

# พลังงาน

SET ENER index Close: 26/7/2024 17,988.08 +216.24 / +1.22% Bt9,190mn  
 Bloomberg ticker: SETENERG

## ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน: นักลงทุนมีมุมมองเชิงลบมากขึ้น

ความเชื่อมั่นที่นักลงทุนมีต่อหุ้นกลุ่มโรงกลั่นน้ำมันไทยปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา โดยราคาหุ้นปรับตัวลดลง 7-19% เทียบกับ SET ที่ปรับตัวลดลง 1% และ SETENERG ที่ปรับตัวลดลง 3% ทั้งนี้ นอกเหนือจากการคาดการณ์ถึงผลประกอบการ 2Q67 ที่อ่อนแอแล้ว เราเชื่อว่าความเสี่ยงด้านกฎหมายที่ยังคงมีอยู่จากการแทรกแซงราคาพลังงานในประเทศของภาครัฐเป็นสาเหตุหลักที่ทำให้ราคาหุ้นปรับตัวลดลง ปัจจัยที่ควบคุมไม่ได้ที่มีแนวโน้มที่จะทำให้ให้นักลงทุนมีมุมมองเชิงลบมากขึ้นในระยะสั้น แม้ว่าค่าการกลั่นจะฟื้นตัวขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป เรายังคงมีมุมมองเชิงบวกต่อ 3Q67 จากค่าการกลั่นที่เพิ่มขึ้น โดยได้แรงหนุนจากผลิตภัณฑ์ middle distillates (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน) สำหรับหุ้นกลุ่มโรงกลั่นน้ำมัน เรชอบ BCP (ราคาเป้าหมาย: 51 บาท) เพราะแนวโน้มกำไรโตจากการรับรู้ผลการดำเนินงานเต็มปีของ BSRC และมีธุรกิจที่หลากหลาย และ TOP (ราคาเป้าหมาย: 77 บาท) เพราะแนวโน้มค่าการกลั่นเป็นบวกใน 2H67

**ความเสี่ยงด้านกฎหมายที่สูงขึ้นส่งผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุน** นักลงทุนมีมุมมองเชิงลบต่อหุ้นกลุ่มโรงกลั่นน้ำมันไทยเพิ่มมากขึ้นจากความกังวลเกี่ยวกับข่าวที่ว่ารัฐบาลจะมีการปรับกฎหมาย โดยเฉพาะในส่วนของการควบคุมราคาน้ำมันในประเทศและยกเลิกกองทุนน้ำมัน แม้ว่าการปรับเปลี่ยนกฎหมายจะยังไม่มีความชัดเจนในทางปฏิบัติ และช่วงเวลาที่เกิดขึ้น แต่เรามิมองว่าปัจจัยดังกล่าวจะเป็นปัจจัยลบต่อราคาหุ้นกลุ่มนี้ในระยะใกล้ เรามองว่าการยกเลิกกองทุนน้ำมันจะทำให้ความเสี่ยงของธุรกิจเพิ่มขึ้นในช่วงที่ราคาน้ำมันสูงขึ้นผิดปกติ เช่น ในกรณีที่เกิดขึ้นในช่วงสงครามรัสเซีย-ยูเครน เราคาดว่าภาครัฐจะควบคุมนโยบายดังกล่าวและทำให้สถานการณ์กลับคืนสู่ปกติ นอกจากนี้การยกเลิกกองทุนน้ำมันที่มีสถานะขาดดุลสูงถึง 1.12 แสนลบ. (ณ วันที่ 21 ก.ค. 2567) จะเพิ่มแรงกดดันต่อฐานะการคลังของรัฐบาลเพิ่มเติมอีก

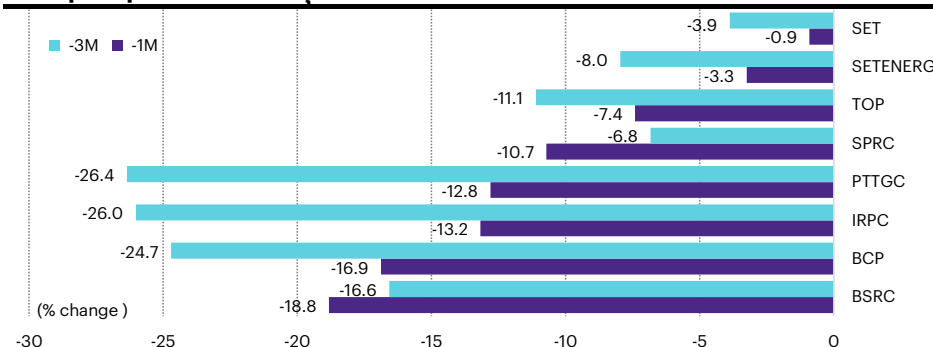
**คาด 2Q67 จะเป็นจุดต่ำสุดของปี** บริษัทที่ประกอบธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันของไทยน่าจะรายงานผลประกอบการที่อ่อนแอ QoQ ใน 2Q67 เพราะได้รับผลกระทบจากค่าการกลั่นตลาดที่ลดลงแรง (-53% QoQ) แม้ว่าจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากอัตราค่าระวางที่ลดลงและค่าพรีเมียมน้ำมันดิบที่แข่งขันได้ ค่าไรจากสต็อกและสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันจะช่วยลดทอนผลกระทบจากค่าการกลั่นที่ตกต่ำได้ โดยรวมแล้วเรคาดว่าผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันจะรับรู้กำไรที่โตเพียงเล็กน้อยที่ US\$1.4-2.4/บาร์เรล ใน 2Q67 เนื่องจากราคาน้ำมันดิบปรับตัวเพิ่มขึ้นจากจุดต่ำสุดในช่วงปลายเดือนพ.ค. ถึงต้นมี.ย. นอกจากนี้ผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันบางรายยังลดอัตราการใช้กำลังการผลิตเพื่อตอบสนองต่อค่าการกลั่นระดับต่ำและการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ตามแผน

