

## อินโดรามา เวนเจอร์ส

IVL

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส  
จำกัด (มหาชน)Bloomberg IVL.TB  
Reuters IVL.BKinnovest<sup>x</sup>  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## 1Q67: พื้นตัวอย่างซ้ำ

กำไรสุทธิ 1Q67 ของ IVL อยู่ที่ 1.1 พันลบ. พื้นตัวจากขาดทุนสุทธิ 1.24 พันลบ. ใน 4Q66 ซึ่งเป็นช่วงที่บริษัทได้รับผลกระทบจากการรับรู้ขาดทุนจากการตัดค่าของสินทรัพย์สำหรับโครงการ Corpus Christi จำนวนเกือบ 9 พันลบ. (หลังภาษี) และเพิ่มขึ้น 11% YoY กำไรได้รับการสนับสนุนจาก adjusted EBITDA/t ที่แข็งแกร่งขึ้นสู่ US\$106/ตัน (+33% QoQ แต่ -2% YoY) และปริมาณการขายที่เพิ่มขึ้น (+2% YoY และ +3% QoQ) หลักๆ ได้แรงหนุนจากกลุ่มธุรกิจ integrated PET (70% ของการเติบโตของปริมาณการขาย) ผู้บริหารมีมุมมองเชิงบวกมากขึ้นว่าอุปสงค์จะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปอันเป็นผลมาจากการผ่อนคลายการลดระดับสินค้าคงคลังในตลาด อย่างไรก็ตาม ปัจจัยทางเศรษฐกิจมหภาคยังไม่แน่นอน โดยเฉพาะอัตราดอกเบี้ยที่ยังอยู่ในระดับสูง IVL ยังคงเดินหน้าเชิงกลยุทธ์ในการลดต้นทุนคงที่ด้วยการเพิ่มประสิทธิภาพอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงงาน โดยมีโรงงานจำนวนมากขึ้นที่อยู่ระหว่างการตรวจสอบเพื่อลดขนาดและระงับการผลิต เราคาดว่าผลประกอบการของ IVL จะค่อยๆ ปรับตัวดีขึ้นในปี 2567 แต่การฟื้นตัวของกำไร 1Q24 ยังคงเป็นไปอย่างช้าๆ ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลง 41% สู่ 1.1 พันลบ. นอกจากนี้เรายังปรับราคาเป้าหมายลดลงจาก 32 บาท สู่ 30 บาท อ้างอิง PBV (ปี 2567) ที่ 1 เท่า หรือ -1.5SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี คงคำแนะนำ NEUTRAL

**Adjusted EBITDA ปรับตัวดีขึ้น 32% QoQ โดยได้แรงหนุนจากกลุ่มธุรกิจ CPET** adjusted EBITDA ของกลุ่มธุรกิจ CPET (รวมธุรกิจ intermediate chemicals) ซึ่งคิดเป็น 68% ของ adjusted EBITDA ทั้งหมด เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนผลประกอบการ 1Q67 ซึ่งเป็นผลมาจากมาร์จิ้นที่สูงขึ้นของ adjusted EBITDA/t ที่ US\$92/ตัน เพิ่มขึ้น 34% QoQ โดยได้แรงหนุนจากมาร์จิ้นที่แข็งแกร่งในตลาดตะวันออก โดยเฉพาะอย่างยิ่งในยุโรป ซึ่งเป็นผลมาจากการเก็บภาษีตอบโต้การทุ่มตลาดสำหรับคาร์บอนนำเข้าจากจีนและต้นทุนโลจิสติกส์ที่สูงขึ้นจากวิกฤตทะเลแดง แม้ว่าจะมีการปรับราคาในสหรัฐฯ ก็ตาม นอกจากนี้ กำไรของธุรกิจ intermediate chemicals ก็ปรับตัวดีขึ้น QoQ หลักๆ เกิดจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ MTBE ที่แข็งแกร่ง ทั้งนี้บริษัทได้ปรับโครงสร้างพอร์ตธุรกิจโดยการโอนธุรกิจ intermediate chemicals จากกลุ่มธุรกิจ IOD ไปยังกลุ่มธุรกิจ CPET เพื่อเตรียมความพร้อมของกลุ่มธุรกิจ IOD ซึ่งได้เปลี่ยนชื่อเป็น "Indovinya" สำหรับการจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์

**กลุ่มธุรกิจ Fibers มีผลการดำเนินงานที่ดีขึ้นใน 1Q67** adjusted EBITDA ของกลุ่มธุรกิจ Fibers ก็ปรับตัวดีขึ้น 73% QoQ และ 2% YoY หลักๆ ได้แรงหนุนจากสายธุรกิจ Hygiene ซึ่งสะท้อนถึงอุปสงค์ที่ดีขึ้นและการผ่อนคลายการลดระดับสินค้าคงคลัง adjusted EBITDA/t ของสายธุรกิจ Hygiene ก็เพิ่มขึ้น 182% QoQ ซึ่งเป็นผลมาจากความสามารถของบริษัทในการนำเสนอโซลูชันการคิดราคาที่แตกต่างเฉพาะตัวให้กับลูกค้า โดยเฉพาะในทวีปอเมริกา รวมถึงผลิตภัณฑ์ระดับพรีเมียม อย่างไรก็ตาม adjusted EBITDA ของกลุ่มธุรกิจ Fibers ยังคงคิดเป็นสัดส่วนเพียง 11% ของ adjusted EBITDA ทั้งหมด

