

1Q68: กำไรสุทธิเพิ่มขึ้น QoQ ต่ำกว่าคาดจากกำไรสต็อก

กำไรสุทธิ 1Q68 อยู่ที่ 3.5 พันลบ. เพิ่มขึ้น 27% QoQ แต่ลดลง 40% YoY สูงกว่าที่ consensus และ INVX คาดการณ์ไว้เล็กน้อย โดยได้รับปัจจัยหนุนจากกำไรสต็อkn้ำมัน 1.1 พันลบ. เทียบกับขาดทุนสต็อkn้ำมัน 2 พันลบ. ใน 4Q67 กำไรจากการดำเนินงานสุทธิลดลง 69% YoY และ 20% QoQ มาอยู่ที่ 2.7 พันลบ. เนื่องจาก market GIM ลดลงอันเป็นผลมาจากค่ากลั่นที่ลดลง เราคาดว่ากำไรจากการดำเนินงานปกติจะเพิ่มขึ้น QoQ ใน 2Q68 จากค่าการกลั่นที่สูงขึ้น (ได้แรงหนุนจากน้ำมันเบนซิน) ขณะที่ความเสี่ยงอยู่ที่ขาดทุนสต็อkn้ำมันจากราคาน้ำมันที่ลดลง เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ TOP โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 28 บาท อ้างอิง PBV (ปี 2568) ที่ 0.4 เท่า ปัจจัยสำคัญที่ต้องจับตามองคือความคืบหน้าในการคัดเลือกผู้รับเหมางาน EPC รายใหม่สำหรับโครงการ CFP และแผนที่ชัดเจนในการดำเนินโครงการให้แล้วเสร็จ

กำไรสต็อkn้ำมันหนุนให้กำไรสุทธิ 1Q68 ปรับตัวเพิ่มขึ้น ธุรกิจโรงกลั่นน้ำมัน (64% ของกำไรสุทธิ) เป็นปัจจัยสำคัญที่ช่วยสนับสนุนให้กำไรสุทธิของ TOP เติบโต QoQ ใน 1Q68 โดยกำไรสุทธิของธุรกิจนี้เพิ่มขึ้น 94% QoQ ด้วยแรงหนุนจากกำไรสต็อkn้ำมัน 1.1 พันลบ. เทียบกับขาดทุนสต็อkn้ำมัน 2 พันลบ. ใน 4Q67 หากไม่รวมผลกระทบจากสต็อkn้ำมัน กำไรสุทธิของธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันลดลง 50% QoQ เนื่องจากค่าการกลั่นลดลง 31% QoQ มาอยู่ที่ US\$3.5/bbl นอกเหนือจากกำไรสต็อkn้ำมันแล้ว TOP ยังบันทึกกำไรพิเศษอื่นๆ อีก 593 ลบ. หลักๆ เกิดจากการป้องกันความเสี่ยงด้านน้ำมันและการซื้อคืนหุ้นกู้ กำไรจากรธุรกิจจะไรเมติกส์และน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานก็อ่อนตัวลง QoQ เช่นกัน ดังเห็นได้จากส่วน GIM ที่ลดลงมาอยู่ที่ US\$1.9/bbl เทียบกับ US\$2.1/bbl ใน 4Q67 ดังนั้น market GIM จึงลดลง 24% QoQ มาอยู่ที่ US\$5.4/bbl ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดหลังเกิด COVID ธุรกิจโอเลฟินส์เป็นธุรกิจที่มีผลการดำเนินงานแย่ที่สุด โดยมีขาดทุนสุทธิ 181 ลบ. ใน 1Q68 ในขณะที่ธุรกิจผลิตไฟฟ้ายังคงทำกำไรได้อย่างต่อเนื่อง

