

บริษัท ไทยออยล์  
 จำกัด (มหาชน)

 Bloomberg TOP TB  
 Reuters TOP.BK

## 3Q67: ขาดทุนสุทธิตามคาด

TOP รายงานขาดทุนสุทธิ 4.2 พันลบ. ใน 3Q67 เป็นไปตามที่ตลาดและ INVX คาด โดยขาดทุนสุทธิเป็นผลมาจากการรับรู้ขาดทุนจากสต็อกน้ำมันจำนวนมากถึง US\$5.4/bbl (5.4 พันลบ.) และมีรายการปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือน้ำมันดิบและน้ำมันสำเร็จรูป 2.1 พันลบ. ซึ่งสูงกว่า GIM ของ TOP ที่ US\$5.4/bbl ใน 3Q67 กำไรจากการดำเนินงานสุทธิลดลง 89% YoY และ 70% QoQ จากค่าการกลั่นและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่อ่อนแอ และมีส่วนแบ่งขาดทุนจากบริษัทร่วมในธุรกิจอื่นๆ เช่น CAP (ธุรกิจโอเลฟินส์) กำไร 9M67 ที่ 7.1 พันลบ. ต่ำกว่าประมาณการกำไรเต็มปีของเราที่ 1.24 หมื่นลบ. ค่อนข้างมากเนื่องจากได้รับผลกระทบจากขาดทุนสต็อกน้ำมันและค่าการกลั่นที่อ่อนแอใน 3Q67 ดังนั้นเราจึงปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลง 10% ในขณะที่ยังคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 71 บาท (PBV ปี 2568 ที่ 1 เท่า) ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 8.3 เท่า เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ TOP เพราะ valuation ไม่แพงและผลประกอบการมีแนวโน้มปรับตัวดีขึ้นใน 4Q67 และปี 2568

**เพิ่มปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นเพื่อคงต้นทุนต่อหน่วยไว้ในระดับต่ำ** แม้ค่าการกลั่นอยู่ในระดับต่ำ แต่ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นทั้งหมดเพิ่มขึ้น 1% QoQ สู่ 313,000 บาร์เรลต่อวัน สูงที่สุดนับตั้งแต่ 2Q56 ซึ่งเป็นผลมาจากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้นเป็น 113% จาก 111% ใน 2Q67 เพื่อให้ต้นทุนต่อหน่วยยังอยู่ในระดับต่ำท่ามกลางค่าการกลั่นที่อ่อนแอใน 3Q67 TOP สามารถบริหารจัดการกระบวนการขนถ่ายน้ำมันดิบได้แม้ว่า SBM-2 ยังคงปิดใช้งานอยู่ ต้นทุนการดำเนินงาน/หน่วยปรับตัวเพิ่มขึ้นเล็กน้อยสู่ US\$1.9/bbl เทียบกับ US\$1.6/bbl ใน 2Q67 เนื่องจากมีค่าใช้จ่ายซ่อมบำรุงที่หน่วยเพิ่มคุณค่าผลิตภัณฑ์ (upgrading unit) และต้นทุนค่าขนส่งน้ำมันดิบเพิ่มขึ้น US\$0.5/bbl จนกว่าจะกลับมาเปิดใช้งาน SBM-2

**GIM ลดลง QoQ เพราะได้รับผลกระทบอย่างหนักจากขาดทุนสต็อกน้ำมัน** กำไรขั้นต้นจากการผลิตของกลุ่ม (market GIM) ลดลง 60% YoY และ 5% QoQ มาอยู่ที่ US\$5.4/bbl เนื่องจากกำไรขั้นต้นจากการกลั่นลดลงจาก US\$3.8/bbl ใน 2Q67 มาอยู่ที่ US\$3.7/bbl ใน 3Q67 market GIM ถูกหักล้างไปทั้งหมดโดยขาดทุนจากสต็อกน้ำมันที่ US\$5.4/bbl ทำให้ accounting GIM กลายเป็นศูนย์ ต่ำที่สุดนับตั้งแต่ 3Q65 นอกจากนี้ TOP ยังปรับลดมูลค่าสินค้าคงเหลือน้ำมันดิบและน้ำมันสำเร็จรูป 2.1 พันลบ. ตามวิธีการทางบัญชีซึ่งจะมีการกลับรายการในช่วงต้น 4Q67