**"Indovinya" เป็นธุรกิจสารลดแรงตึงผิวของกลุ่มธุรกิจ IOD** IVL ได้ปรับโครงสร้างกลุ่มธุรกิจ IOD โดยแบ่งออกเป็นธุรกิจสารลดแรงตึงผิวและธุรกิจผลิตภัณฑ์ขั้นกลาง โดยธุรกิจสารลดแรงตึงผิวอยู่ภายใต้บริษัทใหม่ที่ชื่อว่า Indovinya ซึ่งเตรียมเข้าจดทะเบียนในตลาดต่างประเทศ adjusted EBITDA ของ Indovinya อยู่ในระดับทรงตัว QoQ แต่ลดลง 27% YoY เนื่องจากลูกค้าชะลอการสั่งซื้อ โดยเฉพาะอย่างยิ่งในธุรกิจ crop solution และธุรกิจ coating แม้ว่าการลดระดับสินค้าคงคลังจะผ่อนคลายลง adjusted EBITDA/t ของ Indovinya อยู่ที่ US\$200/ตัน ลดลง 25% YoY และ 3% QoQ แม้ว่าจะสะท้อนถึงผลิตภัณฑ์ระดับพรีเมียมเมื่อเทียบกับ <US\$100/ตัน ของกลุ่มธุรกิจ CPET และกลุ่มธุรกิจ Fiber

**ผลประกอบการ 2Q67 น่าจะปรับตัวดีขึ้น QoQ** เราคาดว่าผลประกอบการของ IVL จะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 2Q67 จากปริมาณการขายที่ดีขึ้นที่ 3.83 ล้านตัน (+8% QoQ) ตามที่บริษัทกล่าวไว้ IVL กำลังพิจารณาปรับอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงงานอีก 5 แห่ง นอกเหนือจากโรงงาน Corpus Christi และ PTA ในโปรตุเกส ผู้บริหารยืนยันแผนลดต้นทุนคงที่ลง US\$190 ล้านจากแผนเพิ่มประสิทธิภาพนี้ อย่างไรก็ตาม เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลง 41% เพื่อสะท้อนการปรับสมมติฐาน Core EBITDA/t ลดลงจาก US\$113/ตัน สู่ US\$96/ตัน ซึ่งเป็นผลมาจากอุปสงค์ที่ฟื้นตัวช้ากว่าคาด

**ปรับราคาเป้าหมายลดลงสู่ 30 บาท/หุ้น** เรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ IVL โดยปรับราคาเป้าหมายลดลงจาก 32 บาท สู่ 30 บาท อ้างอิง PBV (ปี 2567) ที่ 1 เท่า หรือ -1.5SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA (ปี 2567) ที่ 6.8 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ 9.6 เท่า

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** 1) อุปสงค์ที่อ่อนแอลง 2) การเพิ่มประสิทธิภาพของสินทรัพย์ใหม่ได้น้อยกว่าคาด และ 3) การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์พลาสติก ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดและเศรษฐกิจหมุนเวียน

## Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	656,266	541,458	545,372	529,540	511,838
EBITDA	(Btmn)	84,054	40,646	53,716	59,797	66,562
Core profit	(Btmn)	38,717	389	10,022	16,199	22,386
Reported profit	(Btmn)	31,006	(10,798)	10,022	16,199	22,386
Core EPS	(Bt)	6.90	0.07	1.79	2.89	3.99
DPS	(Bt)	1.60	0.93	0.60	0.90	1.20
P/E, core	(x)	3.4	338.8	13.2	8.1	5.9
EPS growth, core	(%)	43.5	(99.0)	2,473.8	61.6	38.2
P/BV, core	(x)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
ROE	(%)	22.5	0.2	6.0	9.2	11.8
Dividend yield	(%)	6.8	3.9	2.6	3.8	5.1
EV/EBITDA	(x)	4.2	8.7	6.1	4.7	3.7

Source: InnovestX Research

Tactical: NEUTRAL  
(3-month)

## Stock data

Last close (May 10) (Bt)	23.50
Target price (Bt)	30.00
Mkt cap (Btbn)	131.94
Mkt cap (US\$mn)	3,594

Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.78
Sector % SET	2.02
Shares issued (mn)	5,615
Par value (Bt)	1.00
12-m high / low (Bt)	35.8 / 22
Avg. daily 6m (US\$mn)	12.18
Foreign limit / actual (%)	100 / 70
Free float (%)	35.2
Dividend policy (%)	≥ 30

## Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(8.7)	(3.3)	(31.4)
Relative to SET	(7.1)	(2.1)	(21.6)

Source: SET, InnovestX Research

## 2023 Sustainability / 2022 ESG Score

SET ESG Ratings	AA
-----------------	----

## ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	1/15
Environmental Score Rank	2/15
Social Score Rank	1/15
Governance Score Rank	1/15

## ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

IVL มีคะแนน ESG ดีที่สุดในกลุ่มอุตสาหกรรมในปี 2564 โดยมีคะแนนด้านสังคมและด้านธรรมาภิบาลที่โดดเด่น คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมก็สูงกว่าค่าเฉลี่ย และดีกว่าบริษัทอื่นๆ ในกลุ่มอุตสาหกรรมเดียวกันอย่างมากในปี 2564

Source: Bloomberg Finance L.P.

