

ประกาศเดินหน้าโครงการ asset monetization

TOP ประกาศเดินหน้าโครงการ asset monetization ผ่านความร่วมมือกับ PTT Tank ภายใต้กลยุทธ์ “2S1P*” โดยมีเป้าหมายเพื่อลดภาระหนี้และปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์ ดัชนีจะสร้างกระแสเงินสดสุทธิ 1.82 หมื่นลบ. ซึ่งจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อ EBITDA ปรับตัวลดลงจาก 10.38 เท่า มาอยู่ที่ 8.54 เท่า ธุรกรรมนี้จะช่วยเพิ่มสภาพคล่องและเสริมความแข็งแกร่งทางการเงินท่ามกลางสภาวะตลาดที่ผันผวน โดยมีความเสี่ยงด้านการดำเนินงานน้อยมากและได้รับการสนับสนุนอย่างเต็มที่จากกลุ่ม PTT การเคลื่อนไหวครั้งนี้จะช่วยสนับสนุนเป้าหมายการเติบโตอย่างยั่งยืนและการสร้างมูลค่าในระยะยาว อย่างไรก็ดี ตามเรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ TOP โดยให้ราคาเป้าหมายกลางปี 2569 ที่ 33 บาท อ้างอิง PBV 0.4 เท่า เนื่องจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาแล้ว 31% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา

บริษัทย่อยใหม่จะเข้าสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับโรงกลั่น แกนหลักของธุรกรรมนี้ คือ การจัดตั้งบริษัทย่อยใหม่ซึ่ง TOP จะถือหุ้น 51% และ PTT Tank ถือหุ้น 49% โดย TOP จะดำเนินการให้เข้าสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับโรงกลั่น เช่น ถังเก็บน้ำมันดิบ กุญแจเรือกลางทะเล (SBM) สถานีจ่ายน้ำมันทางรถ และที่ดิน (~145 ไร่) ให้แก่บริษัทย่อยใหม่ เป็นระยะเวลา 21 ปี จากนั้น TOP จะดำเนินการเช่าช่วงสินทรัพย์ที่ให้เข้ากลับจากบริษัทย่อยใหม่ เพื่อใช้ในการประกอบกิจการของบริษัทเป็นระยะเวลา 3 ปี พร้อมสิทธิในการต่อสัญญาเช่าช่วง โดยมีอัตราค่าเช่าช่วงต่อปีเฉลี่ย ~2.1% ต่อปี ดัชนีจะสร้างกระแสเงินสดสุทธิ -1.82 หมื่นลบ. ให้แก่ TOP (ตามสัดส่วนการถือหุ้น 51%) ซึ่งจะทำให้อัตราส่วนหนี้สินต่อทุนและความสามารถในการแข่งขันด้านต้นทุนทางการเงินจากการจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการ CFP ปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ ทั้งนี้ธุรกรรมนี้จะต้องได้รับการอนุมัติจากผู้ถือหุ้นไม่น้อยกว่า 75% ในการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้นที่จะจัดขึ้นในวันที่ 9 ธ.ค. และคาดว่าจะแล้วเสร็จภายในสิ้นปีนี้

ผลกระทบต่อทางการเงินที่งบการเงินรวมมีน้อยมาก ธุรกรรมนี้จะไม่ส่งผลกระทบต่อ EBITDA ในงบการเงินรวมของ TOP เนื่องจากเป็นการตัดรายการระหว่างบริษัทภายในกลุ่ม แต่กำไรสุทธิ 49% ของบริษัทย่อยใหม่จะถูกหักออกผ่านส่วนได้เสียที่ไม่มีอำนาจควบคุม จนดุลจะสะท้อนกระแสเงินสดที่ได้รับเข้ามา ขณะที่สินทรัพย์และหนี้สินยังคงอยู่ในระดับเดิม และจะมีการปรับส่วนของผู้ถือหุ้นเพื่อสะท้อนสัดส่วนการถือหุ้นของ PTT Tank การดำเนินการเชิงกลยุทธ์นี้สอดคล้องกับเป้าหมายของ TOP ในการเพิ่มสภาพคล่อง กระจายแหล่งเงินทุน และรักษาอำนาจควบคุมการดำเนินงานไว้ พร้อมทั้งปลดล็อกมูลค่าสินทรัพย์ นอกจากนี้ยังสนับสนุนความสามารถในการแข่งขันระยะยาว และสร้าง synergy ร่วมกับ PTT Tank ผ่านการบริหารจัดการโครงสร้างพื้นฐานแบบรวมศูนย์