**กำไรจากธุรกิจอะโรเมติกส์ลดลง QoQ** กำไรจากธุรกิจอะโรเมติกส์ลดลง 69% QoQ เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่อ่อนแอ เนื่องจาก product-to-feed margin ลดลง 18% QoQ โดยเฉพาะ PX ขณะที่กำไรจากธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานเพิ่มขึ้น 50% QoQ เพราะส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งขึ้น เนื่องจากราคาน้ำมันเตาลดลง QoQ ทำให้ product-to-feed margin เพิ่มขึ้น 22% QoQ นอกจากนี้ TOP ยังเพิ่มอัตราการใช้กำลังการผลิตน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานจาก 83% ใน 2Q67 เป็น 86% เพื่อให้ได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่แข็งแกร่งด้วย

**ขาดทุนเพิ่มขึ้นใน 4Q67** เราคาดว่ากำไรปีนี้จะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 4Q67 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปขั้นกลาง (>55% ของผลิตภัณฑ์ทั้งหมด) ตามฤดูกาล แม้ว่าค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์โดยเฉลี่ยจะลดลง YoY อย่างต่อเนื่องใน 4Q67 จากระดับ US\$5.47/bbl ใน 4Q66 ทั้งนี้สต็อก gasoil ทั่วโลกยังคงต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี ในขณะที่โรงกลั่นลดอัตราการใช้กำลังการกลั่นลงอย่างต่อเนื่องใน 3Q67 ซึ่งเป็นผลมาจากค่าการกลั่นที่อ่อนแอ นอกจากนี้เรายังคาดการณ์ถึงผลกระทบที่ลดน้อยลงจากโควตาส่งออกชุดที่สามของจีนที่มีจำนวนเพียง 8 ล้านตัน หรือเพียง 20% ของโควตาส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันสะอาดทั้งหมดในปี 2567 เทียบกับ 80% ที่จัดสรรใน 9M67

**ปรับประมาณการกำไรปี 2567 ลดลง; คงราคาเป้าหมาย** ผลประกอบการที่อ่อนแอใน 3Q67 ทำให้เราปรับประมาณการกำไรปี 2567 ของ TOP ลดลง 10% สู่ 1.11 หมื่นลบ. (-43% YoY) ซึ่งสะท้อนถึง market GIM ที่ US\$8.8/bbl (เทียบกับ 9M67 ที่ US\$7.1) และอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่ 110% (สอดคล้องกับ 9M67) เรายังคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 71 บาท โดยอิงกับ PBV 1 เท่า (ปี 2568) หรือค่าเฉลี่ย 5 ปี ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 8.3 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 8.4 เท่า ปัจจุบันหุ้น TOP ซื้อขายที่ PBV 0.5 เท่า (-2SD) เท่ากับในช่วงที่เกิดสถานการณ์ COVID-19

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** ราคาน้ำมันและค่าการกลั่นผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน 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	461,461	442,310	498,712
EBITDA	(Btmn)	52,014	37,359	22,732	30,896	32,043
Core profit	(Btmn)	31,404	22,080	9,533	15,793	16,860
Reported profit	(Btmn)	32,668	19,443	11,135	15,793	16,850
Core EPS	(Bt)	15.03	9.88	4.27	7.07	7.55
DPS	(Bt)	3.70	3.40	1.80	2.50	2.70
P/E, core	(x)	2.8	4.3	10.0	6.0	5.7
EPS growth, core	(%)	61.0	(34.2)	(56.8)	65.7	6.8
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
ROE	(%)	22.3	13.5	5.7	9.2	9.2
Dividend yield	(%)	8.7	8.0	4.2	5.8	6.3
EV/EBITDA	(x)	4.3	6.0	9.9	6.2	5.9

