

อินโดรามา เวนเจอร์ส

บริษัท อินโดรามา เวนเจอร์ส
จำกัด (มหาชน)

IVL

Bloomberg
ReutersIVL TB
IVL.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBXTactical: NEUTRAL
(3-month)

Stock data

Last close (Feb 26) (Bt)	20.20
Target price (Bt)	23.00
Mkt cap (Btbn)	113.41

12-m high / low (Bt)	27.5 / 16
Avg. daily 6m (US\$mn)	19.70
Foreign limit / actual (%)	100 / 68
Free float (%)	35.2
Outstanding Short Position (%)	0.50

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	(16.2)	(19.2)	(9.8)
Relative to SET	(8.7)	(6.1)	2.1

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	11,508	15,688
INVX vs Consensus (%)	0.9	(3.0)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 1Q25 core earnings	Up	Up

2024 Sustainability/2022 ESG Score

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

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	5.50	1/14
Environmental Score and Rank	5.15	1/14
Social Score and Rank	7.42	1/14
Governance Score and Rank	4.36	2/14

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

หมายเหตุ: ¹CPET&IC = combined PET และ intermediate chemicals

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร รัตนวิไล

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน

ด้านหลักทรัพย์

0-2949-1005

chaipat.t@innovestx.co.th

4Q67: กำไรสุทธิลดลง QoQ ตามคาด

IVL รายงานกำไรสุทธิ 1.1 พันลบ. ใน 4Q67 ลดลง 27% QoQ ตามคาดจากปัจจัยฤดูกาล แต่ฟื้นตัวจากขาดทุนสุทธิจำนวนมากถึง 1.24 พันลบ. ใน 4Q66 กำไรที่ลดลง QoQ เป็นผลมาจากการปรับการขายที่อ่อนแอลง (-4% QoQ) และ EBITDA/t ที่ลดลง (-14% QoQ) มาอยู่ที่ US\$104/ตัน เทียบกับ US\$121/ตัน ใน 3Q67 สาเหตุหลักที่ทำให้ EBITDA/t ลดลง คือ มาร์จิ้นที่อ่อนแอลงของธุรกิจ Indovinya (-21% QoQ) และธุรกิจ Fibers (-31% QoQ) EBITDA/t ของธุรกิจ PET ก็ลดลง 15% QoQ แม้ +31% YoY ซึ่งเป็นผลมาจากการปรับปรุงผลผลิตและระดับความเชื่อมั่นของโรงงาน รวมถึงการลดต้นทุนคงที่ ขาดทุนสุทธิปี 2567 อยู่ที่ 1.93 พันลบ. เพิ่มขึ้นจากขาดทุน 1.08 พันลบ. ในปี 2566 ซึ่งเป็นผลมาจากขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์ ซึ่งถูกชดเชยโดย EBITDA/t ที่เพิ่มขึ้น (+8% YoY) มาอยู่ที่ US\$108/ตัน ซึ่งได้รับปัจจัยหนุนจากทั้งสามกลุ่มธุรกิจ เราคาดว่าผลประกอบการจะฟื้นตัวในปี 2568 เนื่องจากไม่มีขาดทุนจากการด้อยค่าของสินทรัพย์จำนวนมากเกิดขึ้นอีก ปริมาณการขายที่สูงขึ้น และการประหยัดต้นทุนได้จากการเพิ่มประสิทธิภาพสินทรัพย์ เราจึงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ IVL สืบเนื่องมาจากแนวโน้มอุปสงค์ที่ไม่แน่นอนจากความต้องการการนำเข้าซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี เราปรับประมาณการกำไรปี 2568 ลดลง 6% และปรับราคาเป้าหมาย (ปี 2568) ลดลงมาอยู่ที่ 23 บาท (จาก 26 บาท) อ้างอิง PBV (ปี 2568) ที่ 1 เท่า หรือ -1.5SD

ปริมาณการขายและมาร์จิ้นของกลุ่มธุรกิจ CPET&IC¹ ลดลง QoQ adjusted EBITDA ของธุรกิจ CPET และธุรกิจ intermediate chemicals ซึ่งเป็นธุรกิจหลักของ IVL ปรับตัวดีขึ้น 31% YoY แต่ลดลง 15% QoQ ในขณะที่สัดส่วนของ adjusted EBITDA จากกลุ่มธุรกิจนี้เทียบกับ adjusted EBITDA รวมทั้งหมดยังอยู่ในระดับสูงที่ 68% adjusted EBITDA/t ลดลง 13% QoQ ใน 4Q67 มาอยู่ที่ US\$90/ตัน แม้ว่ายังคงเพิ่มขึ้น 32% YoY มาร์จิ้นของผลิตภัณฑ์เคมีภัณฑ์ชนิดพิเศษและผลิตภัณฑ์ขึ้นกลางปรับตัวลดลงแรง QoQ เนื่องจากส่วนต่างราคาของ MTBE ลดลง 46% QoQ ท่ามกลางอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่อ่อนแอ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ integrated PET ลดลง QoQ หลักๆ เกิดจากตลาด EMEA นอกจากนี้กลุ่มธุรกิจนี้ยังได้รับประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนคงที่ได้จากการเพิ่มประสิทธิภาพสินทรัพย์ ซึ่งหลักๆ เกิดจากการปิดโรงงาน PTA ในยุโรปเนื่องจากต้นทุนพลังงานสูง

