

# บางจาก ศรีราชา

บริษัท บางจาก ศรีราชา  
จำกัด (มหาชน)

## BSRC

Bloomberg BSRC TB  
Reuters BSRC.BK



## Tactical: NEUTRAL (3-month)

| Stock data              |       |
|-------------------------|-------|
| Last close (May 6) (Bt) | 5.30  |
| Target price (Bt)       | 6.00  |
| Mkt cap (Btbn)          | 18.34 |

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| 12-m high / low (Bt)           | 9.5 / 4.8 |
| Avg. daily 6m (US\$m)          | 0.38      |
| Foreign limit / actual (%)     | 100 / 2   |
| Free float (%)                 | 23.7      |
| Outstanding Short Position (%) | 0.09      |

| Share price performance |       |       |        |
|-------------------------|-------|-------|--------|
| (%)                     | 1M    | 3M    | 12M    |
| Absolute                | 6.0   | (0.9) | (41.1) |
| Relative to SET         | (4.1) | 6.9   | (31.8) |

| INNV core earnings vs consensus |       |        |
|---------------------------------|-------|--------|
| Earnings vs consensus           | 2025F | 2026F  |
| Consensus (Bt mn)               | 1,816 | 2,800  |
| INNV vs Consensus (%)           | (8.9) | (12.1) |

| Earnings momentum       | YoY | QoQ |
|-------------------------|-----|-----|
| INNV 2Q25 core earnings | Up  | Up  |

| 2024 Sustainability/2023 ESG Score |      |
|------------------------------------|------|
| SET ESG Ratings                    | n.a. |

| Bloomberg ESG Score and Rank in the sector |            |
|--------------------------------------------|------------|
| ESG Score and Rank                         | 3.09 16/62 |
| Environmental Score and Rank               | 2.30 15/62 |
| Social Score and Rank                      | 3.25 13/62 |
| Governance Score and Rank                  | 4.42 15/62 |

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

## นักวิเคราะห์

### ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2793-9005  
chaipat.t@innovestx.co.th

## 1Q68: กำไรสุทธิดีกว่าคาดจากตราสารอนุพันธ์

กำไรสุทธิ 1Q68 ที่ 203 ลบ. ดีกว่า consensus และ INNV คาดจากกำไรตราสารอนุพันธ์ 401 ลบ. ซึ่งหลักๆ เป็นการป้องกันความเสี่ยงด้านราคาน้ำมัน รายการนี้ช่วยชดเชยขาดทุนจากการดำเนินงานจำนวน 198 ลบ. จากค่าการกลั่นพื้นฐานที่อ่อนแอที่ US\$2.9/bbl (-37% QoQ) กำไรจากธุรกิจการตลาดน้ำมันก็ปรับตัวดีขึ้น 34% QoQ แม้ปริมาณขายลดลงตามฤดูกาล QoQ เนื่องจากการตลาดดีขึ้นและค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q68 จะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากค่าการกลั่นและปริมาณขายของธุรกิจการตลาดที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย แต่กำไรสุทธิยังมีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบจากขาดทุนสต็อกจากราคาน้ำมันที่ลดลง เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ BSRC โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 6 บาท/หุ้น อิงกับ PBV (ปี 2568) ที่ 0.7 เท่า หรือ -2SD ของ PBV เดลต้า 5 ปี ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ได้ที่ 7.6 เท่า

**ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นลดลงเล็กน้อย QoQ จากค่าการกลั่นที่ต่ำถึงจุดน้อยลง** ปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นของ BSRC ปรับตัวลดลงเล็กน้อย QoQ มาอยู่ที่ 148.5kbd (อัตราการใช้กำลังการกลั่น 85.3%) โดยมีสาเหตุมาจากค่าการกลั่นที่ลดลงและอุปสงค์ในตลาดภายในประเทศที่ชะลอตัวลง ปริมาณขายลดลง 4.4% QoQ จากปริมาณขายธุรกิจอุตสาหกรรมที่ลดลง (หลักๆ เป็นการขายให้กับ BCP) ขณะที่ปริมาณขายธุรกิจค้าปลีกเพิ่มขึ้น 1% QoQ หลังจาก BSRC รีแบรนด์สถานีบริการน้ำมันทั้งหมด 752 แห่งเป็นแบรนด์ บางจากเสร็จสิ้นภายในสิ้นปี 2567

**ค่าการกลั่นทางบัญชีปรับตัวเพิ่มขึ้น QoQ จากกำไรจากการป้องกันความเสี่ยงด้านราคาน้ำมันและขาดทุนสต็อกที่ลดลง** ค่าการกลั่นพื้นฐานปรับตัวลดลง 37% QoQ มาอยู่ที่ US\$2.9/bbl ใน 1Q68 สอดคล้องกับค่าการกลั่นตลาดสิงคโปร์ แต่ค่าการกลั่นทางบัญชีเพิ่มขึ้น 80% QoQ มาอยู่ที่ US\$2.7/bbl ซึ่งเป็นผลมาจากขาดทุนจากสินค้าคงเหลือที่ลดลงและกำไรจากการป้องกันความเสี่ยงด้านราคาน้ำมัน ค่าการตลาดสุทธิปรับตัวดีขึ้นจาก 0.92 บาท/ลิตร ใน 4Q67 มาอยู่ที่ 0.95 บาท/ลิตร ใน 1Q68 ซึ่งเป็นผลมาจากผลกระทบเชิงลบที่ลดลงจากขาดทุนสินค้าคงเหลือ แม้ค่าการตลาดปรับตัวลดลง QoQ จากปริมาณน้ำมันเบนซินที่ลดลง