**คาดค่าการกลั่นตลาดฟื้นตัวใน 3Q67** เราคาดว่า crack spread ที่สูงขึ้นของผลิตภัณฑ์ middle distillates (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน) จากแรงหนุนของอุปสงค์ตามฤดูกาล จะช่วยสนับสนุนค่าการกลั่นตลาดใน 3Q67 แม้คาดว่าจะลดลง YoY จาก US\$9.6/บาร์เรล ใน 3Q66 โดยจะได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์ที่สูงขึ้นในตลาดเอเชีย รวมถึงประเทศเกาหลีใต้ ซึ่งรัฐบาลได้ขยายระยะเวลาลดภาษีน้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับรถยนต์ออกไปอีก 2 เดือน จนถึงสิ้นเดือนส.ค. นอกจากนี้เรายังคาดว่าค่าการส่งออกน้ำมันจากจีนจะลดลงจากอัตราการผลิตที่ลดลงแม้ว่าจะมีโควตาการส่งออกน้ำมันใหม่ อุปสงค์น้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินน่าจะปรับตัวดีขึ้นจากการเดินทางทางอากาศที่เพิ่มขึ้นใน 2H67 เนื่องจาก IATA คาดว่าปริมาณผู้โดยสารที่เดินทางทางอากาศในภูมิภาคส่วนใหญ่จะเพิ่มขึ้นสูงกว่าระดับปี 2562 จากอัตราการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารรวมทั้งหมดทั่วโลกที่ 10.4% YoY โดยเฉพาะภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก (+17.2% YoY)

**BCP และ TOP ยังคงเป็นหุ้นเด่น** ราคาหุ้น BCP ปรับตัวลดลง 25% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา underperform SET ที่ลดลง 4% และหุ้นอื่นๆ ในกลุ่มโรงกลั่นน้ำมันไทย (ลดลงเฉลี่ย 15%) ซึ่งเราเชื่อว่าสะท้อนถึงความกังวลเกี่ยวกับผลประกอบการ 2Q67 จากการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่โรงกลั่นตามแผนและการหยุดซ่อมบำรุงแหล่งผลิตที่ใหญ่ที่สุดของ OKEA (Statfjord) valuation ของ BCP ยังอยู่ในระดับต่ำที่ PE (ปี 2567) ต่ำกว่า 4 เท่า และ PBV 0.5 เท่า (-1.8SD) นอกจากนี้ เรายังคาดการณ์อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจที่ >7% (ปี 2567) เรชอบ TOP เนื่องจากเป็น proxy สำหรับค่าการกลั่นที่คาดว่าจะฟื้นตัวใน 3Q67 และ valuation น่าสนใจที่ PE 5.4 เท่า และ PBV 0.6 เท่า และให้อัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่ 6.6%

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

### Share price performance - กลุ่มโรงกลั่นน้ำมัน



Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research



### Valuation summary - Energy

|                | Rating       | Price (฿) | TP (฿) | ETR (%) | P/E (x)    |            | P/BV (x)   |            |
|----------------|--------------|-----------|--------|---------|------------|------------|------------|------------|
|                |              |           |        |         | 24F        | 25F        | 24F        | 25F        |
| BCP            | Outperform   | 32.0      | 51.0   | 67.2    | 3.1        | 2.9        | 0.5        | 0.5        |
| BSRC           | Underperform | 7.6       | 10.5   | 43.0    | 6.9        | 5.2        | 0.9        | 0.8        |
| IRPC           | Neutral      | 1.5       | 2.6    | 81.4    | 23.1       | 11.5       | 0.4        | 0.4        |
| OR             | Outperform   | 15.7      | 23.0   | 49.8    | 14.2       | 12.5       | 1.6        | 1.5        |
| PTT            | Outperform   | 31.8      | 45.0   | 48.0    | 8.3        | 7.6        | 0.8        | 0.7        |
| PTTEP          | Outperform   | 147.0     | 204.0  | 45.2    | 7.1        | 6.6        | 1.1        | 1.0        |
| SPRC           | Neutral      | 7.5       | 11.0   | 50.7    | 8.4        | 7.2        | 0.8        | 0.8        |
| TOP            | Outperform   | 50.0      | 77.0   | 60.6    | 5.4        | 4.8        | 0.6        | 0.6        |
| <b>Average</b> |              |           |        |         | <b>9.6</b> | <b>7.3</b> | <b>0.8</b> | <b>0.8</b> |

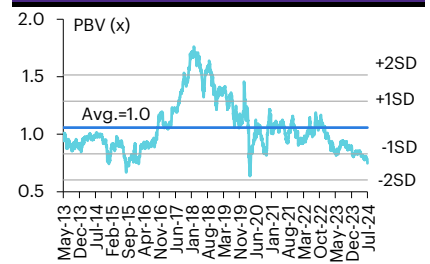
Source: InnovestX Research

### Price performance

| (%)   | Absolute |        |        | Relative to SET |        |        |
|-------|----------|--------|--------|-----------------|--------|--------|
|       | 1M       | 3M     | 12M    | 1M              | 3M     | 12M    |
| BCP   | (14.7)   | (24.7) | (15.8) | (14.5)          | (21.7) | (0.6)  |
| BSRC  | (17.0)   | (16.6) | (19.3) | (16.9)          | (13.2) | (4.7)  |
| IRPC  | (11.6)   | (26.0) | (38.6) | (11.4)          | (23.0) | (27.5) |
| OR    | (1.9)    | (13.3) | (25.6) | (1.7)           | (9.8)  | (12.2) |
| PTT   | (2.3)    | (5.9)  | (8.6)  | (2.1)           | (2.1)  | 7.9    |
| PTTEP | (4.2)    | (6.1)  | (7.8)  | (4.1)           | (2.3)  | 8.8    |
| SPRC  | (8.5)    | (6.8)  | (10.2) | (8.4)           | (3.1)  | 6.0    |
| TOP   | (5.7)    | (11.1) | 1.0    | (5.5)           | (7.5)  | 19.3   |