กำไรของกลุ่มธุรกิจสารลดแรงตึงผิวลดลง QoQ จากอุปสงค์ที่ต่ำตามฤดูกาล adjusted EBITDA ของกลุ่มธุรกิจสารลดแรงตึงผิวภายใต้ Indovinya (คิดเป็น 23% ของ adjusted EBITDA ทั้งหมดในปี 2567) เพิ่มขึ้น 15% YoY แต่ลดลง 21% QoQ จากผลกระทบตามฤดูกาล ซึ่งส่งผลทำให้ปริมาณการขายโดยรวมลดลง 4% QoQ หลักๆ เกิดจากกลุ่ม coating and construction ในขณะที่ปริมาณการขายผลิตภัณฑ์ crop solution ยังคงเพิ่มขึ้น 15% QoQ โดยคิดเป็น 19% ของปริมาณการขายทั้งหมด adjusted EBITDA/t ลดลง 14% QoQ มาอยู่ที่ US\$254/ตัน แม้ว่าจะยังคงมีพรีเมียมสูงเมื่อเทียบกับ adjusted EBITDA/t โดยรวมของ IVL ใน 4Q67

อุปสงค์ที่ลดลงในกลุ่ม hygiene และกลุ่ม mobility ส่งผลกระทบต่อกลุ่มธุรกิจ Fibers QoQ adjusted EBITDA ของกลุ่มธุรกิจ Fibers ปรับตัวดีขึ้น 47% YoY แต่ลดลง 31% QoQ เพราะถูกฉุดรั้งโดยกลุ่ม hygiene และกลุ่ม mobility ซึ่งเป็นผลมาจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ลดลง ปริมาณการขายของกลุ่ม mobility ได้รับผลกระทบจากการผลิตที่ชะลอตัวในอุตสาหกรรมยานยนต์ adjusted EBITDA/t โดยรวมของกลุ่มธุรกิจ Fibers ปรับตัวเพิ่มขึ้น 41% YoY เนื่องจากต้นทุนคงที่ลดลงในทุกตลาด แต่ลดลง 33% QoQ หลักๆ เกิดจากมาร์จิ้นที่อ่อนแอของกลุ่ม hygiene adjusted EBITDA ของกลุ่มธุรกิจ Fibers คิดเป็นสัดส่วน 11% ของ adjusted EBITDA ทั้งหมด

คาดการณ์กำไรปรับตัวดีขึ้นในปี 2568 เราคาดว่า IVL จะรายงานกำไรที่แข็งแกร่งขึ้นในปี 2568 โดยได้รับการสนับสนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ที่ดีขึ้นในกลุ่ม lifestyle ของกลุ่มธุรกิจ Fibers และประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนคงที่จากโรงงานที่ปิดตัวลง IVL ได้รับประโยชน์จากการประหยัดต้นทุนคงที่ได้แล้ว US\$48 ล้านในปี 2567 จากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพสินทรัพย์ในกลุ่มธุรกิจ PET และกลุ่มธุรกิจ Fibers และคาดว่าจะเพิ่มขึ้นในปี 2568 จากผลกระทบเต็มปี

ปรับประมาณการกำไรและราคาเป้าหมายลดลง เราปรับประมาณการกำไรปี 2568 ของ IVL ลดลง 6% หลังจากประกาศผลประกอบการ 4Q67 แต่ประมาณการกำไรปี 2568 ที่เราปรับใหม่ยังคงแสดงถึงการปรับตัวเพิ่มขึ้นก้าวกระโดด YoY เนื่องจากมีการบันทึกขาดทุนจากการด้อยค่าจำนวนมากในปี 2567 นอกจากนี้เรายังปรับราคาเป้าหมายลดลงมาอยู่ที่ 23 บาท/หุ้น โดยอิงกับ PBV (ปี 2568) ที่ 1 เท่า หรือ -1.5SD ของค่าเฉลี่ย 5 ปี

