

ไทยออยล์

บริษัท ไทยออยล์
จำกัด (มหาชน)

TOP

Bloomberg TOP TB
Reuters TOP.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

พรีวิว 2Q69: คาดกำไรลดลง QoQ จากขาดทุนสต็อกน้ำมัน

ราคาหุ้น TOP ปรับตัวเพิ่มขึ้น 43.8% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา outperform SET (+6.5%) และหุ้นโรงกลั่นในประเทศ (+38%) โดยปัจจุบันซื้อขายที่ PBV 0.7 เท่า ใกล้เคียงกับระดับที่เคยเห็นในช่วงที่สงครามรัสเซีย-ยูเครนรุนแรงที่สุด เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q69 จะอยู่ที่ 8.4 พันลบ. ลดลง 58% QoQ จากขาดทุนสต็อกน้ำมัน แม้ว่าการดำเนินงานปกติจะยังคงได้รับการสนับสนุนจาก GIM ที่แข็งแกร่งและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate ที่อยู่ในระดับสูง ด้วยอ็อปไซด์จากการปรับประมาณการกำไรที่มีจำกัด ปัจจัยกระตุ้นราคาหุ้นระยะสั้นที่มีไม่มาก และมาตรการตรึงราคาน้ำมันดีเซลที่ยังคงเป็นปัจจัยกดดัน เราจึงปรับลดคำแนะนำสำหรับ TOP จาก OUTPERFORM เป็น NEUTRAL และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 60 บาท อ้างอิง PBV ที่ 0.7 เท่า

คาดการณ์กำไร 2Q69 ปรับตัวลดลง QoQ แม้ว่า market GIM จะแข็งแกร่งขึ้น เราคาดว่า TOP จะรายงานกำไรสุทธิ 2Q69 ที่ 8.4 พันลบ. (ประกาศวันที่ 13 ส.ค.) ลดลง 56.7% QoQ แต่เพิ่มขึ้น 30.2% YoY การปรับตัวลดลง QoQ หลักๆ เกิดจากขาดทุนจากสต็อกน้ำมันที่ประเมินได้ที่ US\$12/บาร์เรล (1.06 หมื่นลบ.) ซึ่งจะไปหักล้าง market GIM ที่แข็งแกร่งขึ้นที่ US\$22.8/บาร์เรล เทียบกับ US\$14.8/บาร์เรล ใน 1Q26 ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate ยังคงอยู่ในระดับสูงผิดปกติที่มากกว่า US\$60/บาร์เรล สูงกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ US\$18-19/บาร์เรลค่อนข้างมาก อย่างไรก็ตาม ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบ ค่าใช้จ่ายด้านโลจิสติกส์ และค่าสาธารณูปโภคที่สูงขึ้น มีแนวโน้มที่จะทำให้มาร์จิ้นขยายตัวได้จำกัด ซึ่งจะส่งผลทำให้ค่าการกลั่นโดยรวมอยู่ในระดับใกล้เคียงกับ Singapore GRM ที่ US\$20-21/บาร์เรล

อัตราการใช้กำลังการกลั่นที่ลดลงจะกดดันผลประโยชน์ เราคาดว่าปริมาณการกลั่นใน 2Q69 จะลดลงโดยอัตราการใช้กำลังการกลั่นน้ำมันดิบจะลดลงมาอยู่ที่ 107% จาก 113% ใน 1Q69 จากการหยุดซ่อมบำรุง CDU-1 (50kbd, 18% ของกำลังการกลั่นทั้งหมด) เป็นเวลา 1 เดือน แม้ภาครัฐจะจำกัดการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป แต่ TOP ดูเหมือนจะยังสามารถบริหารการดำเนินงานของโรงกลั่นได้อย่างมีประสิทธิภาพ โดยใช้คลังเก็บน้ำมันจากโครงการ Clean Fuel Project (CFP) ขณะที่ต้นทุนการดำเนินงานคาดว่าจะยังอยู่ในระดับแข่งขันได้ที่ US\$2.2/บาร์เรล เทียบกับ US\$1.9/บาร์เรล ใน 1Q69 และ US\$2.1/บาร์เรล ใน 2Q68 ซึ่งจะช่วยให้ผลกำไรสุทธิจากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่ลดลงได้บางส่วน

ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานที่แข็งแกร่งช่วยชดเชยธุรกิจอะโรมาติกส์ที่อ่อนแอ เราคาดว่าความสามารถในการทำกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นจากธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานจะช่วยสนับสนุนผลประโยชน์ 2Q69 ภาวะอุปทานตึงตัวจากตะวันออกกลางช่วยหนุนส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ ส่งผลให้ GIM จากธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ประมาณ US\$2/บาร์เรล เทียบกับช่วงปกติที่ US\$1-1.5/บาร์เรล ในขณะที่ธุรกิจอะโรมาติกส์มีแนวโน้มที่จะยังคงเป็นปัจจัยกดดันผลกำไร เนื่องจากส่วนต่างราคา PX และเบนซินเทียบกับ ULG95 ยังคงอ่อนแอ

