

## 2Q67: กำไรสูงกว่าคาด

แม้ค่าการกลั่นใน 2Q67 ปรับตัวลดลงแรง QoQ แต่กำไรสุทธิของ TOP ที่ 5.6 พันลบ. กลับปรับตัวลดลงเพียง 5% QoQ แต่เพิ่มขึ้นมากถึง 398% YoY สูงกว่า consensus และ INVX คาดจากกำไรพิเศษที่มากกว่าคาด: 931 ลบ. จากการซื้อคืนหุ้นและการป้องกันความเสี่ยงราคาน้ำมัน กำไรจากการดำเนินงานเป็นไปตามคาด (-45% QoQ) ถูกุดร้งโดย GIM ที่ลดลงสู่ US\$5.7/bbl (-45% QoQ) จาก GRM ที่อ่อนแอ แม้ได้รับการชดเชยบางส่วนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่ดีขึ้น กำไร 1H67 (+102% YoY) คิดเป็น 55% ของประมาณการกำไรปี 2567 ของเรา และเรายังคงประมาณการกำไรไว้ไม่เปลี่ยนแปลง แม้เราคาดว่า GRM ที่สูงขึ้นใน 3Q67 จะช่วยสนับสนุนกำไรก็ตาม เรายังคงคำแนะนำ **OUTPERFORM** สำหรับ TOP เพราะ GRM และธุรกิจอะโรเมติกส์มีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้น โดยให้ราคาเป้าหมาย 77 บาท (PBV ปี 2567 ที่ 1 เท่า) หรือเทียบเท่า EV/EBITDA ที่ 8.7 เท่า เรายังคงว่าตลาดมองลบต่อแนวโน้มกำไรของ TOP มากเกินไป โดยราคาหุ้นปรับตัวลดลง 12% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา เทียบกับ SET ที่ลดลง 2%

**ปริมาณวัตถุดิบที่ป้อนเข้าสู่กระบวนการผลิตเพิ่มขึ้น QoQ หลังจากหยุดเดินเครื่องนอกแผนใน 1Q67**  
ปริมาณวัตถุดิบที่ป้อนเข้าสู่กระบวนการผลิตทั้งหมดของ TOP เพิ่มขึ้น 7% QoQ สู่ 310k bbl หลังจาก CDU-3 มีการหยุดซ่อมบำรุงนอกแผนใน 1Q67 แต่ยังคงลดลง 2% YoY แม้ว่าจุดขนถ่ายน้ำมันดิบหรือกุ่มเรือเรือกลางทะเล หมายเลข 2 (SBM-2) ของ TOP ยังคงปิดการใช้งานใน 2Q67 แต่ผลกระทบต่อปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลับมีจำกัด อัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่นน้ำมันเพิ่มขึ้นกลับมาอยู่ที่ 111%

**GIM ลดลง QoQ แต่ได้แรงหนุนจากกำไรสกัด market GIM ลดลง 6.6% YoY และ 45.2% QoQ** สู่ US\$5.7/bbl โดยเกิดจากค่าการกลั่นที่ลดลง เมื่อรวมกับกำไรสกัดที่ US\$13.1/bbl accounting GIM จึงลดลง 33% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 67% YoY สู่ US\$7/bbl ยังสูงกว่าต้นทุนเงินสดของกลุ่มที่ US\$1.8/bbl ซึ่งรวมต้นทุนค่าขนส่งน้ำมันดิบที่สูงขึ้น US\$0.5/bbl จนกว่า SBM-2 จะกลับมาเปิดใช้งานอีกครั้ง

**กำไรจากธุรกิจอะโรเมติกส์เพิ่มขึ้น** ในขณะที่ค่าการกลั่นลดลง QoQ GIM จากธุรกิจอะโรเมติกส์และธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ US\$1.5/bbl จาก US\$1.1/bbl ใน 1Q67 จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ PX และ ULG95 ที่ดีขึ้น โดยบริษัทใช้กำลังการผลิตของโอมิเท็กซ์คอมเพล็กซ์สูงสุดเพื่อให้ได้ประโยชน์จากมาร์จิ้นที่แข็งแกร่ง ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วมที่ประกอบธุรกิจผลิตไฟฟ้าและสารทำลายก็ปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ

**แนวโน้ม 3Q67** เราคาดว่ากำไรไปตจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 3Q67 เมื่อพิจารณาจากผลกระทบทางฤดูกาลของ GRM ในไตรมาสที่ 3 โดย Singapore GRM เติบโตใน 3Q67TD เพิ่มขึ้น 28% QoQ สู่ US\$4.44/bbl แม้ว่า GRM จะฟื้นตัวช้ากว่าที่คาดการณ์ไว้ใน 3Q67 แต่เราเชื่อว่าความต้องการผลิตภัณฑ์ middle distillate (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน) ที่สูงขึ้นจะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยขับเคลื่อน GRM เนื่องจากความต้องการเดินทางจะปรับตัวเพิ่มขึ้นอย่างต่อเนื่อง โรงกลั่นน้ำมันทั่วโลกลดปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นลงเพื่อสร้างสมดุลให้กับตลาด ส่งผลทำให้สกัดผลิตภัณฑ์ middle distillates ทั่วโลกปรับตัวลดลงสู่ระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีในทุกภูมิภาค crack spread ของน้ำมันดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินเพิ่มขึ้น 11% และ 12% QoQ ใน 3Q67TD มาอยู่ที่ US\$15-16/bbl แต่ยังคงอ่อนแอกว่า 12MMA ที่ >US\$21/bbl ค่อนข้างมาก

**ลงราคาเป้าหมายไว้ที่ 77 บาท** กำไร 1H67 (+102% YoY) คิดเป็น 55% ของประมาณการกำไรปี 2567 ของเรา แต่เรายังคงประมาณการกำไรปี 2567 ไว้ไม่เปลี่ยนแปลง แม้เราคาดว่า GRM ที่สูงขึ้นใน 3Q67 จะช่วยสนับสนุนกำไรก็ตาม เนื่องจากเราต้องการเปิดช่องไว้สำหรับกำไร/ขาดทุนสกัด เรายังคงราคาเป้าหมายของ TOP ไว้ที่ 77 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV 1 เท่า (ปี 2567) ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีเล็กน้อย และคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 8.7 เท่า ปัจจุบันหุ้น TOP ซื้อขายที่ PBV 0.6 เท่า หรือ -1.7SD สูงกว่าระดับ 0.5 เท่าในปีที่เกิดสถานการณ์ COVID-19

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** ราคาน้ำมันและ GRM ผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนสินค้าคงเหลือ และอุปสงค์ผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่ลดลง ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

### Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Revenue	(Btmn)	529,589	469,244	393,704	440,895	509,421
EBITDA	(Btmn)	52,014	37,359	34,122	41,287	42,212
Core profit	(Btmn)	31,404	22,080	20,664	23,329	24,193
Reported profit	(Btmn)	32,668	19,443	20,664	23,329	24,183
Core EPS	(Bt)	15.03	9.88	9.25	10.44	10.83
DPS	(Bt)	3.70	3.40	3.30	3.70	3.80
P/E, core	(x)	3.3	5.0	5.3	4.7	4.5
EPS growth, core	(%)	61.0	(34.2)	(6.4)	12.9	3.7
P/BV, core	(x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
ROE	(%)	22.3	13.5	12.0	12.8	12.2
Dividend yield	(%)	7.6	6.9	6.7	7.6	7.8
EV/EBITDA	(x)	4.6	6.4	6.9	4.6	4.4

Source: InnovestX Research

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Aug 8) (Bt)	49.00
Target price (Bt)	77.00
Mkt cap (Btmn)	109.46
Mkt cap (US\$m)	3,108

Beta	H
Mkt cap (%) SET	0.68
Sector % SET	19.76
Shares issued (mn)	2,234
Par value (Bt)	10.00
12-m high / low (Bt)	60.8 / 46
Avg. daily 6m (US\$m)	16.64
Foreign limit / actual (%)	40 / 20
Free float (%)	52.0
Dividend policy (%)	≥ 25