Source: InnovestX Research

ดูข้อมูลสถิติในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

## Tactical: OUTPERFORM (3-month)

### Stock data

Last close (Nov 8) (Bt)	42.75
Target price (Bt)	71.00
Mkt cap (Btbn)	95.50

12-m high / low (Bt)	60.8 / 40.8
Avg. daily 6m (US\$mn)	16.18
Foreign limit / actual (%)	40 / 19
Free float (%)	52.0
Outstanding Short Position (%)	2.44

### Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(15.3)	(14.1)	(9.5)
Relative to SET	(15.8)	(23.9)	(13.2)

### INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2024F	2025F
Consensus (Bt mn)	12,563	15,599
INVX vs Consensus (%)	(24.1)	1.2

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 4Q24 core earnings	Up	Up

### 2023 Sustainability/2022 ESG Score

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

### Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

ESG Score and Rank	6.34	3/63
Environmental Score and Rank	5.51	5/63
Social Score and Rank	8.35	1/63
Governance Score and Rank	5.88	6/63

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

### นักวิเคราะห์

#### ชัยพัชร สวัสดิ์โน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.t@innovestx.co.th

**มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG**

เราเชื่อว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับแนวโน้มที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

**ESG Ratings and Indices**

<b>Bloomberg ESG Financial Materiality Score</b>	<b>6.25 (2023)</b>	<b>CG Rating</b>	<b>DJSI</b>	<b>SETESG</b>	<b>SET ESG Ratings</b>	
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 2<sup>nd</sup> 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  $\leq 0.30$  รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานเล็กน้อย ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรลดลงจาก 94% สู่ 89% ในขณะที่อัตราการลาออกเพิ่มขึ้นจาก 2.72% เป็น 4.97%
- TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น

**ประเด็นด้านกบรรมภิบา (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
<b>ESG Financial Materiality Score</b>	<b>6.34</b>	<b>6.25</b>
<b>Environment Financial Materiality Score</b>	<b>5.51</b>	<b>5.59</b>
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
<b>Social Financial Materiality Score</b>	<b>8.35</b>	<b>8.43</b>
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
<b>Governance Financial Materiality Score</b>	<b>5.88</b>	<b>5.37</b>
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 และด้านธรรมาภิบาล 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	461,461	442,310	498,712
Cost of goods sold	(Btmn)	355,113	255,300	319,555	481,137	436,164	442,364	418,214	472,855
<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>19,096</b>	<b>24,096</b>	<b>25,857</b>
SG&A	(Btmn)	2,546	2,650	3,056	4,182	3,521	4,820	5,104	5,788
Other income	(Btmn)	1,728	1,115	530	863	1,339	1,808	1,898	1,993
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>12,266</b>	<b>17,181</b>	<b>18,376</b>
Corporate tax	(Btmn)	1,240	(647)	2,034	8,918	4,672	2,358	2,921	3,122
Equity a/c profits	(Btmn)	1,276	2,492	1,675	(513)	84	(227)	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>9,533</b>	<b>15,793</b>	<b>16,860</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,721	7,193	(6,459)	1,264	(2,637)	1,602	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>11,135</b>	<b>15,793</b>	<b>16,850</b>
EBITDA	(Btmn)	13,179	(2,482)	30,309	52,014	37,359	22,732	30,896	32,043
<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>4.27</b>	<b>7.07</b>	<b>7.55</b>
Net EPS	(Bt)	3.08	(1.62)	6.17	15.63	8.70	4.98	7.07	7.54
DPS	(Bt)	1.50	0.70	2.60	3.70	3.40	1.80	2.50	2.70

