

พรีวิว 3Q67: คาดขาดทุนสต็อกกดดันผลประกอบการ

ผลประกอบการ 3Q67 ของ TOP จะได้รับผลกระทบจาก market GRM ที่อ่อนแอกว่าคาดและราคาน้ำมันที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลง โดยปัจจุบันเราคาดว่า TOP จะพลิกมามีขาดทุนสุทธิ 4.2 พันลบ. ใน 3Q67 ซึ่งเป็นขาดทุนรายไตรมาสครั้งแรกนับตั้งแต่ 1Q63 ขณะที่คาดว่าผลประกอบการจะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q67 จาก GRM ที่ดีขึ้นในช่วงไฮซีซั่นของผลิตภัณฑ์ middle distillates (>55% ของผลิตภัณฑ์ที่น้ำมันสำเร็จรูปทั้งหมด) และขาดทุนสต็อกที่ลดลง เราเชื่อว่าตลาดรับรู้ผลการดำเนินงานที่อ่อนแอใน 3Q67 ไปมากพอสมควรแล้ว เนื่องจากราคาค่าหุ้น TOP ปรับตัวลดลงมาแล้ว 12% เทียบกับ SET ที่เพิ่มขึ้น 4% อย่างไรก็ตาม เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลงจาก 77 บาท สู่ 71 บาท (PBV ปี 2568 ที่ 1 เท่า) ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 7.9 เท่า เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ TOP โดยแนะนำให้ทยอยเข้าซื้อสะสมหลังจากประกาศผลประกอบการ 3Q67 (คาดประกาศวันที่ 8 พ.ย.)

คาดพลิกมามีขาดทุนสุทธิใน 3Q67 เพราะ GRM ต่ำและขาดทุนสต็อก เราประเมินว่า market GIM ของ TOP จะลดลง 60% YoY และ 5.3% QoQ สู่ US\$5.4/bbl โดยมีสาเหตุมาจากค่าการกลั่นที่อ่อนแอ ปัจจัยลบคือ crack spread ที่ลดลงของน้ำมันเบนซิน (-15% QoQ) และน้ำมันดีเซล (-8% QoQ) นอกจากนี้ เรายังคาดว่า GIM จากธุรกิจอะโรมาติกส์และธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานรวมกันจะลดลง 5% QoQ มาอยู่ที่ US\$1.8/bbl แม้ว่า GIM จากธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานจะเพิ่มขึ้น QoQ จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่น้ำมันพื้นฐานที่สูงขึ้น (+9% QoQ) นอกจากนี้ เรายังคาดการณ์ถึงขาดทุนสินค้าคงเหลือที่ US\$7.5/bbl (รวมมูลค่าสุทธิที่จะได้รับของสินค้าคงเหลือน้ำมันจำนวน 2 พันลบ.)

คาดปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้าเพิ่มขึ้น QoQ แม้ market GRM อยู่ในระดับต่ำ แต่เราคาดว่าปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้าทั้งหมดของ TOP จะเพิ่มขึ้น 1% QoQ สู่ 314,000 บาร์เรลต่อวัน สูงที่สุดนับตั้งแต่ 2Q56 ซึ่งเป็นผลมาจากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้นเป็น 113% จาก 111% ใน 2Q67 เพื่อให้ต้นทุนต่อหน่วยยังอยู่ในระดับต่ำท่ามกลาง market GRM ที่อ่อนแอใน 3Q67 TOP สามารถบริหารจัดการกระบวนการขนถ่ายน้ำมันดิบได้แม้ว่า SBM-2 ยังคงปิดใช้งานอยู่ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าต้นทุนการดำเนินงาน/หน่วยจะปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ US\$1.9/bbl เทียบกับ US\$1.6/bbl ใน 2Q67 เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่หน่วยเพิ่มคุณค่าผลิตภัณฑ์ (upgrading unit)

ยังคงคาดหวังถึงแนวโน้มที่ดีขึ้นใน 4Q67 เราคาดว่ากำไรสุทธิจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 4Q67 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ middle distillates (>55% ของผลิตภัณฑ์ทั้งหมด) ตามฤดูกาล แม้ว่า Singapore GRM โดยเฉลี่ยจะลดลง YoY อย่างต่อเนื่องใน 4Q67 จากระดับ US\$5.47/bbl ใน 4Q66 ทั้งนี้สต็อก gasoil ทั่วโลกยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี ในขณะที่โรงกลั่นลดอัตราการใช้กำลังการกลั่นลงอย่างต่อเนื่องใน 3Q67 ซึ่งเป็นผลมาจาก market GRM ที่อ่อนแอ นอกจากนี้ เรายังคาดการณ์ถึงผลกระทบที่ลดลงจากโควตาส่งออกชุดที่สามของจีนที่มีจำนวนเพียง 8 ล้านตัน หรือเพียง 20% ของโควตาส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันสะอาดทั้งหมดในปี 2567 เทียบกับ 80% ที่จัดสรรใน 9M67

ปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลง; ปรับราคาเป้าหมายลดลง market GRM ที่น่าผิดหวังและแนวโน้มที่มีขาดทุนสต็อกใน 3Q67 ทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ของ TOP ลดลง 34% สู่ 1.24 หมื่นลบ. ซึ่งสะท้อนถึง market GIM ที่ลดลง 24% สู่ US\$9.4/bbl ซึ่งจะได้รับผลกระทบเล็กน้อยจากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่เพิ่มขึ้นจาก 105% เป็น 110% นอกจากนี้ เรายังปรับราคาเป้าหมายลดลงจาก 77 บาท สู่ 71 บาท โดยอิงกับ PBV 1 เท่า (ปี 2568) หรือค่าเฉลี่ย 5 ปี ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 7.9 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 8.4 เท่า ปัจจุบันหุ้น TOP ซื้อขายที่ PBV 0.6 เท่า หรือ -1.9SD ซึ่งสูงกว่าระดับ 0.5 เท่าในปีที่เกิดสถานการณ์โควิดอยู่เล็กน้อย

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: ราคาน้ำมันและ GRM ผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนสินค้าคงเหลือ และอุปสงค์ผลิตภัณฑ์อะโรมาติกส์ที่ลดลง 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	415,542	443,282	500,854
EBITDA	(Btmn)	52,014	37,359	22,506	31,856	34,159
Core profit	(Btmn)	31,404	22,080	10,733	16,240	18,249
Reported profit	(Btmn)	32,668	19,443	12,433	16,240	18,239
Core EPS	(Bt)	15.03	9.88	4.80	7.27	8.17
DPS	(Bt)	3.70	3.40	2.00	2.60	2.90
P/E, core	(x)	3.2	4.9	10.1	6.7	5.9
EPS growth, core	(%)	61.0	(34.2)	(51.4)	51.3	12.4
P/BV, core	(x)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
ROE	(%)	22.3	13.5	6.4	9.4	9.9
Dividend yield	(%)	7.6	7.0	4.1	5.4	6.0
EV/EBITDA	(x)	4.6	6.3	10.6	6.3	5.9

Source: InnovestX Research

Tactical: OUTPERFORM (3-month)

Stock data

Last close (Oct 16) (Bt)	48.50
Target price (Bt)	71.00
Mkt cap (Btbn)	108.34

12-m high / low (Bt)	60.8 / 46
Avg. daily 6m (US\$mn)	17.34
Foreign limit / actual (%)	40 / 20
Free float (%)	52.0
Outstanding Short Position (%)	2.32

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(4.9)	(6.3)	(3.0)
Relative to SET	(8.0)	(16.7)	(6.4)

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2024F	2025F
Consensus (Bt mn)	15,283	18,849
INVX vs Consensus (%)	(29.8)	(13.8)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 3Q24 core earnings	Down	Down

2023 Sustainability/2022 ESG Score

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

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

ESG Score and Rank	6.38	3/63
Environmental Score and Rank	5.51	4/63
Social Score and Rank	8.35	1/63
Governance Score and Rank	6.02	2/63

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร สุวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน
ด้านหลักทรัพย์
0-2949-1005
chaipat.t@innovestx.co.th