คงคำแนะนำ NEUTRAL โดยให้ราคาเป้าหมายที่ 33 บาท ราคาเป้าหมาย (กลางปี 2569) ของ TOP ที่ 33 บาท อิงกับระดับ -2SD PBV ที่ 0.4 เท่า (EV/EBITDA 10.2 เท่า) ทั้งนี้แม้ว่าจะมีการทำ asset monetization แต่เรายังคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ TOP เนื่องจากยังมีความเสี่ยงจากโครงการ CFP โดยเฉพาะในด้านการก่อสร้างที่ยังไม่แล้วเสร็จและความจำเป็นในการจัดหาเงินทุนเพิ่มเติม ขณะเดียวกัน การปรับตัวขึ้นของราคาหุ้นในช่วงที่ผ่านมาอาจช่วยลดความกังวลเกี่ยวกับผลประกอบการ 3Q68 จากการหยุดเดินเครื่อง CDU-3 และต้นทุนต่อหน่วยที่สูงขึ้นจากการจ่ายค่าเช่าเมื่อธุรกรรมเสร็จสิ้นในปี 2569 ผู้บริหารระบุว่าการนี้อาจทำให้กำไรสุทธิลดลง 600 ลบ.ต่อปี

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: ราคาน้ำมันและค่าการกลั่นผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน และความต้องการผลิตกลั่นที่จะไรเมติกส์ที่ลดลง 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	393,558	401,888	373,039
EBITDA	(Btmn)	37,359	20,999	16,632	24,807	28,105
Core profit	(Btmn)	22,080	8,412	11,002	11,234	13,781
Reported profit	(Btmn)	19,443	9,959	12,850	11,234	13,781
Core EPS	(Bt)	9.88	3.77	4.93	5.03	6.17
DPS	(Bt)	3.40	1.90	2.50	1.80	2.20
P/E, core	(x)	3.7	9.6	7.4	7.2	5.9
EPS growth, core	(%)	(34.2)	(61.9)	30.8	2.1	22.7
P/BV, core	(x)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
ROE	(%)	13.5	5.0	6.4	6.3	7.4
Dividend yield	(%)	9.4	5.2	6.9	5.0	6.1
EV/EBITDA	(x)	5.6	9.3	13.7	10.5	9.3

Source: InnovestX Research

Tactical: NEUTRAL

(3-month)

Stock data

Last close (Sep 25) (Bt)	36.25
Target price (Bt)	33.00
Mkt cap (Btbn)	80.98

12-m high / low (Bt)	51.8 / 21
Avg. daily 6m (US\$m)	15.24
Foreign limit / actual (%)	40 / 9
Free float (%)	52.0
Outstanding Short Position (%)	0.62

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	10.7	30.6 (30.0)	
Relative to SET	8.5	12.3 (20.5)	

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	12,271	11,992
INVX vs Consensus (%)	(10.3)	(6.3)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 3Q25F 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	6.23	5/61
Environmental Score and Rank	5.42	7/61
Social Score and Rank	8.43	1/61
Governance Score and Rank	5.58	7/61

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

หมายเหตุ: *Strengthening the Core, Sustaining the Future, and Powering the Platform