คาดการณ์กำไรต่อหุ้นจะเพิ่มขึ้นใน 3Q69 เราคาดว่ามาตรการตรึงราคาน้ำมันดีเซลของน้ำมันดีเซล ซึ่งขยายระยะเวลาออกไปจนถึงวันที่ 15 ส.ค. จะส่งผลกระทบต่อกำไรก่อนภาษีประมาณ 1.4 พันลบ. (US\$1.5/บาร์เรล) ซึ่งน้อยกว่าผลกระทบใน 2Q69 ส่วนต่างราคาน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินที่ยังแข็งแกร่งใกล้ US\$60/บาร์เรล น่าจะช่วยชดเชยผลกระทบดังกล่าวได้บางส่วน อย่างไรก็ตาม ค่าพรีเมียมน้ำมันดิบที่ยังอยู่ในระดับสูงท่ามกลางความตึงเครียดในตะวันออกกลางที่กลับมารุนแรงขึ้น อาจยังคงกดดันมาร์จิ้นต่อไป ดังนั้นเราจึงคาดว่าผลประโยชน์ 3Q69 จะยังคงมีความเปราะบาง เนื่องจากค่าการกลั่นที่อ่อนตัวลงและผลขาดทุนจากสต็อกน้ำมันที่อาจเกิดขึ้นจากราคาน้ำมันที่อ่อนตัวลง อาจมีน้ำหนักมากกว่าการดำเนินงานที่ปรับตัวดีขึ้น

Valuation และแนวโน้มกำไร ผลประกอบการของ TOP ยังคงมีความอ่อนไหวสูงต่อราคาน้ำมันและการเปลี่ยนแปลงของกำไรหรือขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน แม้ว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate และมาร์จิ้นน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานที่แข็งแกร่งน่าจะช่วยสนับสนุนการดำเนินงานต่อเนื่อง เราคงราคาเป้าหมายสั้นปี 2569 ไว้ที่ 60 บาท อ้างอิง PBV 0.7 เท่า (EV/EBITDA 5.4 เท่า) อ็อปไซด์ของ valuation จะขึ้นอยู่กับความยั่งยืนของค่าการกลั่น อัตราการใช้กำลังการกลั่น และปัจจัยพื้นฐานด้านอุปสงค์และอุปทาน อย่างไรก็ตาม เราปรับลดคำแนะนำจาก OUTPERFORM เป็น NEUTRAL หลังจากราคาหุ้นปรับตัวขึ้นแรงในช่วงที่ผ่านมา

ความเสี่ยงสำคัญ: ความผันผวนของราคาน้ำมันและ GRM, ขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน, อุปสงค์ผลิตภัณฑ์อะโรมาติกส์ที่อ่อนแอ และความเสี่ยงจากการใช้บงกชสูงกว่าคาดของโครงการ CFP ขณะที่ความเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ ได้แก่ ผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม และกฎระเบียบด้านการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกที่เข้มงวดมากขึ้น

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Revenue	(Btmn)	466,777	395,682	510,989	422,789	413,981
EBITDA	(Btmn)	20,999	17,686	47,297	29,826	30,694
Core profit	(Btmn)	8,412	3,481	30,933	14,995	15,853
Reported profit	(Btmn)	9,959	14,584	22,933	14,995	15,853
Core EPS	(Bt)	3.77	1.56	13.85	6.71	7.10
DPS	(Bt)	1.90	1.80	2.20	2.40	2.50
P/E, core	(x)	17.0	41.1	4.6	9.5	9.0
EPS growth, core	(%)	(61.9)	(58.6)	788.6	(51.5)	5.7
P/BV, core	(x)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.7
ROE	(%)	5.0	1.9	15.3	6.9	7.0
Dividend yield	(%)	3.0	2.8	3.4	3.8	3.9
EV/EBITDA	(x)	12.3	10.8	5.5	8.8	8.2

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

ดูข้อมูลงบการเงินในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Tactical: NEUTRAL

(3-month)

Stock data

Last close (Jul 23) (Bt)	64.00
Target price (Bt)	60.00
Mkt cap (Btbn)	142.97

12-m high / low (Bt)	66 / 29.8
Avg. daily 6m (US\$m)	27.54
Foreign limit / actual (%)	40 / 16
Free float (%)	52.0
Outstanding Short Position (%)	0.93

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	43.8	43.8	100.0
Relative to SET	35.0	28.1	48.6

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2026F	2027F
Consensus (Bt mn)	21,635	14,835
INVX vs Consensus (%)	43.0	1.1

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 2Q26F core earnings	Up	Down

2025 Sustainability/2024 ESG Score

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

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	6.55	3/61
Environmental Score and Rank	6.69	5/61
Social Score and Rank	7.39	3/61
Governance Score and Rank	5.53	5/61

Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research, Bloomberg

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 จะช่วยให้บริษัทสามารถเลือกใช้น้ำมันดิบที่มีความหลากหลายได้มากขึ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและการประหยัดต่อขนาด โรงกลั่นน้ำมันแบบคอมเพล็กซ์ของ TOP ยังประกอบด้วยกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี 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 ได้เข้าสู่ธุรกิจโอเลฟินส์ที่ใช้แฉฟทาเป็นวัตถุดิบ ด้วยการเข้าถือหุ้น 15% ใน PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (CAP) เพื่อลดความเสี่ยงจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่ลดลง

