

# บางจาก ศรีราชา

บริษัท บางจาก ศรีราชา  
จำกัด (มหาชน)

# BSRC

Bloomberg BSRC.TB  
Reuters BSRC.BK

**innovest<sup>x</sup>**  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## 1Q67: GRM และปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นสูงขึ้น

กำไรสุทธิ 855 ลบ. (0.25 บาท/หุ้น) ใน 1Q67 สะท้อนถึงการฟื้นตัวจากขาดทุน 524 ลบ. ใน 1Q66 และ 641 ลบ. ใน 4Q66 โดยได้รับการสนับสนุนจาก GRM ที่แข็งแกร่งและปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ >150kbd หลังจาก BCP เข้าซื้อกิจการในปี 2566 accounting GRM เพิ่มขึ้นสู่ US\$5.2/bbl จาก -US\$0.6/bbl ใน 1Q66 และ -US\$1.3/bbl ใน 4Q66 โดยได้แรงหนุนจาก market GRM ที่แข็งแกร่งขึ้นและกำไรต่ออุตสาหกรรม (US\$0.2/bbl) กำไรสุทธิ 1Q67 คิดเป็น 23% ของประมาณการกำไรเต็มปีของเรา แม้เราคาดว่ากำไรจะลดลงใน 2Q67 โดยมีสาเหตุมาจาก GRM ที่อ่อนแอ แต่เราคาดว่า BSRC จะเพิ่มปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ BCP หยุดซ่อมบำรุงตามแผนในเดือนพ.ค. ซึ่งจะช่วยสนับสนุนผลประกอบการ 2Q67 เรายังคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 10.50 บาท/หุ้น อ้างอิง PBV (ปี 2567) ที่ 1.2 เท่า หรือคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 7.9 เท่า และคงคำแนะนำ UNDERPERFORM เราเลือก BCP เป็นหุ้นเด่นในกลุ่มผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมัน และ TOP ในฐานะที่เป็น proxy play สำหรับ GRM ที่มีแนวโน้มปรับตัวเพิ่มขึ้น

**ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์** ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นของ BSRC เพิ่มขึ้น 9% YoY และ 26% QoQ สู่ 150.3kbd (อัตราการใช้กำลังการผลิต 86%) ใน 1Q67 เพื่อสนับสนุนธุรกิจการตลาด บริษัทปรับขยายกระบวนการผลิตในหน่วย CCR และ FCC เพื่อให้ได้รับประโยชน์จาก crack spread ระดับสูงของน้ำมันเบนซิน น้ำมันดีเซล และ น้ำมันเครื่องบิน ใน 1Q67 การผลิตน้ำมันสำเร็จรูปที่สูงขึ้นยังช่วยสนับสนุนธุรกิจการตลาดซึ่งอยู่ระหว่างกระบวนการรีแบรนด์เป็นแบรนด์บางจาก โดยรีแบรนด์สถานีบริการน้ำมันเสร็จแล้ว 332 แห่ง จากทั้งหมด 829 แห่งทั่วประเทศ

**accounting GRM กลับมาเป็นบวก** ค่าการกลั่นพื้นฐานลดลง 14% YoY แต่เพิ่มขึ้น 150% QoQ สู่ US\$5/bbl ใน 1Q67 โดยได้แรงหนุนหลักมาจาก crack spread ของน้ำมันเบนซินที่เพิ่มขึ้น 43% QoQ ในขณะที่ crack spread ของน้ำมันดีเซลลดลง 6% QoQ ตัวเลขดังกล่าวยังต่ำกว่า Singapore GRM accounting GRM ได้รับการสนับสนุนจากกำไรต่ออุตสาหกรรมที่ US\$0.2/bbl เทียบกับขาดทุน US\$3.3/bbl ใน 4Q66 ส่งผลทำให้ accounting GRM อยู่ที่ US\$3.3/bbl EBITDA margin ก็ปรับตัวดีขึ้นจาก -0.4% ใน 4Q66 สู่ +3.3% ใน 1Q67