จุดเด่น

TOP เป็นบริษัทกลั่นน้ำมันแกนหลักของกลุ่มปตท. บริษัทดำเนินธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยด้วยกำลังการผลิต 275,000 บาร์เรลต่อวัน (22% ของกำลังการผลิตทั้งหมดของประเทศ) โดยมีดัชนี Nelson Complexity Index สูงสุดในประเทศไทยที่ 9.8 (ณ ปี 2563) ดัชนีต่อหน่วยของ TOP สามารถแข่งขันได้มากที่สุดเมื่อเทียบกับโรงกลั่นน้ำมันอื่นๆ ของไทย กำลังการผลิตของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 400,000 บาร์เรลต่อวัน ในปี 2567 เมื่อกำลังการผลิตใหม่ภายใต้โครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มดำเนินการ โครงการ CFP จะช่วยให้บริษัทสามารถเลือกใช้น้ำมันดิบที่มีความหลากหลายได้มากขึ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการกำกับและลดการประหยัดต่อขนาด โรงกลั่นน้ำมันแบบคอมเพล็กซ์ของ TOP ยังประกอบด้วยกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์อะโรมาติกส์ 838,000 ตันต่อปี และน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง 684,000 ตันต่อปี ธุรกิจ 3 ธุรกิจนี้คิดเป็นสัดส่วน > 90% ของรายได้รวมในปี 2566 นอกจากนี้ผลประกอบการของ TOP ยังได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจโรงไฟฟ้าซึ่งประกอบด้วย บริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP กำลังการผลิต 118MW และรายได้เงินปันผลจากการถือหุ้น 10% ใน GPSC TOP ได้เข้าสู่ธุรกิจโอเลฟินส์ที่ใช้เนฟทาเป็นวัตถุดิบ ด้วยการเข้าถือหุ้น 15% ใน PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (CAP) เพื่อลดความเสี่ยงจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่ลดลง

แนวโน้มธุรกิจ

ผลประกอบการปี 2567 ของ TOP อ่อนแอกว่าที่เราคาดการณ์ไว้ก่อนหน้านี้ โดยมีสาเหตุมาจาก market GRM ระดับต่ำใน 3Q67 แม้ว่าโดยปกติแล้วไตรมาสที่สามจะเป็น peak season ของน้ำมันเบนซินก็ตาม ดังนั้น Singapore GRM เฉลี่ยใน 9M67 จึงลดลงเร็วกว่าที่คาดไว้ก่อนหน้านี้ สู่ US\$4.78/bbl (-34.5% YoY) ซึ่งสะท้อนถึงอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่อ่อนแอในสหรัฐฯ และจีนใน 3Q67 ขณะที่กำลังกลั่นน้ำมันใหม่เข้าสู่ตลาด โดยเฉพาะในตะวันออกกลางและแอฟริกาตะวันตก ในขณะเดียวกัน สถานการณ์ตึงเครียดทางภูมิรัฐศาสตร์ทำให้ราคาน้ำมันปรับตัวขึ้นแรงใน 2Q67 ก่อนที่จะลดความร้อนแรงลงใน 3Q67 ซึ่งจะทำให้มีขาดทุนสินค้าคงเหลือจำนวนมากใน 3Q67 เราคาดว่ากำไรขั้นต้นจากการผลิตของกลุ่ม (GIM) ของ TOP จะลดลงสู่ US\$9.4/bbl ในปี 2567 เทียบกับ US\$10.3/bbl ในปี 2566 พัฒนาการล่าสุดในตลาดน้ำมันหลังจากกลุ่ม OPEC+ เลื่อนแผนทยอยยกเลิกการผลิตน้ำมันส่งผลต่อผลประกอบการของ TOP ผ่านทาง crude premium ที่แคบลง ความผันผวนของราคาน้ำมันบ่งชี้ว่ายังคงมีความเสี่ยงขาขึ้น/ขาลงต่อผลประกอบการอื่นเนื่องมาจากกำไร/ขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน นอกจากนี้เรายังคาดว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรมาติกส์จะปรับตัวดีขึ้น YoY โดยได้แรงหนุนจากอุปสงค์ที่สูงขึ้นจากโรงงาน PTA แห่งใหม่ในจีน และอุปทาน PX ที่ตั้งอยู่ในภูมิภาค

Bullish views	Bearish views
1. ดัชนีต่อหน่วยระดับต่ำของ TOP จะยังคงเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันหลักของบริษัทเมื่อเทียบกับคู่แข่งในประเทศ	1. การระงับใช้ SBM-2 เป็นเวลานานเนื่องจากน้ำมันรื้อไหลจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ TOP ในระยะสั้น แม้ว่าค่าใช้จ่ายที่เกี่ยวข้องกับเหตุการณ์น้ำมันรื้อไหลคาดว่าจะมีจำนวนน้อยมาก
2. TOP น่าจะมีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้น้ำมันดิบมากขึ้นเมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มดำเนินการในปี 2567 และดำเนินการเต็มรูปแบบในปี 2568	2. การลงทุนในธุรกิจปิโตรเคมีสายโอเลฟินส์ตามแผนทำให้ตลาดมีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจใหม่นี้ในระยะสั้น
3. TOP ได้ขยายธุรกิจสู่ธุรกิจโอเลฟินส์โดยใช้ประโยชน์จากเนฟทาที่ผลิตได้มากขึ้นจากโครงการ CFP ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในอนาคตจากกระแสการใช้รถยนต์ไฟฟ้า (EV)	