### Share performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(8.4)	(9.3)	(6.7)
Relative to SET	(6.7)	(4.1)	10.0

Source: SET, InnovestX Research

### 2023 Sustainability / 2022 ESG Score

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

### ESG Bloomberg Rank in the sector

ESG Score Rank	8/67
Environmental Score Rank	4/67
Social Score Rank	11/67
Governance Score Rank	11/67

### ความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG

คะแนน ESG ของ TOP ที่ 68.98 ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของกลุ่มอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมที่โดดเด่น เรายังคงว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลเป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร พร้อมกับความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

Source: Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ชัยพัชร รัตนวิไล

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.thanawattano@scb.co.th

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เราเชื่อว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับแนวโน้มที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

**คะแนนการเปิดเผยข้อมูลด้าน ESG**

<b>Bloomberg ESG Score</b>	<b>68.98 (2022)</b>	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Rating</b>	
Rank in Sector	8/67	TOP	5	No	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสิ่งแวดล้อม (E)**

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

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับสังคม (S)**

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

**ประเด็นที่เกี่ยวข้องกับธรรมาภิบาล (G)**

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

**ESG Disclosure Score**

	2021	2022
<b>ESG Disclosure Score</b>	<b>67.14</b>	<b>68.98</b>
<b>Environment</b>	<b>72.40</b>	<b>72.73</b>
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	3,150	3,264
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
<b>Total Energy Consumption</b>	<b>15,636</b>	<b>12,977</b>
<b>Social</b>	<b>41.57</b>	<b>46.77</b>
Human Rights Policy	Yes	Yes
Equal Opportunity Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Fatalities - Employees	0	0
Total Recordable Incident Rate - Employees	0	0
Employee Turnover Pct	3	5
<b>Governance</b>	<b>87.36</b>	<b>87.36</b>
Size of the Board	15	14
Number of Board Meetings for the Year	18	18
Board Meeting Attendance Pct	100	99
Number of Female Executives	15	15
Number of Independent Directors	8	8
Board Duration (Years)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

**Disclaimer**

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

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

### Balance Sheet

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

### Cash Flow Statement

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

### Key Financial Ratios

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

### Main Assumptions

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

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Total revenue	(Btmn)	127,901	125,426	116,820	108,662	124,206	119,556	119,532	123,520
Cost of goods sold	(Btmn)	129,276	124,546	110,292	105,725	104,026	116,121	109,788	116,241
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(1,375)</b>	<b>880</b>	<b>6,527</b>	<b>2,937</b>	<b>20,180</b>	<b>3,436</b>	<b>9,744</b>	<b>7,279</b>
SG&A	(Btmn)	908	1,691	674	799	899	1,149	841	935
Other income	(Btmn)	316	270	314	300	403	322	614	644
Interest expense	(Btmn)	940	994	922	1,081	1,032	1,053	1,047	1,008
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(2,906)</b>	<b>(1,535)</b>	<b>5,246</b>	<b>1,357</b>	<b>18,651</b>	<b>1,556</b>	<b>8,470</b>	<b>5,979</b>
Corporate tax	(Btmn)	(156)	(108)	1,805	(523)	2,680	710	1,464	1,154
Equity a/c profits	(Btmn)	(294)	(138)	101	16	(49)	16	(124)	(40)
Minority interests	(Btmn)	(103)	(63)	(44)	(25)	(60)	(13)	(38)	0
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(3,148)</b>	<b>(1,628)</b>	<b>3,497</b>	<b>1,872</b>	<b>15,862</b>	<b>850</b>	<b>6,845</b>	<b>4,785</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,159	1,775	1,057	(755)	(5,035)	2,095	(982)	781
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>12</b>	<b>147</b>	<b>4,554</b>	<b>1,117</b>	<b>10,828</b>	<b>2,944</b>	<b>5,863</b>	<b>5,566</b>
EBITDA	(Btmn)	(433)	1,246	7,758	4,074	21,222	4,305	10,848	8,473
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(1.54)</b>	<b>(0.73)</b>	<b>1.57</b>	<b>0.84</b>	<b>7.10</b>	<b>0.38</b>	<b>3.06</b>	<b>2.14</b>
Net EPS	(Bt)	0.01	0.07	2.04	0.50	4.85	1.32	2.62	2.49