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญ: 1) อุปสงค์ที่อ่อนแอลง 2) การเพิ่มประสิทธิภาพของสินทรัพย์ใหม่ได้น้อยกว่าคาด และ 3) การเปลี่ยนแปลงกฎหมายเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์พลาสติก ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการปรับตัวในช่วงเปลี่ยนผ่านสู่พลังงานสะอาดและเศรษฐกิจหมุนเวียน

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Revenue	(Btmn)	541,458	541,583	513,128	488,498	462,678
EBITDA	(Btmn)	40,646	46,419	56,221	58,726	61,210
Core profit	(Btmn)	389	4,392	11,605	15,213	19,151
Reported profit	(Btmn)	(10,798)	(19,262)	11,605	15,213	19,151
Core EPS	(Bt)	0.07	0.78	2.07	2.71	3.41
DPS	(Bt)	0.93	0.70	0.70	0.90	1.10
P/E, core	(x)	291.3	25.8	9.8	7.5	5.9
EPS growth, core	(%)	(99.0)	1,027.9	164.2	31.1	25.9
P/BV, core	(x)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
ROE	(%)	0.2	3.0	8.9	10.9	12.7
Dividend yield	(%)	4.6	3.5	3.5	4.5	5.4
EV/EBITDA	(x)	8.3	7.5	5.5	4.7	3.8

Source: InnovestX Research

ดูข้อสงวนสิทธิ์ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า IVL วางเป้าหมายในมิติด้านสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างชัดเจนด้วยเป้าหมายที่แน่นอน และให้ความสำคัญกับความคืบหน้าของผลการดำเนินงานเมื่อเทียบกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการจัดการและการกำกับดูแลของ IVL เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการ และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score 5.5 (2022)		CG Rating DJSI SETESG SET ESG Ratings				
Rank in Sector	1/14	IVL	5	Yes	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- IVL เป็นหนึ่งในผู้เล่นหลักในธุรกิจรีไซเคิลพลาสติก บริษัทมุ่งมั่นที่จะเพิ่มการใช้รีไซเคิล PET หลังการบริโภคที่ถูกอัดเป็นก้อนเป็น 750,000 ตัน ภายในปี 2568 และ 1,500,000 ตัน ภายในปี 2573
- IVL ให้คำมั่นที่จะปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2593-2613 ประกาศแผนการลดทุนมูลค่ากว่า 4,700 ล้านเหรียญสหรัฐ เพื่อเพิ่มการใช้วัตถุดิบชีวมวลเป็น 2.4 ล้านตัน ภายในปี 2573
- การลงทุนด้านพลังงานแสงอาทิตย์ในประเทศจีนและอินโดนีเซีย ช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ทั้งหมดกว่า 3,300 tCO₂e ต่อปี
- IVL ตั้งเป้าใช้ไฟฟ้าจากพลังงานทดแทน 10% ภายในปี 2568 และ 25% ภายในปี 2573
- โรงงานรีไซเคิลแห่งใหม่ในประเทศสหรัฐอเมริกา (CarbonLite) และอีกหนึ่งแห่งในประเทศอินโดนีเซีย จะสามารถรีไซเคิลขวดพลาสติก PET ได้ถึง 5,000 ล้านขวดต่อปี ภายในปี 2566 โรงงานในประเทศไทย มีอัตราการจัดการของเสียอยู่ที่ 99% และได้รับการรับรองตามมาตรฐานการจัดการฝังกลบเป็นศูนย์

ประเด็นด้านบรรษัทภิบาล (G)

- IVL มีกรรมการจำนวน 12 คน ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 5 คน (41.67% ของกรรมการทั้งหมด) กรรมการที่ไม่เป็นผู้บริหาร 3 คน และกรรมการที่เป็นผู้บริหาร 4 คน คณะกรรมการประกอบด้วยกรรมการผู้หญิง 3 คน (25% ของกรรมการทั้งหมด)
- กรรมการในคณะกรรมการสรรหา พิจารณาคำตอบแทน และกำกับดูแลกิจการ (NCCG) เป็นกรรมการอิสระทุกท่าน
- บริษัทได้รับผลการจัดอันดับระดับ "ดีเลิศ" (5 ดาว) จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทยเป็นปีที่ 10 ติดต่อกันในปี 2566
- เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ IVL เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินการขยายขีดความสามารถ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญ ความโปร่งใสกับผู้มีส่วนได้ส่วนเสีย และคณะกรรมการบริหารอิสระ

ประเด็นด้านสังคม (S)