### 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	95,820	125,821	147,097
Total fixed assets	(Btmn)	148,768	191,958	260,905	290,753	294,621	299,669	275,837	266,533
<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>395,489</b>	<b>401,659</b>	<b>413,630</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	69,173	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
<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>229,098</b>	<b>224,008</b>	<b>224,548</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>166,391</b>	<b>177,651</b>	<b>189,081</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>73.19</b>	<b>78.16</b>	<b>83.20</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	9,533	15,793	16,860
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	25,473	25,790	11,184
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)	(15,206)	(5,484)	(6,369)
<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>(3,237)</b>	<b>32,234</b>	<b>2,146</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	4.1	5.4	5.2
Operating margin	(%)	1.7	(4.0)	6.6	8.4	6.3	3.1	4.3	4.0
EBITDA margin	(%)	3.6	(1.0)	8.8	9.8	8.0	4.9	7.0	6.4
EBIT margin	(%)	1.7	(4.0)	6.6	8.4	6.3	3.1	4.3	4.0
Net profit margin	(%)	1.7	(1.3)	3.6	6.2	4.1	2.4	3.6	3.4
ROE	(%)	3.6	(8.6)	15.7	22.3	13.5	5.7	9.2	9.2
ROA	(%)	1.7	(3.6)	5.7	7.8	5.1	2.3	4.0	4.1
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	6.0	8.3	8.7
Debt service coverage	(x)	2.1	(0.3)	3.5	2.0	2.2	2.9	3.9	2.1
Payout Ratio	(%)	48.8	(43.3)	42.2	23.7	39.1	36.1	35.4	35.8

### 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	8.8	10.7	11.5
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	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Total revenue	(Btmn)	125,426	116,820	108,662	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189
Cost of goods sold	(Btmn)	124,546	110,292	105,725	104,026	116,121	109,788	116,241	116,804
<b>Gross profit</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>(5,615)</b>
SG&A	(Btmn)	1,691	674	799	899	1,149	841	935	966
Other income	(Btmn)	270	314	300	403	322	614	644	530
Interest expense	(Btmn)	994	922	1,081	1,032	1,053	1,047	1,008	1,011
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>(7,062)</b>
Corporate tax	(Btmn)	(108)	1,805	(523)	2,680	710	1,464	1,154	(1,057)
Equity a/c profits	(Btmn)	(138)	101	16	(49)	16	(124)	(40)	(30)
Minority interests	(Btmn)	(63)	(44)	(25)	(60)	(13)	(38)	(19)	16
<b>Core profit</b>	<b>(Btmn)</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>4,765</b>	<b>(6,019)</b>
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,775	1,057	(755)	(5,035)	2,095	(982)	781	1,801
<b>Net Profit</b>	<b>(Btmn)</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>5,547</b>	<b>(4,218)</b>
EBITDA	(Btmn)	1,246	7,758	4,074	21,222	4,305	10,848	8,473	(4,575)
<b>Core EPS</b>	<b>(Btmn)</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>2.13</b>	<b>(2.69)</b>
Net EPS	(Bt)	0.07	2.04	0.50	4.85	1.32	2.62	2.48	(1.89)

### Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Total current assets	(Btmn)	153,828	137,066	114,824	127,309	125,371	126,149	136,429	104,025
Total fixed assets	(Btmn)	290,753	291,505	292,131	294,898	294,621	302,208	299,817	296,754
<b>Total assets</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>400,779</b>
Total loans	(Btmn)	173,751	160,587	167,379	170,342	163,117	168,988	165,580	165,913
Total current liabilities	(Btmn)	103,673	86,791	65,322	71,984	73,501	64,428	79,854	60,252
Total long-term liabilities	(Btmn)	182,250	178,963	185,788	187,172	178,180	190,372	186,221	172,587
<b>Total liabilities</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>232,839</b>
Paid-up capital	(Btmn)	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
<b>Total equity</b>	<b>(Btmn)</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>170,696</b>
<b>BVPS</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>73.95</b>

### Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Core Profit	(Btmn)	(1,628)	3,497	1,872	15,862	850	6,845	4,765	(6,019)
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,057	1,905	1,936	1,941	2,018	1,944	2,129	2,006
Operating cash flow	(Btmn)	19,106	20,138	(5,973)	5,753	7,701	8,454	20,735	(10,259)
Investing cash flow	(Btmn)	(1,836)	(4,068)	(4,206)	(7,194)	(4,224)	(1,363)	(6,807)	(1,580)
Financing cash flow	(Btmn)	3,135	(12,545)	(4,326)	(2,828)	(3,374)	(2,134)	(12,880)	(4,931)
<b>Net cash flow</b>	<b>(Btmn)</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>	<b>(16,769)</b>

### Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Gross margin	(%)	0.7	5.6	2.7	16.2	2.9	8.2	5.9	(5.1)
Operating margin	(%)	(0.6)	5.0	2.0	15.5	1.9	7.4	5.1	(5.9)
EBITDA margin	(%)	1.0	6.6	3.7	17.1	3.6	9.1	6.9	(4.1)
EBIT margin	(%)	(0.6)	5.0	2.0	15.5	1.9	7.4	5.1	(5.9)
Net profit margin	(%)	0.1	3.9	1.0	8.7	2.5	4.9	4.5	(3.8)
ROE	(%)	(4.1)	8.7	4.7	39.8	2.1	16.0	11.1	(14.2)
ROA	(%)	(1.5)	3.2	1.8	15.3	0.8	6.5	4.4	(5.8)
Net D/E	(x)	0.8	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8
Interest coverage	(x)	1.3	8.4	3.8	20.6	4.1	10.4	8.4	(4.5)
Debt service coverage	(x)	0.2	2.0	1.0	5.2	1.0	4.0	3.1	(0.7)

### Key Statistics

FY December 31	Unit	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	84.75	80.32	77.78	86.74	83.55	81.29	85.25	78.31
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	11.1	11.8	6.1	13.6	8.6	10.4	5.7	5.4
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	178	193	228	175	198	184	203	182
Utilization rate - refinery	(%)	103	112	113	110	111	105	111	113
Utilization rate - petchem	(%)	67	67	71	74	79	76	80	83
FX	(Bt/US\$)	36.33	33.94	34.46	35.17	35.63	35.65	36.70	34.80

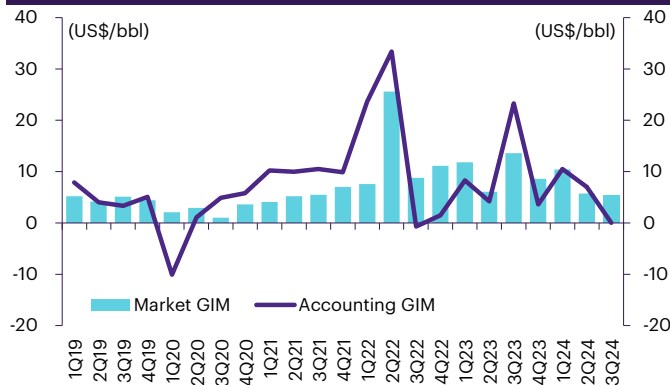
**Figure 1: TOP – 3Q24 earnings review**