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
GRM ที่ดีขึ้นใน 4Q67 จากผลิตภัณฑ์ middle distillate	อุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นใน 4Q67 จากความต้องการ heating oil และน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินตามฤดูกาล เนื่องจากเป็นช่วงที่มีการท่องเที่ยวและการเดินทางทางอากาศเพิ่มมากขึ้น	บวก	ผลประกอบการของ TOP คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์น้ำมันที่สูงขึ้น โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ middle distillate (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน)
ค่าระวางที่สูงขึ้นจากการระงับใช้ทุ่นผูกเรือกลางทะเล	ทุ่นผูกเรือกลางทะเล (SBM-2) ของ TOP ซึ่งช่วยให้ TOP สามารถจอดเรือบรรทุกน้ำมัน VLCC ได้ ถูกสั่งระงับใช้งานตั้งแต่ต้นเดือน ก.ย. 2566 เนื่องจากมีน้ำมันรื้อไหล	ลบในระยะสั้น	TOP ต้องเปลี่ยนไปใช้ SBM-1 โดยจะต้องถ่ายโอนน้ำมันจากเรือ VLCC ก่อนเข้าเทียบท่า ส่งผลให้ต้นทุนค่าระวางของบริษัทเพิ่มขึ้น US\$0.5/bbl อย่างไรก็ตาม เหตุการณ์นี้มีผลกระทบต่อปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลับ
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 3Q67	ลดลง YoY และ QoQ	เราคาดว่ากำไรปกติจะอ่อนแอลง QoQ โดยมีสาเหตุมาจาก market GRM ระดับต่ำและขาดทุนสต็อก ซึ่งจะได้รับชดเชยบางส่วนจากมาร์จิ้นที่เพิ่มขึ้นจากน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานและปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลับที่สูงขึ้น โดยคาดว่าจะมีขาดทุนสต็อกสุทธิ 7.5 พันลบ. เมื่อพิจารณาจากราคาน้ำมันที่มีแนวโน้มลดลงใน 3Q67

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
ค่าการกลั่น (-US\$1/bbl)	-21.6%	-1.1 บาท/หุ้น

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เราเชื่อว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับแนวโน้มที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score	6.38 (2022)	CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings	
Rank in Sector	3/63	TOP	5	Yes	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (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 2nd quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2568 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile

ประเด็นด้านสังคม (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 ≤ 0.30 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานเล็กน้อย ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรลดลงจาก 94% สู่ 89% ในขณะที่อัตราการลาออกเพิ่มขึ้นจาก 2.72% เป็น 4.97%
- TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น

ประเด็นด้านกำกับบรรษัทภิบาล (G)

- คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (92.86% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 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 Financial Materiality Score and Disclosure

	2022	2023
ESG Financial Materiality Score	6.38	—
Environment Financial Materiality Score	5.51	—
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 (*000 metric tonnes)	3,264	3,380
Carbon per Unit of Production (metric tonnes)	0	—
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	8.35	—
Human Rights Policy	Yes	Yes
Women in Senior Management (%)	33	—
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Lost Time Incident Rate (per 100 contractors)	0.05	0.00
Employee Turnover (%)	4.97	3.62
Governance Financial Materiality Score	6.02	—
Board Size (persons)	14	14
Board Meeting Attendance (%)	99	100
Number of Women on Board (persons)	1	1
Number of Independent Directors (persons)	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 และขึ้นอยู่กับเปิดเผยข้อมูลของแต่ละบริษัท

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	415,542	443,282	500,854
Cost of goods sold	(Btmn)	355,113	255,300	319,555	481,137	436,164	396,641	418,214	472,855
Gross profit	(Btmn)	8,802	(7,387)	25,941	48,452	33,080	18,902	25,067	27,998
SG&A	(Btmn)	2,546	2,650	3,056	4,182	3,521	4,851	5,115	5,813
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
Pre-tax profit	(Btmn)	4,760	(13,214)	19,821	41,273	26,810	11,639	17,720	20,049
Corporate tax	(Btmn)	1,240	(647)	2,034	8,918	4,672	2,268	3,012	3,407
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)
Core profit	(Btmn)	4,556	(10,495)	19,037	31,404	22,080	10,733	16,240	18,249
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,721	7,193	(6,459)	1,264	(2,637)	1,700	0	(10)
Net Profit	(Btmn)	6,277	(3,301)	12,578	32,668	19,443	12,433	16,240	18,239
EBITDA	(Btmn)	13,179	(2,482)	30,309	52,014	37,359	22,506	31,856	34,159
Core EPS	(Btmn)	2.23	(5.14)	9.33	15.03	9.88	4.80	7.27	8.17
Net EPS	(Bt)	3.08	(1.62)	6.17	15.63	8.70	5.57	7.27	8.16
DPS	(Bt)	1.50	0.70	2.60	3.70	3.40	2.00	2.60	2.90