Note: \* IOD: Integrated Oxides and Derivatives

## นักวิเคราะห์

## ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

### มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า IVL วางเป้าหมายในมิติด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างชัดเจนด้วยเป้าหมายที่แน่นอน และให้ความสำคัญกับความคืบหน้าของผลการดำเนินงานเมื่อเทียบกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการจัดการและการกำกับดูแลของ IVL เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสิทธิภาพในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการ และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

#### คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG

Bloomberg ESG Score	79.46 (2022)	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings	
Rank in Sector	1/15	IVL	5	Yes	Yes	AA

Source: Thai Institute of Directors (IOD), SET

#### ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)

- IVL เป็นหนึ่งในผู้ผลิหลักในธุรกิจรีไซเคิลพลาสติก บริษัทมุ่งมั่นที่จะเพิ่มการใช้รีไซเคิล PET หลังการบริโภคที่ถูกอัดเป็นก้อนเป็น 750,000 ตัน ภายในปี 2568 และ 1,500,000 ตัน ภายในปี 2573
- IVL ให้คำมั่นที่จะปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593-2613 ประกาศแผนการลงทุนมูลค่ากว่า 4,700 ล้านดอลลาร์สหรัฐ เพื่อเพิ่มการใช้วัตถุดิบชีวมวลเป็น 2.4 ล้านตัน ภายในปี 2573
- การลงทุนด้านพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศจีนและอินโดนีเซีย ช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ทั้งหมดกว่า 3,300 tCO<sub>2</sub>e ต่อปี
- IVL ตั้งเป้าใช้ไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน 10% ภายในปี 2568 และ 25% ภายในปี 2573
- โรงงานรีไซเคิลแห่งใหม่ในประเทศสหรัฐอเมริกา (CarbonLite) และอีกหนึ่งแห่งในประเทศอินโดนีเซีย จะสามารถรีไซเคิลขวดพลาสติก PET ได้ถึง 5,000 ล้านขวดต่อปี ภายในปี 2566 โรงงานในประเทศไทย มีอัตราการจัดการของเสียอยู่ที่ 99% และได้รับการรับรองตามมาตรฐานการจัดการฝังกลบเป็นศูนย์

#### ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)

- IVL เริ่มใช้จากระบบการจัดการซอฟต์แวร์ ระดับสากลด้านความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม (EHS) และความยั่งยืน
- IVL ยังคงให้ความสำคัญกับการดำเนินโครงการป้องกันการบาดเจ็บและเจ็บป่วย (I2P2) ซึ่งกำหนดให้โรงงานวิเคราะห์แนวโน้มของอุบัติเหตุเหตุการณ์ อย่างเป็นระบบ และหาวิธีการควบคุมเพื่อลดประเภทของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นซ้ำๆ ผลลัพธ์จากปี 2565 ระบุว่าไซต์ที่เข้าร่วมโปรแกรม I2P2 นั้น 79% ปรับปรุง TRIR และ 66% ปรับปรุง LTIFR
- IVL มีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน (LTIFR) อยู่ที่ 0.51 ในปี 2565 ลดลงจาก 0.66 เข้าใกล้เป้าหมายที่วางไว้ที่น้อยกว่า 0.5 กรณี/200,000 ชั่วโมงทำงาน ภายในปี 2568
- ประเด็นความหลากหลายที่สำคัญในปี 2565 ได้แก่ พนักงานผู้หญิงในจำนวนพนักงานทั้งหมด (25% เพิ่มขึ้นจาก 22% ในปี 2564) พนักงานผู้หญิงในตำแหน่งระดับผู้นำ (35%) และพนักงานผู้หญิงในตำแหน่งผู้บริหารระดับสูง (21.3%)
- IVL ยังคงให้ความรู้แก่ผู้คนทั่วไปเกี่ยวกับระบบเศรษฐกิจหมุนเวียน คุณสมบัติของ rPET และบทบาทสำคัญที่ทุกคนสามารถทำได้ด้วยการรีไซเคิลและป้องกันการจัดการ PET ที่ไม่ถูกต้องอย่างต่อเนื่อง

#### ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับบรรษัทภิบาล (G)

- IVL มีกรรมการจำนวน 12 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 คน (41.67% ของกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการผู้หญิง 3 คน (25% ของกรรมการทั้งหมด)
- กรรมการในคณะกรรมการสรรหา พิจารณาค่าตอบแทน และกำกับดูแลกิจการ (NCCG) เป็นกรรมการอิสระทุกท่าน
- บริษัทได้รับผลการจัดอันดับระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 10 ติดต่อกันในปี 2565
- เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ IVL เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินการขยายขีดความสามารถ ประสิทธิภาพและความเชี่ยวชาญ ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการบริหารอิสระ

#### ESG Disclosure Score

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>80.31</b>	<b>79.46</b>
<b>Environment</b>	<b>82.18</b>	<b>82.18</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	7,247.67	7,195.28
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Total Energy Consumption	32,106.60	33,929.80
<b>Social</b>	<b>68.86</b>	<b>66.29</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Fatalities - Employees	1.00	0.00
Total Recordable Incident Rate - Employees	1.19	1.04
Employee Turnover Pct	11.42	13.71
<b>Governance</b>	<b>89.86</b>	<b>89.86</b>
Size of the Board	16	15
Number of Board Meetings for the Year	8	5
Board Meeting Attendance Pct	98	99
Number of Female Executives	1	1
Number of Independent Directors	8	7
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)	352,692	331,513	468,108	656,266	541,458	545,372	529,540	511,838
Cost of goods sold	(Btmn)	309,345	287,882	383,128	544,321	476,039	465,674	442,067	416,244
<b>Gross profit</b>	(Btmn)	<b>43,348</b>	<b>43,631</b>	<b>84,980</b>	<b>111,945</b>	<b>65,419</b>	<b>79,698</b>	<b>87,473</b>	<b>95,594</b>
SG&A	(Btmn)	34,250	39,013	47,343	62,895	58,743	59,918	61,716	63,567
Other income	(Btmn)	2,367	3,224	4,965	9,282	6,274	5,642	5,746	6,241
Interest expense	(Btmn)	5,615	7,674	7,121	10,495	15,367	12,318	10,198	8,822
<b>Pre-tax profit</b>	(Btmn)	<b>5,850</b>	<b>167</b>	<b>35,481</b>	<b>47,837</b>	<b>(2,418)</b>	<b>13,104</b>	<b>21,305</b>	<b>29,446</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,534	(1,243)	6,703	5,774	(2,684)	2,360	4,263	5,891
Equity a/c profits	(Btmn)	5	143	160	(23)	8	9	9	9
Minority interests	(Btmn)	888	(386)	(1,966)	(3,324)	115	(730)	(852)	(1,178)
<b>Core profit</b>	(Btmn)	<b>5,209</b>	<b>1,168</b>	<b>26,972</b>	<b>38,717</b>	<b>389</b>	<b>10,022</b>	<b>16,199</b>	<b>22,386</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	43	1,247	(684)	(7,711)	(11,187)	0	0	0
<b>Net Profit</b>	(Btmn)	<b>5,252</b>	<b>2,414</b>	<b>26,288</b>	<b>31,006</b>	<b>(10,798)</b>	<b>10,022</b>	<b>16,199</b>	<b>22,386</b>
EBITDA	(Btmn)	28,505	28,328	64,338	84,054	40,646	53,716	59,797	66,562
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>0.93</b>	<b>0.21</b>	<b>4.80</b>	<b>6.90</b>	<b>0.07</b>	<b>1.79</b>	<b>2.89</b>	<b>3.99</b>
Net EPS	(Bt)	0.94	0.43	4.68	5.52	(1.92)	1.79	2.89	3.99
DPS	(Bt)	1.23	0.70	1.00	1.60	0.93	0.60	0.90	1.20

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Total current assets	(Btmn)	118,757	119,835	176,859	215,708	189,354	160,953	169,557	200,820
Total fixed assets	(Btmn)	261,811	333,337	364,969	408,171	400,778	379,128	353,679	329,036
<b>Total assets</b>	(Btmn)	<b>380,568</b>	<b>453,172</b>	<b>541,828</b>	<b>623,878</b>	<b>590,132</b>	<b>540,081</b>	<b>523,236</b>	<b>529,856</b>
Total loans	(Btmn)	146,262	203,016	215,714	245,668	243,227	204,692	172,525	154,668
Total current liabilities	(Btmn)	112,991	117,161	161,121	202,200	201,347	176,954	173,180	172,600
Total long-term liabilities	(Btmn)	129,410	200,402	209,704	220,793	210,717	178,587	145,735	128,887
<b>Total liabilities</b>	(Btmn)	<b>242,401</b>	<b>317,564</b>	<b>370,825</b>	<b>422,993</b>	<b>412,064</b>	<b>355,541</b>	<b>318,915</b>	<b>301,487</b>
Paid-up capital	(Btmn)	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
<b>Total equity</b>	(Btmn)	<b>129,712</b>	<b>126,655</b>	<b>158,769</b>	<b>185,990</b>	<b>164,362</b>	<b>170,103</b>	<b>182,092</b>	<b>198,582</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>23.10</b>	<b>22.56</b>	<b>28.28</b>	<b>33.13</b>	<b>29.27</b>	<b>30.30</b>	<b>32.43</b>	<b>35.37</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Core Profit	(Btmn)	5,209	1,168	26,972	38,717	389	10,022	16,199	22,386
Depreciation and amortization	(Btmn)	17,040	20,487	21,737	25,721	27,697	28,294	28,294	28,294
Operating cash flow	(Btmn)	40,963	43,367	33,928	77,638	52,034	37,701	45,542	39,551
Investing cash flow	(Btmn)	(25,298)	(78,602)	(25,828)	(74,158)	(25,653)	(6,475)	(2,676)	(3,481)
Financing cash flow	(Btmn)	(10,796)	43,737	(10,833)	1,516	(28,910)	(42,086)	(28,584)	(16,195)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>4,868</b>	<b>8,502</b>	<b>(2,733)</b>	<b>4,996</b>	<b>(2,529)</b>	<b>(10,860)</b>	<b>14,282</b>	<b>19,875</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin	(%)	12.3	13.2	18.2	17.1	12.1	14.6	16.5	18.7
Operating margin	(%)	2.6	1.4	8.0	7.5	1.2	3.6	4.9	6.3
EBITDA margin	(%)	8.1	8.5	13.7	12.8	7.5	9.8	11.3	13.0
EBIT margin	(%)	3.3	2.4	9.1	8.9	2.4	4.7	5.9	7.5
Net profit margin	(%)	1.5	0.7	5.6	4.7	(2.0)	1.8	3.1	4.4
ROE	(%)	3.8	0.9	18.9	22.5	0.2	6.0	9.2	11.8
ROA	(%)	1.4	0.3	5.4	6.6	0.1	1.8	3.0	4.3
Net D/E	(x)	1.0	1.4	1.3	1.2	1.4	1.2	0.8	0.6
Interest coverage	(x)	5.1	3.7	9.0	8.0	2.6	4.4	5.9	7.5
Debt service coverage	(x)	0.6	0.6	1.4	1.5	0.5	0.7	0.8	0.9
Payout Ratio	(%)	131.0	162.8	21.4	29.0	(48.1)	33.6	31.2	30.1