**กำไรจะอ่อนแอ QoQ ใน 2Q67** เราคาดว่า GRM ที่อ่อนแอใน 2Q67 และความผันผวนจะกดดันกำไร เราคาดว่าปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องเพื่อตอบสนองความต้องการจาก BCP (บริษัทแม่) เพื่อรองรับยอดขายที่เพิ่มขึ้นที่สถานีบริการน้ำมันของ BCP โดยเฉพาะในช่วงที่โรงกลั่นของ BCP หยุดซ่อมบำรุงใหญ่ในเดือนพ.ค. เราคาดว่าประเด็นนี้จะช่วยสนับสนุนกำไร 2Q67 นอกจากนี้เรายังคาดว่าค่าการตลาดจะปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไปในช่วงครึ่งหลังของ 2Q67 เนื่องจากราคาน้ำมันจะอ่อนตัวลง ในขณะที่ปริมาณการขายในตลาดไทยคาดว่าจะเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่องซึ่งเป็นผลมาจากความต้องการเชื้อเพลิงในภาคขนส่ง (น้ำมันเบนซินและน้ำมันดีเซล) ที่สูงขึ้น

**ราคาเป้าหมาย 10.5 บาท/หุ้น อ้างอิง PBV 1.2 เท่า** เราประเมินมูลค่า BSRC โดยอิงกับ PBV (ปี 2567) ที่ 1.2 เท่า ซึ่งได้ราคาเป้าหมายที่ 10.5 บาท/หุ้น หรือคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 7.9 เท่า

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** ภาวะเศรษฐกิจชะลอตัวจะส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปและ GRM ในขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอาจส่งผลทำให้มีขาดทุนสต็อกเพิ่มขึ้น ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และการแทรกแซงของรัฐบาลเพื่อตรึงราคาขายปลีกน้ำมันในประเทศ

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	263,000	229,538	246,173	240,621	227,303
EBITDA	(Btmn)	14,700	5,719	7,592	9,166	10,232
Core profit	(Btmn)	9,508	2,142	3,767	5,018	5,942
Reported profit	(Btmn)	9,508	2,142	3,767	5,018	5,942
Core EPS	(Bt)	2.75	0.62	1.09	1.45	1.72
DPS	(Bt)	0.80	0.25	0.30	0.60	0.70
P/E, core	(x)	3.3	14.5	8.2	6.2	5.2
EPS growth, core	(%)	114.0	(77.5)	75.9	33.2	18.4
P/BV, core	(x)	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
ROE	(%)	41.0	7.7	12.8	15.4	16.2
Dividend yield	(%)	8.9	2.8	3.4	6.7	7.8
EV/EBITDA	(x)	5.2	10.2	7.2	5.2	4.0

Source: InnovestX Research

## Tactical: UNDERPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (May 8) (Bt)	8.95
Target price (Bt)	10.50
Mkt cap (Btmn)	30.97
Mkt cap (US\$m)	839

Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.18
Sector % SET	20.38
Shares issued (mn)	3,461
Par value (Bt)	4.93
12-m high / low (Bt)	10.9 / 8.1
Avg. daily 6m (US\$m)	0.80
Foreign limit / actual (%)	100 / 2
Free float (%)	34.0
Dividend policy (%)	≥ 40

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(9.6)	(3.8)	6.5
Relative to SET	(7.8)	(2.7)	21.4

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability / ESG Score

SET ESG Ratings	No
-----------------	----

### ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	24/67
Environmental Score Rank	24/67
Social Score Rank	24/67
Governance Score Rank	20/67

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

อันดับคะแนน ESG ในปี 2565 ของ BSRC อยู่ในระดับที่ยอมรับได้ แม้ว่าคะแนนการเปิดเผยข้อมูล ESG จะต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของอุตสาหกรรมตามการประเมินของ Bloomberg แค่มุ่งเน้นเกี่ยวกับ ESG ที่มีมาอย่างต่อเนื่องของบริษัทและผลงานในด้านอาสาสมัครและความปลอดภัยของชุมชนและพนักงานของ BSRC ไม่เป็นสองรองใครในมุมมองของเรา

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ชัยพัชร รัตนวิไล

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เรามองว่า BSRC วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับแนวโน้มที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลเป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