Source: SET and InnovestX Research

### PBV band - SETENERG



Source: SET, InnovestX Research

### นักวิเคราะห์

#### ชัยพัชร ธนวัฒน์

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

**Figure 1: ทรัพย์สินประกอบงบ - BCP** (วันที่คาดว่าจะประกาศผลประกอบการ: 8 ส.ค.)

| (Btmn)                      | 2Q23       | 1Q24         | 2Q24F        | %YoY         | %QoQ          |
|-----------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Sales                       | 68,023     | 135,382      | 134,837      | 98.2         | (0.4)         |
| EBITDA                      | 5,961      | 14,523       | 13,775       | 131.1        | (5.2)         |
| <b>Net profit</b>           | <b>458</b> | <b>2,437</b> | <b>1,915</b> | <b>318.1</b> | <b>(21.4)</b> |
| EPS (Bt/share)              | 0.33       | 1.77         | 1.39         | 318.1        | (21.4)        |
| Crude run (kbd)             | 119        | 272          | 230          | 94.3         | (15.2)        |
| Base GRM (US\$/bbl)         | 4.7        | 6.1          | 2.8          | (40.0)       | (53.9)        |
| Marketing margin (Bt/litre) | 0.93       | 0.85         | 0.91         | (2.2)        | 7.1           |
| EBITDA - power (Bt mn)      | 989        | 1,411        | 1,524        | 54.1         | 8.0           |

Source: Company data and InnovestX Research

**ความเห็น:** เราคาดว่ากำไรสุทธิของ BCP จะลดลง QoQ จากค่าการกลั่นตลาดลดลง 54% QoQ ที่ US\$2.8/บาร์เรล แต่จะได้รับการชดเชยบางส่วนจากกำไรจากสินค้าคงเหลือและสัญญาป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมันรวม US\$1.9/บาร์เรล

ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้านรวมทั้งหมดของกลุ่ม BCP คาดว่าจะลดลง 15% QoQ ที่ 230kbd จากการหยุดซ่อมบำรุงโรงกลั่นน้ำมันพระขรรค์ (ภายใต้ BCP) ตามแผนเป็นเวลา 27 วัน โรงกลั่นแห่งนี้กลับมาดำเนินการตามปกติในเดือนมิ.ย. ด้วยปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้านสูงสุด >120kbd โรงกลั่นอีกแห่ง (ภายใต้ BSRC) เต็มเครื่องด้วยปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้านสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ 154kbd (อัตราการใช้กำลังการผลิต 89%) เพื่อสนับสนุนธุรกิจการตลาดของกลุ่ม ซึ่งต่อยอดถึง synergy จากการเข้าซื้อกิจการ BSRC

แม้ปริมาณการขายของธุรกิจการตลาดจะลดลง 3% QoQ ที่ 4.1 ล้านลิตร แต่ผลการดำเนินงานของกลุ่มธุรกิจนี้จะถูกชดเชยโดยค่าการตลาดที่ดีขึ้นที่ 0.91 บาท/ลิตร (+7% QoQ) โดยได้รับแรงหนุนจากยอดขายน้ำมันเบนซิน

กำไรจากธุรกิจผลิตไฟฟ้าคาดว่าจะเพิ่มขึ้น 8% QoQ จากปริมาณการขายที่สูงขึ้นของโรงไฟฟ้าพลังงานหมุนเวียน แม้ว่าส่วนแบ่งกำไรจากการเข้าถือหุ้น 25% ในโรงไฟฟ้าก๊าซธรรมชาติเพิ่มอีก 2 แห่งในสหรัฐ จะลดลง 25% QoQ

ธุรกิจทรัพยากรธรรมชาติคาดว่าจะสร้างกำไรสุทธิใน 2Q67 เทียบกับขาดทุนสุทธิใน 1Q67 ซึ่งเป็นผลมาจากค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานที่ลดลง ปริมาณการขายลดลง 28% QoQ ที่ 33.3kBOED และ ASP ทรงตัว QoQ นอกจากนี้ OKEA ยังบันทึกรายการด้วยจำนวน NOK267 ล้าน (-400 au. สำหรับ BCP) ในความนิยมทางเทคนิคสำหรับแหล่ง Staffjord ด้วย

**Figure 2: ทรัพย์สินประกอบงบ - IRPC** (วันที่คาดว่าจะประกาศผลประกอบการ: 7 ส.ค.)

| (Btmn)                | 2Q23           | 1Q24         | 2Q24F        | %YoY        | %QoQ        |
|-----------------------|----------------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| Sales                 | 76,915         | 79,348       | 90,747       | 18.0        | 14.4        |
| EBITDA                | (491)          | 4,171        | 1,158        | n.a.        | (72.2)      |
| Core profit*          | (1,283)        | (198)        | (1,976)      | n.a.        | n.a.        |
| <b>Net profit</b>     | <b>(2,246)</b> | <b>1,545</b> | <b>(901)</b> | <b>n.a.</b> | <b>n.a.</b> |
| EPS (Bt/share)        | (0.11)         | 0.08         | (0.04)       | n.a.        | n.a.        |
| Crude run (kbd)       | 194            | 182          | 195          | 0.5         | 7.1         |
| Market GIM (US\$/bbl) | 6.8            | 9.5          | 5.8          | (14.9)      | (38.6)      |

Source: Company data and InnovestX Research

หมายเหตุ: \*ไม่รวมผลกระทบบของสินค้าคงเหลือและอัตราแลกเปลี่ยน

**ความเห็น:** ค่าการกลั่นตลาดที่อ่อนแอจะกดดันให้ผลประกอบการของ IRPC ปรับตัวลงสู่ระดับที่มีขาดทุน 901 au. ใน 2Q67 เทียบกับกำไร 1.5 พัน au. ใน 1Q67

เราคาดว่าอัตรากำไรขั้นต้นของกลุ่ม (GIM) จะลดลง 39% QoQ ที่ US\$5.8/บาร์เรล โดยจะได้รับการสนับสนุนบางส่วนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ดีขึ้น เราประเมิน GIM จากธุรกิจปิโตรเคมีได้ว่าจะเพิ่มขึ้น 14% QoQ แม้ว่าจะอยู่ในระดับต่ำกว่า <US\$2/บาร์เรล เมื่อรวมกับกำไรปิโตรเคมีที่คาดว่าจะอยู่ที่ US\$2.1/บาร์เรล GIM รวมทั้งหมดจะยังไม่สามารถครอบคลุมต้นทุนต่อหน่วยรวมทั้งหมดที่ US\$10/บาร์เรลได้