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2019	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Effective capacity	(ktpa)	14,549	17,261	17,361	18,866	19,348	19,358	19,368	19,368
Total production volume	(kt)	12,340	13,716	14,722	14,652	13,909	14,180	14,710	15,260
Core EBITDA/t	(US\$/t)	93	82	118	155	92	96	104	111
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	74	68	135	163	81	96	104	111
Average selling price	(US\$/t)	971	804	1,042	1,331	1,163	1,127	1,055	983
FX	(Bt/US\$)	31.05	31.29	32.00	35.07	34.81	35.50	35.50	35.50

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total revenue	(Btmn)	186,741	178,782	143,786	136,579	137,419	138,352	129,109	135,908
Cost of goods sold	(Btmn)	144,414	151,832	134,401	120,076	118,948	120,404	116,610	116,300
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>42,327</b>	<b>26,950</b>	<b>9,386</b>	<b>16,503</b>	<b>18,471</b>	<b>17,947</b>	<b>12,498</b>	<b>19,608</b>
SG&A	(Btmn)	17,995	16,788	14,167	14,086	14,824	14,690	15,144	14,528
Other income	(Btmn)	4,225	2,335	1,818	1,504	1,492	1,795	1,483	1,719
Interest expense	(Btmn)	2,327	3,016	3,293	3,460	3,865	4,015	4,027	4,176
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>26,229</b>	<b>9,481</b>	<b>(6,256)</b>	<b>461</b>	<b>1,273</b>	<b>1,038</b>	<b>(5,190)</b>	<b>2,623</b>
Corporate tax	(Btmn)	4,381	958	(2,804)	(625)	466	568	(3,093)	886
Equity a/c profits	(Btmn)	0	(22)	(46)	(24)	11	21	1	(33)
Minority interests	(Btmn)	(1,459)	(863)	392	7	(114)	(13)	235	111
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>20,390</b>	<b>7,638</b>	<b>(3,106)</b>	<b>1,068</b>	<b>703</b>	<b>479</b>	<b>(1,860)</b>	<b>1,816</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	(112)	499	(8,372)	(44)	(292)	(283)	(10,568)	(683)
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>20,278</b>	<b>8,137</b>	<b>(11,479)</b>	<b>1,023</b>	<b>411</b>	<b>195</b>	<b>(12,428)</b>	<b>1,133</b>
EBITDA	(Btmn)	34,945	19,219	4,131	10,465	11,672	11,980	6,530	13,985
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>3.63</b>	<b>1.36</b>	<b>(0.55)</b>	<b>0.19</b>	<b>0.13</b>	<b>0.09</b>	<b>(0.33)</b>	<b>0.32</b>
Net EPS	(Bt)	3.61	1.45	(2.04)	0.18	0.07	0.03	(2.21)	0.20