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9005

chaipat.t@innovestx.co.th

จุดเด่น

TOP เป็นบริษัทกลั่นน้ำมันแกนหลักของกลุ่มปตท. บริษัทดำเนินธุรกิจโรงกลั่นน้ำมันที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทยด้วยกำลังการผลิต 275,000 บาร์เรลต่อวัน (22% ของกำลังการผลิตทั้งหมดของประเทศ) โดยมีดัชนี Nelson Complexity Index สูงสุดในประเทศไทยที่ 9.8 (ณ ปี 2563) ต้นทุนต่อหน่วยของ TOP สามารถแข่งขันได้มากที่สุดเมื่อเทียบกับโรงกลั่นน้ำมันอื่นๆ ของไทย กำลังการผลิตของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 400,000 บาร์เรลต่อวัน ในปี 2571 (เลื่อนจากปี 2568) เมื่อกำลังการผลิตใหม่ภายใต้โครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มดำเนินการ โครงการ CFP จะช่วยให้บริษัทสามารถเลือกใช้ใช้น้ำมันดิบที่มีความหลากหลายได้มากขึ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและการประหยัดต่อขนาด โรงกลั่นน้ำมันแบบคอมเพล็กซ์ของ TOP ยังประกอบด้วยกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ 838,000 ตันต่อปี และน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง 684,000 ตันต่อปี ธุรกิจ 3 ธุรกิจนี้คิดเป็นสัดส่วน > 90% ของรายได้รวมในปี 2566 นอกจากนี้ผลประกอบการของ TOP ยังได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจโรงไฟฟ้าซึ่งประกอบด้วย บริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP กำลังการผลิต 118MW และรายได้เงินปันผลจากการถือหุ้น 10% ใน GPSC TOP ได้เข้าสู่ธุรกิจโอเลฟินส์ที่ใช้แอฟฟากเป็นวัตถุดิบ ด้วยการเข้าถือหุ้น 15% ใน PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (CAP) เพื่อลดความเสี่ยงจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่ลดลง

แนวโน้มธุรกิจ

เราคาดว่ากำไรของ TOP ในปี 2568 จะปรับตัวดีขึ้น YoY จากค่าการกลั่นที่ปรับตัวดีขึ้นและขาดทุนสต็อกที่ลดลง ซึ่งสะท้อนถึงความสมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานที่ดีขึ้นหลังจากที่มีโรงกลั่นน้ำมันแห่งใหม่เข้ามาในตลาดในปี 2567 โดยเฉพาะในตะวันออกกลางและแอฟริกาตะวันตก เราคาดว่ากำไรขั้นต้นจากการผลิตของกลุ่ม (GIM) ของ TOP จะปรับตัวดีขึ้นจาก US\$8.2/bbl เป็น US\$9/bbl ในปี 2568 อย่างไรก็ตาม ความตึงเครียดทางการค้าทั่วโลกในปัจจุบันจะเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อแนวโน้มเศรษฐกิจโลกและอุปสงค์น้ำมันในปี 2568-2569 การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศอื่นๆ ยังคงดำเนินอยู่ ดังนั้นแนวโน้มอุปสงค์น้ำมันจึงยังไม่แน่นอน ความผันผวนของราคาน้ำมันบ่งชี้ว่ายังคงมีความเสี่ยงขาขึ้น/ขาลงต่อกำไรจากกำไร/ขาดทุนจากสต็อก นอกจากนี้ เรายังคาดว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ก็มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบด้วยเช่นกัน ซึ่งเป็นผลมาจากภาษีศุลกากรที่สหรัฐฯ เรียกเก็บทั่วโลก ซึ่งอาจทำให้อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปลายน้ำของ PX เช่น PET และโพลีเอสเตอร์ ปรับตัวลดลง การประกาศเลื่อนการเริ่มดำเนินการของ CFP คาดว่าจะส่งผลให้นักลงทุนในตลาดให้ความสนใจต่อ TOP ลดลงในระยะสั้น