Bloomberg ESG Score	40.27 (2022)	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings
Rank in Sector	24/67	BSRC	4	No	No

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

- BSRC สนับสนุนเป้าหมายของ เอ็กซ์อนโมบิล ในการที่จะบรรลุการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในขอบเขตที่ 1 และ 2 (Scope 1 and 2) จากแหล่งหรือโรงงานที่บริษัทในเครือเอ็กซ์อนโมบิลเป็นผู้ดำเนินการรวมทั้งหมด ให้คำสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593
- บริษัทปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งทางตรงและทางอ้อมจากการดำเนินงาน 1.01 ล้านตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (ขอบเขต 1 และขอบเขต 2) บริษัทได้ลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก (ขอบเขตที่ 1) ประมาณ 5% เมื่อเทียบกับปี 2563
- โรงกลั่นน้ำมันเอสโซ่ศรีราชาปราศจากเหตุการณ์การรั่วไหลของน้ำมันในระดับที่ต้องรายงานเป็นเวลาต่อเนื่องกัน 14 ปีนับตั้งแต่ปี 2550
- บริษัทมีความพยายามที่จะลดและนำของเสียจากการปฏิบัติงานกลับมาใช้ใหม่ โดยตั้งแต่ปี 2555 มีการนำของเสียจากโรงกลั่นน้ำมันเอสโซ่ศรีราชาไปใช้เป็นวัตถุดิบในการผลิตพลังงานหรือเวียนใช้ประโยชน์ 93%

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

- โรงกลั่นน้ำมันและโรงงานปิโตรเคมียังคงมีผลการดำเนินงานด้านความปลอดภัยและสิ่งแวดล้อมที่ดีเยี่ยมโดยไม่มีกรณีการสูญเสียวางานและไม่มีกรณีรั่วไหลของน้ำมันในระดับที่ต้องรายงาน (reportable spill) เป็นเวลาต่อเนื่องกันถึง 15 ปี และปราศจากการสูญเสียวางานของพนักงานรวมทั้งผู้รับเหมาที่เข้าปฏิบัติงานเป็นเวลาติดต่อกันถึง 11 ปี นอกจากนี้คลังน้ำมันทุกแห่งของบริษัทสามารถปฏิบัติงานโดย ปราศจากการสูญเสียวางานอย่างต่อเนื่องเป็นปีที่ 29
- BSRC ยังคงรักษามาตรฐานระดับสูงด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัย โดยมีอัตราการเกิดการบาดเจ็บถึงขั้นต้องบันทึก (TRIR) เท่ากับ 0.05 ต่อ 200,000 ชั่วโมงการทำงาน โดยจำนวนผู้บาดเจ็บนับรวมพนักงานและผู้รับเหมา และอัตราการบาดเจ็บจนถึงขั้นหยุดงานเท่ากับศูนย์
- BSRC กำกับดูแลอย่างเข้มข้นเพื่อให้เกิดการผสมผสานของความหลากหลายตลอดช่วงการทำงาน เครือข่าย Women Interest Network (WIN) และการเรียนรู้จากผู้บริหารสตรีได้รับการสนับสนุนจากบริษัท เพื่อส่งเสริมความหลากหลายและการมีส่วนร่วม

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)**

- คณะกรรมการ BSRC ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 8 คน (66.67% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 7 คน (58.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 4 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 4 คน (33.33% ของคณะกรรมการทั้งหมด)
- BSRC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีมาก” (4 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 6 ติดต่อกันในปี 2565
- เรามองว่าแนวทางปฏิบัติทางสังคมและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นไปตามมาตรฐานอุตสาหกรรมทั่วไป

