

ปรับเพิ่มมูลค่าหุ้น TOP จากความคืบหน้าโครงการ CFP

ความคืบหน้าเชิงบวกของโครงการ CFP และแนวโน้มค่าการกลั่นที่ดีเป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น TOP ในช่วงที่ผ่านมา ซึ่งสะท้อนถึงมุมมองเชิงบวกต่อการกลับมาเดินหน้าก่อสร้าง โดยตั้งเป้าเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) เต็มรูปแบบภายใน 3Q69 และมีโอกาสที่จะเร่งให้เร็วขึ้น และคาดว่าจะสามารถลดงบลงทุนโครงการนี้ (US\$5.9 พันล้าน) ได้ 10-20% กำไรน่าจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2569 จากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งขึ้น อัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นหลังการปิดซ่อมบำรุง และการกลับมาใช้งานแท่นรับน้ำมันดิบ SBM-2 หลังจากทำไรปกติ 4Q68 แข็งแรง โดย GIM เพิ่มขึ้นเป็น US\$11.5/บาร์เรล เราปรับราคาเป้าหมายของ TOP เพิ่มขึ้นเป็น 53 บาท อิงจาก PBV 0.6 เท่า (-1SD) และ EV/EBITDA 11.9 เท่า คงคำแนะนำ **OUTPERFORM**

ปัจจัยกระตุ้น #1: ความคืบหน้าเชิงบวกของโครงการ CFP ผู้บริหารเปิดเผยว่าการส่งมอบงานก่อสร้างจากผู้รับเหมา EPC รายเดิมไปยังทีมบริหารจัดการ EPC ชุดใหม่เสร็จสิ้นแล้วใน 4Q68 โดยมีการลงนามสัญญากับผู้รับเหมาหลักรายใหม่ทั้งหมดแล้ว ทำให้สามารถกลับมาทำการก่อสร้างได้ตามปกติเพื่อให้สามารถเปิด COD โครงการ CFP ได้เต็มรูปแบบภายใน 3Q71 ทั้งนี้โอกาสที่โครงการ CFP จะเปิด COD ได้เร็วขึ้น เนื่องจากผู้บริหารตั้งเป้าที่จะเร่งการก่อสร้างให้เสร็จเร็วกว่าแผนเดิม 3 เดือน ขณะที่คาดว่าจะงบลงทุนสำหรับโครงการ CFP จะอยู่ที่ US\$5.9 พันล้าน หลังจากหักเงินที่ได้รับจำนวน US\$1.2 พันล้านจากการโอนโครงการ ERU ให้กับ GPSC (US\$757 ล้าน) และการใช้สิทธิเรียกร้องเงินประกันผลงาน (US\$438 ล้าน) จากผู้รับเหมา EPC รายเดิม ผู้บริหารตั้งเป้าประหยัดต้นทุน US\$250-300 ล้าน (-10-12% ของงบที่เหลือจำนวน US\$2.4 พันล้าน)

ปัจจัยกระตุ้น #2: แนวโน้มกำไรที่ดี TOP คาดว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2569 โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์ที่เติบโตอย่างแข็งแกร่งที่ 1 ล้านบาร์เรล/วัน เทียบกับกำลังการผลิตที่เพิ่มขึ้นสุทธิเพียง 600,000 บาร์เรล/วัน จากการปิดโรงกลั่นในสหรัฐฯ และยุโรปอย่างต่อเนื่อง แนวโน้มเช่นนี้ น่าจะส่งผลดีต่อการกลั่นของผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates ซึ่งคิดเป็น 55% ของผลิตภัณฑ์ทั้งหมดของ TOP นอกจากนี้กำลังการผลิต PX ใหม่จำนวน 3.9 ล้านตัน/ปี ที่เดิมมีกำหนดเริ่มเดินเครื่องในปี 2569 ได้ถูกเลื่อนออกไปเป็นปี 2570 ขณะที่อุปสงค์ยังเติบโตตามเป้าที่ 2.5 ล้านตัน/ปี กำไรปี 2569 ของ TOP ยังอาจได้รับแรงหนุนจากอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้นของโรงกลั่นน้ำมันแบบครบวงจรหลังการปิดซ่อมบำรุงใหญ่ใน 3Q68 และการกลับมาใช้งานแท่นรับน้ำมันดิบกลางทะเล (SBM-2) ใน 2Q69 ซึ่งคาดว่าจะช่วยลดต้นทุนค่าขนส่งได้ US\$1-1.5/บาร์เรล