**กำไรสุทธิจะปรับตัวดีขึ้น QoQ ใน 2Q68; ขาดทุนสต็อกเป็นปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ** ค่าการกลั่นพื้นฐานที่เพิ่มขึ้นเล็กน้อย ซึ่งได้แรงหนุนจาก crack spread น้ำมันเบนซิน (30% ของปริมาณขาย) และค่าการตลาดที่ดีขึ้นจะเป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนกำไรสุทธิ 2Q68 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าความเสี่ยง downside ที่สำคัญสำหรับกำไรสุทธิ คือ ราคาน้ำมันที่ลดลง ซึ่งจะก่อให้เกิดขาดทุนจากสินค้าคงเหลือใน 2Q68 เราคาดว่า BSRC จะคงปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นไว้ที่ -150kbd เพื่อรองรับยอดขายที่สูงขึ้นที่สถานีบริการของ BCP

**ลงราคาเป้าหมายไว้ที่ 6 บาท** เราใช้ระดับ -2SD ของ PBV เดลต้า 5 ปีในการประเมินมูลค่า BSRC เช่นเดียวกับผู้ประกอบการโรงกลั่นน้ำมันไทยรายอื่นๆ ราคาเป้าหมายของเราที่ 6 บาท/หุ้น อิงกับ PBV (ปี 2568) ที่ 0.7 เท่า ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ได้ที่ 7.6 เท่า เราจึงคงมุมมองเชิงบวกต่อการพัฒนิกำลังกับ BCP ซึ่งจะเห็นผลชัดเจนมากขึ้นในปี 2568 จากปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ากลั่นเพิ่มขึ้นและไม่มีผลกระทบจากการปิดซ่อมบำรุงใหญ่ อย่างไรก็ตาม เรามองว่า valuation ของ BCP ดูน่าสนใจมากกว่า BSRC ที่ระดับปัจจุบัน

**ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ:** ภาวะเศรษฐกิจจะส่งผลกระทบต่อความต้องการผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปของ BSRC ซึ่งก็จะส่งผลกระทบต่อค่าการกลั่นตลาดด้วยเช่นกัน ในขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันอาจส่งผลทำให้ขาดทุนสต็อกเพิ่มขึ้น ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ ได้แก่ การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก และโครงสร้างราคาน้ำมันในประเทศ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาด

## Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue          | (Btmn) | 229,538 | 245,434 | 223,443 | 219,723 | 205,296 |
| EBITDA           | (Btmn) | 4,177   | 1,388   | 6,093   | 6,994   | 7,466   |
| Core profit      | (Btmn) | 780     | (2,188) | 1,655   | 2,462   | 3,063   |
| Reported profit  | (Btmn) | 780     | (1,689) | 1,655   | 2,462   | 3,063   |
| Core EPS         | (Bt)   | 0.23    | (0.63)  | 0.48    | 0.71    | 0.89    |
| DPS              | (Bt)   | 0.25    | 0.10    | 0.20    | 0.40    | 0.40    |
| P/E, core        | (x)    | 23.5    | n.a.    | 11.1    | 7.5     | 6.0     |
| EPS growth, core | (%)    | (91.8)  | n.a.    | n.a.    | 48.8    | 24.4    |
| P/BV, core       | (x)    | 0.6     | 0.7     | 0.7     | 0.6     | 0.6     |
| ROE              | (%)    | 2.8     | (8.2)   | 6.4     | 9.0     | 10.5    |
| Dividend yield   | (%)    | 4.7     | 1.9     | 3.8     | 7.5     | 7.5     |
| EV/EBITDA        | (x)    | 10.9    | 30.0    | 7.2     | 5.7     | 4.6     |

Source: InnovestX Research

## มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า BSRC วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับแนวโน้มที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลเป็นที่น่าสนใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

### ESG Ratings and Indices

| Bloomberg ESG Financial Materiality Score 3.09 (2023) |       | CG Rating | DJSI | SETESG | SET ESG Ratings |
|-------------------------------------------------------|-------|-----------|------|--------|-----------------|
| Rank in Sector                                        | 16/62 | BSRC      | 5    | No     | No              |