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Total current assets	(Btmn)	264,107	271,708	215,708	211,864	214,169	205,837	189,354	209,839
Total fixed assets	(Btmn)	418,964	443,156	408,171	405,605	423,524	433,266	400,778	417,550
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>683,071</b>	<b>714,864</b>	<b>623,878</b>	<b>617,469</b>	<b>637,693</b>	<b>639,103</b>	<b>590,132</b>	<b>627,389</b>
Total loans	(Btmn)	255,329	273,964	245,668	248,158	252,662	253,905	243,227	257,949
Total current liabilities	(Btmn)	227,203	233,471	202,200	193,455	215,621	203,806	201,347	213,696
Total long-term liabilities	(Btmn)	244,124	251,914	220,793	225,612	217,734	230,442	210,717	224,797
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>471,327</b>	<b>485,385</b>	<b>422,993</b>	<b>419,067</b>	<b>433,355</b>	<b>434,248</b>	<b>412,064</b>	<b>438,493</b>
Paid-up capital	(Btmn)	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>195,744</b>	<b>211,663</b>	<b>185,990</b>	<b>183,983</b>	<b>189,088</b>	<b>189,623</b>	<b>164,362</b>	<b>174,058</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Bt)</b>	<b>34.86</b>	<b>37.70</b>	<b>33.13</b>	<b>32.77</b>	<b>33.68</b>	<b>33.77</b>	<b>29.27</b>	<b>31.00</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Core Profit	(Btmn)	20,390	7,638	(3,106)	1,068	703	479	(1,860)	1,816
Depreciation and amortization	(Btmn)	6,389	6,722	7,094	6,544	6,534	6,927	7,693	7,185
Operating cash flow	(Btmn)	30,807	10,657	18,086	6,684	16,401	13,890	15,060	6,229
Investing cash flow	(Btmn)	(52,833)	(8,794)	(7,504)	(6,472)	(5,902)	(7,498)	(5,781)	(4,489)
Financing cash flow	(Btmn)	12,347	1,410	(19,130)	680	(11,877)	(8,560)	(9,153)	1,656
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(9,679)</b>	<b>3,272</b>	<b>(8,548)</b>	<b>892</b>	<b>(1,378)</b>	<b>(2,168)</b>	<b>125</b>	<b>3,395</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Gross margin	(%)	22.7	15.1	6.5	12.1	13.4	13.0	9.7	14.4
Operating margin	(%)	13.0	5.7	(3.3)	1.8	2.7	2.4	(2.0)	3.7
EBITDA margin	(%)	18.7	10.8	2.9	7.7	8.5	8.7	5.1	10.3
EBIT margin	(%)	15.3	7.0	(2.1)	2.9	3.7	3.7	(0.9)	5.0
Net profit margin	(%)	10.9	4.6	(8.0)	0.7	0.3	0.1	(9.6)	0.8
ROE	(%)	43.7	15.0	(6.2)	2.3	1.5	1.0	(4.2)	4.3
ROA	(%)	12.9	4.4	(1.9)	0.7	0.4	0.3	(1.2)	1.2
Net D/E	(x)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4
Interest coverage	(x)	15.0	6.4	1.3	3.0	3.0	3.0	1.6	3.3
Debt service coverage	(x)	2.0	0.9	0.2	0.5	0.5	0.6	0.3	0.6

### Main Assumptions

FY December 31	Unit	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24
Effective capacity	(ktpa)	18,795	19,015	18,866	19,300	19,633	19,992	18,468	19,103
Total production volume	(kt)	3,833	3,816	3,204	3,406	3,637	3,405	3,469	3,472
Core EBITDA/t	(US\$/t)	198	159	82	101	104	89	74	101
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	264	134	25	88	88	95	50	106
Average selling price	(US\$/t)	1,422	1,283	1,225	1,182	1,096	1,154	1,041	1,098
FX	(Bt/US\$)	34.44	36.42	36.33	33.92	34.50	35.18	35.67	35.65

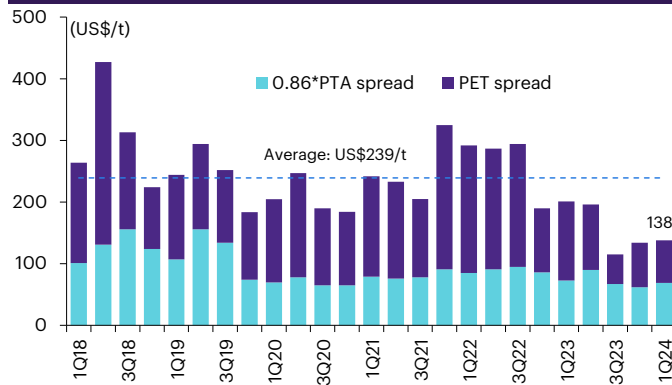
**Figure 1: IVL – 1Q24 earnings review**

	1Q23	4Q23	1Q24	%YoY	%QoQ
<b>P&amp;L (Bt, mn)</b>					
Total revenue	136,579	129,109	135,908	(0.5)	5.3
Gross profit	16,503	12,498	19,608	18.8	56.9
EBITDA	10,465	6,530	13,985	33.6	114.2
Profit before extra items	1,068	(1,860)	1,816	70.1	n.a.
<b>Net Profit</b>	<b>1,023</b>	<b>(12,428)</b>	<b>1,133</b>	<b>10.7</b>	<b>n.a.</b>
<b>B/S (Bt, mn)</b>					
Total assets	617,469	590,132	627,389	1.6	6.3
Total liabilities	419,067	412,064	438,493	4.6	6.4
Total equity	198,403	178,068	188,896	(4.8)	6.1
BVPS (Bt)	32.77	29.27	31.00	(5.4)	5.9
<b>Financial ratio (%)</b>					
Gross margin (%)	12.1	9.7	14.4	2.3	4.7
EBITDA margin (%)	7.7	5.1	10.3	2.6	5.2
Net profit margin (%)	0.7	(9.6)	0.8	0.1	10.5
ROA (%)	0.7	(1.2)	1.2	0.5	2.4
ROE (%)	2.3	(4.2)	4.3	2.0	8.5
D/E (X)	2.1	2.3	2.3	20.9	0.7