ปัจจัยกระตุ้น #3: กำไรปกติที่แข็งแกร่งใน 4Q68 เราประเมินกำไรสุทธิ 4Q68 (ประกาศวันที่ 12 ก.พ.) ได้ที่ 2.1 พันลบ. ลดลง 24% YoY และ 3% QoQ แม้ว่าจะมีการขาดทุนพิเศษจำนวน 4.3 พันลบ. ซึ่งส่วนใหญ่เกิดจากขาดทุนสต็อกน้ำมันและการป้องกันความเสี่ยง ในขณะที่เราคาดว่ากำไรปกติจะปรับตัวดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญจากการดำเนินงานเต็มไตรมาสของโรงกลั่นน้ำมันและปิโตรเคมีแบบคอมเพล็กซ์หลังการปิดซ่อมบำรุงเป็นเวลา 30 วันใน 3Q68 เราคาดว่าอัตราการใช้กำลังการผลิตของโรงกลั่นจะฟื้นตัวขึ้นมาอยู่ที่ 113% ใน 4Q68 จาก 82% ใน 3Q68 โดยคาดว่า GIM จะปรับตัวขึ้นอย่างมากจาก US\$5.2/บาร์เรล ใน 3Q68 เป็น US\$11.5/บาร์เรล โดยได้แรงหนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates และน้ำมันเบนซินที่ปรับตัวเพิ่มขึ้น 43% QoQ

คำแนะนำและการประเมินมูลค่า แม้ราคาหุ้น TOP ปรับตัวขึ้นมาแล้ว 20% ในช่วง 1 เดือนที่ผ่านมา แต่เราเชื่อว่ามุมมองเชิงบวกที่ตลาดมีต่อความคืบหน้าของโครงการ CFP จะช่วยหนุนให้มีการปรับเพิ่มมูลค่าหุ้น (re-rating) เราปรับราคาเป้าหมายของ TOP เป็น 53 บาท เพื่อสะท้อนการปรับใช้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2569 และการใช้ PBV เป้าหมายที่สูงขึ้นเป็น 0.6 เท่า (-1SD) ซึ่งเทียบเท่ากับระดับใน 4Q67 ที่เกิดปัญหากับผู้รับเหมา EPC รายเดิม ซึ่งคิดเป็น EV/EBITDA ที่ 11.9 เท่า สูงกว่าค่าเฉลี่ยของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 10 เท่าเล็กน้อย การทำ asset monetization จะช่วยให้ฐานะการเงินมั่นคงมากขึ้นและทำให้สามารถจัดหาเงินทุนสำหรับโครงการ CFP ด้วยต้นทุนที่แข่งขันได้

ปัจจัยเสี่ยงที่สำคัญราคาน้ำมันและค่าการกลั่นผันผวน ราคาน้ำมันที่ลดลงจะทำให้เกิดขาดทุนสต็อกน้ำมัน และความต้องการผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีที่ลดลง ปัจจัยเสี่ยงอื่นๆ คือ โอกาสเกิดความล่าช้าในการเริ่มดำเนินโครงการ CFP และเงินลงทุนสูงกว่าที่ประเมินไว้ ปัจจัยเสี่ยงด้าน ESG ที่สำคัญ คือ ผลกระทบของธุรกิจต่อสิ่งแวดล้อม และการเปลี่ยนแปลงกฎระเบียบเกี่ยวกับการปล่อยก๊าซเรือนกระจก