แนวโน้มธุรกิจ

เราคาดว่ากำไรของ TOP จะปรับตัวดีขึ้น YoY ในปี 2569 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก market GRM ที่แข็งแกร่งขึ้นซึ่งเป็นผลมาจากสงครามในตะวันออกกลางที่ทำให้อุปทานน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate ลดลง นอกจากนี้ กำไรยังมีแนวโน้มได้รับอานิสงส์จากกำไรสต็อกน้ำมันที่สูงขึ้นท่ามกลางราคาน้ำมันที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น เราคาดว่า GIM จะปรับตัวดีขึ้นสู่ระดับ >US\$20/บาร์เรล ในปี 2569 จาก US\$7.5/บาร์เรล ในปี 2568 ทั้งนี้ การแทรกแซงของภาครัฐในการปรับลดราคาน้ำมันดีเซลหน้าโรงกลั่นเพื่อลดแรงกดดันต่อกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงภายใต้การควบคุมราคาขายปลีกน้ำมันดีเซล ยังคงเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อกำไรหากยืดเยื้อ เนื่องจากอาจทำให้ market GRM โดยรวมของบริษัทอ่อนแอลง ขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันยังบ่งชี้ถึงความเสี่ยงทั้งด้านบวกและด้านลบต่อกำไรผ่านโอกาสที่จะเกิดกำไรหรือขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน นอกจากนี้ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมียังเผชิญกับความเสี่ยงจากมาตรการภาษีทั่วโลกที่ประกาศโดยสหรัฐฯ ซึ่งอาจบั่นทอนความต้องการผลิตภัณฑ์ PX ขึ้นปลาย เช่น PET และโพลีเอสเตอร์ ส่วนความคืบหน้าของโครงการ CFP คาดว่าจะช่วยลดความกังวลของตลาดต่อแนวโน้มกำไรและฐานะทางการเงินของบริษัทได้

Bullish views	Bearish views
1. ต้นทุนต่อหน่วยระดับต่ำของ TOP จะยังคงเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันหลักของบริษัทเมื่อเทียบกับคู่แข่งในประเทศ	1. การแทรกแซงของภาครัฐในการปรับลดราคาน้ำมันดีเซลหน้าโรงกลั่นอาจส่งผลกระทบต่อ GRM โดยรวมของ TOP ในระยะสั้น แม้ว่า market GRM ในปัจจุบันจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาจากผลของสงครามในตะวันออกกลางก็ตาม
2. TOP น่าจะมีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้น้ำมันดิบมากขึ้นเมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มดำเนินการในปี 2571 และดำเนินการเต็มรูปแบบในปี 2572	2. ารปิดใช้ทุน SBM-2 จากเหตุน้ำมันรั่วไหลเมื่อไม่นานนี้ จะส่งผลกระทบต่อกำไรในระยะสั้นจากค่าใช้จ่ายด้านโลจิสติกส์ที่สูงขึ้น
3. TOP ได้ขยายธุรกิจสู่ธุรกิจโอเลฟินส์โดยใช้ประโยชน์จากแฉฟทาที่ผลิตได้มากขึ้นจากโครงการ CFP ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในอนาคตจากกระแสการใช้รถยนต์ไฟฟ้า (EV)	3. การเริ่มดำเนินเชิงพาณิชย์ที่ล่าช้าและเงินลงทุนส่วนเพิ่มของ CFP อาจส่งผลกระทบต่อผลตอบแทนของโครงการและความมั่นใจของตลาดหุ้นในระยะใกล้

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิทธิพล	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
GRM ที่ดีขึ้นในปี 2569 จากผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate	อุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2568 จากอุปสงค์และอุปทานที่สมดุลมากขึ้นและความต้องการน้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับการบินที่เพิ่มขึ้นจากการท่องเที่ยวและการเดินทางทางอากาศที่มากขึ้น	บวก	คาดว่ากำไรของ TOP จะปรับตัวดีขึ้นจากความต้องการใช้น้ำมันกลุ่ม middle distillate (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบิน) ที่สูงขึ้น ในขณะที่อุปทานยังคงตึงตัวจากสงครามในตะวันออกกลาง
การบังคับปรับลดราคาน้ำมันดีเซลหน้าโรงกลั่น	รัฐบาลมีคำสั่งให้ปรับลดราคาน้ำมันดีเซลหน้าโรงกลั่นเพิ่มเติม ตั้งแต่วันที่ 9 ก.ค. ถึง 15 ส.ค. เนื่องจากความตึงเครียดในตะวันออกกลางส่งผลให้ตลาดน้ำมันโลกยังคงมีความผันผวนและกดดันต้นทุนภายในประเทศ	ลบในระยะสั้น	TOP เป็นผู้ผลิตน้ำมันดีเซลรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยมีสัดส่วนเกือบ 40% ของปริมาณการผลิตทั้งหมด การปรับลดราคาน้ำมันดีเซลคาดว่าจะส่งผลกระทบต่อกำไรปี 2569 เพิ่มเติมอีก 1.4 พันลบ. หลังจากได้รับผลกระทบไปแล้ว 2.8 พันลบ. ใน 2Q69 หากมาตรการดังกล่าวสิ้นสุดลงตามกำหนดอย่างไรก็ตาม หากมีการขยายระยะเวลาดำเนินการออกไปนานกว่าที่ประกาศไว้ หรือมีการปรับลดราคาน้ำมันดีเซลในระดับที่มากขึ้น จะถือเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไร เนื่องจากจุดจบของสงครามในตะวันออกกลางยังคงมีความไม่แน่นอน
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 2Q69	เพิ่มขึ้น YoY แต่ลดลง QoQ	เราคาดว่ากำไรสุทธิ 2Q69 จะลดลง QoQ จากขาดทุน สต็อกน้ำมัน อย่างไรก็ตาม ผลการดำเนินงานปกติยังคงแข็งแกร่ง โดยได้รับแรงหนุนจาก GIM ที่อยู่ในระดับที่ดีและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillate ที่ยังแข็งแกร่งต่อเนื่อง