Bullish views	Bearish views
1. ต้นทุนต่อหน่วยระดับต่ำของ TOP จะยังคงเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันหลักของบริษัทเมื่อเทียบกับคู่แข่งในประเทศ	1. การปิดใช้หุ้น SBM-2 จากเหตุน้ำมันรั่วไหลเมื่อไม่นานนี้จะมีผลกระทบต่อกำไรในระยะสั้น
2. TOP น่าจะมีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้ใช้น้ำมันดิบมากขึ้นเมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มดำเนินการในปี 2571 และดำเนินการเต็มรูปแบบในปี 2572	2. การลงทุนในธุรกิจปิโตรเคมีสายโอเลฟินส์ตามแผนทำให้ตลาดมีความกังวลมากขึ้นเกี่ยวกับส่วนแบ่งกำไรจากธุรกิจใหม่ในระยะสั้น
3. TOP ได้ขยายธุรกิจสู่ธุรกิจโอเลฟินส์โดยใช้ประโยชน์จากแอฟฟากที่ผลิตได้มากขึ้นจากโครงการ CFP ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในอนาคตจากกระแสการใช้รถยนต์ไฟฟ้า (EV)	3. การเริ่มดำเนินเชิงพาณิชย์ที่ล่าช้าและเงินลงทุนส่วนเพิ่มของ CFP อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของโครงการและความมั่นใจของตลาดหุ้นในระยะใกล้

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิทธิพล	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
GRM ที่ดีขึ้นในปี 2568 จากผลิตภัณฑ์ขั้นกลาง (middle distillate)	อุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2568 จากอุปสงค์และอุปทานที่สมดุลมากขึ้นและความต้องการน้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับการบินที่เพิ่มขึ้นจากการท่องเที่ยวและการเดินทางทางอากาศที่มากขึ้น	บวก	ผลประกอบการของ TOP คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์น้ำมันที่สูงขึ้น โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ขั้นกลาง (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน)
ค่าระวางที่สูงขึ้นจากการระงับใช้หุ้นเรือกลกลางทะเล	หุ้นเรือกลกลางทะเล (SBM-2) ของ TOP ซึ่งช่วยให้ TOP สามารถจอดเรือบรรทุกน้ำมัน VLCC ได้ ถูกสั่งระงับใช้งานตั้งแต่เดือนมี.ย. 2568 เนื่องจากมีน้ำมันรั่วไหล	ลบในระยะสั้น	TOP ต้องเปลี่ยนไปใช้หุ้น SBM-1 โดยจะต้องถ่ายโอนน้ำมันจากเรือ VLCC ก่อนเข้าเทียบท่า ส่งผลให้ต้นทุนค่าระวางของบริษัทเพิ่มขึ้น US\$0.5/bbl อย่างไรก็ตามการหยุดชะงักนี้มีผลกระทบต่อปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ามา
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 3Q68	ลดลง YoY และ QoQ	เราคาดว่ากำไรสุทธิจะลดลง YoY และ QoQ จากการหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ CDU-3 (หน่วยใหญ่ที่สุด) เป็นเวลา 30 วัน และการหยุดซ่อมบำรุงโรงงานอะโรเมติกส์

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
กำไรขั้นต้นจากการผลิตของกลุ่ม (-US\$1/bbl)	-21.9%	-0.24 บาท/หุ้น

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับไทม์ไลน์ที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score 6.23 (2023)		CG Rating DJSI SETESG SET ESG Ratings				
Rank in Sector	5/61	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