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	90,131	127,120	149,339
Total fixed assets	(Btmn)	148,768	191,958	260,905	290,753	294,621	299,669	275,837	266,533
Total assets	(Btmn)	283,445	306,188	362,144	444,581	419,993	389,800	402,958	415,871
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	62,408	65,090	74,587
Total long-term liabilities	(Btmn)	120,854	157,449	200,574	182,250	178,180	159,925	158,918	149,961
Total liabilities	(Btmn)	159,521	186,069	239,050	285,923	251,681	222,333	224,008	224,548
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	123,924	120,118	123,094	158,657	168,312	167,466	178,950	191,323
BVPS	(Bt)	58.81	56.97	59.25	69.85	74.12	73.67	78.74	84.21

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	10,733	16,240	18,249
Depreciation and amortization	(Btmn)	6,923	7,554	7,424	7,744	7,799	8,456	11,904	11,974
Operating cash flow	(Btmn)	9,666	4,979	11,543	43,182	27,619	24,998	30,278	10,119
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)	(15,430)	(5,707)	(6,816)
Net cash flow	(Btmn)	41,138	(21,936)	(23,548)	13,880	(15,145)	(3,935)	36,499	634

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	4.5	5.7	5.6
Operating margin	(%)	1.7	(4.0)	6.6	8.4	6.3	3.4	4.5	4.4
EBITDA margin	(%)	3.6	(1.0)	8.8	9.8	8.0	5.4	7.2	6.8
EBIT margin	(%)	1.7	(4.0)	6.6	8.4	6.3	3.4	4.5	4.4
Net profit margin	(%)	1.7	(1.3)	3.6	6.2	4.1	3.0	3.7	3.6
ROE	(%)	3.6	(8.6)	15.7	22.3	13.5	6.4	9.4	9.9
ROA	(%)	1.7	(3.6)	5.7	7.8	5.1	2.7	4.1	4.5
Net D/E	(x)	0.3	0.6	1.2	0.8	0.8	0.8	0.5	0.5
Interest coverage	(x)	4.1	(0.6)	8.4	13.5	9.1	5.9	8.6	9.3
Debt service coverage	(x)	2.1	(0.3)	3.5	2.0	2.2	2.8	4.1	2.2
Payout Ratio	(%)	48.8	(43.3)	42.2	23.7	39.1	35.9	35.8	35.5

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	81.0	75.0	68.0
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	4.7	2.4	5.5	13.4	10.0	9.4	10.9	11.9
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	110.0	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
Gross profit	(Btmn)	(1,375)	880	6,527	2,937	20,180	3,436	9,744	7,279
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
Pre-tax profit	(Btmn)	(2,906)	(1,535)	5,246	1,357	18,651	1,556	8,470	5,979
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
Core profit	(Btmn)	(3,148)	(1,628)	3,497	1,872	15,862	850	6,845	4,785
Extra-ordinary items	(Btmn)	3,159	1,775	1,057	(755)	(5,035)	2,095	(982)	781
Net Profit	(Btmn)	12	147	4,554	1,117	10,828	2,944	5,863	5,566
EBITDA	(Btmn)	(433)	1,246	7,758	4,074	21,222	4,305	10,848	8,473
Core EPS	(Btmn)	(1.54)	(0.73)	1.57	0.84	7.10	0.38	3.06	2.14
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
Total assets	(Btmn)	440,553	444,581	428,571	406,956	422,207	419,993	428,357	436,246
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
Total liabilities	(Btmn)	282,837	285,923	265,754	251,111	259,156	251,681	254,800	266,075
Paid-up capital	(Btmn)	22,323	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	160,275	161,280	165,484	158,518	165,785	171,056	176,340	172,945
BVPS	(Btmn)	75.76	69.90	71.69	68.57	71.77	74.12	76.45	74.94