- IVL เริ่มใช้ระบบการจัดการซอฟต์แวร์ ระดับสากลด้าน ความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสิ่งแวดล้อม (EHS) และความยั่งยืน
- IVL ยังคงให้ความสำคัญกับการดำเนินโครงการป้องกันการบาดเจ็บและเจ็บป่วย (I2P2) ซึ่งกำหนดให้โรงงานวิเคราะห์แนวโน้มของอุบัติเหตุเหตุการณ์ อย่างเป็นระบบ และหาวิธีการควบคุมเพื่อลดประเภทของเหตุการณ์ที่เกิดขึ้นซ้ำๆ ในปี 2566 อัตราการเกิดเหตุการณ์ที่บันทึกได้ทั้งหมด (TRIR) ลดลงมาจาก 0.68 เทียบกับ 0.82 ในปี 2565
- IVL มีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานถึงขั้นหยุดงาน (LTIFR) อยู่ที่ 0.49 ในปี 2566 ลดลงจาก 0.51 (ปี 2565) เข้าใกล้เป้าหมายที่วางไว้ที่น้อยกว่า 0.5 กรณี/ 200,000 ชั่วโมงทำงาน ภายในปี 2568
- IVL ยังคงให้ความสำคัญกับความหลากหลายเพื่อให้ทีมงานสามารถนำเสนอแนวคิดที่น่าสนใจและมุมมองที่เป็นเอกลักษณ์เพื่อการเติบโตอย่างยั่งยืน จุดเด่นด้านความหลากหลายในปี 2566 ได้แก่ ผู้หญิงในกำลังแรงงาน (24.26%)
- IVL ยังคงให้ความรู้แก่ผู้คนทั่วไปเกี่ยวกับระบบเศรษฐกิจหมุนเวียน คุณสมบัติของ rPET และบทบาทสำคัญที่ทุกคนสามารถทำได้ด้วยการรีไซเคิลและป้องกันการจัดการ PET ที่ไม่ถูกต้องอย่างต่อเนื่อง

ESG Disclosure Score

	2022	2023
ESG Financial Materiality Score	5.50	—
Environment Financial Materiality Score	5.15	—
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1	7,195.28	7,102.53
Carbon per Unit of Production	0.59	0.60
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
Waste Reduction Policy	Yes	Yes
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	7.42	—
Human Rights Policy	Yes	Yes
Women in Senior Management (%)	18.84	18.85
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Lost Time Incident Rate (per 100 employees)	0.51	0.60
Employee Turnover (%)	13.71	13.57
Governance Financial Materiality Score	4.36	—
Board Size	15	12
Board Meeting Attendance Pct	99	93
Number of Women on Board	2	2
Number of Independent Directors	7	5
Board Duration (Years)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

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

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total revenue	(Btmn)	331,513	468,108	656,266	541,458	541,583	513,128	488,498	462,678
Cost of goods sold	(Btmn)	287,882	383,128	544,321	476,039	466,318	426,433	399,056	370,396
Gross profit	(Btmn)	43,631	84,980	111,945	65,419	75,265	86,695	89,442	92,282
SG&A	(Btmn)	39,013	47,343	62,895	58,743	62,176	62,798	63,426	64,060
Other income	(Btmn)	3,224	4,965	9,282	6,274	5,341	4,800	5,186	5,465
Interest expense	(Btmn)	7,674	7,121	10,495	15,367	17,228	13,945	11,851	10,476
Pre-tax profit	(Btmn)	167	35,481	47,837	(2,418)	1,202	14,752	19,351	23,210
Corporate tax	(Btmn)	(1,243)	6,703	5,774	(2,684)	(3,855)	2,960	3,881	3,722
Equity a/c profits	(Btmn)	143	160	(23)	8	(589)	50	52	53
Minority interests	(Btmn)	(386)	(1,966)	(3,324)	115	(76)	(236)	(309)	(390)
Core profit	(Btmn)	1,168	26,972	38,717	389	4,392	11,605	15,213	19,151
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,247	(684)	(7,711)	(11,187)	(23,654)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	2,414	26,288	31,006	(10,798)	(19,262)	11,605	15,213	19,151
EBITDA	(Btmn)	28,328	64,338	84,054	40,646	46,419	56,221	58,726	61,210
Core EPS	(Btmn)	0.21	4.80	6.90	0.07	0.78	2.07	2.71	3.41
Net EPS	(Bt)	0.43	4.68	5.52	(1.92)	(3.43)	2.07	2.71	3.41
DPS	(Bt)	0.70	1.00	1.60	0.93	0.70	0.70	0.90	1.10