เราคาดว่าปริมาณน้ำมันที่นำเข้านของ IRPC จะเพิ่มขึ้น 7% QoQ ที่ 195kbd (อัตราการใช้กำลังการผลิต 91%) สูงที่สุดนับตั้งแต่ 1Q66 เพื่อรองรับอัตราการผลิตที่สูงขึ้นของโรงกลั่นปิโตรเคมีจากส่วนต่างราคาที่ดีขึ้น

**Figure 3: ทรัพย์สินประกอบงบ - SPRC** (วันที่คาดว่าจะประกาศผลประกอบการ: 14 ส.ค.)

| (Btmn)                | 2Q23           | 1Q24         | 2Q24F      | %YoY        | %QoQ          |
|-----------------------|----------------|--------------|------------|-------------|---------------|
| Sales                 | 53,883         | 70,625       | 73,033     | 35.5        | 3.4           |
| EBITDA                | (2,071)        | 5,136        | 280        | n.a.        | (94.5)        |
| Core profit*          | (80)           | 2,006        | (658)      | n.a.        | n.a.          |
| <b>Net profit</b>     | <b>(2,105)</b> | <b>3,943</b> | <b>230</b> | <b>n.a.</b> | <b>(94.2)</b> |
| EPS (Bt/share)        | (0.49)         | 0.91         | 0.05       | n.a.        | (94.2)        |
| Crude run (kbd)       | 159            | 167          | 164        | 2.9         | (2.3)         |
| Market GRM (US\$/bbl) | 1.3            | 8.3          | 2.1        | 56.7        | (74.7)        |

Source: Company data and InnovestX Research

หมายเหตุ: \*ไม่รวมผลกระทบบของสินค้าคงเหลือและอัตราแลกเปลี่ยน

**ความเห็น:** ค่าไรสุทธิของ SPRC จะปรับตัวลดลงแรง 94% QoQ จากค่าการกลั่นที่อ่อนแอ แม้ว่าจะได้รับการชดเชยบางส่วนจากกำไรปิโตรเคมีจำนวน 760 au. (US\$1.4/บาร์เรล) ทั้งนี้ผลกระทบจาก crack spread น้ำมันเบนซินที่ลดลงต่อค่าการกลั่นของ SPRC มีมากกว่าคู่แข่ง เพราะบริษัทมีส่วนผลิตที่นำเข้านเบนซินที่ 24-25% สูงกว่าผู้ประกอบโรงกลั่นน้ำมันรายอื่นๆ ที่ 20%± ต้นทุนการดำเนินงานยังอยู่ในระดับสูงจากต้นทุนการขนส่งน้ำมันดิบที่สูงขึ้น เนื่องจากทุกผู้เรือมีลักษณะที่คล้ายคลึงกัน (SPM) ยังคงถูกระงับการใช้งาน โดย SPM กลับมาเปิดใช้งานได้เมื่อวันที่ 14 ก.ค. ซึ่งบ่งชี้ถึงต้นทุนที่ลดลงใน 2H67

เราคาดว่าปริมาณน้ำมันที่นำเข้านจะลดลงสู่ 164kbd ใน 2Q67 จากค่าการกลั่นตลาดที่ดีน้อยลง เนื่องจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินจะลดตัวลง

กำไรจากธุรกิจการตลาดน้ำมันใน 2Q67 จะยังคงอยู่ในระดับต่ำ โดยมีสาเหตุมาจากปริมาณการขายที่ลดลง ในขณะที่การดำเนินงานเชิงเฟลิกที่สูงขึ้นของผลิตภัณฑ์ปิโตร 5 (หลักๆ คือน้ำมันดีเซล) ยังไม่สามารถส่งผ่านไปยังราคาขายปลีกได้

**Figure 4: ทรัพย์สินประกอบงบ - TOP** (วันที่คาดว่าจะประกาศผลประกอบการ: 8 ส.ค.)

| (Btmn)                       | 2Q23         | 1Q24         | 2Q24F        | %YoY         | %QoQ          |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| Sales                        | 108,662      | 119,532      | 129,145      | 18.9         | 8.0           |
| EBITDA                       | 4,074        | 10,848       | 7,996        | 96.3         | (26.3)        |
| Core profit*                 | 3,103        | 7,124        | 3,415        | 10.1         | (52.1)        |
| <b>Net profit</b>            | <b>1,117</b> | <b>5,863</b> | <b>5,160</b> | <b>361.9</b> | <b>(12.0)</b> |
| EPS (Bt/share)               | 0.50         | 2.62         | 2.31         | 361.9        | (12.0)        |
| Utilization - refinery (%)   | 113%         | 105%         | 110%         | (2.7)        | 4.8           |
| Market GIM (US\$/bbl)        | 6.1          | 10.4         | 5.6          | (8.2)        | (46.2)        |
| Acct. GIM (US\$/bbl)         | 4.2          | 10.5         | 8.0          | 90.1         | (23.9)        |
| P2F - Aromatics (US\$/t)     | 49           | 67           | 79           | 61.2         | 17.9          |
| P2F - Lube base oil (US\$/t) | 123          | 90           | 73           | (40.5)       | (18.6)        |

Source: Company data and InnovestX Research

หมายเหตุ: \*ไม่รวมผลกระทบบของสินค้าคงเหลือและอัตราแลกเปลี่ยน

**ความเห็น:** เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q67 จะลดลง QoQ ที่ 5.2 พัน au. แม้ว่าจะยังคงเพิ่มขึ้น YoY เพราะค่าการกลั่นแข็งแกร่งขึ้น

กำไรที่ลดลง QoQ เป็นเพราะ GIM ลดลงสู่ US\$5.6/บาร์เรล (-46% QoQ) จากค่าการกลั่นที่อ่อนแอ (-59% QoQ) แต่จะได้รับการสนับสนุนบางส่วนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ดีขึ้น โดยคิดเป็น GIM ที่ US\$1.5/บาร์เรล และ GIM ในระดับทรงตัวจากธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานที่ US\$0.4/บาร์เรล

นอกจากนี้ TOP ยังบันทึกกำไรปิโตรเคมีจำนวน 2.4 พัน au. (-US\$2.4/บาร์เรล) ซึ่งรวมถึงการกลับรายการมูลค่าสินค้าคงเหลือน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีจำนวน 800 au.