อัตราการใช้กำลังการกลั่นทรงตัว QoQ TOP ยังคงใช้อัตราการใช้กำลังการกลั่นที่ 113% (ทรงตัว QoQ) ใน 1Q68 เพื่อลดต้นทุนต่อหน่วยท่ามกลางค่าการกลั่นที่อ่อนแอ แม้ว่าจุดขนถ่ายน้ำมันดิบหลักบริเวณทุ่งผุ่เรือกลางทะเล หมายเลข 2 (SBM-2) ยังคงปิดใช้งาน อัตราการใช้กำลังการกลั่นในระดับสูงนี้ยังเป็นการเตรียมพร้อมสำหรับการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่เป็นเวลา 30 วันใน 3Q68 ซึ่งจะให้อัตราการใช้กำลังการกลั่นปรับลดลงมาอยู่ที่ 97% ใน 3Q68 และ 103-105% สำหรับทั้งปี 2568 ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานลดลง 40% QoQ มาอยู่ที่ US\$1.5/bbl ซึ่งเป็นระดับต่ำสุดนับตั้งแต่ 1Q66 หลังจากปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ US\$2.5/bbl ใน 4Q67 จากการปรับต้นทุนในไตรมาสสุดท้ายของปี

ค่าการกลั่นที่เพิ่มขึ้นจะช่วยสนับสนุนกำไรจากการดำเนินงานปกติใน 2Q68 ค่าการกลั่นตลาดสิงคโปร์โดยเฉลี่ยปรับตัวเพิ่มขึ้น 29% QoQ ใน 2Q68TD มาอยู่ที่ US\$4.1/bbl โดยได้แรงหนุนจากส่วนต่างราคาน้ำมันเบนซินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้นมาอยู่ที่ US\$11/bbl (+43% QoQ) แม้ว่ายังต่ำกว่า US\$13.4/bbl ในปี 2567 โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ที่เพิ่มขึ้นตามฤดูกาลในเอเชีย เราคาดว่าค่าพรีเมียมน้ำมันดิบจะลดลงตามอุปทานน้ำมันที่เพิ่มขึ้นจากกลุ่มโอเปก ซึ่งจะเร่งปรับเพิ่มปริมาณการผลิตในเดือนพ.ค. เราคาดว่า TOP จะคงอัตราการใช้กำลังการกลั่นไว้ที่ระดับสูงสุด ใน 2Q68 ที่ 112-113% เพื่อให้อัตราการใช้กำลังการกลั่นถึงเป้าที่วางไว้ในปี 2568 ที่ 103-105% นอกจากนี้เรายังคาดว่า TOP จะสามารถสรุปแผนก่อสร้างโครงการ CFP ให้แล้วเสร็จหลังจากเลือกผู้รับเหมางาน EPC รายใหม่ได้ภายใน 3Q68 ความเสี่ยงหลักอยู่ที่ขาดทุนจากสต็อkn้ำมันอันเป็นผลจากราคาน้ำมันที่ลดลง

คงราคาเป้าหมายไว้ที่ 28 บาท; แนะนำ NEUTRAL เรายังคงราคาเป้าหมาย (สิ้นปี 2568) ของ TOP ไว้ที่ 28 บาท โดยอิงกับระดับ -2SD PBV ที่ 0.4 เท่า ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA (ปี 2568) ที่ 9.2 เท่า อย่างไรก็ตาม TOP ยังขาดปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นในระยะสั้น ในขณะที่ความเสี่ยงที่เกิดขึ้นอย่างต่อเนื่องจากความล่าช้าและเงินลงทุนที่เพิ่มขึ้นของโครงการ CFP อาจทำให้นักลงทุนให้ความสนใจต่อ TOP ลดน้อยลง เรามองว่าความไม่แน่นอนของโครงการ CFP จะเป็นปัจจัยกดดันราคาหุ้น TOP ในระยะสั้น ดังนั้นเราจึงคงคำแนะนำ NEUTRAL

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: ราคาน้ำมันและค่าการกลั่นผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อkn้ำมัน และอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมที่ลดลง ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ โอกาสที่จะเกิดความล่าช้าในการเริ่มดำเนินโครงการ CFP และเงินลงทุนสูงกว่าที่ประเมินไว้ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	469,244	466,777	413,541	422,213	392,064
EBITDA	(Btmn)	37,359	20,999	23,200	28,373	31,586
Core profit	(Btmn)	22,080	8,412	10,146	13,976	16,443
Reported profit	(Btmn)	19,443	9,959	10,146	13,976	16,443
Core EPS	(Bt)	9.88	3.77	4.54	6.26	7.36
DPS	(Bt)	3.40	1.90	2.00	2.20	2.60
P/E, core	(x)	2.8	7.2	6.0	4.4	3.7
EPS growth, core	(%)	(34.2)	(61.9)	20.6	37.8	17.7
P/BV, core	(x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
ROE	(%)	13.5	5.0	6.0	7.8	8.7
Dividend yield	(%)	12.5	7.0	7.3	8.1	9.5
EV/EBITDA	(x)	5.1	8.4	9.1	8.6	7.7