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	119,835	176,859	215,708	189,354	184,116	169,126	167,624	190,350
Total fixed assets	(Btmn)	333,337	364,969	408,171	400,778	357,435	336,551	312,673	285,017
Total assets	(Btmn)	453,172	541,828	623,878	590,132	541,552	505,677	480,298	475,367
Total loans	(Btmn)	203,016	215,714	245,668	243,227	252,453	223,037	191,971	166,567
Total current liabilities	(Btmn)	117,161	161,121	202,200	201,347	192,738	191,520	174,789	146,575
Total long-term liabilities	(Btmn)	200,402	209,704	220,793	210,717	209,884	167,315	147,638	147,669
Total liabilities	(Btmn)	317,564	370,825	422,993	412,064	402,622	358,836	322,427	294,244
Paid-up capital	(Btmn)	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	126,655	158,769	185,990	164,362	125,951	133,626	144,347	157,884
BVPS	(Bt)	22.56	28.28	33.13	29.27	22.43	23.80	25.71	28.12

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	1,168	26,972	38,717	389	4,392	11,605	15,213	19,151
Depreciation and amortization	(Btmn)	20,487	21,737	25,721	27,697	27,990	27,524	27,524	27,524
Operating cash flow	(Btmn)	43,367	33,928	77,638	52,034	35,242	50,252	37,733	42,230
Investing cash flow	(Btmn)	(78,602)	(25,828)	(74,158)	(25,653)	(21,884)	(6,475)	(3,481)	298
Financing cash flow	(Btmn)	43,737	(10,833)	1,516	(28,910)	(14,545)	(33,111)	(35,248)	(21,304)
Net cash flow	(Btmn)	8,502	(2,733)	4,996	(2,529)	(1,187)	10,667	(996)	21,225

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Gross margin	(%)	13.2	18.2	17.1	12.1	13.9	16.9	18.3	19.9
Operating margin	(%)	1.4	8.0	7.5	1.2	2.4	4.7	5.3	6.1
EBITDA margin	(%)	8.5	13.7	12.8	7.5	8.6	11.0	12.0	13.2
EBIT margin	(%)	2.4	9.1	8.9	2.4	3.4	5.6	6.4	7.3
Net profit margin	(%)	0.7	5.6	4.7	(2.0)	(3.6)	2.3	3.1	4.1
ROE	(%)	0.9	18.9	22.5	0.2	3.0	8.9	10.9	12.7
ROA	(%)	0.3	5.4	6.6	0.1	0.8	2.2	3.1	4.0
Net D/E	(x)	1.4	1.3	1.2	1.4	1.9	1.5	1.1	0.7
Interest coverage	(x)	3.7	9.0	8.0	2.6	2.7	4.0	5.0	5.8
Debt service coverage	(x)	0.6	1.4	1.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7
Payout Ratio	(%)	162.8	21.4	29.0	(48.1)	(20.4)	33.9	33.2	32.2

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Effective capacity	(ktpa)	17,261	17,361	18,866	19,180	18,050	19,368	19,368	19,015
Total production volume	(kt)	13,716	14,722	14,652	13,870	14,040	14,710	15,260	15,151
Core EBITDA/t	(US\$/t)	82	118	155	92	104	105	107	130
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	68	135	163	80	100	101	103	105
Average selling price	(US\$/t)	804	1,042	1,331	1,109	1,087	1,010	943	1,503
FX	(Bt/US\$)	31.29	32.00	35.07	34.81	35.26	35.50	35.50	35.00

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Total revenue	(Btmn)	136,579	137,419	138,352	129,109	135,908	146,163	137,413	122,099
Cost of goods sold	(Btmn)	120,076	118,948	120,404	116,610	116,300	126,727	118,059	105,231
Gross profit	(Btmn)	16,503	18,471	17,947	12,498	19,608	19,435	19,354	16,867
SG&A	(Btmn)	14,086	14,824	14,690	15,144	14,528	20,405	14,372	12,872
Other income	(Btmn)	1,504	1,492	1,795	1,483	1,719	1,967	1,355	300
Interest expense	(Btmn)	3,460	3,865	4,015	4,027	4,176	4,692	4,140	4,219
Pre-tax profit	(Btmn)	461	1,273	1,038	(5,190)	2,623	(3,695)	2,197	76
Corporate tax	(Btmn)	(625)	466	568	(3,093)	886	(6,309)	636	932
Equity a/c profits	(Btmn)	(24)	11	21	1	(33)	(49)	(181)	(325)
Minority interests	(Btmn)	7	(114)	(13)	235	111	(289)	41	60
Core profit	(Btmn)	1,068	703	479	(1,860)	1,816	2,276	1,420	(1,121)
Extra-ordinary items	(Btmn)	(44)	(292)	(283)	(10,568)	(683)	(25,272)	85	2,216
Net Profit	(Btmn)	1,023	411	195	(12,428)	1,133	(22,996)	1,505	1,096
EBITDA	(Btmn)	10,465	11,672	11,980	6,530	13,985	8,331	13,195	10,908
Core EPS	(Btmn)	0.19	0.13	0.09	(0.33)	0.32	0.41	0.25	(0.20)
Net EPS	(Bt)	0.18	0.07	0.03	(2.21)	0.20	(4.10)	0.27	0.20