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
กำไรขั้นต้นจากการผลิตของกลุ่ม (-US\$1/bbl)	-9%	-1 บาท/หุ้น

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับไทม์ไลน์ที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score 6.55 (2024)		CG Rating DJBIC SETESG SET ESG Ratings				
Rank in Sector	3/61	TOP	5	Yes	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2568 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2593 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2603
- TOP สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการผลิตลงได้ในปี 2568 (33,165 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน 29 โครงการ)
- ชุมชนท้องถิ่นไม่มีการร้องเรียนเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในปี 2567
- TOP สามารถรักษาระดับประสิทธิภาพด้านพลังงานอยู่ในกลุ่ม 2nd quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2571 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP เพิ่มขึ้นจาก 95.54% ในปี 2567 สู่ 95.71% ในปี 2568 แต่ยังสูงกว่าเป้าที่ $\geq 90\%$ สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มมากขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะเดียวกันก็รองรับเส้นทางของบริษัในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว
- TOP ยังคงมีการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของพนักงาน โดยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานของผู้ปฏิบัติงานทั้งหมด (TRIR) เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 0.17 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานในปี 2567 เป็น 0.36 ในปี 2568 เทียบกับเป้าหมายที่ ≤ 0.30 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงาน ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรลดลงจาก 98% ในปี 2567 เป็น 77% ในปี 2568 ในขณะที่อัตราการลาออกลดลงจาก 3.51% ในปี 2567 เป็น 2.85% ในปี 2568
- TOP ดำเนินโครงการ “Partnership for Life” เพื่อสนับสนุนการบริการลูกค้า บริษัทใช้ประโยชน์จากทีม R&D เพื่อร่วมมือและพัฒนาผลิตภัณฑ์ใหม่ที่มีมูลค่าสูงที่ตอบสนองความต้องการของลูกค้าได้ดียิ่งขึ้น

ประเด็นด้านกบฏบรรษัทภิบาล (G)

- คณะกรรมการ TOP มีกรรมการจำนวน 15 คน ประกอบด้วยกรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 5 คน (33.3% ของคณะกรรมการทั้งหมด) กรรมการอิสระ 9 คน ซึ่งเกินครึ่งหนึ่งของคณะกรรมการ (60% ของคณะกรรมการทั้งหมด) และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 1 คน โดยมีกรรมการผู้หญิง 4 คน (26.7% ของคณะกรรมการทั้งหมด)
- TOP ได้รับการประเมินผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียนไทยอยู่ในระดับ “ดีเลิศ” (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 16 ติดต่อกันในปี 2568
- เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2024	2025
ESG Financial Materiality Score	6.55	—
Environment Financial Materiality Score	6.69	—
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	3,447	3,265
Carbon per Unit of Production (metric tonnes)	—	—
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	7.39	—
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	0.04
Employee Turnover (%)	3.51	2.85
Governance Financial Materiality Score	5.53	—
Board Size (persons)	15	15
Board Meeting Attendance (%)	100	99
Number of Women on Board (persons)	4	5
Number of Independent Directors (persons)	8	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 โดยค่าอยู่ในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total revenue	(Btmn)	345,496	529,589	469,244	466,777	395,682	510,989	422,789	413,981
Cost of goods sold	(Btmn)	319,555	481,137	436,164	450,010	382,005	466,896	397,172	387,642
Gross profit	(Btmn)	25,941	48,452	33,080	16,767	13,677	44,093	25,617	26,339
SG&A	(Btmn)	3,056	4,182	3,521	3,874	4,056	5,494	4,545	4,451
Other income	(Btmn)	530	863	1,339	2,008	2,090	2,025	2,127	2,233
Interest expense	(Btmn)	3,595	3,860	4,089	4,052	3,494	4,757	5,012	4,911
Pre-tax profit	(Btmn)	19,821	41,273	26,810	10,849	8,217	35,867	18,186	19,211
Corporate tax	(Btmn)	2,034	8,918	4,672	2,283	2,131	5,016	3,274	3,458
Equity a/c profits	(Btmn)	1,675	(513)	84	(132)	(2,550)	139	142	164
Minority interests	(Btmn)	(425)	(438)	(142)	(22)	(54)	(57)	(60)	(63)
Core profit	(Btmn)	19,037	31,404	22,080	8,412	3,481	30,933	14,995	15,853
Extra-ordinary items	(Btmn)	(6,459)	1,264	(2,637)	1,547	11,103	(8,000)	0	0
Net Profit	(Btmn)	12,578	32,668	19,443	9,959	14,584	22,933	14,995	15,853
EBITDA	(Btmn)	30,309	52,014	37,359	20,999	17,686	47,297	29,826	30,694
Core EPS	(Btmn)	9.33	15.03	9.88	3.77	1.56	13.85	6.71	7.10
Net EPS	(Bt)	6.17	15.63	8.70	4.46	6.53	10.27	6.71	7.10
DPS	(Bt)	2.60	3.70	3.40	1.90	1.80	2.20	2.40	2.50

