFORL, EMC, ETL, EURO, EVER, F&D, FANCY, FE, FLOYD, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCAN, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GVT, GY, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, KLINIQ, 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, NDR, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, POMPUI, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, RAM, RCL, READY, RICHY, RUH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWAD, 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, SSS, 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, TMD, TMT, 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, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, 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.