Forecasts and valuation

Year to 31 Dec	Unit	2023	2024	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	3,973	11,234	13,781
Reported profit	(Btmn)	19,443	9,959	14,204	11,234	13,781
Core EPS	(Bt)	9.88	3.77	1.78	5.03	6.17
DPS	(Bt)	3.40	1.90	2.00	2.00	2.20
P/E, core	(x)	4.2	11.2	23.6	8.4	6.8
EPS growth, core	(%)	(34.2)	(61.9)	(52.8)	182.8	22.7
P/BV, core	(x)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
ROE	(%)	13.5	5.0	2.3	6.2	7.3
Dividend yield	(%)	8.1	4.5	4.8	4.8	5.2
EV/EBITDA	(x)	6.0	9.9	14.3	10.9	9.6

Source: InnovestX Research

ดูข้อสงวนสิทธิ์ในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data

Last close (Jan 21) (Bt)	42.00
Target price (Bt)	53.00
Mkt cap (Btbn)	93.82

12-m high / low (Bt)	42.3 / 21
Avg. daily 6m (US\$mn)	14.54
Foreign limit / actual (%)	40 / 9
Free float (%)	52.0
Outstanding Short Position (%)	0.78

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	20.0	20.9	58.5
Relative to SET	14.0	18.4	62.7

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2025F	2026F
Consensus (Bt mn)	13,334	12,198
INVX vs Consensus (%)	(70.2)	(7.9)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 4Q25F core earnings	Up	Up

2025 Sustainability/2024 ESG Score

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

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	6.05	6/62
Environmental Score and Rank	5.54	8/62
Social Score and Rank	7.53	4/62
Governance Score and Rank	5.53	8/62

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

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวันโน

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 ได้เข้าสู่ธุรกิจโอเลฟินส์ที่ใช้แนฟทาเป็นวัตถุดิบ ด้วยการเข้าถือหุ้น 15% ใน PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (CAP) เพื่อลดความเสี่ยงจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่ลดลง

แนวโน้มธุรกิจ

เราคาดว่ากำไรปี 2569 ของ TOP จะปรับตัวขึ้น YoY จากค่าการกลั่นที่ปรับตัวขึ้นและขาดทุนสต็อกที่ลดลง ซึ่งสะท้อนถึงความสมดุลระหว่างอุปสงค์และอุปทานที่เพิ่มขึ้นหลังจากที่มีโรงกลั่นน้ำมันแห่งใหม่เข้ามาในตลาดในปี 2567-2568 โดยเฉพาะในวันออกกลางและแอฟริกาตะวันออก เราคาดว่ากำไรปี 2569 จะเพิ่มขึ้นจากการผลิตของกลุ่ม (GIM) ของ TOP จะปรับตัวขึ้นจาก US\$8.1/bbl ในปี 2568 เป็น US\$9.1/bbl ในปี 2569 อย่างไรก็ตาม ความตึงเครียดทางการค้าทั่วโลกในปัจจุบันจะเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อแนวโน้มเศรษฐกิจโลกและอุปสงค์น้ำมันในปี 2568-2569 การเจรจาการค้าระหว่างสหรัฐฯ กับประเทศอื่นๆ ยังคงดำเนินอยู่ ดังนั้นแนวโน้มอุปสงค์น้ำมันจึงยังไม่แน่นอน ความผันผวนของราคาน้ำมันบ่งชี้ว่ายังคงมีความเสี่ยงขาขึ้น/ขาลงต่อกำไรจากกำไร/ขาดทุนจากสต็อก นอกจากนี้ เรายังคาดว่าส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์อะโรเมติกส์ที่มีความเสี่ยงที่จะได้รับผลกระทบด้วยเช่นกัน ซึ่งเป็นผลมาจากภาษีศุลกากรที่สหรัฐฯ เรียกเก็บทั่วโลก ซึ่งอาจทำให้อุปสงค์ผลิตภัณฑ์ปลายน้ำของ PX เช่น PET และโพลีเอสเตอร์ ปรับตัวลดลง ความคืบหน้าเชิงบวกของโครงการ CFP คาดว่าจะช่วยให้ตลาดมีมุมมองเชิงบวกต่อ TOP มากขึ้น