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Total current assets	(Btmn)	101,239	153,828	125,371	112,222	130,299	164,988	155,875	156,723
Total fixed assets	(Btmn)	260,905	290,753	294,621	296,789	296,985	318,453	327,929	327,294
Total assets	(Btmn)	362,144	444,581	419,993	409,010	427,284	483,440	483,804	484,017
Total loans	(Btmn)	182,765	173,751	163,117	154,798	115,816	197,178	195,901	189,245
Total current liabilities	(Btmn)	38,476	103,673	73,501	67,663	90,389	76,978	74,258	57,542
Total long-term liabilities	(Btmn)	200,574	182,250	178,180	175,162	143,863	194,238	187,181	193,778
Total liabilities	(Btmn)	239,050	285,923	251,681	242,826	234,252	271,216	261,439	251,320
Paid-up capital	(Btmn)	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	123,094	158,657	168,312	166,185	193,032	212,224	222,365	232,697
BVPS	(Bt)	59.25	69.85	74.12	73.17	76.98	85.54	90.06	94.65

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Core Profit	(Btmn)	19,037	31,404	22,080	8,412	3,481	30,933	14,995	15,853
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,424	7,744	7,799	8,106	8,065	8,698	8,754	8,806
Operating cash flow	(Btmn)	11,543	43,182	27,619	39,247	47,689	(38,241)	22,198	25,997
Investing cash flow	(Btmn)	(43,337)	(9,049)	(19,692)	(14,009)	8,932	(30,165)	(18,231)	(8,170)
Financing cash flow	(Btmn)	8,245	(20,253)	(23,072)	(24,627)	(23,095)	77,622	(6,131)	(12,178)
Net cash flow	(Btmn)	(23,548)	13,880	(15,145)	611	33,526	9,215	(2,164)	5,649

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Gross margin	(%)	7.5	9.1	7.0	3.6	3.5	8.6	6.1	6.4
Operating margin	(%)	6.6	8.4	6.3	2.8	2.4	7.6	5.0	5.3
EBITDA margin	(%)	8.8	9.8	8.0	4.5	4.5	9.3	7.1	7.4
EBIT margin	(%)	6.6	8.4	6.3	2.8	2.4	7.6	5.0	5.3
Net profit margin	(%)	3.6	6.2	4.1	2.1	3.7	4.5	3.5	3.8
ROE	(%)	15.7	22.3	13.5	5.0	1.9	15.3	6.9	7.0
ROA	(%)	5.7	7.8	5.1	2.0	0.8	6.8	3.1	3.3
Net D/E	(x)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.2	0.6	0.5	0.5
Interest coverage	(x)	8.4	13.5	9.1	5.2	5.1	9.9	6.0	6.3
Debt service coverage	(x)	3.5	2.0	2.2	1.8	2.4	2.5	1.2	2.7
Payout Ratio	(%)	42.2	23.7	39.1	42.6	27.6	21.4	35.8	35.2

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2021	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	69.2	96.3	82.1	79.6	69.4	80.0	70.0	67.0
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	5.5	13.4	10.0	7.1	7.5	22.0	11.5	12.4
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	177	124	198	171	148	164	181	181
Utilization rate - refinery	(%)	100	107	112	111	106	110	110	110
Utilization rate - petchem	(%)	87	71	73	80	67	85	85	85