Source: IVL and InnovestX Research

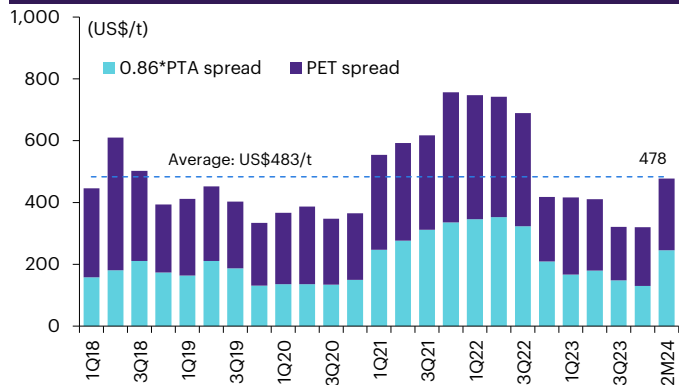
## Appendix

**Figure 2: Integrated PET spread – Asia**



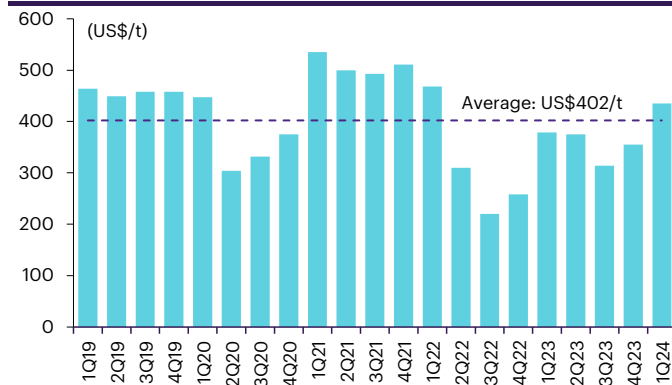
Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 3: Integrated PET spread – EMEA**



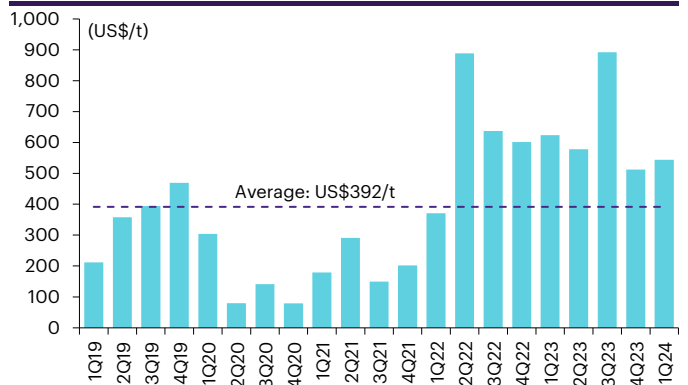
Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 4: US MEG industry integrated spread**



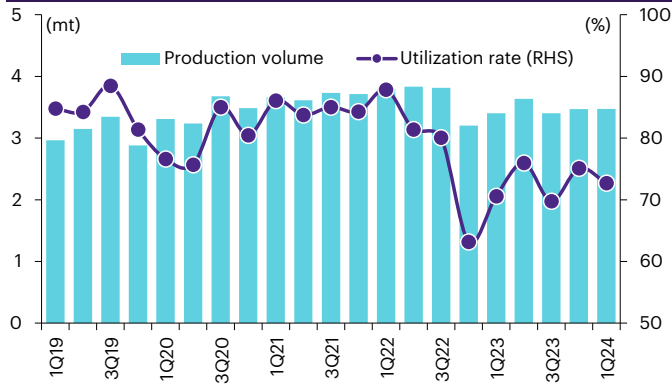
Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 5: US MTBE industry spread (C-Factor)**



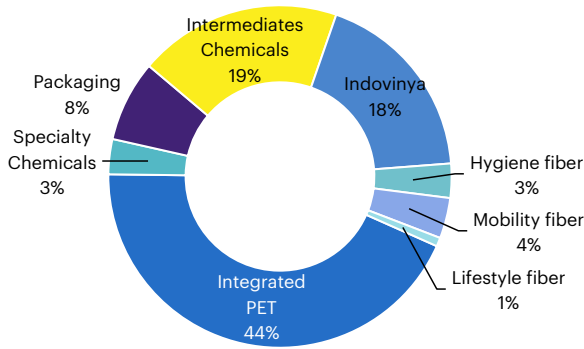
Source: Industry data and InnovestX Research