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

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิทธิพล	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
GRM ที่ดีขึ้นในปี 2569 จากผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillates	อุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปคาดว่าจะปรับตัวขึ้นในปี 2568 จากอุปสงค์และอุปทานที่สมดุลมากขึ้นและความต้องการน้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับการบินที่เพิ่มขึ้นจากการท่องเที่ยวและการเดินทางทางอากาศที่มากขึ้น	บวก	ผลประกอบการของ TOP คาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นอย่างค่อยเป็นค่อยไป โดยได้รับการสนับสนุนจากอุปสงค์น้ำมันที่สูงขึ้น โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ขึ้นกลาง (น้ำมันดีเซลและน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบิน)
ค่าระวางที่สูงขึ้นจากการระงับใช้หุ้นเรือกลางทะเล	หุ้นเรือกลางทะเล (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 อย่างไรก็ตามการหยุดการดำเนินงานของเรือ SBM-2 จะช่วยลดต้นทุนต่อปริมาณน้ำมันดิบที่นำเข้ามา
แนวโน้มผลประกอบการระยะสั้น	โมเมนตัมผลประกอบการ 4Q68	ลดลง QoQ และ YoY	เราคาดว่ากำไรสุทธิจะลดลงเล็กน้อย QoQ จากขาดทุนสต็อกและการป้องกันความเสี่ยง ขณะที่คาดว่ากำไรปกติจะปรับตัวขึ้น QoQ หลังจากหยุดซ่อมบำรุงใหญ่ CDU-3 (หน่วยใหญ่ที่สุด) เป็นเวลา 30 วัน และการชะลอการเดินเครื่องโรงงานอะโรเมติกส์ใน 3Q68

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		6.05 (2024)		CG Rating			DJSI	SETESG	SET ESG Ratings	
Rank in Sector		6/62		TOP			5	Yes	Yes	AAA

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

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

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP เพิ่มขึ้นจาก 95.19% ในปี 2566 สู่ 95.54% ในปี 2567 แต่ยังสูงกว่าเป้าที่ $\geq 85\%$ สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มมากขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะเดียวกันก็รองรับเส้นทางของบริษัในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว
- 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	5.80	6.05
Environment Financial Materiality Score	5.42	5.54
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	Yes
Biodiversity Policy	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	6.77	7.53
Human Rights Policy	Yes	Yes
Women in Senior Management (%)	—	—
Business Ethics Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Lost Time Incident Rate (per 100 contractors)	0.00	0.00
Employee Turnover (%)	3.62	3.51
Governance Financial Materiality Score	5.50	5.53
Board Size (persons)	14	15
Board Meeting Attendance (%)	100	100
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	2024	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	2,510	2,425	2,546
Interest expense	(Btmn)	4,292	3,595	3,860	4,089	4,052	3,373	4,757	5,012
Pre-tax profit	(Btmn)	(13,214)	19,821	41,273	26,810	10,849	6,919	13,560	16,665
Corporate tax	(Btmn)	(647)	2,034	8,918	4,672	2,283	2,401	2,441	3,000
Equity a/c profits	(Btmn)	2,492	1,675	(513)	84	(132)	(522)	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	3,973	11,234	13,781
Extra-ordinary items	(Btmn)	7,193	(6,459)	1,264	(2,637)	1,547	10,231	0	0
Net Profit	(Btmn)	(3,301)	12,578	32,668	19,443	9,959	14,204	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	1.78	5.03	6.17
Net EPS	(Bt)	(1.62)	6.17	15.63	8.70	4.46	6.36	5.03	6.17
DPS	(Bt)	0.70	2.60	3.70	3.40	1.90	2.00	2.00	2.20