Source: InnovestX Research

Tactical: NEUTRAL
(3-month)

Stock data

Last close (May 9) (Bt)	27.25
Target price (Bt)	28.00
Mkt cap (Btbn)	60.87

12-m high / low (Bt)	56.3 / 21
Avg. daily 6m (US\$mn)	18.45
Foreign limit / actual (%)	40 / 8
Free float (%)	52.0
Outstanding Short Position (%)	0.34

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	17.0	13.1	(49.1)
Relative to SET	9.5	18.6	(42.3)

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	10,195	12,418
INVX vs Consensus (%)	(0.5)	12.5

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 2Q25F core earnings	Down	Down

2024 Sustainability/2023 ESG Score

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

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

ESG Score and Rank	6.17	3/62
Environmental Score and Rank	5.42	5/62
Social Score and Rank	8.43	1/62
Governance Score and Rank	5.38	8/62

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

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร สุนวโน

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับแนวโน้มที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score 6.17 (2023)		CG Rating	DJSI	SETESG	SET ESG Ratings	
Rank in Sector	3/62	TOP	5	Yes	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2567 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2593 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2603
- TOP สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการผลิตลงได้ในปี 2567 (28,985 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน 39 โครงการ)
- ชุมชนท้องถิ่นไม่มีการร้องเรียนเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในปี 2567
- TOP สามารถรักษาระดับประสิทธิภาพด้านพลังงานอยู่ในกลุ่ม 2nd quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2571 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP เพิ่มขึ้นจาก 95.19% ในปี 2566 สู่ 95.54% ในปี 2567 แต่ยังสูงกว่าเป้าที่ $\geq 85\%$ สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มมากขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะเดียวกันก็รองรับเส้นทางของบริษัทในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว
- TOP ยังคงมีการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของพนักงาน โดยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานของผู้ปฏิบัติงานทั้งหมด (TRIR) ลดลงจาก 1.2 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานในปี 2566 เป็น 0.17 ในปี 2567 ต่ำกว่าเป้าหมายที่ ≤ 0.30 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงาน ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรดีขึ้นจาก 92% ในปี 2566 เป็น 98% ในปี 2567 ในขณะที่อัตราการลาออกลดลงจาก 3.62% ในปี 2566 เป็น 3.51% ในปี 2567
- TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น

ประเด็นด้านกบธรรมภิบาล (G)

- คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 14 คน (93.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 8 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (53.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 4 คน (26.7% ของคณะกรรมการทั้งหมด)
- TOP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 16 ติดต่อกันในปี 2567
- เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2022	2023
ESG Financial Materiality Score	6.27	6.17
Environment Financial Materiality Score	5.51	5.42
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 (*000 metric tonnes)	3,264	3,376
Carbon per Unit of Production (metric tonnes)	0	—
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	8.35	8.43
Human Rights Policy	Yes	Yes
Women in Senior Management (%)	33	—
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Lost Time Incident Rate (per 100 contractors)	0.05	0.00
Employee Turnover (%)	4.97	3.62
Governance Financial Materiality Score	5.65	5.38
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