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Total current assets	(Btmn)	149,501	153,828	137,066	114,824	127,309	125,371	126,149	136,429
Total fixed assets	(Btmn)	291,051	290,753	291,505	292,131	294,898	294,621	302,208	299,817
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>440,553</b>	<b>444,581</b>	<b>428,571</b>	<b>406,956</b>	<b>422,207</b>	<b>419,993</b>	<b>428,357</b>	<b>436,246</b>
Total loans	(Btmn)	175,157	173,751	160,587	167,379	170,342	163,117	168,988	165,580
Total current liabilities	(Btmn)	98,577	103,673	86,791	65,322	71,984	73,501	64,428	79,854
Total long-term liabilities	(Btmn)	184,260	182,250	178,963	185,788	187,172	178,180	190,372	186,221
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>282,837</b>	<b>285,923</b>	<b>265,754</b>	<b>251,111</b>	<b>259,156</b>	<b>251,681</b>	<b>254,800</b>	<b>266,075</b>
Paid-up capital	(Btmn)	22,323	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>160,275</b>	<b>161,280</b>	<b>165,484</b>	<b>158,518</b>	<b>165,785</b>	<b>171,056</b>	<b>176,340</b>	<b>172,945</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>75.76</b>	<b>69.90</b>	<b>71.69</b>	<b>68.57</b>	<b>71.77</b>	<b>74.12</b>	<b>76.45</b>	<b>74.94</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Core Profit	(Btmn)	(3,148)	(1,628)	3,497	1,872	15,862	850	6,845	4,785
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,850	2,057	1,905	1,936	1,941	2,018	1,944	2,129
Operating cash flow	(Btmn)	131	19,106	20,138	(5,973)	5,753	7,701	8,454	20,735
Investing cash flow	(Btmn)	(14,921)	(1,836)	(4,068)	(4,206)	(7,194)	(4,224)	(1,363)	(6,807)
Financing cash flow	(Btmn)	(2,833)	3,135	(12,545)	(4,326)	(2,828)	(3,374)	(2,134)	(12,880)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</b>	<b>(17,624)</b>	<b>20,405</b>	<b>3,525</b>	<b>(14,504)</b>	<b>(4,268)</b>	<b>102</b>	<b>4,956</b>	<b>1,048</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Gross margin	(%)	(1.1)	0.7	5.6	2.7	16.2	2.9	8.2	5.9
Operating margin	(%)	(1.8)	(0.6)	5.0	2.0	15.5	1.9	7.4	5.1
EBITDA margin	(%)	(0.3)	1.0	6.6	3.7	17.1	3.6	9.1	6.9
EBIT margin	(%)	(1.8)	(0.6)	5.0	2.0	15.5	1.9	7.4	5.1
Net profit margin	(%)	0.0	0.1	3.9	1.0	8.7	2.5	4.9	4.5
ROE	(%)	(8.2)	(4.1)	8.7	4.7	39.8	2.1	16.0	11.1
ROA	(%)	(2.8)	(1.5)	3.2	1.8	15.3	0.8	6.5	4.4
Net D/E	(x)	0.9	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7
Interest coverage	(x)	(0.5)	1.3	8.4	3.8	20.6	4.1	10.4	8.4
Debt service coverage	(x)	(0.1)	0.2	2.0	1.0	5.2	1.0	4.0	3.1

### Key Statistics

FY December 31	Unit	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	96.88	84.75	80.32	77.78	86.74	83.55	81.29	85.25
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	8.8	11.1	11.8	6.1	13.6	8.6	10.4	5.7
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	152	178	193	228	175	198	184	203
Utilization rate - refinery	(%)	104	103	112	113	110	111	105	111
Utilization rate - petchem	(%)	70	67	67	71	74	79	76	80
FX	(Bt/US\$)	36.41	36.33	33.94	34.46	35.17	35.63	35.65	36.70