Balance Sheet

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Total current assets	(Btmn)	114,229	101,239	153,828	125,371	112,222	96,518	93,747	87,899
Total fixed assets	(Btmn)	191,958	260,905	290,753	294,621	296,789	323,781	350,731	361,000
Total assets	(Btmn)	306,188	362,144	444,581	419,993	409,010	420,299	444,478	448,899
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	177,508	184,299	193,415
BVPS	(Bt)	56.97	59.25	69.85	74.12	73.17	78.23	81.26	85.32

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Core Profit	(Btmn)	(10,495)	19,037	31,404	22,080	8,412	3,973	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	9,967	7,626	23,478
Investing cash flow	(Btmn)	(47,490)	(43,337)	(9,049)	(19,692)	(14,009)	(25,147)	(35,865)	(19,244)
Financing cash flow	(Btmn)	20,575	8,245	(20,253)	(23,072)	(24,627)	18,343	16,780	(5,942)
Net cash flow	(Btmn)	(21,936)	(23,548)	13,880	(15,145)	611	3,163	(11,459)	(1,707)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	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	3.6	2.8	3.7
ROE	(%)	(8.6)	15.7	22.3	13.5	5.0	2.3	6.2	7.3
ROA	(%)	(3.6)	5.7	7.8	5.1	2.0	1.0	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	4.9	5.2	5.6
Debt service coverage	(x)	(0.3)	3.5	2.0	2.2	1.8	1.7	1.3	1.1
Payout Ratio	(%)	(43.3)	42.2	23.7	39.1	42.6	31.5	39.8	35.7

Main Assumptions

FY December 31	Unit	2020	2021	2022	2023	2024	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	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Total revenue	(Btmn)	119,556	119,532	123,520	111,189	112,536	106,788	99,440	80,098
Cost of goods sold	(Btmn)	116,121	109,788	116,241	116,804	107,178	101,633	99,295	77,927
Gross profit	(Btmn)	3,436	9,744	7,279	(5,615)	5,359	5,155	144	2,171
SG&A	(Btmn)	1,149	841	935	966	1,132	812	1,022	831
Other income	(Btmn)	322	614	644	530	221	797	566	524
Interest expense	(Btmn)	1,053	1,047	1,008	1,011	986	969	982	835
Pre-tax profit	(Btmn)	1,556	8,470	5,979	(7,062)	3,462	4,170	(1,294)	1,028
Corporate tax	(Btmn)	710	1,464	1,154	(1,057)	723	883	292	498
Equity a/c profits	(Btmn)	16	(124)	(40)	(30)	63	(113)	6,585	(2)
Minority interests	(Btmn)	(13)	(38)	(19)	16	19	(12)	(30)	17
Core profit	(Btmn)	850	6,845	4,765	(6,019)	2,821	3,163	4,969	546
Extra-ordinary items	(Btmn)	2,095	(982)	781	1,801	(54)	341	1,507	1,601
Net Profit	(Btmn)	2,944	5,863	5,547	(4,218)	2,767	3,504	6,476	2,147
EBITDA	(Btmn)	4,305	10,848	8,473	(4,575)	6,253	6,301	1,093	3,368
Core EPS	(Btmn)	0.38	3.06	2.13	(2.69)	1.26	1.42	2.22	0.24
Net EPS	(Bt)	1.32	2.62	2.48	(1.89)	1.24	1.57	2.90	0.96

Balance Sheet

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Total current assets	(Btmn)	125,371	126,149	136,429	104,025	112,222	118,046	109,538	100,398
Total fixed assets	(Btmn)	294,621	302,208	299,817	296,754	296,789	284,914	288,948	294,078
Total assets	(Btmn)	419,993	428,357	436,246	400,779	409,010	402,960	398,486	394,476
Total loans	(Btmn)	163,117	168,988	165,580	151,349	154,798	152,836	129,148	119,206
Total current liabilities	(Btmn)	73,501	64,428	79,854	60,252	67,663	62,440	72,252	75,358
Total long-term liabilities	(Btmn)	178,180	190,372	186,221	172,587	175,162	174,940	154,583	144,402
Total liabilities	(Btmn)	251,681	254,800	266,075	232,839	242,826	237,380	226,835	219,760
Paid-up capital	(Btmn)	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	171,056	176,340	172,945	170,696	168,923	168,331	174,392	177,428
BVPS	(Btmn)	74.12	76.45	74.94	73.95	73.17	72.89	75.61	77.00