	3Q23	2Q24	3Q24	%YoY	%QoQ	9M23	9M24	%YoY
<b>P&amp;L (Bt, mn)</b>								
Total revenue	124,206	123,520	111,189	(10.5)	(10.0)	349,687	354,241	1.3
Gross profit	20,180	7,279	(5,615)	n.a.	n.a.	29,644	11,408	(61.5)
EBITDA	21,222	8,473	(4,575)	n.a.	n.a.	33,054	14,746	(55.4)
Profit before extra items	15,862	4,765	(6,019)	n.a.	n.a.	21,231	5,591	(73.7)
<b>Net Profit</b>	<b>10,828</b>	<b>5,547</b>	<b>(4,218)</b>	<b>n.a.</b>	<b>n.a.</b>	<b>16,499</b>	<b>7,192</b>	<b>(56.4)</b>
EPS (Bt)	4.85	2.48	(1.89)	n.a.	n.a.	7.39	3.22	(56.4)
<b>B/S (Bt, mn)</b>								
Total assets	422,207	436,246	400,779	(5.1)	(8.1)	422,207	400,779	(5.1)
Total liabilities	259,156	266,075	232,839	(10.2)	(12.5)	259,156	232,839	(10.2)
Total equity	163,051	170,171	167,940	3.0	(1.3)	163,051	167,940	3.0
BVPS (Bt)	71.77	74.94	73.95	3.0	(1.3)	71.77	73.95	3.0
<b>Financial ratio (%)</b>								
Gross margin (%)	16.2	5.9	(5.1)	(21.3)	(10.9)	8.5	3.2	(5.3)
EBITDA margin (%)	17.1	6.9	(4.1)	(21.2)	(11.0)	9.5	4.2	(5.3)
Net profit margin (%)	8.7	4.5	(3.8)	(12.5)	(8.3)	4.7	2.0	(2.7)
ROA (%)	15.3	4.4	(5.8)	(21.1)	(10.2)	5.1	2.3	(2.7)
ROE (%)	39.8	11.1	(14.2)	(54.0)	(25.3)	13.7	5.7	(8.0)
D/E (X)	1.6	1.6	1.4	(20.3)	(17.7)	1.6	1.4	(20.3)