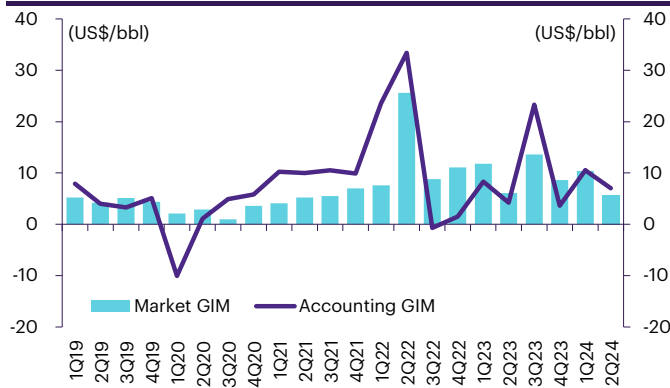
**Figure 1: TOP – 2Q24 earnings review**

	2Q23	1Q24	2Q24	%YoY	%QoQ	6M23	6M24	%YoY
<b>P&amp;L (Bt, mn)</b>								
Total revenue	108,662	119,532	123,520	13.7	3.3	225,482	243,052	7.8
Gross profit	2,937	9,744	7,279	147.8	(25.3)	9,464	17,024	79.9
EBITDA	4,074	10,848	8,473	108.0	(21.9)	11,832	19,321	63.3
Profit before extra items	1,872	6,845	4,785	155.6	(30.1)	5,369	11,629	116.6
<b>Net Profit</b>	<b>1,117</b>	<b>5,863</b>	<b>5,566</b>	<b>398.3</b>	<b>(5.1)</b>	<b>5,671</b>	<b>11,429</b>	<b>101.5</b>
EPS (Bt)	0.50	2.62	2.49	398.3	(5.1)	2.54	5.12	101.5
<b>B/S (Bt, mn)</b>								
Total assets	406,956	428,357	436,246	7.2	1.8	406,956	436,246	7.2
Total liabilities	251,111	254,800	266,075	6.0	4.4	251,111	266,075	6.0
Total equity	155,845	173,557	170,171	9.2	(2.0)	155,845	170,171	9.2
BVPS (Bt)	68.57	76.45	74.94	9.3	(2.0)	68.57	74.94	9.3
<b>Financial ratio (%)</b>								
Gross margin (%)	2.7	8.2	5.9	3.2	(2.3)	4.2	7.0	2.8
EBITDA margin (%)	3.7	9.1	6.9	3.1	(2.2)	5.2	7.9	2.7
Net profit margin (%)	1.0	4.9	4.5	3.5	(0.4)	2.5	4.7	2.2
ROA (%)	1.8	6.5	4.4	2.6	(2.0)	2.7	5.3	2.7
ROE (%)	4.7	16.0	11.1	6.4	(4.9)	7.2	13.5	6.3
D/E (X)	1.6	1.5	1.6	(4.8)	9.5	1.6	1.6	(4.8)