**ESG Disclosure Score**

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>40.27</b>	<b>40.27</b>
<b>Environment</b>	<b>14.68</b>	<b>14.68</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	996.09	1,060.61
Biodiversity Policy	No	No
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	—	—
<b>Social</b>	<b>24.88</b>	<b>24.88</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Fatalities - Employees	—	—
Total Recordable Incident Rate - Employees	0.00	0.00
Employee Turnover Pct	—	—
<b>Governance</b>	<b>81.10</b>	<b>81.10</b>
Size of the Board	11	10
Number of Board Meetings for the Year	7	8
Board Meeting Attendance Pct	98	97
Number of Female Executives	3	4
Number of Independent Directors	4	4
Board Duration (Years)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total revenue	(Btmn)	169,348	126,672	172,878	263,000	229,538	246,173	240,621	227,303
Cost of goods sold	(Btmn)	167,344	131,408	162,261	245,707	221,645	235,739	228,526	214,052
<b>Gross profit</b>	(Btmn)	<b>2,004</b>	<b>(4,736)</b>	<b>10,618</b>	<b>17,293</b>	<b>7,893</b>	<b>10,434</b>	<b>12,095</b>	<b>13,251</b>
SG&A	(Btmn)	6,110	5,217	5,068	5,440	5,215	5,660	5,773	5,888
Other income	(Btmn)	90	70	29	40	289	41	42	43
Interest expense	(Btmn)	322	360	311	376	735	564	555	448
<b>Pre-tax profit</b>	(Btmn)	<b>(4,337)</b>	<b>(10,243)</b>	<b>5,268</b>	<b>11,517</b>	<b>2,232</b>	<b>4,251</b>	<b>5,809</b>	<b>6,957</b>
Corporate tax	(Btmn)	(893)	(2,048)	1,051	2,320	451	850	1,162	1,391
Equity a/c profits	(Btmn)	380	285	227	312	361	367	372	378
Minority interests	(Btmn)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>Core profit</b>	(Btmn)	<b>(3,066)</b>	<b>(7,911)</b>	<b>4,443</b>	<b>9,508</b>	<b>2,142</b>	<b>3,767</b>	<b>5,018</b>	<b>5,942</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Net Profit</b>	(Btmn)	<b>(3,066)</b>	<b>(7,911)</b>	<b>4,443</b>	<b>9,508</b>	<b>2,142</b>	<b>3,767</b>	<b>5,018</b>	<b>5,942</b>
EBITDA	(Btmn)	(1,969)	(7,297)	8,404	14,700	5,719	7,592	9,166	10,232
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(0.89)</b>	<b>(2.29)</b>	<b>1.28</b>	<b>2.75</b>	<b>0.62</b>	<b>1.09</b>	<b>1.45</b>	<b>1.72</b>
Net EPS	(Bt)	(0.89)	(2.29)	1.28	2.75	0.62	1.09	1.45	1.72
DPS	(Bt)	0.00	0.00	0.00	0.80	0.25	0.30	0.60	0.70