**Figure 6: Production volume**



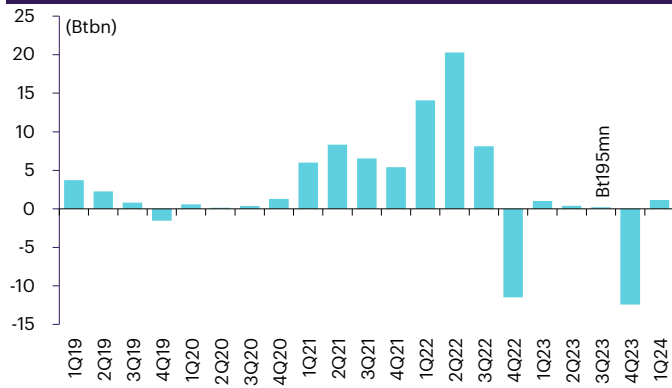
Source: IVL and InnovestX Research

**Figure 8: Adj. EBITDA breakdown (LTM to 1Q24)**



Source: IVL and InnovestX Research

**Figure 10: Quarterly net profit**



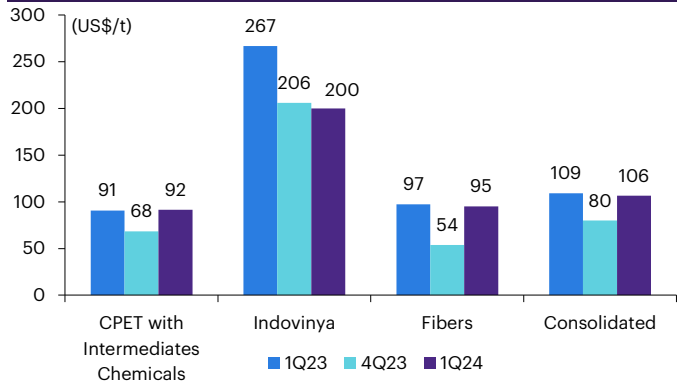
Source: IVL and InnovestX Research

**Figure 12: Valuation summary** (price as of May 10, 2024)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F	23A	24F	25F
GGC	Underperform	7.75	7.7	(0.2)	n.m.	183.9	34.3	n.m.	n.m.	436	0.8	0.8	0.8	(2)	0	2	1.3	0.4	1.5	12.6	8.5	6.5
IVL	Neutral	23.50	30.0	30.2	338.8	13.2	8.1	(99)	2,474	62	0.8	0.8	0.7	0	6	9	3.9	2.6	3.8	8.7	6.1	4.7
PTTGC	Neutral	35.75	50.0	43.8	n.m.	13.2	10.8	n.m.	n.m.	22	0.6	0.5	0.5	(1)	4	5	2.8	3.9	4.8	9.5	7.3	6.6
<b>Average</b>				<b>338.8</b>	<b>70.1</b>	<b>17.8</b>	<b>(99)</b>	<b>2,474</b>	<b>173</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>(1)</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.3</b>	<b>3.3</b>	<b>10.3</b>	<b>7.3</b>	<b>5.9</b>	

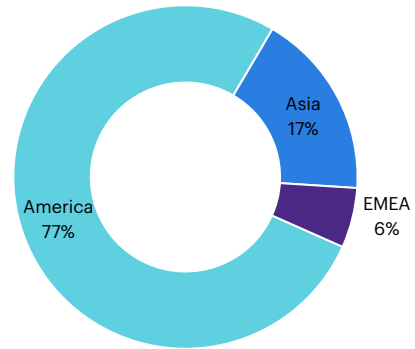
Source: InnovestX Research

**Figure 7: Adjusted EBITDA/t**



Source: IVL and InnovestX Research

**Figure 9: Adj. EBITDA breakdown (LTM to 1Q24)**



Source: IVL and InnovestX Research

**Figure 11: IVL - PBV band**



Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรณณ์ 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดพลาด หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาคุณลักษณะของการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

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

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2023 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

7UP, AAV, ABM, ACE, ACG, ADB, ADD, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AH, AHC, AIRA, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, APCO, APCS, ARIP, ARROW, ASEFA, ASK, ASP, ASW, ATP30, AUCTION, AWC, AYUD, B, BA, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBIK, BBL, BC, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BJCHI, BKI, BLA, BOL, BPP, BRI, BROOK, BRR, BTS, BTW, BWG, BYD, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CM, CNT, COLOR, COM7, COTTO, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CSC, CSS, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, ECL, EE, EGCO, EP, ERW, ETC, ETE, FE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FSX, FVC, GBX, GC, GCAP, GENCO, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, ICN, III, ILINK, ILM, IMH, IND, INET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, ITC, ITCL, 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, PTTCG, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPH, RS, RT, S, S&J, SA, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAPPE, SAT, SBNEXT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SDC, SEAFCO, SEAOL, SECURE, SELIC, SENA, SENX, SFP<sup>2</sup>, SFT, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SM, SMPC, SMT, SNC, SNNP, SNP, SO, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSSC, STA, STC, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVI, SVT, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TACC, TAE, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPH, TISCO, TK, TKN, TKS, TKT, TLI, TM, TMC, TMD, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TNR, TOA, TOG, TOP, TPBI, TPCS, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRT, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TURTLE, TVDH, TVH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UP, UPF, UPOIC, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, VL, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, XPG, YUASA, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

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

**Companies with Good CG Scoring**

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

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication. The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2022 to 31 October 2023) is publicized.

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

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

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

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (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, EP, ERW, ESTAR, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITCL, 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, PPM, PPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTTEP, PTTCG, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RML, RS, RWI, S&J, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SMIT, SMK, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASC, 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, VIBHA, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, 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, APPEX, 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, DTCI, 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, IRPC, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCKH, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KJL, KK, KKC, 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, NCL, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACE, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, POST, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCAP, SCGD, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SFT, SGF, SHANG, SHR, SIAM, SICT, SIMAT, SINGER, SINO, SISB, SJWD, SK, SKN, SKY, SLM, SLP, SMART, SMD, SMT, SNNP, SO, SOLAR, SONIC, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STARK, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUPER, SUTHA, SVR, SVT, SWC, SYNEC, TACC, TAN, TAPAC, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUJ, TIGER, TITL, 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, UREKA, UTP, UVAN, VACO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELL, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of November 1, 2023) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.