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Total revenue	(Btmn)	123,520	111,189	112,536	106,788	99,440	80,098	109,357	122,458
Cost of goods sold	(Btmn)	116,241	116,804	107,178	101,633	99,295	77,927	103,149	92,313
Gross profit	(Btmn)	7,279	(5,615)	5,359	5,155	144	2,171	6,208	30,145
SG&A	(Btmn)	935	966	1,132	812	1,022	831	1,391	1,224
Other income	(Btmn)	644	530	221	797	566	524	203	2,906
Interest expense	(Btmn)	1,008	1,011	986	969	982	835	708	683
Pre-tax profit	(Btmn)	5,979	(7,062)	3,462	4,170	(1,294)	1,028	4,312	31,144
Corporate tax	(Btmn)	1,154	(1,057)	723	883	292	498	459	4,884
Equity a/c profits	(Btmn)	(40)	(30)	63	(113)	(477)	(2)	(1,958)	110
Minority interests	(Btmn)	(19)	16	19	(12)	(30)	17	(30)	(575)
Core profit	(Btmn)	4,765	(6,019)	2,821	3,163	(2,093)	546	1,866	25,795
Extra-ordinary items	(Btmn)	781	1,801	(54)	341	8,569	1,601	592	(6,314)
Net Profit	(Btmn)	5,547	(4,218)	2,767	3,504	6,476	2,147	2,458	19,481
EBITDA	(Btmn)	8,473	(4,575)	6,253	6,301	1,093	3,368	6,925	30,970
Core EPS	(Btmn)	2.13	(2.69)	1.26	1.42	(0.94)	0.24	0.84	11.55
Net EPS	(Bt)	2.48	(1.89)	1.24	1.57	2.90	0.96	1.10	8.72

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Total current assets	(Btmn)	136,429	104,025	112,222	118,046	109,538	100,398	130,299	167,088
Total fixed assets	(Btmn)	299,817	296,754	296,789	284,914	288,948	294,078	296,985	303,116
Total assets	(Btmn)	436,246	400,779	409,010	402,960	398,486	394,476	427,284	470,205
Total loans	(Btmn)	165,580	151,349	154,798	152,836	129,148	119,206	115,816	100,293
Total current liabilities	(Btmn)	79,854	60,252	67,663	62,440	72,252	75,358	90,389	117,857
Total long-term liabilities	(Btmn)	186,221	172,587	175,162	174,940	154,583	144,402	143,863	136,481
Total liabilities	(Btmn)	266,075	232,839	242,826	237,380	226,835	219,760	234,252	254,338
Paid-up capital	(Btmn)	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	172,945	170,696	168,923	168,331	174,392	177,428	214,110	237,284
BVPS	(Btmn)	74.94	73.95	73.17	72.89	75.61	77.00	76.98	87.05

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Core Profit	(Btmn)	4,765	(6,019)	2,821	3,163	(2,093)	546	1,866	25,795
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,129	2,006	2,026	1,958	1,971	2,027	2,108	2,049
Operating cash flow	(Btmn)	20,735	(10,259)	20,316	(2,510)	22,400	2,248	25,551	11,663
Investing cash flow	(Btmn)	(6,807)	(1,580)	(4,258)	2,847	7,206	3,937	(5,058)	(2,519)
Financing cash flow	(Btmn)	(12,880)	(4,931)	(4,682)	(2,929)	(22,559)	(11,610)	14,003	1,397
Net cash flow	(Btmn)	1,048	(16,769)	11,376	(2,593)	7,047	(5,425)	34,496	10,542

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Gross margin	(%)	5.9	(5.1)	4.8	4.8	0.1	2.7	5.7	24.6
Operating margin	(%)	5.1	(5.9)	3.8	4.1	(0.9)	1.7	4.4	23.6
EBITDA margin	(%)	6.9	(4.1)	5.6	5.9	1.1	4.2	6.3	25.3
EBIT margin	(%)	5.1	(5.9)	3.8	4.1	(0.9)	1.7	4.4	23.6
Net profit margin	(%)	4.5	(3.8)	2.5	3.3	6.5	2.7	2.2	15.9
ROE	(%)	11.1	(14.2)	6.8	7.6	(5.0)	1.3	4.1	50.5
ROA	(%)	4.4	(5.8)	2.8	3.1	(2.1)	0.6	1.8	23.0
Net D/E	(x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5	0.2	0.1
Interest coverage	(x)	8.4	(4.5)	6.3	6.5	1.1	4.0	9.8	45.4
Debt service coverage	(x)	3.1	(1.7)	2.1	2.2	0.5	1.6	4.2	9.0

Key Statistics

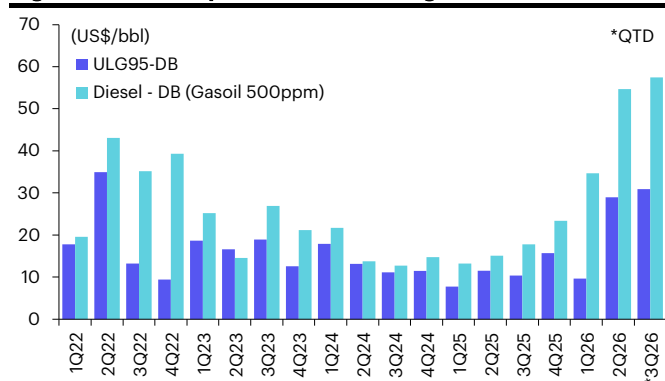
FY December 31	Unit	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	85.3	78.3	73.6	76.9	66.9	70.1	63.8	86.3
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	5.7	5.4	7.1	5.4	7.0	5.2	11.8	14.8
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	203	182	117	141	142	156	153	190
Utilization rate - refinery	(%)	111	113	113	113	113	82	114	113
Utilization rate - petchem	(%)	80	83	80	79	75	39	76	73