ประเด็นด้านกบฏบรรษัทภิบาล (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

	2023	2024
ESG Financial Materiality Score	6.23	—
Environment Financial Materiality Score	5.42	—
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	3,376	3,447
Carbon per Unit of Production (metric tonnes)	—	—
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	No
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	8.43	—
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	—
Employee Turnover (%)	3.62	—
Governance Financial Materiality Score	5.58	—
Board Size (persons)	14	15
Board Meeting Attendance (%)	100	99
Number of Women on Board (persons)	1	4
Number of Independent Directors (persons)	7	8
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	393,558	401,888	373,039
Cost of goods sold	(Btmn)	255,300	319,555	481,137	436,164	450,010	382,626	382,579	350,736
Gross profit	(Btmn)	(7,387)	25,941	48,452	33,080	16,767	10,932	19,310	22,302
SG&A	(Btmn)	2,650	3,056	4,182	3,521	3,874	3,150	3,417	3,172
Other income	(Btmn)	1,115	530	863	1,339	2,008	2,310	2,425	2,546
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	5,875	13,560	16,665
Corporate tax	(Btmn)	(647)	2,034	8,918	4,672	2,283	1,390	2,441	3,000
Equity a/c profits	(Btmn)	2,492	1,675	(513)	84	(132)	6,541	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	11,002	11,234	13,781
Extra-ordinary items	(Btmn)	7,193	(6,459)	1,264	(2,637)	1,547	1,848	0	0
Net Profit	(Btmn)	(3,301)	12,578	32,668	19,443	9,959	12,850	11,234	13,781
EBITDA	(Btmn)	(2,482)	30,309	52,014	37,359	20,999	16,632	24,807	28,105
Core EPS	(Btmn)	(5.14)	9.33	15.03	9.88	3.77	4.93	5.03	6.17
Net EPS	(Bt)	(1.62)	6.17	15.63	8.70	4.46	5.75	5.03	6.17
DPS	(Bt)	0.70	2.60	3.70	3.40	1.90	2.50	1.80	2.20

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	94,258	91,039	85,415
Total fixed assets	(Btmn)	191,958	260,905	290,753	294,621	296,789	324,241	351,192	361,461
Total assets	(Btmn)	306,188	362,144	444,581	419,993	409,010	418,499	442,231	446,876
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	63,100	65,941	69,066
Total long-term liabilities	(Btmn)	157,449	200,574	182,250	178,180	175,162	179,691	194,238	186,418
Total liabilities	(Btmn)	186,069	239,050	285,923	251,681	242,826	242,791	260,179	255,484
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	175,708	182,052	191,392
BVPS	(Bt)	56.97	59.25	69.85	74.12	73.17	77.42	80.25	84.42

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	11,002	11,234	13,781
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,554	7,424	7,744	7,799	8,106	8,850	8,915	8,975
Operating cash flow	(Btmn)	4,979	11,543	43,182	27,619	39,247	8,613	7,626	23,479
Investing cash flow	(Btmn)	(47,490)	(43,337)	(9,049)	(19,692)	(14,009)	(25,607)	(35,865)	(19,244)
Financing cash flow	(Btmn)	20,575	8,245	(20,253)	(23,072)	(24,627)	17,896	16,334	(5,718)
Net cash flow	(Btmn)	(21,936)	(23,548)	13,880	(15,145)	611	902	(11,905)	(1,484)

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	2.8	4.8	6.0
Operating margin	(%)	(4.0)	6.6	8.4	6.3	2.8	2.0	4.0	5.1
EBITDA margin	(%)	(1.0)	8.8	9.8	8.0	4.5	4.2	6.2	7.5
EBIT margin	(%)	(4.0)	6.6	8.4	6.3	2.8	2.0	4.0	5.1
Net profit margin	(%)	(1.3)	3.6	6.2	4.1	2.1	3.3	2.8	3.7
ROE	(%)	(8.6)	15.7	22.3	13.5	5.0	6.4	6.3	7.4
ROA	(%)	(3.6)	5.7	7.8	5.1	2.0	2.7	2.6	3.1
Net D/E	(x)	0.6	1.2	0.8	0.8	0.7	0.8	1.0	0.9
Interest coverage	(x)	(0.6)	8.4	13.5	9.1	5.2	3.9	5.2	5.6
Debt service coverage	(x)	(0.3)	3.5	2.0	2.2	1.8	1.6	1.3	1.1
Payout Ratio	(%)	(43.3)	42.2	23.7	39.1	42.6	43.5	35.8	35.7

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	100	107	112	111	108	110	110
Utilization rate - petchem	(%)	71	87	71	73	85	85	85	85