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	2024F	2025F	2026F	2027F
Total revenue	(Btmn)	247,913	345,496	529,589	469,244	466,777	413,541	422,213	392,064
Cost of goods sold	(Btmn)	255,300	319,555	481,137	436,164	450,010	395,889	399,176	366,133
Gross profit	(Btmn)	(7,387)	25,941	48,452	33,080	16,767	17,652	23,037	25,932
SG&A	(Btmn)	2,650	3,056	4,182	3,521	3,874	3,310	3,590	3,334
Other income	(Btmn)	1,115	530	863	1,339	2,008	2,109	2,214	2,325
Interest expense	(Btmn)	4,292	3,595	3,860	4,089	4,052	4,216	4,757	5,012
Pre-tax profit	(Btmn)	(13,214)	19,821	41,273	26,810	10,849	12,235	16,904	19,911
Corporate tax	(Btmn)	(647)	2,034	8,918	4,672	2,283	2,202	3,043	3,584
Equity a/c profits	(Btmn)	2,492	1,675	(513)	84	(132)	137	139	142
Minority interests	(Btmn)	(419)	(425)	(438)	(142)	(22)	(24)	(25)	(26)
Core profit	(Btmn)	(10,495)	19,037	31,404	22,080	8,412	10,146	13,976	16,443
Extra-ordinary items	(Btmn)	7,193	(6,459)	1,264	(2,637)	1,547	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	(3,301)	12,578	32,668	19,443	9,959	10,146	13,976	16,443
EBITDA	(Btmn)	(2,482)	30,309	52,014	37,359	20,999	23,200	28,373	31,586
Core EPS	(Btmn)	(5.14)	9.33	15.03	9.88	3.77	4.54	6.26	7.36
Net EPS	(Bt)	(1.62)	6.17	15.63	8.70	4.46	4.54	6.26	7.36
DPS	(Bt)	0.70	2.60	3.70	3.40	1.90	2.00	2.20	2.60

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	114,229	101,239	153,828	125,371	112,222	92,371	90,771	86,233
Total fixed assets	(Btmn)	191,958	260,905	290,753	294,621	296,789	325,831	354,349	365,449
Total assets	(Btmn)	306,188	362,144	444,581	419,993	409,010	418,202	445,120	451,682
Total loans	(Btmn)	140,904	182,765	173,751	163,117	154,798	176,021	197,245	195,968
Total current liabilities	(Btmn)	28,620	38,476	103,673	73,501	67,663	65,061	68,122	71,809
Total long-term liabilities	(Btmn)	157,449	200,574	182,250	178,180	175,162	179,691	194,238	185,782
Total liabilities	(Btmn)	186,069	239,050	285,923	251,681	242,826	244,752	262,360	257,591
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	120,118	123,094	158,657	168,312	166,185	173,450	182,760	194,091
BVPS	(Bt)	56.97	59.25	69.85	74.12	73.17	76.41	80.57	85.63

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	(10,495)	19,037	31,404	22,080	8,412	10,146	13,976	16,443
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,554	7,424	7,744	7,799	8,106	8,857	8,925	8,988
Operating cash flow	(Btmn)	4,979	11,543	43,182	27,619	39,247	6,043	9,146	26,084
Investing cash flow	(Btmn)	(47,490)	(43,337)	(9,049)	(19,692)	(14,009)	(27,205)	(37,443)	(20,088)
Financing cash flow	(Btmn)	20,575	8,245	(20,253)	(23,072)	(24,627)	18,343	16,557	(6,388)
Net cash flow	(Btmn)	(21,936)	(23,548)	13,880	(15,145)	611	(2,819)	(11,740)	(392)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Gross margin	(%)	(3.0)	7.5	9.1	7.0	3.6	4.3	5.5	6.6
Operating margin	(%)	(4.0)	6.6	8.4	6.3	2.8	3.5	4.6	5.8
EBITDA margin	(%)	(1.0)	8.8	9.8	8.0	4.5	5.6	6.7	8.1
EBIT margin	(%)	(4.0)	6.6	8.4	6.3	2.8	3.5	4.6	5.8
Net profit margin	(%)	(1.3)	3.6	6.2	4.1	2.1	2.5	3.3	4.2
ROE	(%)	(8.6)	15.7	22.3	13.5	5.0	6.0	7.8	8.7
ROA	(%)	(3.6)	5.7	7.8	5.1	2.0	2.5	3.2	3.7
Net D/E	(x)	0.6	1.2	0.8	0.8	0.7	0.9	1.0	0.9
Interest coverage	(x)	(0.6)	8.4	13.5	9.1	5.2	5.5	6.0	6.3
Debt service coverage	(x)	(0.3)	3.5	2.0	2.2	1.8	2.2	1.5	1.2
Payout Ratio	(%)	(43.3)	42.2	23.7	39.1	42.6	44.0	35.2	35.3