Balance Sheet

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Total current assets	(Btmn)	211,864	214,169	205,837	189,354	209,839	206,500	189,734	184,116
Total fixed assets	(Btmn)	405,605	423,524	433,266	400,778	417,550	395,935	351,750	357,435
Total assets	(Btmn)	617,469	637,693	639,103	590,132	627,389	602,435	541,484	541,552
Total loans	(Btmn)	248,158	252,662	253,905	243,227	257,949	259,546	228,394	252,453
Total current liabilities	(Btmn)	193,455	215,621	203,806	201,347	213,696	219,661	171,421	192,738
Total long-term liabilities	(Btmn)	225,612	217,734	230,442	210,717	224,797	221,602	218,153	209,884
Total liabilities	(Btmn)	419,067	433,355	434,248	412,064	438,493	441,263	389,574	402,622
Paid-up capital	(Btmn)	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615	5,615
Total equity	(Btmn)	183,983	189,088	189,623	164,362	174,058	145,900	139,465	125,951
BVPS	(Bt)	32.77	33.68	33.77	29.27	31.00	25.99	24.84	22.43

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Core Profit	(Btmn)	1,068	703	479	(1,860)	1,816	2,276	1,420	(1,121)
Depreciation and amortization	(Btmn)	6,544	6,534	6,927	7,693	7,185	7,334	6,858	6,613
Operating cash flow	(Btmn)	6,684	16,401	13,890	15,060	6,229	17,915	7,966	3,133
Investing cash flow	(Btmn)	(6,472)	(5,902)	(7,498)	(5,781)	(4,489)	(9,928)	(4,298)	(3,170)
Financing cash flow	(Btmn)	680	(11,877)	(8,560)	(9,153)	1,656	(7,928)	(4,990)	(3,283)
Net cash flow	(Btmn)	892	(1,378)	(2,168)	125	3,395	59	(1,322)	(3,320)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Gross margin	(%)	12.1	13.4	13.0	9.7	14.4	13.3	14.1	13.8
Operating margin	(%)	1.8	2.7	2.4	(2.0)	3.7	(0.7)	3.6	3.3
EBITDA margin	(%)	7.7	8.5	8.7	5.1	10.3	5.7	9.6	8.9
EBIT margin	(%)	2.9	3.7	3.7	(0.9)	5.0	0.7	4.6	3.5
Net profit margin	(%)	0.7	0.3	0.1	(9.6)	0.8	(15.7)	1.1	0.9
ROE	(%)	2.3	1.5	1.0	(4.2)	4.3	5.7	4.0	(3.4)
ROA	(%)	0.7	0.4	0.3	(1.2)	1.2	1.5	1.0	(0.8)
Net D/E	(x)	1.2	1.2	1.2	1.4	1.4	1.6	1.5	1.9
Interest coverage	(x)	3.0	3.0	3.0	1.6	3.3	1.8	3.2	2.6
Debt service coverage	(x)	0.5	0.5	0.6	0.3	0.6	0.4	0.9	0.5

Main Assumptions

FY December 31	Unit	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Effective capacity	(ktpa)	19,129	19,462	19,821	18,297	18,921	18,858	17,644	16,760
Total production volume	(kt)	3,398	3,627	3,389	3,459	3,459	3,608	3,536	3,440
Core EBITDA/t	(US\$/t)	101	104	89	75	102	99	119	100
Reported EBITDA/t	(US\$/t)	89	88	96	50	106	102	106	87
Average selling price	(US\$/t)	1,185	1,099	1,160	1,044	1,102	1,106	1,118	1,048
FX	(Bt/US\$)	33.92	34.50	35.18	35.67	35.65	36.71	34.81	33.99