Figure 1: TOP – 2Q26F earnings preview

(Btmn)	2Q25	1Q26	2Q26F	%YoY	%QoQ
Sales	99,440	122,458	137,631	38.4	12.4
EBITDA	1,093	30,970	11,004	906.7	(64.5)
Operating profit*	2,828	11,811	13,853	389.9	17.3
Net profit	6,476	19,481	8,430	30.2	(56.7)
EPS (Bt/share)	3.17	9.55	4.13	30.2	(56.7)
Utilization - refinery (%)	113%	113%	107%	(5.3)	(5.3)
Market GIM (US\$/bbl)	7.0	14.8	22.8	225.7	54.1
Acct.GIM (US\$/bbl)	2.6	39.9	10.8	315.4	(72.9)
P2F – Aromatics (US\$/t)	40	58	27	(33.1)	(53.8)
P2F – Lube base oil (US\$/t)	140	129	255	82.0	97.5

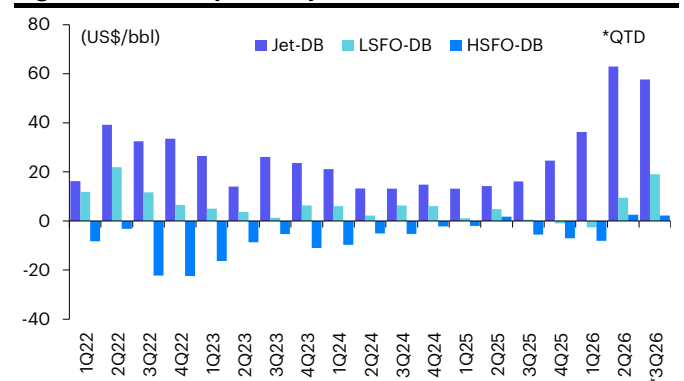
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research
Note: *Excluding stock gain/loss and other non-recurring items

Figure 2: Crack spread – Diesel vs. gasoline



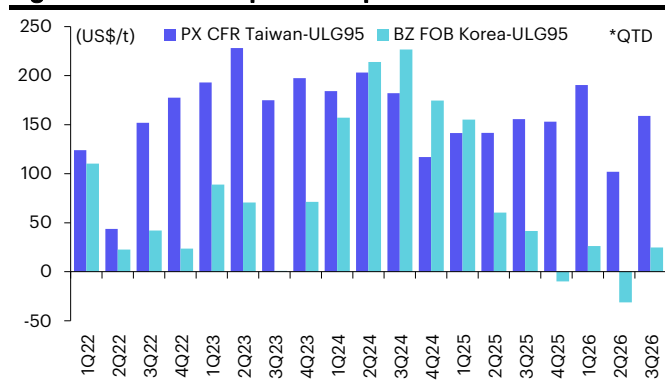
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 3: Crack spread – jet fuel vs. HSFO vs. LSFO



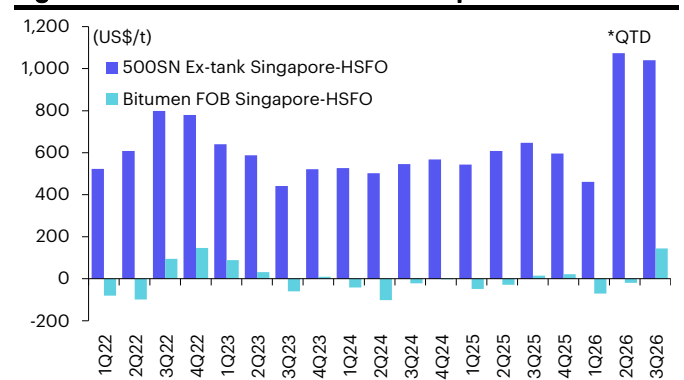
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 4: Aromatics product spread over ULG95



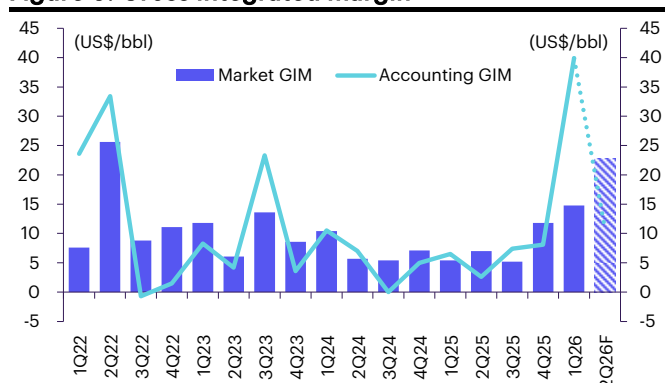
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 5: Lube base oil and bitumen spreads