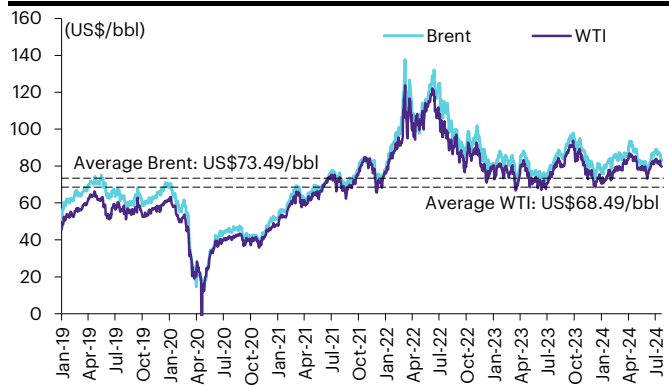
บริษัทจะบันทึกกำไรพิเศษจากการซื้อคืนหุ้นกู้สกุลดอลลาร์สหรัฐจำนวน 970 au. (ก่อนหักภาษี) ซึ่งสะท้อนถึงความพยายามของบริษัทในการปรับสมดุลความเสี่ยงจากอัตราแลกเปลี่ยนของสินทรัพย์และหนี้สิน

แม้ว่าจุดขนถ่ายน้ำมันดิบหรือทุ่นผูกเรือกลางทะเล หมายเลข 2 (SBM-2) ของ TOP ยังคงปิดการใช้งานใน 2Q67 แต่ผลกระทบต่อปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้านมีจำกัด เราคาดว่าปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้านทั้งหมดของ TOP จะเพิ่มขึ้น 5% QoQ ที่ 305kbd หลังจากมีการปิดซ่อมบำรุง CDU-3 นอกแผนใน 1Q67 แม้ว่าจะยังคงลดลง 3% YoY

อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นอาจทำให้ต้นทุนการดำเนินงานลดลงจาก US\$1.7/bbl ใน 1Q67 สู่ US\$1.6/bbl ใน 2Q64 ซึ่งรวมต้นทุนค่าระวางที่สูงขึ้น US\$0.5/bbl สำหรับการขนส่งน้ำมันดิบ

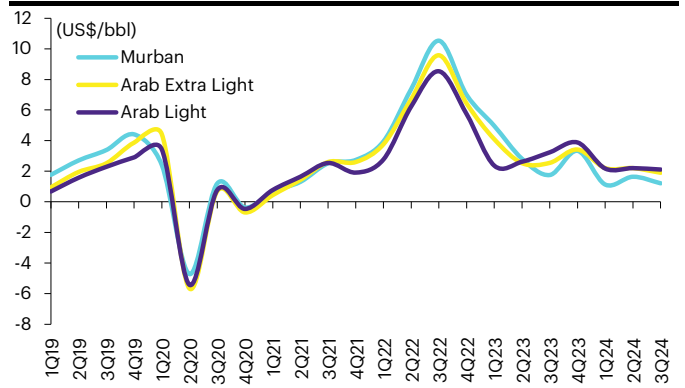
พลังงาน

Figure 5: ราคาน้ำมันอ้างอิง



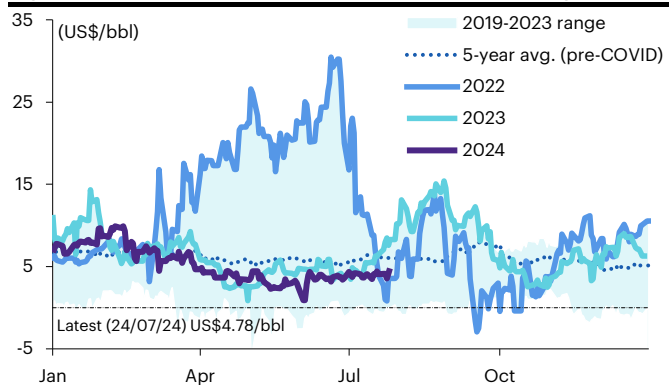
Source: Bloomberg Finance L.P. and InnovestX Research

Figure 6: ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบ



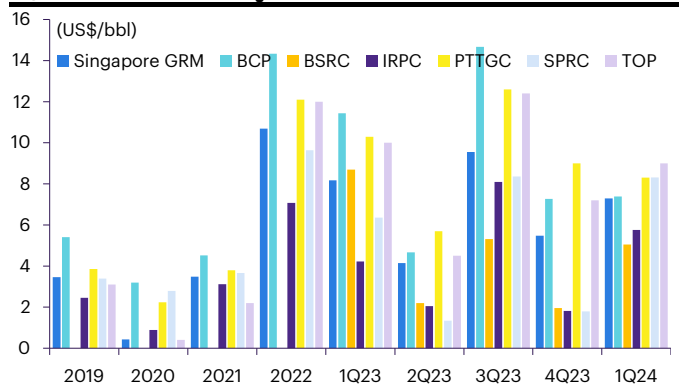
Source: TOP, Industry data and InnovestX Research