Source: Thai Institute of Directors and SET

| ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ประเด็นด้านสังคม (S)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>BSRC สนับสนุนเป้าหมายของบริษัทแม่ในการบรรลุเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอนภายในปี 2579 และทำให้การปล่อยก๊าซเรือนกระจกจากการดำเนินการ (ขอบเขตที่ 1 และ 2) มียอดสุทธิเป็นศูนย์ ภายในปี 2593</li> <li>บริษัทปล่อยก๊าซเรือนกระจกทั้งทางตรงและทางอ้อมจากการดำเนินงานเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 0.97 ล้านตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่า (ขอบเขต 1 และขอบเขต 2) ในปี 2566 สู่ 1.1 ล้านตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าในปี 2567 แต่ยังคงอยู่ในเป้าหมายที่กำหนด</li> <li>โรงกลั่นศรีราชาปราศจากเหตุการณ์การรั่วไหลของน้ำมันในระดับที่ต้องรายงานเป็นเวลาต่อเนื่องกัน 17 ปีนับตั้งแต่ปี 2550</li> <li>บริษัทมีความพยายามที่จะลดและนำขยะจากการปฏิบัติงานกลับมาใช้ใหม่ ขณะที่กำจัดแล้วหมดทั้งหมดยกจากโรงกลั่นได้ถูกส่งไปรีไซเคิลเป็นพลังงานหรือวัตถุดิบทางเลือกในปี 2567 หน่วยกลั่นน้ำทะเลและรีเวิร์ส ออสโมซิส สามารถลดความต้องการน้ำจืดได้ประมาณ 1.3 ล้านลูกบาศก์เมตรต่อปี เทียบเท่าความต้องการน้ำของ 65,000 คน หรือ 13,000 ครั้วเรือน</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>โรงกลั่นน้ำมันและโรงงานปิโตรเคมียังคงมีผลการดำเนินงานด้านความปลอดภัยและสิ่งแวดล้อมที่ดีเยี่ยมโดยไม่มีการสูญเสียเวลาทำงานและไม่มี การรั่วไหลของน้ำมันในระดับที่ต้องรายงาน (reportable spill) เป็นเวลาต่อเนื่องกันถึง 16 ปี และปราศจากการสูญเสียเวลาทำงานของพนักงาน รวมทั้งผู้รับเหมาที่เข้าปฏิบัติงานเป็นเวลาติดต่อกันถึง 12 ปี นอกจากนี้ คลังน้ำมันทุกแห่งของบริษัทสามารถปฏิบัติงานโดย ปราศจากการสูญเสียเวลาทำงานอย่างต่อเนื่องเป็นปีที่ 30</li> <li>BSRC ยังคงรักษามาตรฐานระดับสูงด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัย โดยมีอัตราการบาดเจ็บที่บันทึกได้จากการทำงาน (TRIR) เท่ากับ 0.14 ต่อ 200,000 ชั่วโมงการทำงานสำหรับพนักงาน และ 0.12 สำหรับผู้รับเหมา และอัตราการบาดเจ็บจนถึงขั้นหยุดงานเท่ากับศูนย์</li> <li>BSRC กำกับดูแลอย่างเข้มข้นเพื่อให้เกิดการผสมผสานของความหลากหลายตลอดช่วงการทำงาน เครือข่าย Women Interest Network (WIN) และการเรียนรู้จากผู้บริหารสตรีได้รับการสนับสนุนจากบริษัท เพื่อส่งเสริมความหลากหลายและการมีส่วนร่วม</li> </ul> |

| ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       | ESG Financial Materiality Score and Disclosure |       |           |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|-------|-----------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>คณะกรรมการ BSRC ประกอบด้วยกรรมการ 12 คน แบ่งเป็นกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน (25% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 คน (66.67% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 3 คน (25% ของคณะกรรมการทั้งหมด)</li> <li>BSRC ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยในปี 2567</li> <li>เรามองว่าแนวทางปฏิบัติทางสังคมและการกำกับดูแลกิจการของบริษัทเป็นไปตามมาตรฐานอุตสาหกรรมทั่วไป</li> </ul> | 2022                                           | 2023  |           |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | ESG Financial Materiality Score                |       | 2.51 3.09 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Environment Financial Materiality Score        |       | 1.67 2.30 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Emissions Reduction Initiatives                | Yes   | Yes       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Climate Change Policy                          | Yes   | Yes       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | GHG Scope 1 (*000 metric tonnes)               | 1,061 | 964       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Carbon per Unit of Production (metric tonnes)  | —     | —         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Energy Efficiency Policy                       | Yes   | Yes       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Waste Reduction Policy                         | Yes   | Yes       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Biodiversity Policy                            | No    | Yes       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Social Financial Materiality Score             |       | 2.04 3.25 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Human Rights Policy                            | Yes   | Yes       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Women in Senior Management (%)                 | —     | —         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Business Ethics Policy                         | Yes   | Yes       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Health and Safety Policy                       | Yes   | Yes       |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Lost Time Incident Rate (per 100 contractors)  | 0.00  | 0.00      |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Employee Turnover (%)                          | —     | —         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Governance Financial Materiality Score         |       | 4.76 4.42 |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Board Size (persons)                           | 10    | 12        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Board Meeting Attendance (%)                   | 97    | 98        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Number of Women on Board (persons)             | 3     | 4         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Number of Independent Directors (persons)      | 4     | 7         |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 | Board Duration (Years)                         | 3     | 3         |

Source: Bloomberg Finance L.P.

### Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยคำนวณในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2020            | 2021          | 2022          | 2023         | 2024           | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 126,672         | 172,878       | 263,000       | 229,538      | 245,434        | 223,443      | 219,723      | 205,296      |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 131,408         | 162,261       | 245,707       | 223,344      | 242,156        | 215,181      | 210,497      | 195,533      |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>(4,736)</b>  | <b>10,618</b> | <b>17,293</b> | <b>6,194</b> | <b>3,278</b>   | <b>8,262</b> | <b>9,226</b> | <b>9,763</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 5,217           | 5,068         | 5,440         | 5,217        | 5,440          | 5,773        | 5,888        | 6,006        |
| Other income          | (Btmn)        | 70              | 29            | 40            | 289          | 154            | 157          | 160          | 163          |
| Interest expense      | (Btmn)        | 360             | 311           | 376           | 735          | 1,062          | 1,009        | 858          | 535          |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>(10,243)</b> | <b>5,268</b>  | <b>11,517</b> | <b>531</b>   | <b>(3,070)</b> | <b>1,637</b> | <b>2,640</b> | <b>3,385</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | (2,048)         | 1,051         | 2,320         | 110          | (542)          | 327          | 528          | 677          |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 285             | 227           | 312           | 361          | 341            | 346          | 351          | 356          |
| Minority interests    | (Btmn)        | (1)             | (1)           | (1)           | (1)          | (1)            | (1)          | (1)          | (1)          |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>(7,911)</b>  | <b>4,443</b>  | <b>9,508</b>  | <b>780</b>   | <b>(2,188)</b> | <b>1,655</b> | <b>2,462</b> | <b>3,063</b> |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | 0               | 0             | 0             | 0            | 499            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>(7,911)</b>  | <b>4,443</b>  | <b>9,508</b>  | <b>780</b>   | <b>(1,689)</b> | <b>1,655</b> | <b>2,462</b> | <b>3,063</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | (7,297)         | 8,404         | 14,700        | 4,177        | 1,388          | 6,093        | 6,994        | 7,466        |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Btmn)</b> | <b>(2.29)</b>   | <b>1.28</b>   | <b>2.75</b>   | <b>0.23</b>  | <b>(0.63)</b>  | <b>0.48</b>  | <b>0.71</b>  | <b>0.89</b>  |
| Net EPS               | (Bt)          | (2.29)          | 1.28          | 2.75          | 0.23         | (0.49)         | 0.48         | 0.71         | 0.89         |
| DPS                   | (Bt)          | 0.00            | 0.00          | 0.80          | 0.25         | 0.10           | 0.20         | 0.40         | 0.40         |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 22,921        | 33,784        | 51,922        | 36,408        | 33,052        | 31,368        | 26,401        | 22,537        |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 38,457        | 36,270        | 33,619        | 34,654        | 32,782        | 31,378        | 29,258        | 27,038        |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>61,378</b> | <b>70,055</b> | <b>85,541</b> | <b>71,062</b> | <b>65,834</b> | <b>62,746</b> | <b>55,658</b> | <b>49,575</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 36,097        | 39,578        | 46,627        | 28,308        | 24,457        | 25,689        | 16,961        | 9,611         |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 35,446        | 42,008        | 49,624        | 22,618        | 26,151        | 21,225        | 18,836        | 20,043        |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 11,573        | 8,839         | 8,713         | 20,121        | 14,502        | 15,032        | 8,563         | (406)         |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>47,019</b> | <b>50,846</b> | <b>58,337</b> | <b>42,739</b> | <b>40,653</b> | <b>36,257</b> | <b>27,399</b> | <b>19,637</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>14,352</b> | <b>19,201</b> | <b>27,197</b> | <b>28,315</b> | <b>25,181</b> | <b>26,489</b> | <b>28,259</b> | <b>29,938</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b>   | <b>4.15</b>   | <b>5.55</b>   | <b>7.86</b>   | <b>8.18</b>   | <b>7.28</b>   | <b>7.65</b>   | <b>8.17</b>   | <b>8.65</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2020        | 2021       | 2022         | 2023       | 2024       | 2025F          | 2026F          | 2027F          |
|-------------------------------|---------------|-------------|------------|--------------|------------|------------|----------------|----------------|----------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | (7,911)     | 4,443      | 9,508        | 780        | (2,188)    | 1,655          | 2,462          | 3,063          |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 2,586       | 2,825      | 2,806        | 2,912      | 3,396      | 3,446          | 3,496          | 3,546          |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 409         | 1,541      | (3,858)      | 11,420     | 7,225      | (827)          | 6,235          | 8,082          |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (1,251)     | (1,341)    | (1,085)      | (1,894)    | (1,439)    | (1,173)        | (1,176)        | (1,178)        |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | 828         | 340        | 4,728        | (9,136)    | (5,572)    | 886            | (9,420)        | (8,735)        |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(15)</b> | <b>540</b> | <b>(216)</b> | <b>390</b> | <b>214</b> | <b>(1,114)</b> | <b>(4,361)</b> | <b>(1,831)</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2020   | 2021 | 2022 | 2023  | 2024   | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------------|------|--------|------|------|-------|--------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | (%)  | (3.7)  | 6.1  | 6.6  | 2.7   | 1.3    | 3.7   | 4.2   | 4.8   |
| Operating margin      | (%)  | (7.9)  | 3.2  | 4.5  | 0.4   | (0.9)  | 1.1   | 1.5   | 1.8   |
| EBITDA margin         | (%)  | (5.8)  | 4.9  | 5.6  | 1.8   | 0.6    | 2.7   | 3.2   | 3.6   |
| EBIT margin           | (%)  | (7.8)  | 3.2  | 4.5  | 0.6   | (0.8)  | 1.2   | 1.6   | 1.9   |
| Net profit margin     | (%)  | (6.2)  | 2.6  | 3.6  | 0.3   | (0.7)  | 0.7   | 1.1   | 1.5   |
| ROE                   | (%)  | (43.4) | 26.5 | 41.0 | 2.8   | (8.2)  | 6.4   | 9.0   | 10.5  |
| ROA                   | (%)  | (12.4) | 6.8  | 12.2 | 1.0   | (3.2)  | 2.6   | 4.2   | 5.8   |
| Net D/E               | (x)  | 2.5    | 2.0  | 1.7  | 1.0   | 0.9    | 1.0   | 0.8   | 0.5   |
| Interest coverage     | (x)  | (20.2) | 27.0 | 39.1 | 5.7   | 1.3    | 6.0   | 8.1   | 14.0  |
| Debt service coverage | (x)  | (0.2)  | 0.2  | 0.3  | 0.3   | 0.1    | 0.4   | 0.5   | 0.5   |
| Payout Ratio          | (%)  | 0.0    | 0.0  | 29.1 | 110.9 | (20.5) | 41.8  | 56.2  | 45.2  |