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F	2027F
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	42.2	69.2	96.3	82.1	79.6	73.0	68.0	63.0
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	2.4	5.5	13.4	10.0	7.1	8.1	9.1	9.2
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	180	177	124	198	200	200	250	250
Utilization rate - refinery	(%)	101.0	100.0	107.0	112.0	110.5	108.0	110.0	110.0
Utilization rate - petchem	(%)	71.0	87.0	71.0	73.0	85.0	85.0	85.0	85.0
FX	(Bt/US\$)	31.29	31.99	35.04	34.80	35.29	35.50	35.50	35.50

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total revenue	(Btmn)	108,662	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189	112,536	106,788
Cost of goods sold	(Btmn)	105,725	104,026	116,121	109,788	116,241	116,804	107,178	101,633
Gross profit	(Btmn)	2,937	20,180	3,436	9,744	7,279	(5,615)	5,359	5,155
SG&A	(Btmn)	799	899	1,149	841	935	966	1,132	812
Other income	(Btmn)	300	403	322	614	644	530	221	797
Interest expense	(Btmn)	1,081	1,032	1,053	1,047	1,008	1,011	986	969
Pre-tax profit	(Btmn)	1,357	18,651	1,556	8,470	5,979	(7,062)	3,462	4,170
Corporate tax	(Btmn)	(523)	2,680	710	1,464	1,154	(1,057)	723	883
Equity a/c profits	(Btmn)	16	(49)	16	(124)	(40)	(30)	63	(113)
Minority interests	(Btmn)	(25)	(60)	(13)	(38)	(19)	16	19	(12)
Core profit	(Btmn)	1,872	15,862	850	6,845	4,765	(6,019)	2,821	3,163
Extra-ordinary items	(Btmn)	(755)	(5,035)	2,095	(982)	781	1,801	(54)	341
Net Profit	(Btmn)	1,117	10,828	2,944	5,863	5,547	(4,218)	2,767	3,504
EBITDA	(Btmn)	4,074	21,222	4,305	10,848	8,473	(4,575)	6,253	6,301
Core EPS	(Btmn)	0.84	7.10	0.38	3.06	2.13	(2.69)	1.26	1.42
Net EPS	(Bt)	0.50	4.85	1.32	2.62	2.48	(1.89)	1.24	1.57

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Total current assets	(Btmn)	114,824	127,309	125,371	126,149	136,429	104,025	112,222	118,046
Total fixed assets	(Btmn)	292,131	294,898	294,621	302,208	299,817	296,754	296,789	284,914
Total assets	(Btmn)	406,956	422,207	419,993	428,357	436,246	400,779	409,010	402,960
Total loans	(Btmn)	167,379	170,342	163,117	168,988	165,580	151,349	154,798	152,836
Total current liabilities	(Btmn)	65,322	71,984	73,501	64,428	79,854	60,252	67,663	62,440
Total long-term liabilities	(Btmn)	185,788	187,172	178,180	190,372	186,221	172,587	175,162	174,940
Total liabilities	(Btmn)	251,111	259,156	251,681	254,800	266,075	232,839	242,826	237,380
Paid-up capital	(Btmn)	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	158,518	165,785	171,056	176,340	172,945	170,696	168,923	168,331
BVPS	(Btmn)	68.57	71.77	74.12	76.45	74.94	73.95	73.17	72.89

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Core Profit	(Btmn)	1,872	15,862	850	6,845	4,765	(6,019)	2,821	3,163
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,936	1,941	2,018	1,944	2,129	2,006	2,026	1,958
Operating cash flow	(Btmn)	(5,973)	5,753	7,701	8,454	20,735	(10,259)	20,316	(2,510)
Investing cash flow	(Btmn)	(4,206)	(7,194)	(4,224)	(1,363)	(6,807)	(1,580)	(4,258)	2,847
Financing cash flow	(Btmn)	(4,326)	(2,828)	(3,374)	(2,134)	(12,880)	(4,931)	(4,682)	(2,929)
Net cash flow	(Btmn)	(14,504)	(4,268)	102	4,956	1,048	(16,769)	11,376	(2,593)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Gross margin	(%)	2.7	16.2	2.9	8.2	5.9	(5.1)	4.8	4.8
Operating margin	(%)	2.0	15.5	1.9	7.4	5.1	(5.9)	3.8	4.1
EBITDA margin	(%)	3.7	17.1	3.6	9.1	6.9	(4.1)	5.6	5.9
EBIT margin	(%)	2.0	15.5	1.9	7.4	5.1	(5.9)	3.8	4.1
Net profit margin	(%)	1.0	8.7	2.5	4.9	4.5	(3.8)	2.5	3.3
ROE	(%)	4.7	39.8	2.1	16.0	11.1	(14.2)	6.8	7.6
ROA	(%)	1.8	15.3	0.8	6.5	4.4	(5.8)	2.8	3.1
Net D/E	(x)	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7
Interest coverage	(x)	3.8	20.6	4.1	10.4	8.4	(4.5)	6.3	6.5
Debt service coverage	(x)	1.0	5.2	1.0	4.0	3.1	(1.7)	2.1	2.2