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	31,978	22,921	33,784	51,922	36,408	39,385	43,242	39,409
Total fixed assets	(Btmn)	34,264	38,457	36,270	33,619	34,654	32,960	31,155	29,247
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>66,243</b>	<b>61,378</b>	<b>70,055</b>	<b>85,541</b>	<b>71,062</b>	<b>72,345</b>	<b>74,397</b>	<b>68,655</b>
Total loans	(Btmn)	35,035	36,097	39,578	46,627	28,308	29,197	27,468	18,257
Total current liabilities	(Btmn)	36,676	35,446	42,008	49,624	22,618	13,518	11,590	9,983
Total long-term liabilities	(Btmn)	7,449	11,573	8,839	8,713	20,121	28,121	28,121	20,121
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>44,125</b>	<b>47,019</b>	<b>50,846</b>	<b>58,337</b>	<b>42,739</b>	<b>41,639</b>	<b>39,712</b>	<b>30,104</b>
Paid-up capital	(Btmn)	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
<b>Total equity</b>	(Btmn)	<b>22,110</b>	<b>14,352</b>	<b>19,201</b>	<b>27,197</b>	<b>28,315</b>	<b>30,698</b>	<b>34,678</b>	<b>38,544</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>6.39</b>	<b>4.15</b>	<b>5.55</b>	<b>7.86</b>	<b>8.18</b>	<b>8.87</b>	<b>10.02</b>	<b>11.14</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	(3,066)	(7,911)	4,443	9,508	2,142	3,767	5,018	5,942
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,046	2,586	2,825	2,806	2,752	2,777	2,802	2,827
Operating cash flow	(Btmn)	(10,167)	409	1,541	(3,858)	11,420	5,786	8,233	10,080
Investing cash flow	(Btmn)	(1,211)	(1,251)	(1,341)	(1,085)	(1,894)	(683)	(686)	(689)
Financing cash flow	(Btmn)	11,172	828	340	4,728	(9,136)	(495)	(2,767)	(11,287)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(206)</b>	<b>(15)</b>	<b>540</b>	<b>(216)</b>	<b>390</b>	<b>4,607</b>	<b>4,780</b>	<b>(1,895)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	1.2	(3.7)	6.1	6.6	3.4	4.2	5.0	5.8
Operating margin	(%)	(2.4)	(7.9)	3.2	4.5	1.2	1.9	2.6	3.2
EBITDA margin	(%)	(1.2)	(5.8)	4.9	5.6	2.5	3.1	3.8	4.5
EBIT margin	(%)	(2.4)	(7.8)	3.2	4.5	1.3	2.0	2.6	3.3
Net profit margin	(%)	(1.8)	(6.2)	2.6	3.6	0.9	1.5	2.1	2.6
ROE	(%)	(12.8)	(43.4)	26.5	41.0	7.7	12.8	15.4	16.2
ROA	(%)	(4.8)	(12.4)	6.8	12.2	2.7	5.3	6.8	8.3
Net D/E	(x)	1.6	2.5	2.0	1.7	1.0	0.8	0.5	0.3
Interest coverage	(x)	(6.1)	(20.2)	27.0	39.1	7.8	13.5	16.5	22.8
Debt service coverage	(x)	(0.1)	(0.2)	0.2	0.3	0.4	1.2	2.0	3.1
Payout Ratio	(%)	0.0	0.0	0.0	29.1	40.4	27.6	41.4	40.8

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Crude intake	(kbd)	114	115	123	131	118	153	157	157
Utilization rate - PX	(%)	56	40	12	0	0	0	0	0
Crack spread - Gasoline	(US\$/bbl)	9.0	4.4	11.1	18.9	16.7	16.0	16.0	16.0
Crack spread - Diesel	(US\$/bbl)	14.3	7.0	8.1	38.2	21.9	23.0	25.0	26.0
Crack spread - Fuel oil	(US\$/bbl)	(6.2)	(3.9)	(6.3)	(15.9)	(10.3)	(10.0)	(10.0)	(12.0)
PX spread over ULG95	(US\$/t)	278	183	201	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total revenue	(Btmn)	76,092	65,591	63,638	59,727	51,673	58,681	59,458	63,583
Cost of goods sold	(Btmn)	64,425	68,229	63,941	59,060	52,098	51,596	58,891	61,196
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>11,667</b>	<b>(2,638)</b>	<b>(303)</b>	<b>666</b>	<b>(425)</b>	<b>7,084</b>	<b>568</b>	<b>2,388</b>
SG&A	(Btmn)	1,305	1,315	1,595	1,306	1,350	1,317	1,242	1,153
Other income	(Btmn)	5	10	22	2	144	98	45	27
Interest expense	(Btmn)	76	64	163	142	141	178	273	279
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>10,292</b>	<b>(4,006)</b>	<b>(2,039)</b>	<b>(781)</b>	<b>(1,772)</b>	<b>5,687</b>	<b>(903)</b>	<b>983</b>
Corporate tax	(Btmn)	2,068	(803)	(398)	(157)	(388)	1,172	(176)	188
Equity a/c profits	(Btmn)	76	77	78	100	90	85	86	102
Minority interests	(Btmn)	(1)	0	0	0	(1)	0	0	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>8,299</b>	<b>(3,127)</b>	<b>(1,563)</b>	<b>(524)</b>	<b>(1,294)</b>	<b>4,600</b>	<b>(641)</b>	<b>896</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	(41)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>8,299</b>	<b>(3,127)</b>	<b>(1,563)</b>	<b>(524)</b>	<b>(1,294)</b>	<b>4,600</b>	<b>(641)</b>	<b>855</b>
EBITDA	(Btmn)	11,096	(3,275)	(1,180)	61	(972)	6,540	90	2,034
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>2.40</b>	<b>(0.90)</b>	<b>(0.45)</b>	<b>(0.15)</b>	<b>(0.37)</b>	<b>1.33</b>	<b>(0.19)</b>	<b>0.26</b>
Net EPS	(Bt)	2.40	(0.90)	(0.45)	(0.15)	(0.37)	1.33	(0.19)	0.25