### Main Assumptions

| FY December 31          | Unit       | 2020  | 2021  | 2022   | 2023   | 2024  | 2025F | 2026F  | 2027F  |
|-------------------------|------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|
| Crude intake            | (kbd)      | 115   | 123   | 131    | 118    | 148   | 151   | 157    | 157    |
| Crack spread - Gasoline | (US\$/bbl) | 4.4   | 11.1  | 18.9   | 16.7   | 13.4  | 14.0  | 14.5   | 14.5   |
| Crack spread - Diesel   | (US\$/bbl) | 7.0   | 8.1   | 38.2   | 21.9   | 16.7  | 18.0  | 20.0   | 20.0   |
| Crack spread - Fuel oil | (US\$/bbl) | (3.9) | (6.3) | (15.9) | (10.3) | (8.9) | (8.0) | (10.0) | (12.0) |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2Q23           | 3Q23         | 4Q23           | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24           | 4Q24           | 1Q25          |
|-----------------------|---------------|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|----------------|----------------|---------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 51,673         | 58,681       | 59,458         | 63,583       | 66,048       | 57,564         | 58,239         | 55,181        |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 52,165         | 52,941       | 59,177         | 61,196       | 64,245       | 59,412         | 57,304         | 54,076        |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>(493)</b>   | <b>5,739</b> | <b>281</b>     | <b>2,388</b> | <b>1,803</b> | <b>(1,848)</b> | <b>935</b>     | <b>1,105</b>  |
| SG&A                  | (Btmn)        | 1,351          | 1,317        | 1,243          | 1,153        | 1,476        | 1,170          | 1,641          | 1,186         |
| Other income          | (Btmn)        | 144            | 98           | 45             | 27           | 85           | 22             | 21             | 30            |
| Interest expense      | (Btmn)        | 141            | 178          | 273            | 279          | 285          | 258            | 240            | 222           |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>(1,840)</b> | <b>4,342</b> | <b>(1,191)</b> | <b>983</b>   | <b>127</b>   | <b>(3,254)</b> | <b>(926)</b>   | <b>(273)</b>  |
| Corporate tax         | (Btmn)        | (402)          | 903          | (233)          | 188          | 17           | (451)          | (296)          | 27            |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 90             | 85           | 86             | 102          | 85           | 73             | 82             | 102           |
| Minority interests    | (Btmn)        | (1)            | 0            | 0              | 0            | (1)          | 0              | 0              | 0             |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>(1,348)</b> | <b>3,524</b> | <b>(871)</b>   | <b>896</b>   | <b>194</b>   | <b>(2,729)</b> | <b>(548)</b>   | <b>(198)</b>  |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | 0              | 0            | 0              | (41)         | 28           | 994            | (482)          | 401           |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>(1,348)</b> | <b>3,524</b> | <b>(871)</b>   | <b>855</b>   | <b>221</b>   | <b>(1,735)</b> | <b>(1,030)</b> | <b>203</b>    |
| EBITDA                | (Btmn)        | (989)          | 5,241        | (136)          | 2,034        | 1,339        | (2,149)        | 165            | (51)          |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Btmn)</b> | <b>(0.39)</b>  | <b>1.02</b>  | <b>(0.25)</b>  | <b>0.26</b>  | <b>0.06</b>  | <b>(0.79)</b>  | <b>(0.16)</b>  | <b>(0.06)</b> |
| Net EPS               | (Bt)          | (0.39)         | 1.02         | (0.25)         | 0.25         | 0.06         | (0.50)         | (0.30)         | 0.06          |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2Q23          | 3Q23          | 4Q23          | 1Q24          | 2Q24          | 3Q24          | 4Q24          | 1Q25          |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 37,477        | 39,380        | 36,408        | 46,259        | 40,897        | 33,721        | 33,052        | 33,103        |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 34,868        | 34,435        | 34,654        | 34,230        | 33,618        | 33,737        | 32,782        | 32,169        |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>72,345</b> | <b>73,815</b> | <b>71,062</b> | <b>80,489</b> | <b>74,516</b> | <b>67,458</b> | <b>65,834</b> | <b>65,271</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 36,499        | 24,469        | 28,308        | 31,362        | 27,211        | 23,133        | 24,457        | 25,120        |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 41,160        | 22,503        | 22,618        | 32,701        | 28,724        | 24,958        | 26,151        | 24,490        |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 5,514         | 21,222        | 20,121        | 18,420        | 17,276        | 16,054        | 14,502        | 15,541        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>46,674</b> | <b>43,725</b> | <b>42,739</b> | <b>51,121</b> | <b>46,000</b> | <b>41,012</b> | <b>40,653</b> | <b>40,031</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        | 17,075        |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>25,663</b> | <b>30,083</b> | <b>28,315</b> | <b>29,361</b> | <b>28,515</b> | <b>26,446</b> | <b>25,181</b> | <b>25,240</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b>   | <b>7.42</b>   | <b>8.69</b>   | <b>8.18</b>   | <b>8.48</b>   | <b>8.24</b>   | <b>7.64</b>   | <b>7.28</b>   | <b>7.29</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2Q23         | 3Q23       | 4Q23       | 1Q24       | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         |
|-------------------------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | (1,348)      | 3,524      | (871)      | 896        | 194          | (2,729)      | (548)        | (198)        |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 710          | 721        | 782        | 772        | 927          | 847          | 850          | 0            |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 2,256        | 1,675      | (4,207)    | (2,078)    | 4,840        | 2,185        | 2,277        | (898)        |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | 7            | (436)      | (573)      | (456)      | (100)        | (357)        | (526)        | (280)        |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (2,451)      | (1,060)    | 5,010      | 2,929      | (5,574)      | (243)        | (2,684)      | 490          |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(189)</b> | <b>179</b> | <b>230</b> | <b>394</b> | <b>(833)</b> | <b>1,585</b> | <b>(933)</b> | <b>(688)</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2Q23   | 3Q23 | 4Q23   | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24   | 4Q24  | 1Q25  |
|-----------------------|------|--------|------|--------|------|------|--------|-------|-------|
| Gross margin          | (%)  | (1.0)  | 9.8  | 0.5    | 3.8  | 2.7  | (3.2)  | 1.6   | 2.0   |
| Operating margin      | (%)  | (3.6)  | 7.5  | (1.6)  | 1.9  | 0.5  | (5.2)  | (1.2) | (0.1) |
| EBITDA margin         | (%)  | (1.9)  | 8.9  | (0.2)  | 3.2  | 2.0  | (3.7)  | 0.3   | (0.1) |
| EBIT margin           | (%)  | (3.3)  | 7.7  | (1.5)  | 2.0  | 0.6  | (5.2)  | (1.2) | (0.1) |
| Net profit margin     | (%)  | (2.6)  | 6.0  | (1.5)  | 1.3  | 0.3  | (3.0)  | (1.8) | 0.4   |
| ROE                   | (%)  | (20.1) | 50.6 | (11.9) | 12.4 | 2.7  | (39.7) | (8.5) | (3.1) |
| ROA                   | (%)  | (7.0)  | 19.3 | (4.8)  | 4.7  | 1.0  | (15.4) | (3.3) | (1.2) |
| Net D/E               | (x)  | 1.4    | 0.8  | 1.0    | 1.0  | 0.9  | 0.8    | 0.9   | 1.0   |
| Interest coverage     | (x)  | (7.0)  | 29.5 | (0.5)  | 7.3  | 4.7  | (8.3)  | 0.7   | (0.2) |
| Debt service coverage | (x)  | (0.1)  | 2.4  | (0.0)  | 0.4  | 0.4  | (0.5)  | 0.0   | (0.0) |

### Main Assumptions

| FY December 31          | Unit       | 2Q23 | 3Q23  | 4Q23   | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  |
|-------------------------|------------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Crude intake            | (kbd)      | 110  | 107   | 119    | 150   | 154   | 137   | 150   | 149   |
| Crack spread - Gasoline | (US\$/bbl) | 16.5 | 19.0  | 12.5   | 17.9  | 13.2  | 11.2  | 11.4  | 7.7   |
| Crack spread - Diesel   | (US\$/bbl) | 15.5 | 26.9  | 24.4   | 23.1  | 14.8  | 13.7  | 15.1  | 14.3  |
| Crack spread - Fuel oil | (US\$/bbl) | 0.0  | (5.4) | (11.0) | (9.7) | (5.1) | (5.3) | (6.7) | (6.7) |