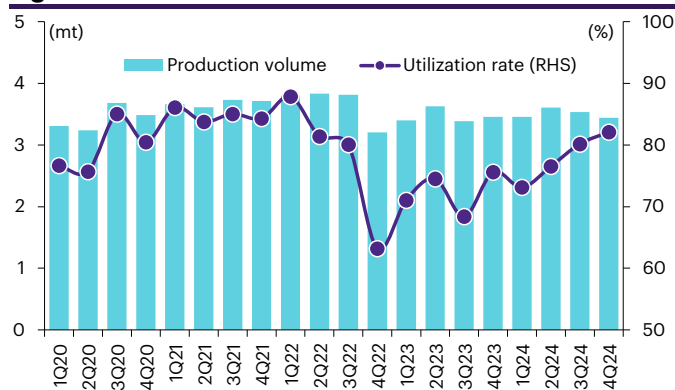
Figure 1: IVL – 4Q24 earnings review

	4Q23	3Q24	4Q24	%YoY	%QoQ	2023	2024	%YoY
P&L (Bt, mn)								
Total revenue	129,109	137,413	122,099	(5.4)	(11.1)	541,458	541,583	0.0
Gross profit	12,498	19,354	16,867	35.0	(12.9)	65,419	75,265	15.1
EBITDA	6,530	13,195	10,908	67.0	(17.3)	40,646	46,419	14.2
Profit before extra items	(1,860)	1,420	(1,121)	n.a.	n.a.	389	4,392	1,027.9
Net Profit	(12,428)	1,505	1,096	n.a.	(27.2)	(10,798)	(19,262)	n.a.
EPS (Bt)	(2.21)	0.27	0.20	n.a.	(27.2)	(1.92)	(3.43)	n.a.
B/S (Bt, mn)								
Total assets	590,132	541,484	541,552	(8.2)	0.0	590,132	541,552	(8.2)
Total liabilities	412,064	389,574	402,622	(2.3)	3.3	412,064	402,622	(2.3)
Total equity	178,068	151,910	138,930	(22.0)	(8.5)	178,068	138,930	(22.0)
BVPS (Bt)	29.27	24.84	22.43	(23.4)	(9.7)	29.27	22.43	(23.4)
Financial ratio (%)								
Gross margin (%)	9.7	14.1	13.8	4.1	(0.3)	12.1	13.9	1.8
EBITDA margin (%)	5.1	9.6	8.9	3.9	(0.7)	7.5	8.6	1.1
Net profit margin (%)	(9.6)	1.1	0.9	10.5	(0.2)	(2.0)	(3.6)	(1.6)
ROA (%)	(1.2)	1.0	(0.8)	0.4	(1.8)	(1.8)	(3.4)	(1.6)
ROE (%)	(4.2)	4.0	(3.4)	0.8	(7.4)	(6.2)	(13.3)	(7.1)
D/E (X)	2.3	2.6	2.9	58.4	33.4	2.3	2.9	58.4

Source: IVL and InnovestX Research

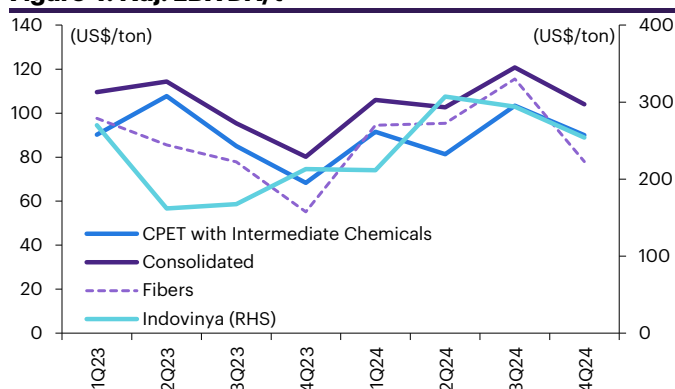
Appendix

Figure 2: Production volume



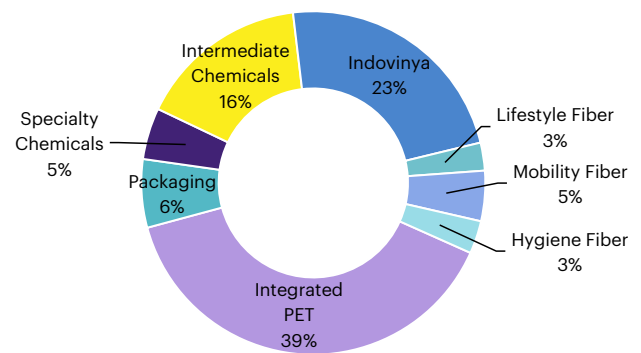
Source: IVL and InnovestX Research

Figure 4: Adj. EBITDA/t



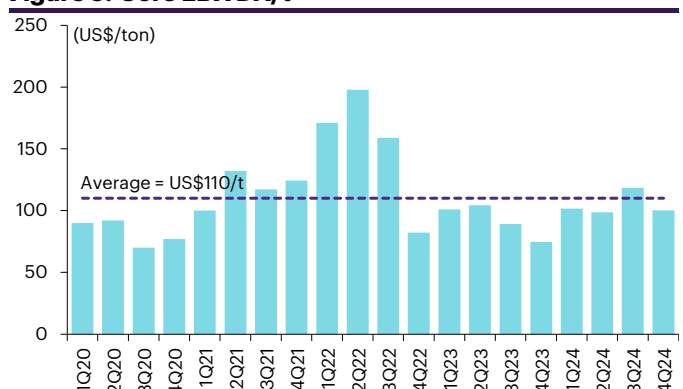
Source: IVL and InnovestX Research

Figure 3: Adjusted EBITDA breakdown (2024)