Figure 7: ค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ - hydrocracking



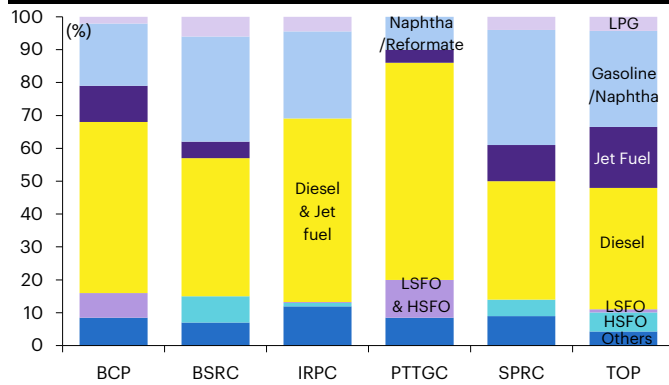
Source: Reuters and InnovestX Research

Figure 8: ค่าการกลั่นของผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทย



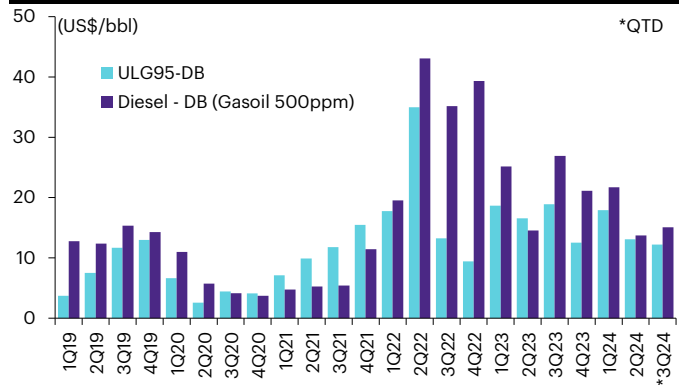
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 9: สัดส่วนผลิตภัณฑ์ของโรงกลั่นน้ำมันไทย (ปี 2566)



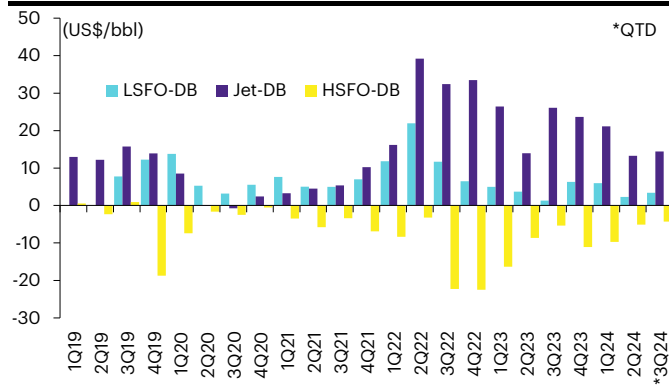
Source: Company data and InnovestX Research

Figure 10: Crack spread - ดีเซล vs. เบนซิน



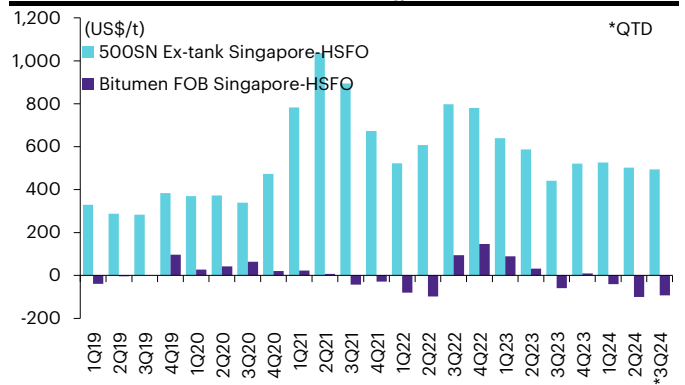
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 11: Crack spread - น้ำมันเครื่องบิน vs. HSFO vs. LSFO



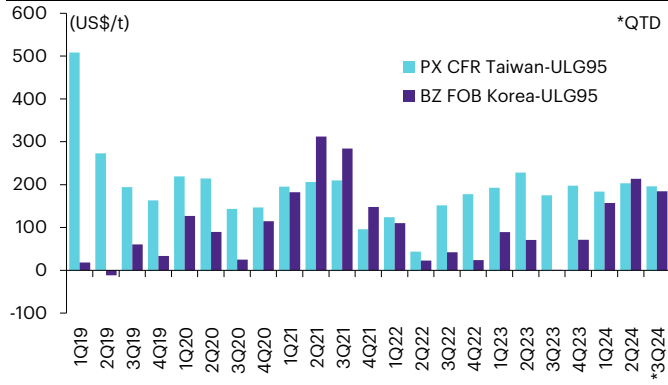
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 12: ส่วนต่างราคาน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานและยางมะตอย



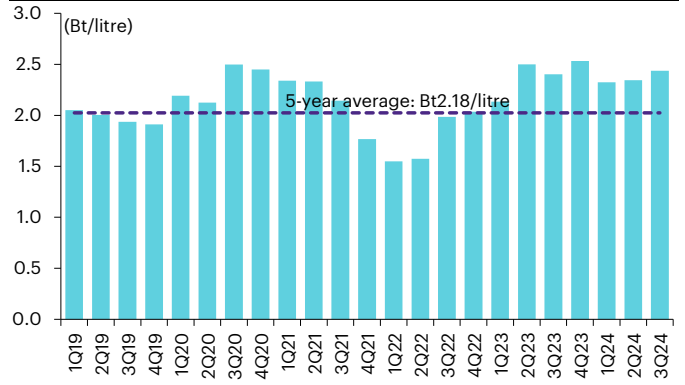
Source: TOP and InnovestX Research

**Figure 13: PX & เบนซิน vs. ULG 95**



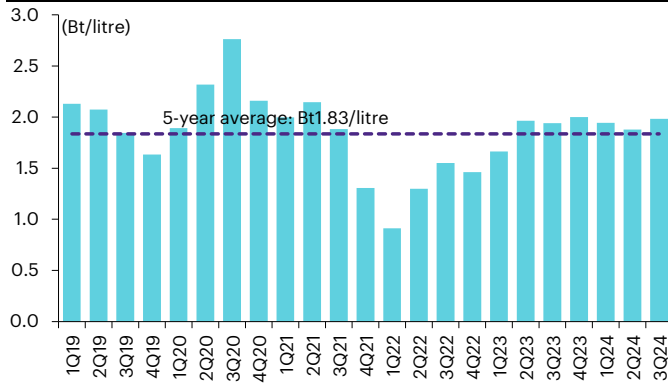
Source: TOP and InnovestX Research

**Figure 14: ค่าการตลาด (โดยรวม)**



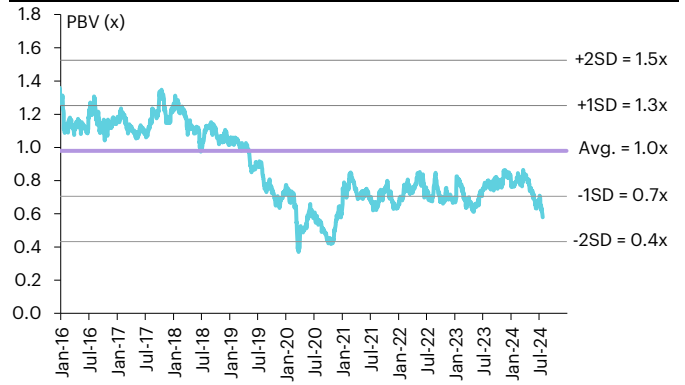
Source: EPPO and InnovestX Research

**Figure 15: ค่าการตลาด (ดิบ)**



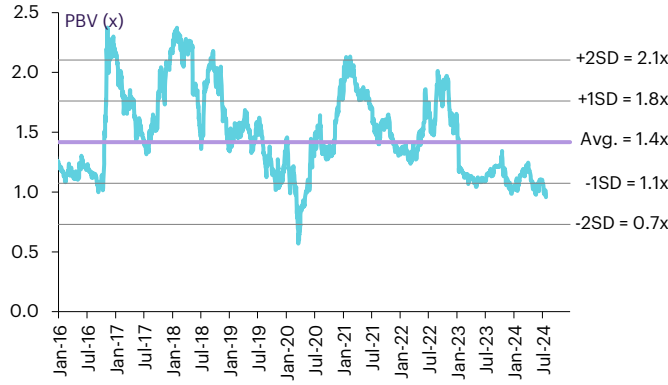
Source: EPPO and InnovestX Research

**Figure 16: PBV band – BCP**



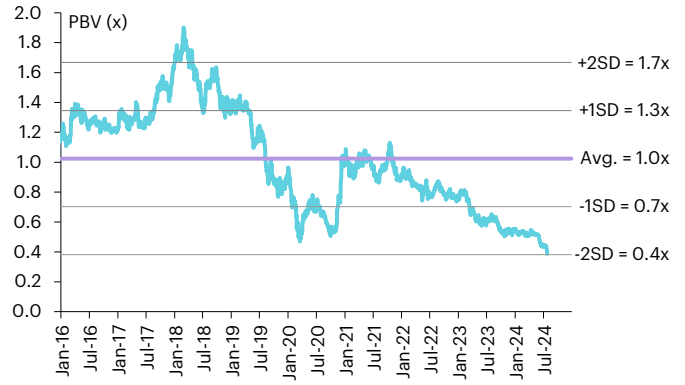
Source: Company data and InnovestX Research

**Figure 17: PBV band – BSRC**



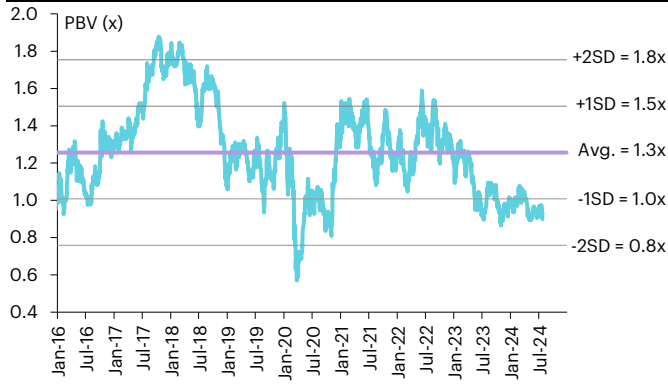
Source: InnovestX Research

**Figure 18: PBV band – IRPC**



Source: InnovestX Research

**Figure 19: PBV band – SPRC**



Source: InnovestX Research

**Figure 20: PBV band – TOP**



Source: InnovestX Research

**Figure 21: Valuation summary – กลุ่มพลังงาน** (price as of Jul 26, 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    | 32.00          | 51.0    | 67.2    | 3.5        | 3.1        | 2.9            | (32)        | 13        | 5         | 0.6        | 0.5        | 0.5        | 14       | 14        | 13             | 6.3        | 7.8        | 8.6           | 3.7        | 4.4        | 4.3        |
| BSRC           | Underperform  | 7.55           | 10.5    | 43.0    | 12.2       | 6.9        | 5.2            | (77)        | 76        | 33        | 0.9        | 0.9        | 0.8        | 8        | 13        | 15             | 3.3        | 4.0        | 7.9           | 9.3        | 6.6        | 4.7        |
| IRPC           | Neutral       | 1.45           | 2.6     | 81.4    | n.m.       | 23.1       | 11.5           | n.m.        | n.m.      | 101       | 0.4        | 0.4        | 0.4        | (5)      | 2         | 3              | 2.1        | 2.1        | 4.1           | 15.6       | 6.1        | 5.5        |
| OR             | Outperform    | 15.70          | 23.0    | 49.8    | 16.5       | 14.2       | 12.5           | 7           | 16        | 14        | 1.7        | 1.6        | 1.5        | 10       | 12        | 12             | 3.3        | 3.3        | 3.8           | 8.3        | 7.9        | 6.9        |
| PTT            | Outperform    | 31.75          | 45.0    | 48.0    | 8.8        | 8.3        | 7.6            | (36)        | 6         | 9         | 0.8        | 0.8        | 0.7        | 7        | 7         | 7              | 6.3        | 6.3        | 6.3           | 3.4        | 3.4        | 3.0        |
| PTTEP          | Outperform    | 147.00         | 204.0   | 45.2    | 7.4        | 7.1        | 6.6            | (13)        | 5         | 8         | 1.2        | 1.1        | 1.0        | 16       | 16        | 16             | 6.5        | 6.5        | 6.8           | 2.3        | 2.4        | 2.7        |
| SPRC           | Neutral       | 7.50           | 11.0    | 50.7    | n.m.       | 8.4        | 7.2            | n.m.        | n.m.      | 17        | 0.9        | 0.8        | 0.8        | (3)      | 10        | 11             | 0.0        | 4.0        | 5.3           | 26.3       | 5.2        | 3.9        |
| TOP            | Outperform    | 50.00          | 77.0    | 60.6    | 5.1        | 5.4        | 4.8            | (34)        | (6)       | 13        | 0.7        | 0.6        | 0.6        | 14       | 12        | 13             | 6.8        | 6.6        | 7.4           | 6.4        | 6.9        | 4.6        |
| <b>Average</b> |               |                |         |         | <b>8.9</b> | <b>9.6</b> | <b>7.3</b>     | <b>(31)</b> | <b>18</b> | <b>25</b> | <b>0.9</b> | <b>0.8</b> | <b>0.8</b> | <b>8</b> | <b>11</b> | <b>11</b>      | <b>4.3</b> | <b>5.1</b> | <b>6.3</b>    | <b>9.4</b> | <b>5.4</b> | <b>4.5</b> |