Key Statistics

FY December 31	Unit	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	77.78	86.74	83.55	81.29	85.25	78.31	73.60	76.94
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	6.1	13.6	8.6	10.4	5.7	5.4	7.1	5.4
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	228	175	198	184	203	182	117	141
Utilization rate - refinery	(%)	113	110	111	105	111	113	113	113
Utilization rate - petchem	(%)	71	74	79	76	80	83	80	79
FX	(Bt/US\$)	34.46	35.17	35.63	35.65	36.70	34.80	34.00	33.95

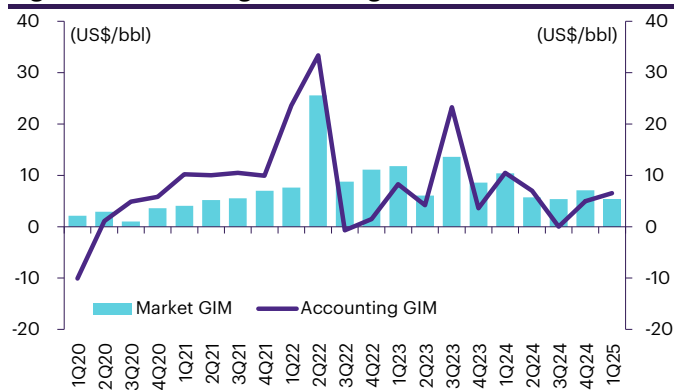
Figure 1: TOP – 1Q25 earnings review

	1Q24	4Q24	1Q25	%YoY	%QoQ
P&L (Bt, mn)					
Total revenue	119,532	112,536	106,788	(10.7)	(5.1)
Gross profit	9,744	5,359	5,155	(47.1)	(3.8)
EBITDA	10,848	6,253	6,301	(41.9)	0.8
Profit before extra items	6,845	2,821	3,163	(53.8)	12.1
Net Profit	5,863	2,767	3,504	(40.2)	26.6
EPS (Bt)	2.62	1.24	1.57	(40.2)	26.6
B/S (Bt, mn)					
Total assets	428,357	409,010	402,960	(5.9)	(1.5)
Total liabilities	254,800	242,826	237,380	(6.8)	(2.2)
Total equity	173,557	166,185	165,580	(4.6)	(0.4)
BVPS (Bt)	76.45	73.17	72.89	(4.7)	(0.4)
Financial ratio (%)					
Gross margin (%)	8.2	4.8	4.8	(3.3)	0.1
EBITDA margin (%)	9.1	5.6	5.9	(3.2)	0.3
Net profit margin (%)	4.9	2.5	3.3	(1.6)	0.8
ROA (%)	6.5	2.8	3.1	(3.3)	0.3
ROE (%)	16.0	6.8	7.6	(8.4)	0.9
D/E (X)	1.5	1.5	1.4	(3.4)	(2.8)