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Total revenue	(Btmn)	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189	112,536	106,788	99,440
Cost of goods sold	(Btmn)	104,026	116,121	109,788	116,241	116,804	107,178	101,633	99,295
Gross profit	(Btmn)	20,180	3,436	9,744	7,279	(5,615)	5,359	5,155	144
SG&A	(Btmn)	899	1,149	841	935	966	1,132	812	1,022
Other income	(Btmn)	403	322	614	644	530	221	797	566
Interest expense	(Btmn)	1,032	1,053	1,047	1,008	1,011	986	969	982
Pre-tax profit	(Btmn)	18,651	1,556	8,470	5,979	(7,062)	3,462	4,170	(1,294)
Corporate tax	(Btmn)	2,680	710	1,464	1,154	(1,057)	723	883	292
Equity a/c profits	(Btmn)	(49)	16	(124)	(40)	(30)	63	(113)	6,585
Minority interests	(Btmn)	(60)	(13)	(38)	(19)	16	19	(12)	(30)
Core profit	(Btmn)	15,862	850	6,845	4,765	(6,019)	2,821	3,163	4,969
Extra-ordinary items	(Btmn)	(5,035)	2,095	(982)	781	1,801	(54)	341	1,507
Net Profit	(Btmn)	10,828	2,944	5,863	5,547	(4,218)	2,767	3,504	6,476
EBITDA	(Btmn)	21,222	4,305	10,848	8,473	(4,575)	6,253	6,301	1,093
Core EPS	(Btmn)	7.10	0.38	3.06	2.13	(2.69)	1.26	1.42	2.22
Net EPS	(Bt)	4.85	1.32	2.62	2.48	(1.89)	1.24	1.57	2.90

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Total current assets	(Btmn)	127,309	125,371	126,149	136,429	104,025	112,222	118,046	109,538
Total fixed assets	(Btmn)	294,898	294,621	302,208	299,817	296,754	296,789	284,914	288,948
Total assets	(Btmn)	422,207	419,993	428,357	436,246	400,779	409,010	402,960	398,486
Total loans	(Btmn)	170,342	163,117	168,988	165,580	151,349	154,798	152,836	129,148
Total current liabilities	(Btmn)	71,984	73,501	64,428	79,854	60,252	67,663	62,440	72,252
Total long-term liabilities	(Btmn)	187,172	178,180	190,372	186,221	172,587	175,162	174,940	154,583
Total liabilities	(Btmn)	259,156	251,681	254,800	266,075	232,839	242,826	237,380	226,835
Paid-up capital	(Btmn)	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	165,785	171,056	176,340	172,945	170,696	168,923	168,331	174,392
BVPS	(Btmn)	71.77	74.12	76.45	74.94	73.95	73.17	72.89	75.61

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Core Profit	(Btmn)	15,862	850	6,845	4,765	(6,019)	2,821	3,163	4,969
Depreciation and amortization	(Btmn)	1,941	2,018	1,944	2,129	2,006	2,026	1,958	1,971
Operating cash flow	(Btmn)	5,753	7,701	8,454	20,735	(10,259)	20,316	(2,510)	22,400
Investing cash flow	(Btmn)	(7,194)	(4,224)	(1,363)	(6,807)	(1,580)	(4,258)	2,847	7,206
Financing cash flow	(Btmn)	(2,828)	(3,374)	(2,134)	(12,880)	(4,931)	(4,682)	(2,929)	(22,559)
Net cash flow	(Btmn)	(4,268)	102	4,956	1,048	(16,769)	11,376	(2,593)	7,047

Key Financial Ratios

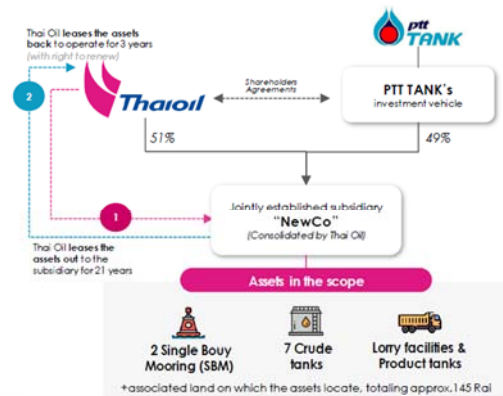
FY December 31	Unit	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Gross margin	(%)	16.2	2.9	8.2	5.9	(5.1)	4.8	4.8	0.1
Operating margin	(%)	15.5	1.9	7.4	5.1	(5.9)	3.8	4.1	(0.9)
EBITDA margin	(%)	17.1	3.6	9.1	6.9	(4.1)	5.6	5.9	1.1
EBIT margin	(%)	15.5	1.9	7.4	5.1	(5.9)	3.8	4.1	(0.9)
Net profit margin	(%)	8.7	2.5	4.9	4.5	(3.8)	2.5	3.3	6.5
ROE	(%)	39.8	2.1	16.0	11.1	(14.2)	6.8	7.6	11.8
ROA	(%)	15.3	0.8	6.5	4.4	(5.8)	2.8	3.1	5.0
Net D/E	(x)	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	0.5
Interest coverage	(x)	20.6	4.1	10.4	8.4	(4.5)	6.3	6.5	1.1
Debt service coverage	(x)	5.2	1.0	4.0	3.1	(1.7)	2.1	2.2	0.5