Source: TOP and InnovestX Research

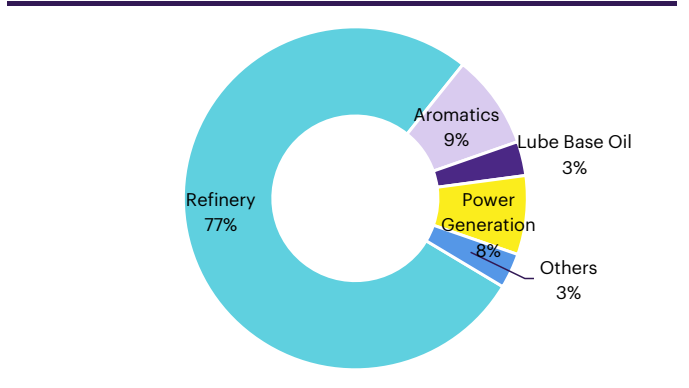
**Appendix**

**Figure 2: Gross integrated margin**



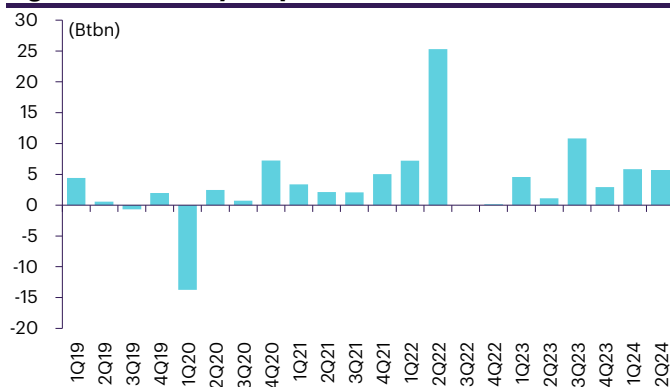
Source: TOP and InnovestX Research

**Figure 3: EBITDA breakdown (LTM to 2Q24)**



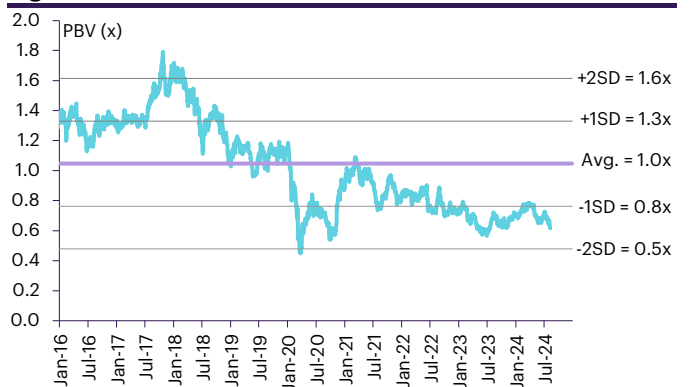
Source: TOP and InnovestX Research

**Figure 4: Quarterly net profit**



Source: TOP and InnovestX Research

**Figure 5: TOP – PBV band**



Source: TOP and InnovestX Research

**Figure 6: Valuation summary** (price as of Aug 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	33.50	46.0	44.8	3.6	3.2	3.1	(32)	13	5	0.6	0.6	0.5	14	14	13	6.0	7.5	8.2	3.8	4.4	4.4
BSRC	Underperform	6.85	6.8	2.2	11.1	9.8	7.0	(77)	13	41	0.8	0.8	0.7	8	8	11	3.6	2.9	5.8	8.9	7.8	5.9
IRPC	Neutral	1.42	1.7	18.3	n.m.	22.6	11.2	n.m.	n.m.	101	0.4	0.4	0.4	(5)	2	3	2.1	2.1	4.2	15.5	6.0	5.5
OR	Outperform	14.80	21.7	49.9	15.5	15.3	12.8	7	1	20	1.6	1.5	1.4	10	10	12	3.5	3.2	3.4	7.8	8.1	6.8
PTT	Outperform	32.25	45.0	45.7	8.9	8.5	7.8	(36)	6	9	0.8	0.8	0.7	7	7	7	6.2	6.2	6.2	3.5	3.4	3.1
PTTEP	Outperform	149.00	204.0	43.3	7.5	7.2	6.7	(13)	5	8	1.2	1.1	1.0	16	16	16	6.4	6.4	6.7	2.3	2.5	2.8
SPRC	Neutral	7.20	11.0	56.9	n.m.	8.1	6.9	n.m.	n.m.	17	0.9	0.8	0.7	(3)	10	11	0.0	4.2	5.6	25.5	5.0	3.8
TOP	Outperform	49.00	77.0	63.9	5.0	5.3	4.7	(34)	(6)	13	0.7	0.6	0.6	14	12	13	6.9	6.7	7.6	6.4	6.9	4.6
<b>Average</b>					<b>8.6</b>	<b>10.0</b>	<b>7.5</b>	<b>(31)</b>	<b>5</b>	<b>27</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>4.3</b>	<b>4.9</b>	<b>6.0</b>	<b>9.2</b>	<b>5.5</b>	<b>4.6</b>

Source: InnovestX Research

## มมว. ไทยออยล์

### ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกระณีส 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 ทรัสต์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวีเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่นักลงทุนใด ๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย 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 ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงิน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย 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, ALL, 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, 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, PTGCG, 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, TIDLO, 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, BSRC, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, 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, RIJ, 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, 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, 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, PTGCG, 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, TASCO, TCAP, TCMC, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLO, 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, 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, JCKH, 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, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, 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, 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, THEG, THUMUI, 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, 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.