Source: TOP and InnovestX Research

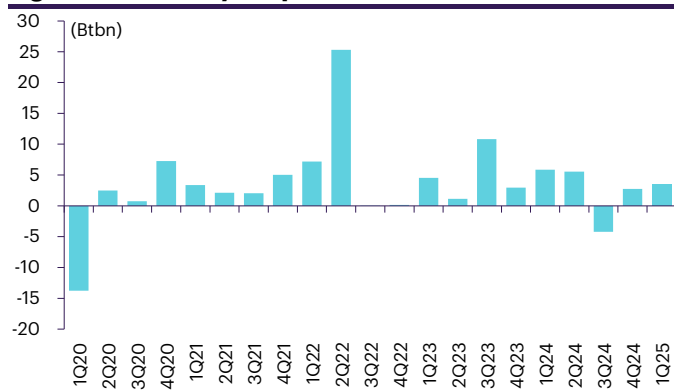
Appendix

Figure 2: Gross integrated margin



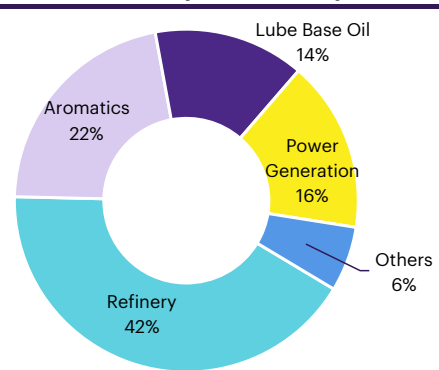
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 4: Quarterly net profit



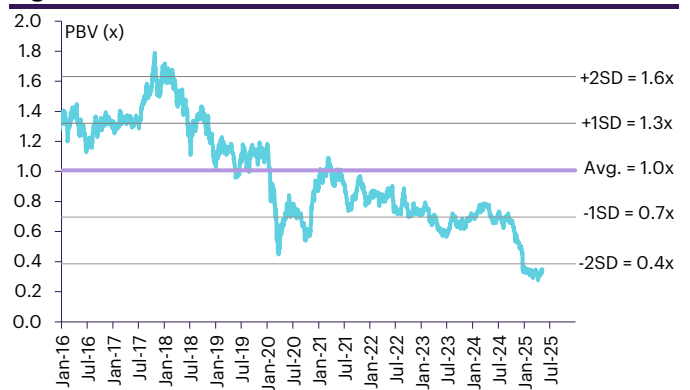
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 3: EBITDA breakdown (LTM to 1Q25)



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 5: TOP – PBV band



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 6: Valuation summary (price as of May 9, 2025)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	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	38.50	47.0	25.8	n.m.	6.4	5.1	n.m.	n.m.	26	0.9	0.8	0.7	(6)	9	10	2.7	3.8	5.2	3.9	2.9	2.6
BSRC	Neutral	5.60	6.0	10.7	n.m.	11.7	7.9	n.m.	n.m.	49	0.8	0.7	0.7	(8)	6	9	1.8	3.6	7.1	30.7	7.4	5.8
IRPC	Underperform	0.95	1.0	6.3	n.m.	39.8	7.3	(58)	n.m.	444	0.3	0.3	0.3	(8)	1	4	1.1	1.1	6.3	23.8	6.6	4.6
OR	Outperform	14.30	16.4	17.8	23.0	14.6	12.8	(33)	57	14	1.6	1.5	1.4	7	10	11	2.8	3.1	3.5	8.0	7.2	6.1
PTT	Outperform	31.25	41.0	37.9	10.9	7.6	7.4	(21)	44	2	0.8	0.7	0.7	5	7	7	6.7	6.7	7.0	3.5	2.4	2.1
PTTEP	Outperform	101.50	162.0	68.5	5.2	6.0	6.5	(1)	(15)	(7)	0.8	0.7	0.7	15	12	11	9.5	8.9	7.9	1.5	2.0	2.2
SPRC	Outperform	5.65	6.6	23.9	16.0	9.3	13.9	n.m.	73	(33)	0.6	0.6	0.6	4	7	4	7.1	7.1	7.1	5.2	4.5	4.2
TOP	Neutral	27.25	28.0	10.1	7.2	6.0	4.4	(62)	21	38	0.4	0.4	0.3	5	6	8	7.0	7.3	8.1	8.4	9.1	8.6
Average					12.5	12.7	8.2	(35)	36	67	0.8	0.7	0.7	2	7	8	4.8	5.2	6.5	10.6	5.2	4.5

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 ไปใช้ในทุกรณณ์ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใด ๆ 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 ที่เกี่ยวข้องกับการธนาคาร 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 กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเช่าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกว๊าน บกวิชัย บกวิเคราะห์ 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 อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่สองฝ่าย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย 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, SMPG, 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, 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, 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

AS, 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, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIIL, 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 (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, 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, 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, SMPG, SNC, SNNP, SORCON, 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, WIIL, 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, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, 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, CHOTI, 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, 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, PMC, 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, 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, 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.