Key Statistics

FY December 31	Unit	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	86.7	83.6	81.3	85.3	78.3	73.6	76.9	66.9
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	13.6	8.6	10.4	5.7	5.4	7.1	5.4	7.0
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	175	198	184	203	182	117	141	142
Utilization rate - refinery	(%)	110	111	105	111	113	113	113	113
Utilization rate - petchem	(%)	74	79	76	80	83	80	79	75

Figure 1: TOP – transaction structure overview

Lease & Lease back of Thai Oil's assets
Transaction structure & key agreements



1 21-year long-term Lease

- Total rent of THB 37,402 mm (USD ~1,108 mm)
- Thai Oil will receive cash net proceeds of ~18,230 MB at Day1 as compensation of long-term leasehold right (net of capital injection for 51%)

2 Lease back:

- Thai Oil leases back all assets for its operation for 3 years with fixed lease payment of 9,772 MB paid quarterly

Long-term Lease Agreement	Target ending in Dec 2046 (21 years)
Lease Back Agreement	- Target ending in Dec 2028 (3 years) - Short-term sublease agreement with right to renew at pre-agreed annual escalation rate of approx 2.1%

PTT TANK and Thai Oil will jointly establish NewCo. Thai Oil will lease the Assets for 21 years to NewCo and then lease them back for its own refinery operation targeted to close by the end of 2025

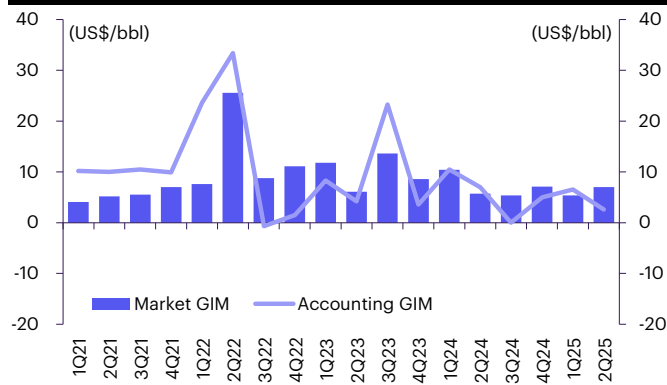
Source: TOP

Figure 2: TOP – target project timeline



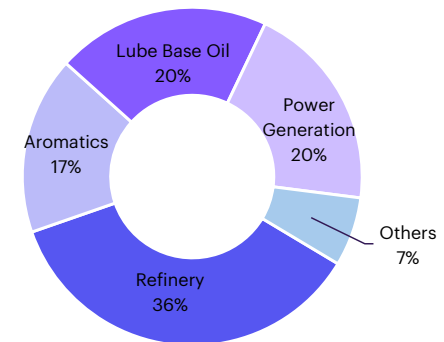
Source: TOP

Figure 3: Gross integrated margin



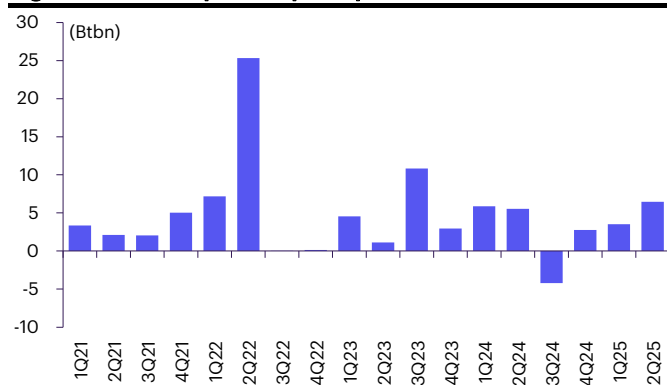
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 4: EBITDA breakdown (1H25)