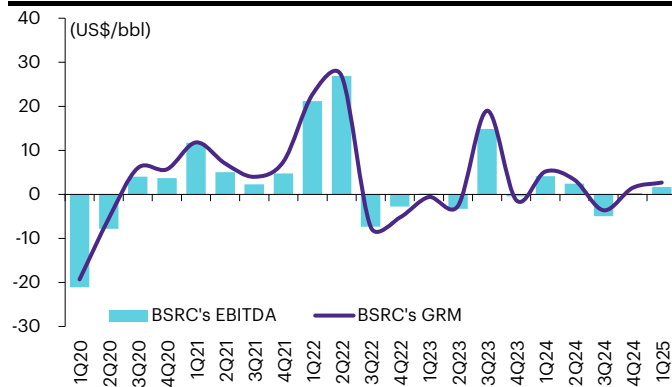
Figure 1: BSRC – 1Q25 earnings review

|                            | 1Q24       | 4Q24           | 1Q25       | %YoY          | %QoQ        |
|----------------------------|------------|----------------|------------|---------------|-------------|
| <b>P&amp;L (Bt, mn)</b>    |            |                |            |               |             |
| Total revenue              | 63,583     | 58,239         | 55,181     | (13.2)        | (5.2)       |
| Gross profit               | 2,388      | 935            | 1,105      | (53.7)        | 18.2        |
| EBITDA                     | 2,034      | 165            | (51)       | n.a.          | n.a.        |
| Profit before extra items  | 896        | (548)          | (198)      | n.a.          | n.a.        |
| <b>Net Profit</b>          | <b>855</b> | <b>(1,030)</b> | <b>203</b> | <b>(76.2)</b> | <b>n.a.</b> |
| EPS (Bt)                   | 0.25       | (0.30)         | 0.06       | (76.2)        | n.a.        |
| <b>B/S (Bt, mn)</b>        |            |                |            |               |             |
| Total assets               | 80,489     | 65,834         | 65,271     | (18.9)        | (0.9)       |
| Total liabilities          | 51,121     | 40,653         | 40,031     | (21.7)        | (1.5)       |
| Total equity               | 29,368     | 25,181         | 25,240     | (14.1)        | 0.2         |
| BVPS (Bt)                  | 8.48       | 7.28           | 7.29       | (14.0)        | 0.2         |
| <b>Financial ratio (%)</b> |            |                |            |               |             |
| Gross margin (%)           | 3.8        | 1.6            | 2.0        | (1.8)         | 0.4         |
| EBITDA margin (%)          | 3.2        | 0.3            | (0.1)      | (3.3)         | (0.4)       |
| Net profit margin (%)      | 1.3        | (1.8)          | 0.4        | (1.0)         | 2.1         |
| ROA (%)                    | 4.7        | (3.3)          | (1.2)      | (5.9)         | 2.1         |
| ROE (%)                    | 12.4       | (8.5)          | (3.1)      | (15.6)        | 5.3         |
| D/E (X)                    | 1.7        | 1.6            | 1.6        | (15.5)        | (2.8)       |

Source: BSRC and InnovestX Research

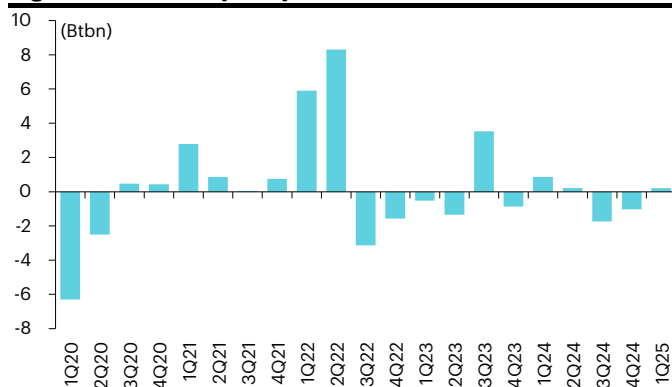
## Appendix

Figure 2: BSRC – accounting GRM



Source: BSRC and InnovestX Research

Figure 4: Quarterly net profit



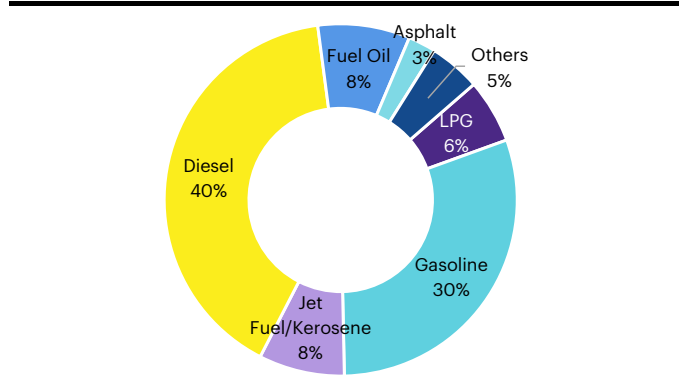
Source: BSRC and InnovestX Research

Figure 6: Valuation summary (price as of May 6, 2025)