Source: InnovestX Research

**Figure 22: Regional peer comparison – โรงกลั่นน้ำมัน**

| Company                  | PE (x)      |             |             | EPS Growth (%) |             |             | PBV (x)    |            |            | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            |
|--------------------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                          | 24F         | 25F         | 26F         | 24F            | 25F         | 26F         | 24F        | 25F        | 26F        | 24F         | 25F         | 26F         | 24F            | 25F        | 26F        | 24F           | 25F        | 26F        |
| Bharat Petroleum Corp    | 7.8         | 9.1         | 9.0         | (13.4)         | (13.8)      | 1.1         | 1.7        | 1.5        | 1.4        | 24.2        | 16.2        | 14.9        | 5.4            | 4.5        | 3.8        | 6.9           | 7.4        | 7.0        |
| Hindustan Petroleum Corp | 7.7         | 8.5         | 7.0         | 1.6            | (9.2)       | 21.5        | 1.5        | 1.3        | 1.2        | 26.0        | 19.0        | 16.9        | 4.3            | 4.1        | 4.6        | 7.6           | 7.7        | 7.5        |
| Indian Oil Corp          | 8.7         | 9.9         | 9.4         | (17.6)         | (12.0)      | 6.0         | 1.3        | 1.2        | 1.1        | 16.4        | 12.7        | 12.7        | 4.9            | 4.0        | 4.3        | 6.8           | 6.8        | 6.1        |
| Reliance Industries      | 26.6        | 23.1        | 20.7        | 11.4           | 15.3        | 11.7        | 2.3        | 2.1        | 2.0        | 9.3         | 9.8         | 10.1        | 0.3            | 0.3        | 0.4        | 13.3          | 11.9       | 10.7       |
| S-Oil Corp               | 9.1         | 6.7         | 6.5         | (10.2)         | 36.2        | 3.1         | 0.8        | 0.8        | 0.7        | 9.7         | 12.8        | 10.7        | 3.0            | 3.6        | 3.5        | 5.6           | 4.9        | 4.5        |
| SKC Co                   | n.m.        | 148.3       | 53.3        | 66.8           | 128.1       | 178.4       | 3.2        | 3.1        | 2.9        | (8.2)       | 1.8         | 6.1         | 0.9            | 0.8        | 1.0        | 61.9          | 18.9       | 15.3       |
| Bangchak Corp            | 4.6         | 4.3         | 4.0         | (24.3)         | 5.3         | 8.2         | 0.6        | 0.5        | 0.5        | 12.9        | 13.1        | 12.4        | 6.9            | 7.2        | 7.5        | 4.6           | 4.4        | 4.3        |
| Bangchak Sriracha        | 6.3         | 4.7         | 3.9         | 93.2           | 35.1        | 20.5        | 0.9        | 0.8        | 0.7        | 13.7        | 17.9        | 18.2        | 5.5            | 7.4        | 8.1        | 7.0           | 5.8        | 5.5        |
| IRPC                     | 25.9        | 13.9        | 7.4         | 140.0          | 85.7        | 87.5        | 0.4        | 0.4        | 0.4        | 1.2         | 4.0         | 6.1         | 2.9            | 4.5        | 4.3        | 8.2           | 7.2        | 6.3        |
| Star Petroleum Refining  | 6.3         | 7.7         | 6.0         | 527.1          | (18.7)      | 28.6        | 0.8        | 0.7        | 0.7        | 14.2        | 12.6        | 12.5        | 8.3            | 8.0        | 8.1        | 4.6           | 4.8        | 4.6        |
| Thai Oil PCL             | 6.8         | 5.0         | 3.9         | (15.7)         | 37.6        | 27.4        | 0.6        | 0.6        | 0.6        | 9.1         | 11.4        | 12.5        | 5.6            | 7.1        | 8.8        | 8.5           | 6.4        | 5.5        |
| <b>Average</b>           | <b>11.0</b> | <b>21.9</b> | <b>11.9</b> | <b>69.0</b>    | <b>26.3</b> | <b>35.8</b> | <b>1.3</b> | <b>1.2</b> | <b>1.1</b> | <b>11.7</b> | <b>11.9</b> | <b>12.1</b> | <b>4.4</b>     | <b>4.7</b> | <b>5.0</b> | <b>12.3</b>   | <b>7.8</b> | <b>7.0</b> |

Source: Bloomberg Finance L.P

**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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่า อสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจัย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เพื่อเป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ รวมถึงพิจารณาความถูกต้องในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง 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, BBK, 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, 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, PAF, PANO, 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 (ได้รณรงค์แล้ว)**

2S, AAI, ADVANC, AE, 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, BLA, BPP, BRR, BSBM, BTC, 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, 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, PAF, 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, 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, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

**Declared (ประกาศเจตนาแล้ว)**

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, BBK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BRI, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, 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, FM, 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, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IP, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, JAK, JCK, JCHK, JCT, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KAMART, KC, KCC, 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, LTS, MAGURO, 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, NCU, NETBAY, NEN, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTSC, NTV, NUSA, NV, NVD, NYT, OHTL, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PEACE, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLE, PLT, PMTA, POLAR, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PRO, PROUD, PSG, PSP, PTC, PTL, QTGC, 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, THUMI, 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, TTT, TTW, TURTLE, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQU, UP, UPF, UPOIC, UREKA, UTP, UVAN, VARO, VIBHA, VL, VNG, VPO, VRANDA, WARRIX, WAVE, WELL, WFX, WGE, WIN, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WORLD, WP, YGG, YONG, ZAA

**Explanations**

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