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total current assets	(Btmn)	59,782	62,064	51,922	48,472	37,477	39,380	36,408	46,259
Total fixed assets	(Btmn)	34,072	33,753	33,619	33,689	34,868	34,435	34,654	34,230
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>93,854</b>	<b>95,817</b>	<b>85,541</b>	<b>82,161</b>	<b>72,345</b>	<b>73,815</b>	<b>71,062</b>	<b>80,489</b>
Total loans	(Btmn)	47,931	54,365	46,627	43,495	36,499	24,469	28,308	31,362
Total current liabilities	(Btmn)	54,154	57,285	49,624	46,347	41,160	22,503	22,618	32,701
Total long-term liabilities	(Btmn)	6,177	9,751	8,713	7,793	5,514	21,222	20,121	18,420
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>60,331</b>	<b>67,036</b>	<b>58,337</b>	<b>54,140</b>	<b>46,674</b>	<b>43,725</b>	<b>42,739</b>	<b>51,121</b>
Paid-up capital	(Btmn)	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075	17,075
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>33,516</b>	<b>28,774</b>	<b>27,197</b>	<b>28,013</b>	<b>25,663</b>	<b>30,083</b>	<b>28,315</b>	<b>29,361</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>9.68</b>	<b>8.31</b>	<b>7.86</b>	<b>8.09</b>	<b>7.42</b>	<b>8.69</b>	<b>8.18</b>	<b>8.48</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Core Profit	(Btmn)	8,299	(3,127)	(1,563)	(524)	(1,294)	4,600	(641)	896
Depreciation and amortization	(Btmn)	728	668	697	700	659	675	719	772
Operating cash flow	(Btmn)	10,887	(15,940)	2,446	11,696	2,256	1,675	(4,207)	(2,078)
Investing cash flow	(Btmn)	(47)	(181)	(340)	(892)	7	(436)	(573)	(456)
Financing cash flow	(Btmn)	(9,942)	15,659	(2,363)	(10,634)	(2,451)	(1,060)	5,010	2,929
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>897</b>	<b>(462)</b>	<b>(257)</b>	<b>170</b>	<b>(189)</b>	<b>179</b>	<b>230</b>	<b>394</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Gross margin	(%)	15.3	(4.0)	(0.5)	1.1	(0.8)	12.1	1.0	3.8
Operating margin	(%)	13.6	(6.0)	(3.0)	(1.1)	(3.4)	9.8	(1.1)	1.9
EBITDA margin	(%)	14.6	(5.0)	(1.9)	0.1	(1.9)	11.1	0.2	3.2
EBIT margin	(%)	13.6	(6.0)	(2.9)	(1.1)	(3.2)	10.0	(1.1)	2.0
Net profit margin	(%)	10.9	(4.8)	(2.5)	(0.9)	(2.5)	7.8	(1.1)	1.3
ROE	(%)	113.2	(40.2)	(22.3)	(7.6)	(19.3)	66.0	(8.8)	12.4
ROA	(%)	36.4	(13.2)	(6.9)	(2.5)	(6.7)	25.2	(3.5)	4.7
Net D/E	(x)	1.4	1.9	1.7	1.5	1.4	0.8	1.0	1.0
Interest coverage	(x)	146.3	(51.5)	(7.2)	0.4	(6.9)	36.8	0.3	7.3
Debt service coverage	(x)	0.9	(0.3)	(0.1)	0.0	(0.1)	3.0	0.0	0.4