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)
Net cash flow	(Btmn)	(17,624)	20,405	3,525	(14,504)	(4,268)	102	4,956	1,048

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

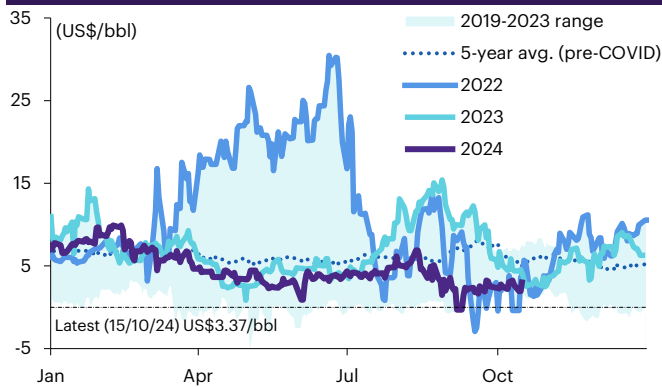
Figure 1: TOP – 3Q24F earnings preview

	3Q23	2Q24	3Q24F	%YoY	%QoQ
Sales	124,206	123,520	106,639	(14.1)	(13.7)
EBITDA	21,222	8,473	(2,992)	n.a.	n.a.
Core profit	6,941	3,833	263	(96.2)	(93.1)
Net profit	10,828	5,566	(4,237)	n.a.	n.a.
EPS (Bt/share)	4.85	2.49	(1.90)	n.a.	n.a.
Utilization - refinery (%)	110%	111%	113%	2.7	1.8
Market GIM (US\$/bbl)	13.6	5.7	5.4	(60.3)	(5.3)
Acct. GIM (US\$/bbl)	23.3	7.0	(2.1)	n.a.	n.a.
P2F – Aromatics (US\$/t)	31	79	73	136.1	(7.3)
P2F – Lube base oil (US\$/t)	84	72	98	16.4	35.8

Source: TOP and InnovestX Research

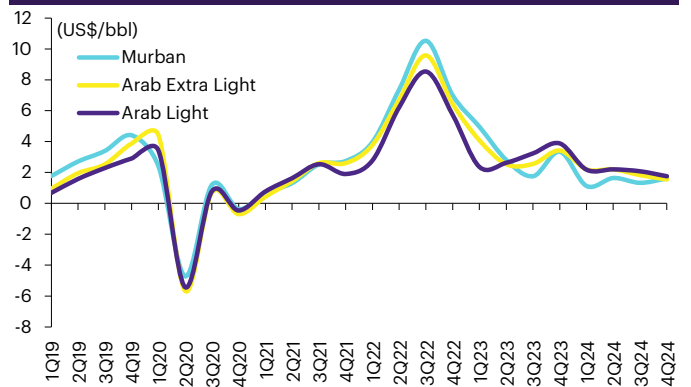
Appendix

Figure 2: Singapore GRM (Hydrocracking)



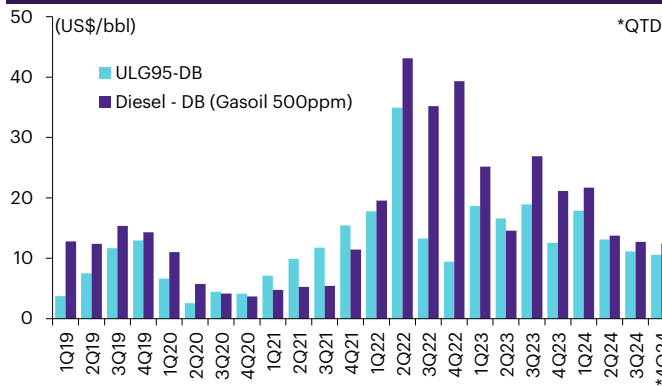
Source: Reuters and InnovestX Research

Figure 3: Crude premium



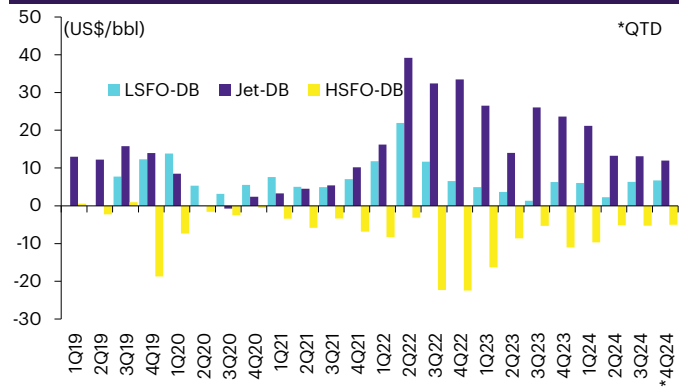
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 4: Crack spread – Diesel vs. gasoline