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Core Profit	(Btmn)	850	6,845	4,765	(6,019)	2,821	3,163	4,969	546
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,018	1,944	2,129	2,006	2,026	1,958	1,971	2,027
Operating cash flow	(Btmn)	7,701	8,454	20,735	(10,259)	20,316	(2,510)	22,400	2,248
Investing cash flow	(Btmn)	(4,224)	(1,363)	(6,807)	(1,580)	(4,258)	2,847	7,206	3,937
Financing cash flow	(Btmn)	(3,374)	(2,134)	(12,880)	(4,931)	(4,682)	(2,929)	(22,559)	(11,610)
Net cash flow	(Btmn)	102	4,956	1,048	(16,769)	11,376	(2,593)	7,047	(5,425)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Gross margin	(%)	2.9	8.2	5.9	(5.1)	4.8	4.8	0.1	2.7
Operating margin	(%)	1.9	7.4	5.1	(5.9)	3.8	4.1	(0.9)	1.7
EBITDA margin	(%)	3.6	9.1	6.9	(4.1)	5.6	5.9	1.1	4.2
EBIT margin	(%)	1.9	7.4	5.1	(5.9)	3.8	4.1	(0.9)	1.7
Net profit margin	(%)	2.5	4.9	4.5	(3.8)	2.5	3.3	6.5	2.7
ROE	(%)	2.1	16.0	11.1	(14.2)	6.8	7.6	11.8	1.3
ROA	(%)	0.8	6.5	4.4	(5.8)	2.8	3.1	5.0	0.6
Net D/E	(x)	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5
Interest coverage	(x)	4.1	10.4	8.4	(4.5)	6.3	6.5	1.1	4.0
Debt service coverage	(x)	1.0	4.0	3.1	(1.7)	2.1	2.2	0.5	1.6

Key Statistics

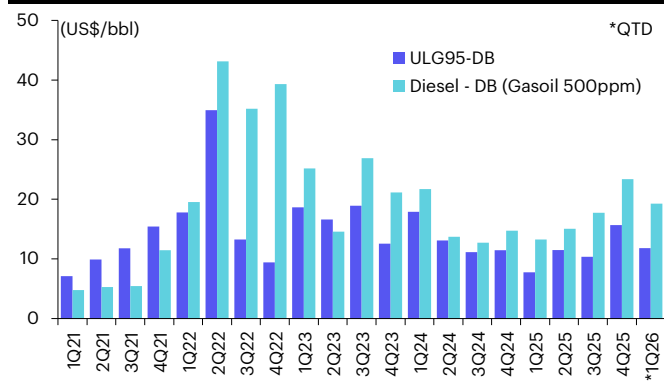
FY December 31	Unit	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	83.6	81.3	85.3	78.3	73.6	76.9	66.9	70.1
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	8.6	10.4	5.7	5.4	7.1	5.4	7.0	5.2
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	198	184	203	182	117	141	142	156
Utilization rate - refinery	(%)	111	105	111	113	113	113	113	82
Utilization rate - petchem	(%)	79	76	80	83	80	79	75	39

Figure 1: TOP – 4Q25F earnings preview

(Btmn)	4Q24	3Q25	4Q25F	%YoY	%QoQ
Sales	112,536	80,098	95,587	(15.1)	19.3
EBITDA	6,253	3,368	5,607	(10.3)	66.5
Core profit	3,398	(1,064)	6,376	87.7	n.a.
Net profit	2,767	2,147	2,079	(24.8)	(3.1)
EPS (Bt/share)	1.24	1.05	1.02	(17.7)	(3.1)
Utilization - refinery (%)	113%	82%	114%	0.9	39.0
Market GIM (US\$/bbl)	7.1	5.2	11.5	62.0	121.2
Acct.GIM (US\$/bbl)	5.0	7.4	7.9	58.0	6.8
P2F – Aromatics (US\$/t)	54	20	37	(32.1)	83.2
P2F – Lube base oil (US\$/t)	139	171	161	15.9	(5.8)