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Crude intake	(kbd)	132	134	130	138	110	107	119	150
Utilization rate - PX	(%)	0	0	0	0	0	0	0	0
Crack spread - Gasoline	(US\$/bbl)	34.9	13.2	9.3	18.7	16.6	19.0	12.5	17.9
Crack spread - Diesel	(US\$/bbl)	50.3	40.4	39.3	28.1	15.1	26.9	24.4	23.1
Crack spread - Fuel oil	(US\$/bbl)	(5.7)	(24.0)	(23.9)	(17.7)	(10.3)	(5.4)	(11.0)	(9.7)
PX spread over ULG95	(US\$/t)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

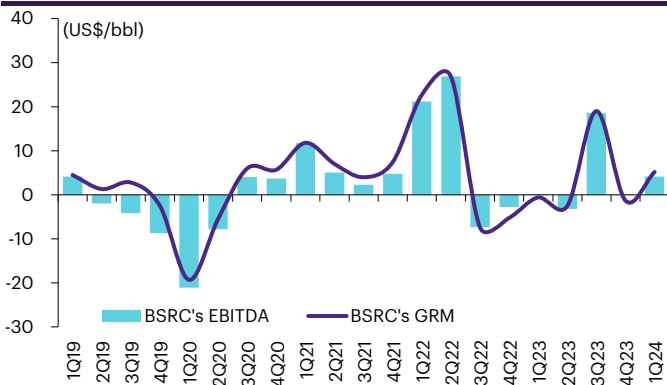
**Figure 1: BSRC – 1Q24 earnings review**

	1Q23	4Q23	1Q24	%YoY	%QoQ
<b>P&amp;L (Bt, mn)</b>					
Total revenue	59,727	59,458	63,583	6.5	6.9
Gross profit	666	568	2,388	258.4	320.6
EBITDA	61	90	2,034	3,222.2	2,166.1
Profit before extra items	(524)	(641)	896	n.a.	n.a.
<b>Net Profit</b>	<b>(524)</b>	<b>(641)</b>	<b>855</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>
EPS (Bt)	(0.15)	(0.19)	0.25	n.a.	n.a.
<b>B/S (Bt, mn)</b>					
Total assets	82,161	71,062	80,489	(2.0)	13.3
Total liabilities	54,140	42,739	51,121	(5.6)	19.6
Total equity	28,021	28,323	29,368	4.8	3.7
BVPS (Bt)	8.09	8.18	8.48	4.8	3.7
<b>Financial ratio (%)</b>					
Gross margin (%)	1.1	1.0	3.8	2.6	2.8
EBITDA margin (%)	0.1	0.2	3.2	3.1	3.0
Net profit margin (%)	(0.9)	(1.1)	1.3	2.2	2.4
ROA (%)	(2.5)	(3.5)	4.7	7.2	8.3
ROE (%)	(7.6)	(8.8)	12.4	20.0	21.2
D/E (X)	1.9	1.5	1.7	(19.1)	23.2