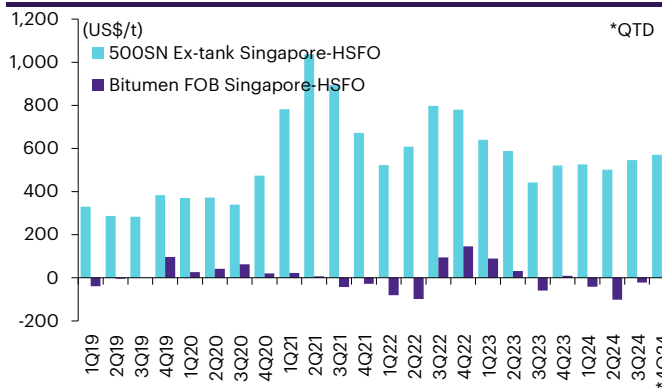
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 5: Crack spread – jet fuel vs. HSFO vs. LSFO



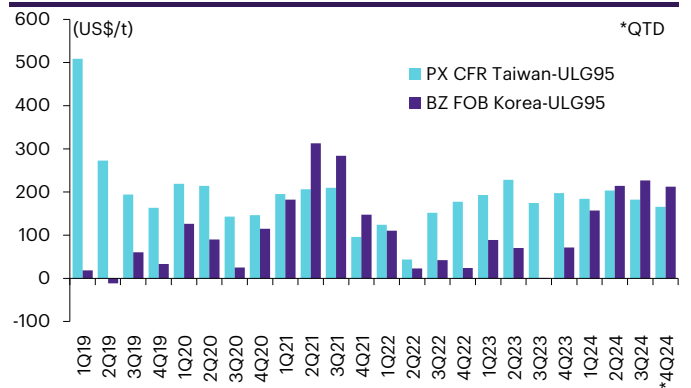
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 6: Lube base oil and bitumen spreads



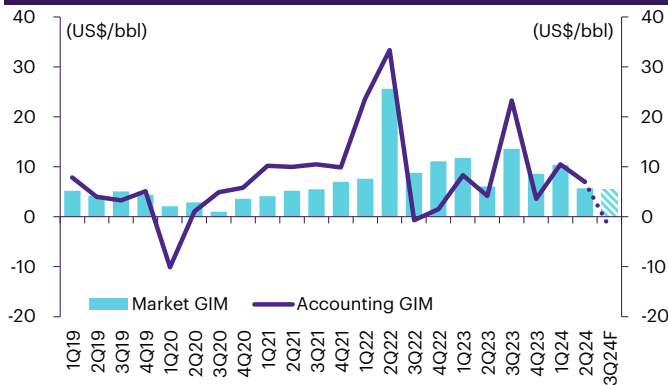
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 7: Aromatics product spread over ULG95



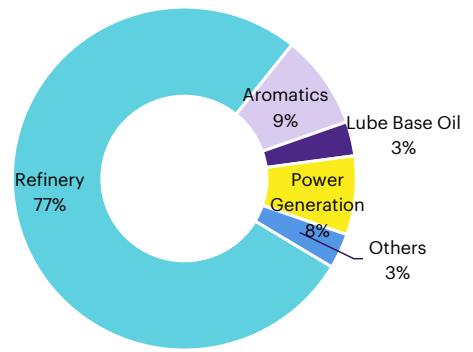
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 8: Gross integrated margin



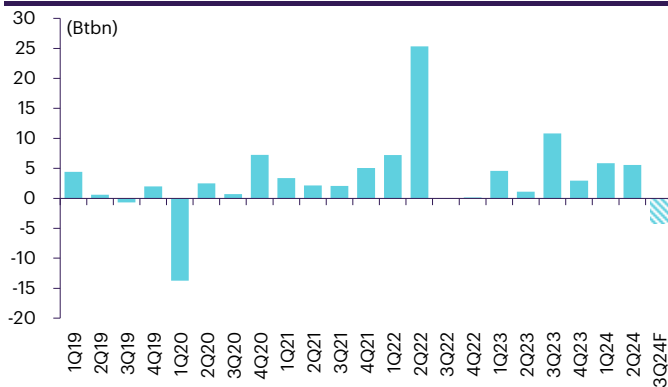
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 9: EBITDA breakdown (LTM to 2Q24)