|                | Rating       | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |             |            | EPS growth (%) |           |           | P/BV (x)   |            |            | ROE (%)  |          |          | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            |
|----------------|--------------|------------------|-------------------|------------|-------------|-------------|------------|----------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|----------|----------|----------|----------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                |              |                  |                   |            | 24A         | 25F         | 26F        | 24A            | 25F       | 26F       | 24A        | 25F        | 26F        | 24A      | 25F      | 26F      | 24A            | 25F        | 26F        | 24A           | 25F        | 26F        |
| BCP            | Outperform   | 35.75            | 47.0              | 35.5       | n.m.        | 6.0         | 4.7        | n.m.           | n.m.      | 26        | 0.8        | 0.7        | 0.7        | (6)      | 9        | 10       | 2.9            | 4.1        | 5.6        | 3.8           | 2.8        | 2.5        |
| BSRC           | Neutral      | 5.30             | 6.0               | 17.0       | n.m.        | 11.1        | 7.5        | n.m.           | n.m.      | 49        | 0.7        | 0.7        | 0.6        | (8)      | 6        | 9        | 1.9            | 3.8        | 7.5        | 30.0          | 7.2        | 5.7        |
| IRPC           | Underperform | 0.87             | 1.0               | 16.1       | n.m.        | 36.5        | 6.7        | (58)           | n.m.      | 444       | 0.3        | 0.3        | 0.2        | (8)      | 1        | 4        | 1.1            | 1.1        | 6.9        | 23.3          | 6.5        | 4.5        |
| OR             | Outperform   | 14.70            | 16.4              | 14.6       | 23.6        | 15.0        | 13.2       | (33)           | 57        | 14        | 1.6        | 1.5        | 1.4        | 7        | 10       | 11       | 2.7            | 3.1        | 3.4        | 8.3           | 7.4        | 6.3        |
| PTT            | Outperform   | 30.75            | 41.0              | 40.2       | 10.7        | 7.5         | 7.3        | (21)           | 44        | 2         | 0.8        | 0.7        | 0.7        | 5        | 7        | 7        | 6.8            | 6.8        | 7.2        | 3.5           | 2.3        | 2.0        |
| PTTEP          | Outperform   | 94.75            | 162.0             | 80.5       | 4.8         | 5.6         | 6.1        | (1)            | (15)      | (7)       | 0.7        | 0.7        | 0.6        | 15       | 12       | 11       | 10.2           | 9.5        | 8.4        | 1.4           | 1.9        | 2.1        |
| SPRC           | Outperform   | 5.30             | 6.6               | 32.1       | 15.1        | 8.7         | 13.1       | n.m.           | 73        | (33)      | 0.6        | 0.6        | 0.6        | 4        | 7        | 4        | 7.5            | 7.5        | 7.5        | 5.0           | 4.4        | 4.1        |
| TOP            | Neutral      | 25.25            | 28.0              | 18.8       | 6.7         | 5.6         | 4.0        | (62)           | 21        | 38        | 0.3        | 0.3        | 0.3        | 5        | 6        | 8        | 7.5            | 7.9        | 8.7        | 8.2           | 8.9        | 8.4        |
| <b>Average</b> |              |                  |                   |            | <b>12.2</b> | <b>12.0</b> | <b>7.8</b> | <b>(35)</b>    | <b>36</b> | <b>67</b> | <b>0.7</b> | <b>0.7</b> | <b>0.6</b> | <b>2</b> | <b>7</b> | <b>8</b> | <b>5.1</b>     | <b>5.5</b> | <b>6.9</b> | <b>10.4</b>   | <b>5.2</b> | <b>4.5</b> |

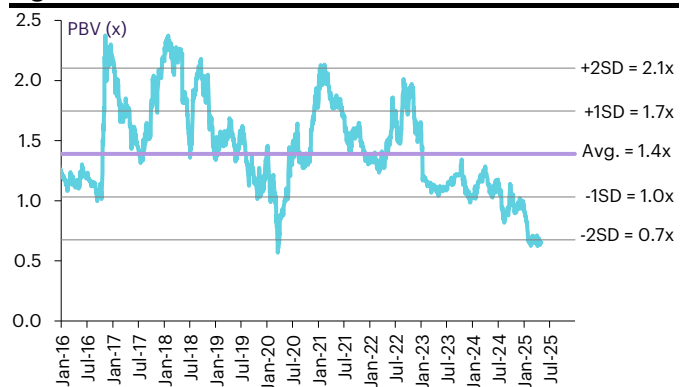
Source: InnovestX Research

Figure 3: Sales volume breakdown (1Q25)



Source: BSRC and InnovestX Research

Figure 5: BSRC – PBV band



Source: BSRC and InnovestX Research

#### ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี 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) (“ธนาคาร”) 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) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหุ้นสามัญ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ได้รับผิดต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ 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 นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ 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, DDD, 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, ITCL, 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, SMPC, 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, TASCO, TBN, TACP, 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, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, 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, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, 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 การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

**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, 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, ITCL, 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, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, 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, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, 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, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, 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 (ประกาศเจตนารมณ์)**

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, EAST, 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, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BG, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTC, BTNC, BTW, 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, DTCI, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, 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, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PM, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, 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, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, 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, THMUJ, 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, TSR, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, VS, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, XBIO, XYZ, 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 January 15, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.