Source: BSRC and InnovestX Research

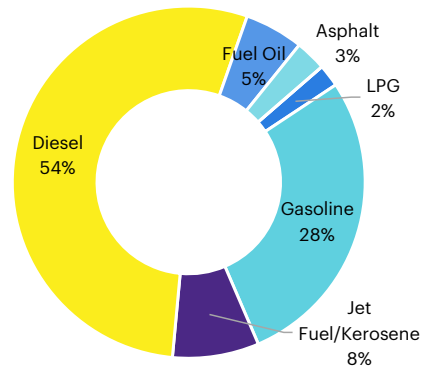
**Appendix**

**Figure 2: BSRC – accounting GRM**



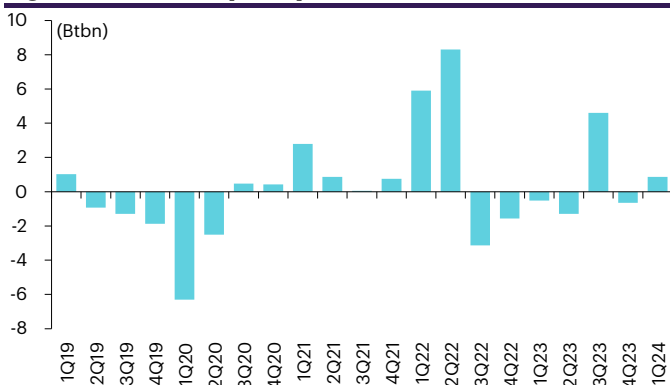
Source: BSRC and InnovestX Research

**Figure 3: Sales volume breakdown (1Q24)**



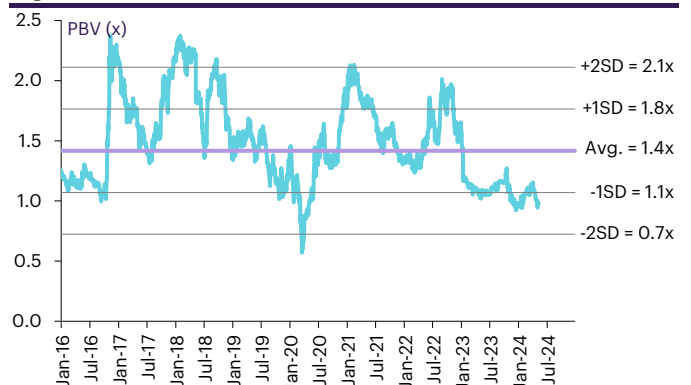
Source: BSRC and InnovestX Research

**Figure 4: Quarterly net profit**



Source: BSRC and InnovestX Research

**Figure 5: BSRC – PBV band**



Source: BSRC and InnovestX Research

**Figure 6: Valuation summary (price as of May 8, 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	41.25	51.0	29.7	4.5	4.0	3.8	(32)	13	5	0.8	0.7	0.6	14	14	13	4.8	6.1	6.7	4.0	4.7	4.6
BSRC	Underperform	8.95	10.5	20.7	14.5	8.2	6.2	(77)	76	33	1.1	1.0	0.9	8	13	15	2.8	3.4	6.7	10.2	7.2	5.2
IRPC	Neutral	1.95	2.6	34.9	n.m.	31.0	15.4	n.m.	n.m.	101	0.5	0.5	0.5	(5)	2	3	1.5	1.5	3.1	17.3	6.8	6.3
OR	Outperform	18.50	27.0	48.8	19.4	16.7	14.7	7	16	14	2.0	1.9	1.8	10	12	12	2.8	2.8	3.2	9.9	9.4	8.2
PTT	Outperform	33.75	45.0	39.3	9.4	8.8	8.1	(36)	6	9	0.9	0.8	0.8	7	7	7	5.9	5.9	5.9	3.5	3.5	3.2
PTTEP	Outperform	152.00	204.0	40.5	7.7	7.3	6.8	(13)	5	8	1.2	1.1	1.0	16	16	16	6.3	6.3	6.6	2.4	2.5	2.8
SPRC	Neutral	7.75	11.0	45.8	n.m.	8.7	7.4	n.m.	n.m.	17	0.9	0.8	0.8	(3)	10	11	0.0	3.9	5.2	26.9	5.3	4.1
TOP	Outperform	52.75	77.0	52.2	5.3	5.7	5.1	(34)	(6)	13	0.7	0.7	0.6	14	12	13	6.4	6.3	7.0	6.6	7.1	4.8
<b>Average</b>					<b>10.1</b>	<b>11.3</b>	<b>8.4</b>	<b>(31)</b>	<b>18</b>	<b>25</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>3.8</b>	<b>4.5</b>	<b>5.5</b>	<b>10.1</b>	<b>5.8</b>	<b>4.9</b>

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

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

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจัย 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 อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของคุณภาพของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก 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, 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, ITTEL, 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, SMP, 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, JCHK, 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 (ได้สัมฤทธิ์ผล)**

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, ITTEL, 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, 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, SMP, 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, APEX, 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, DTICI, 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, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HEALTH, HFT, HL, HPT, HTECH, HUMAN, HYDRO, I2, IFEC, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCHK, 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, 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, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUJ, 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, UNIQ, UP, UPF, UPOIC, UREA, UTP, UVAN, VARO, VBA, 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.