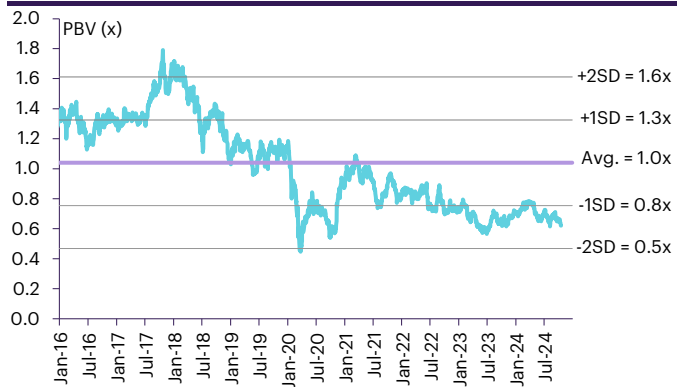
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 10: Quarterly net profit



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 11: TOP - PBV band



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 12: Valuation summary (price as of Oct 16, 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	36.00	46.0	33.3	3.9	5.5	3.9	(32)	(28)	39	0.7	0.6	0.5	14	9	11	5.6	5.6	6.3	3.9	3.6	3.0
BSRC	Underperform	8.30	7.3 (9.6)	13.4	11.9	8.4	(77)	13	41	1.0	1.0	0.9	8	8	11	3.0	2.4	4.8	9.8	8.6	6.5	
IRPC	Neutral	1.63	1.7	6.1	n.m.	25.9	12.9	n.m.	n.m.	101	0.4	0.4	0.4	(5)	2	3	1.8	1.8	3.7	16.2	6.4	5.8
OR	Outperform	16.90	24.0	44.9	17.7	17.5	14.6	7	1	20	1.9	1.7	1.6	10	10	12	3.1	2.8	3.0	9.0	9.3	7.9
PTT	Outperform	33.50	41.0	28.4	9.3	8.3	8.1	(36)	12	3	0.9	0.8	0.8	7	7	7	6.0	6.0	6.0	3.5	3.5	3.2
PTTEP	Outperform	131.50	172.0	38.0	6.6	6.5	6.7	(13)	2	(2)	1.0	1.0	0.9	16	15	14	7.2	7.2	6.8	2.0	2.3	2.6
SPRC	Neutral	7.00	8.5	27.1	n.m.	6.8	8.0	n.m.	n.m.	(15)	0.8	0.7	0.7	(3)	12	9	0.0	5.7	4.3	25.0	4.6	3.9
TOP	Outperform	48.50	71.0	50.5	4.9	10.1	6.7	(34)	(51)	51	0.6	0.6	0.6	14	6	9	7.0	4.1	5.4	6.3	10.6	6.3
Average					9.3	11.6	8.7	(31)	(9)	30	0.9	0.9	0.8	8	9	9	4.2	4.5	5.0	9.5	6.1	4.9

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 ไปใช้ในทุกระณีน ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว 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 บกวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่นักลงทุนใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อการเสียหายใดๆ 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 ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

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, CPAXTT, 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, OISHI¹, 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, SFP², 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, SYNTCC, 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, BSRC, BTG, CEN, CGH, CH, CHIC, CI, CIG, CMC, COMAN, CSP, DOD, DPAINT, DV8, EFORL, EKH, ESTAR, EVER, FORTH, FSMART, FTI, GEL, GSI, 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, TCCC³, 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.

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

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

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

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้มาตรฐาน)

2S, AAI, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITEL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NKI, NOBLE, NRF, NWR, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTGCG, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPC, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTCC, TAE, TAKUNI, TASC, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLOR, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนา)

ACE, ADVICE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, B52, BLAND, BPS, BYD, CAZ, CHASE, CHG, CV, DEXON, DITTO, ECL, EKH, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LH, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NER, NEX, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PRTR, PTC, RT, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SIS, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UREKA, VNG, WELL, WIN, WPH, XPG

N/A

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALL, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASAP, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCTION, AURA, BA, BBK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPAXT, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GIFT, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSC, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IT, ITD, ITNS, ITTHI, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MST, 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, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PJW, PLT, PMC, PMTA, POLAR, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PRO, PSG, PSP, PTL, QTCC, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJINA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCL, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD, SMK, SMT, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STC, STEC, STECH, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THG, THMUJ, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UOBKH, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, W, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, 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 June 30, 2024) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.