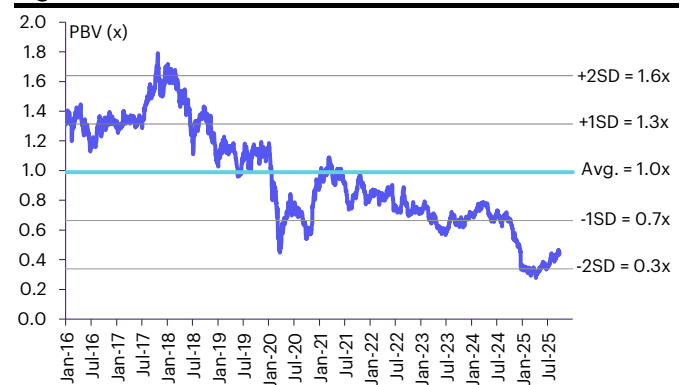
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 5: TOP – quarterly net profit



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 6: TOP – PBV band



Source: InnovestX Research

Figure 7: Valuation summary (price as of Sep 25, 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	30.75	47.00	56.6	n.m.	5.3	4.5	n.m.	n.m.	16	0.7	0.7	0.6	(6)	9	9	3.4	3.7	5.9	3.6	2.9	2.6
BSRC	Neutral	4.48	5.00	11.6	n.m.	n.m.	6.9	n.m.	69	n.m.	0.6	0.6	0.6	(8)	(3)	9	1.8	0.0	0.0	27.9	10.8	5.5
IRPC	Underperform	1.22	1.00	(18.0)	n.m.	n.m.	9.5	(58)	76	n.m.	0.4	0.4	0.4	(8)	(2)	4	0.8	0.0	4.9	25.4	8.9	5.2
OR	Outperform	13.70	18.00	34.7	22.0	14.0	12.3	(33)	57	14	1.5	1.4	1.3	7	10	11	2.9	3.3	3.6	7.6	6.8	5.8
PTT	Outperform	33.25	39.00	23.6	11.6	9.8	10.3	(21)	18	(5)	0.8	0.8	0.8	5	6	5	6.3	6.3	6.3	3.6	2.9	2.6
PTTEP	Outperform	118.00	147.00	31.4	6.0	7.7	8.4	(1)	(22)	(8)	0.9	0.8	0.8	15	11	10	8.2	6.8	5.9	1.8	2.5	2.7
SPRC	Outperform	4.84	6.40	38.4	13.7	21.3	13.2	n.m.	(35)	62	0.5	0.5	0.5	4	3	4	8.3	6.2	8.3	4.6	5.5	3.8
TOP	Neutral	36.25	33.00	(2.1)	9.6	7.4	7.2	(62)	31	2	0.5	0.5	0.4	5	6	6	5.2	6.9	5.0	9.3	13.7	10.5
Average					12.6	10.9	9.0	(35)	28	13	0.7	0.7	0.7	2	5	7	4.6	4.2	5.0	10.5	6.7	4.8

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 ไปใช้ในธุรกรรมใด ๆ ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกันธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าอสังหาริมทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจย 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 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 ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีใดๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 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, 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, TU, 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, PIW, 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, WIILK, 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.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้รับรับรอง)

2S, AAI, ACE, 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, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITCL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, 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, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, 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, PLUS, PM, PMC, PPP, PPPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, 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, SCGD, SCGP, SCM, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMT, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

N/A

24CS, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTICI, DV8, EASON, EFORL, EKH, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, 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, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PIW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RIJ, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, 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, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.