Source: TOP and InnovestX Research

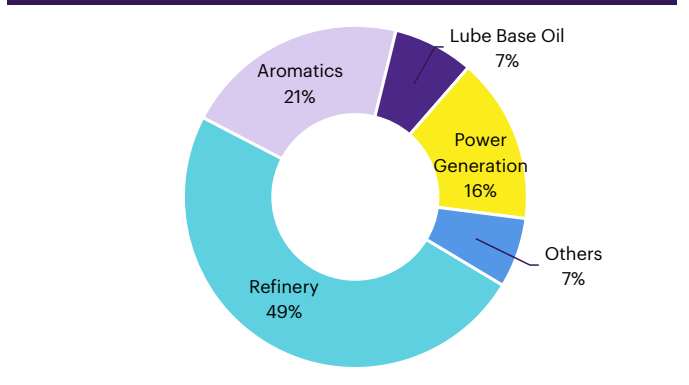
**Appendix**

**Figure 2: Gross integrated margin**



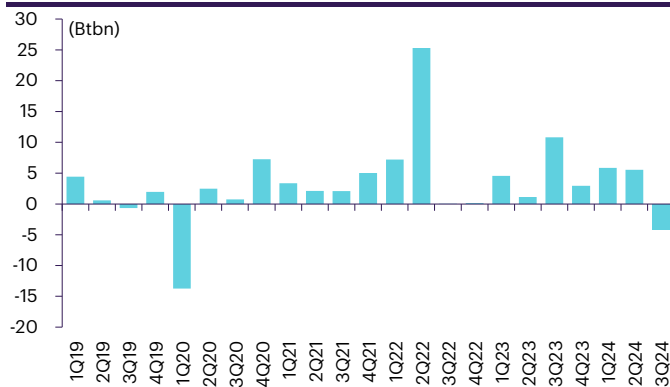
Source: TOP and InnovestX Research

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



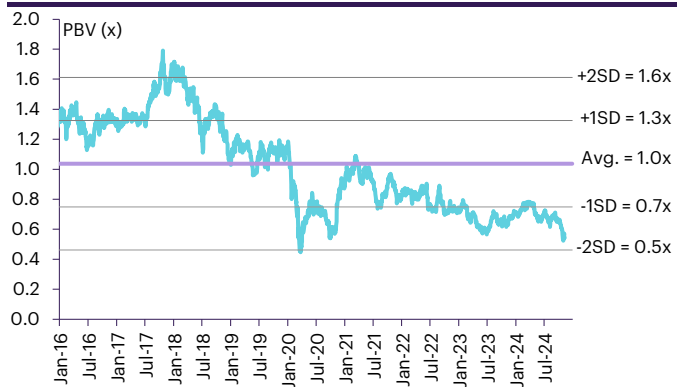
Source: TOP and InnovestX Research

**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 Nov 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	33.25	44.0	36.2	3.6	n.m.	3.6	(32)	n.m.	n.m.	0.6	0.6	0.5	14	(1)	11	6.0	3.9	7.1	3.8	3.9	3.0
BSRC	Underperform	7.10	7.0	(1.4)	11.5	n.m.	7.5	(77)	n.m.	n.m.	0.9	0.9	0.8	8	(5)	11	3.5	0.0	7.0	9.1	25.4	6.2
IRPC	Neutral	1.42	1.7	19.7	n.m.	n.m.	13.8	n.m.	(22)	n.m.	0.4	0.4	0.4	(5)	(6)	3	2.1	0.0	3.5	15.5	13.4	6.9
OR	Outperform	14.50	22.0	53.9	15.2	20.6	14.7	7	(26)	40	1.6	1.5	1.4	10	8	10	3.6	2.2	2.8	7.7	9.3	7.4
PTT	Outperform	33.25	41.0	29.3	9.2	8.2	8.0	(36)	12	3	0.8	0.8	0.8	7	7	7	6.0	6.0	6.0	3.5	3.5	3.1
PTTEP	Outperform	127.50	172.0	42.4	6.4	6.3	6.5	(13)	2	(2)	1.0	0.9	0.9	16	15	14	7.5	7.5	7.1	2.0	2.2	2.5
SPRC	Neutral	6.55	8.5	35.9	n.m.	6.3	7.5	n.m.	n.m.	(15)	0.8	0.7	0.7	(3)	12	9	0.0	6.1	4.6	23.8	4.3	3.7
TOP	Outperform	42.75	71.0	70.3	4.3	10.0	6.0	(34)	(57)	66	0.6	0.6	0.5	14	6	9	8.0	4.2	5.8	6.0	9.9	6.2
<b>Average</b>					<b>8.4</b>	<b>10.3</b>	<b>8.5</b>	<b>(31)</b>	<b>(18)</b>	<b>18</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>8</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>4.6</b>	<b>3.7</b>	<b>5.5</b>	<b>8.9</b>	<b>9.0</b>	<b>4.9</b>

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 ไปใช้ในทุกระณ มี 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 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 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 2024 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMP, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASC, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG\*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TV, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCP, NCL, NDR, ONEE, PAGO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

**Companies with Good CG Scoring**

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PAGO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD, SMIT, SORKON, SPC, SST, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, XO, XPG, YUASA, ZAA

**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 2023 to 28 October 2024) is publicized. \*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการกำกับดูแลกิจการ เช่น การระดมทุนเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังอย่างถึงที่สุดอย่าง ประหยัด

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับรับรอง)**

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, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, 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, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PAGO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, 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, SCCG, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMP, SNC, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASC, TCAP, 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, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, WPH, XO, YUASA, ZEN

**Declared (ประกาศเจตนา)**

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

**N/A**

24CS, 3K-BAT, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMAR, AMARIN, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BENA, BETA, BTG, BTNC, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, 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, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, 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, IROYAL, 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, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NL, NNCL, NOK, NOVA, NPK, NSL, NTV, NUSA, NV, NVD, NWR, 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, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SBNEXT, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD, SMT, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, SSC, STANLY, STC, STECH, STECON, STHAI, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, W, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of October 14, 2024) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.