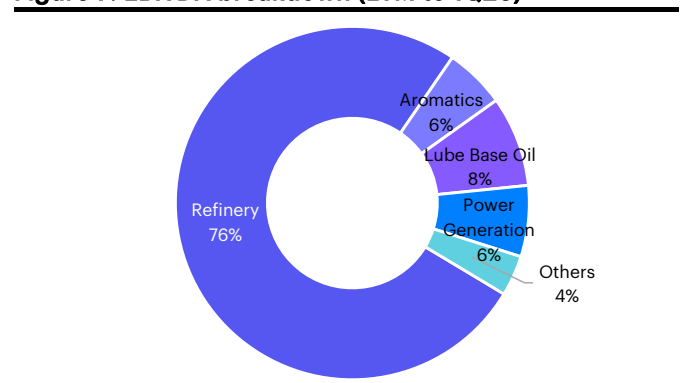
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 6: Gross integrated margin



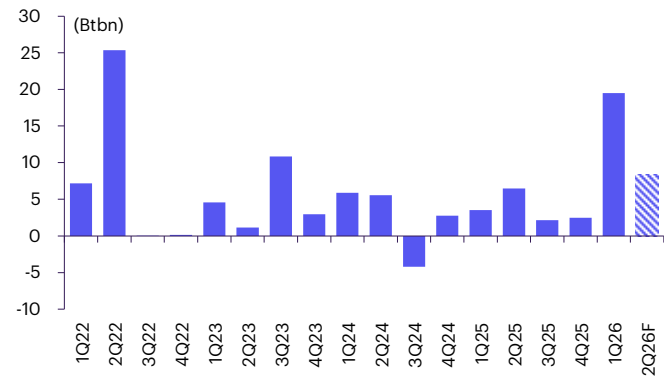
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 7: EBITDA breakdown (LTM to 1Q26)



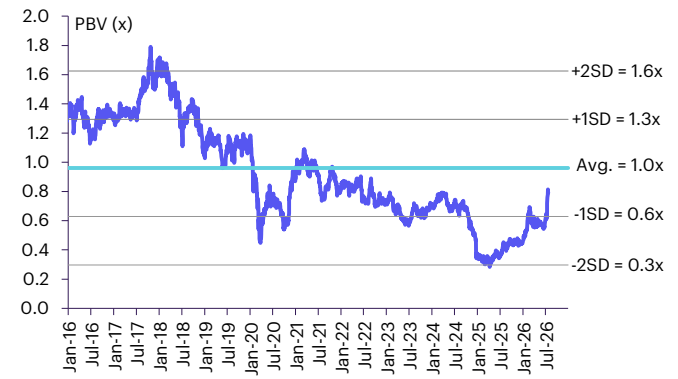
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 8: TOP – quarterly net profit



Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 9: TOP – PBV band



Source: InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 10: Valuation summary (price as of Jul 23, 2026)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F	25A	26F	27F
BCP	Outperform	45.00	40.00	(7.6)	4.9	7.1	5.6	n.m.	(30)	27	1.0	0.9	0.8	15	11	12	2.3	3.6	4.9	4.3	3.8	3.2
IRPC	Neutral	2.26	2.00	(9.7)	n.m.	8.5	24.6	22	n.m.	(65)	0.7	0.7	0.7	(7)	8	3	0.4	1.8	1.3	13.2	4.1	4.9
OR	Outperform	12.70	18.00	46.5	13.9	11.6	10.3	47	20	13	1.3	1.3	1.2	10	11	12	4.7	4.7	5.5	5.9	4.7	4.2
PTT	Outperform	39.50	43.00	14.9	16.6	10.2	11.1	(17)	62	(8)	1.0	1.0	0.9	4	7	6	5.8	6.1	6.3	4.4	3.2	3.1
PTTEP	Outperform	151.50	162.00	12.5	10.4	8.5	9.2	(26)	22	(8)	1.2	1.1	1.0	11	13	11	5.8	5.6	5.6	2.6	3.1	3.5
SPRC	Neutral	9.85	7.90	(14.7)	21.8	6.2	8.0	28	251	(22)	1.1	1.0	0.9	5	17	12	4.6	5.1	5.6	7.4	3.5	3.6
TOP	Neutral	64.00	60.00	(2.8)	41.1	4.6	9.5	(59)	789	(52)	0.7	0.7	0.6	2	15	7	2.8	3.4	3.8	10.8	5.5	8.8
Average					18.1	8.1	11.2	(1)	186	(16)	1.0	0.9	0.9	6	12	9	3.8	4.3	4.7	6.9	4.0	4.5

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่กลุ่มลูกค้าเท่านั้น 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) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นผู้ถือครองหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ เอสซีบี เพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์เข้าออกหลักทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าว บทวิจัย 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 นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ตัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีใดๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีใดๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

CG Rating 2025 Companies with CG Rating

Companies with Excellent CG Scoring

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, 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, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITCL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMP, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTec, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SUPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIILK, WORK, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินการที่ส่งผลให้ลูกค้าลดผลสำรวจลง 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อมูลดังกล่าวประกอบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการดำเนินการที่ส่งผลให้ลูกค้าลดผลสำรวจลง 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อมูลดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้เริ่มรณรงค์)

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, PPM, 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, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMP, 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

88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMAR, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, 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, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHIO, 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, DTCL, DV8, EASON, EFORL, EKH, EMPIRE, 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, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, 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, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MVM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSGC, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, 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, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SUPREME, 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, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UNIX, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, 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.