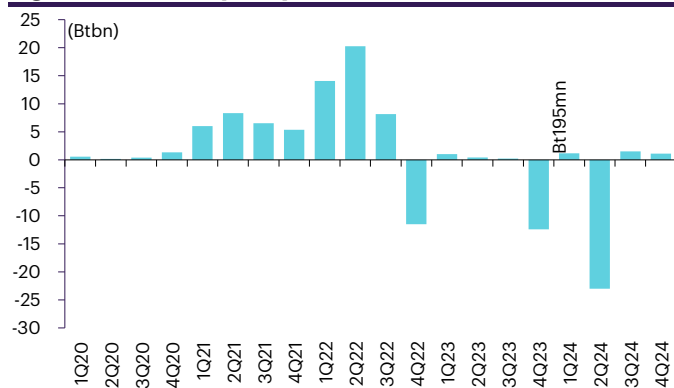
Source: IVL and InnovestX Research

Figure 5: Core EBITDA/t



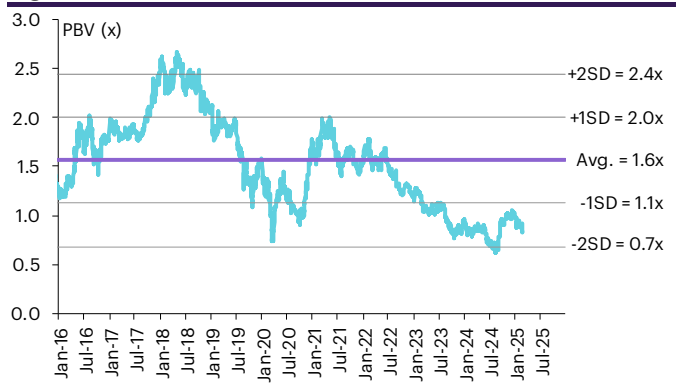
Source: IVL and InnovestX Research

Figure 6: Quarterly net profit



Source: IVL and InnovestX Research

Figure 7: IVL – PBV band



Source: InnovestX Research

Figure 8: Valuation summary (price as of Feb 26, 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
GGC	Neutral	3.80	4.5	22.2	n.m.	13.1	8.6	(51)	n.m.	52	0.4	0.4	0.4	(3)	3	5	2.6	3.8	5.8	3.3	2.1	1.2
IVL	Neutral	20.20	23.0	17.3	25.8	9.8	7.5	1,028	164	31	0.7	0.8	0.8	3	9	11	3.5	3.5	4.5	7.5	5.5	4.7
PTTGC	Outperform	17.30	29.0	69.9	n.m.	21.7	13.3	(654)	n.m.	63	0.3	0.3	0.3	(9)	1	2	2.9	2.3	2.9	10.2	5.8	5.2
Average					25.8	14.9	9.8	107	164	49	0.5	0.5	0.5	(3)	4	6	3.0	3.2	4.4	7.0	4.4	3.7

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโธราม่า เวนเจอร์ส จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในธุรกรรม ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโธราม่า เวนเจอร์ส จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโธราม่า เวนเจอร์ส จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคาร”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในหลักทรัพย์ การเข้าซื้อหลักทรัพย์ แอล เอช โฮเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวีเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องการรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อ้างอิงข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อให้เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับความยินยอมเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อให้เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโธราม่า เวนเจอร์ส จำกัด

**CG Rating 2024 Companies with CG Rating
Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GGLAND, 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, SMPK, 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

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, ME-ED, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, XO, XPG, YUASA, ZAA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining "Good", "Very Good" and "Excellent" levels of recognition (Not including listed companies qualified in the "no announcement of the results" clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is publicized.

*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการทำกิตติคุณกิจการ เช่น การกระทำดีเกี่ยวกับหลักธรรมาภิบาล การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อจำกัดว่าประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator
Certified (ได้สมรรถนะ)**

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, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EA, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GJS, GLOBAL, GPI, GPSC, GSTEEL, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, INTUCH, IRPC, ITCL, IVL, JAS, JR, JTS, KASET, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MILL, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PM, PPP, PPPM, PPS, PR9, PREB, PRG, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGP, SCM, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SKR, SM, SMIT, SMPK, SNC, SNNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTEC, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIDLO, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIJK, WPH, XO, YUASA, ZEN

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

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

N/A

24CS, 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, BJC, BJCHI, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTG, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOI, 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, 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, RSXYZ, S1, 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, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

Explanations

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