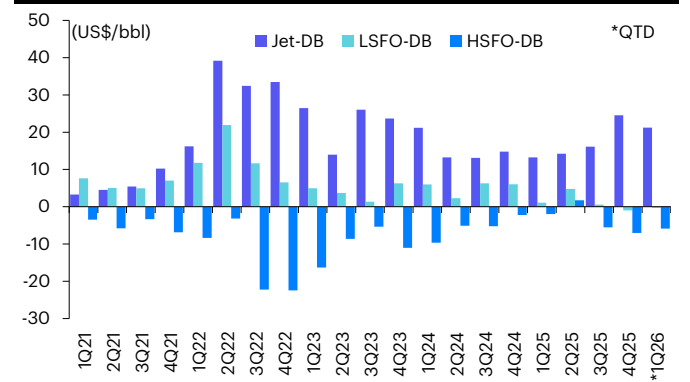
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 2: Crack spread – Diesel vs. gasoline



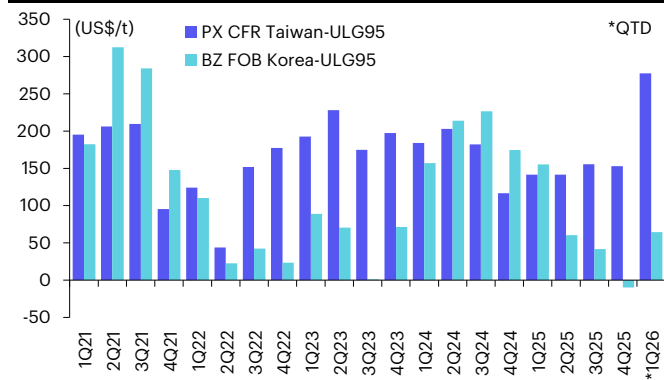
Source: TOP and InnovestX Research

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



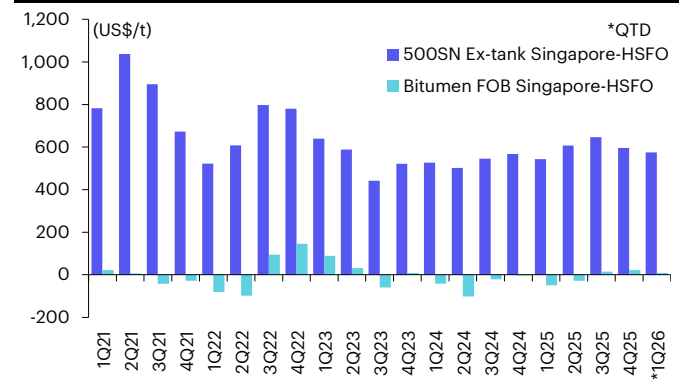
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 4: Aromatics product spread over ULG95



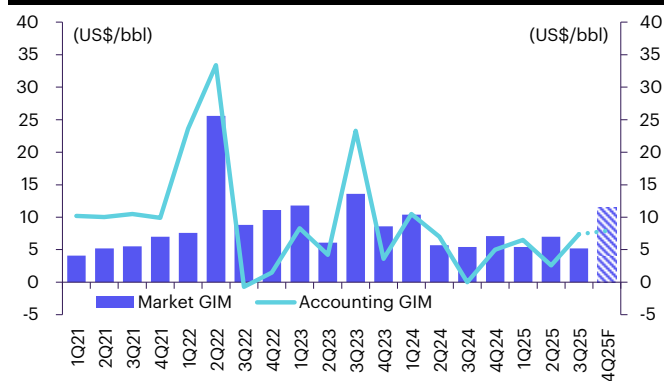
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 5: Lube base oil and bitumen spreads



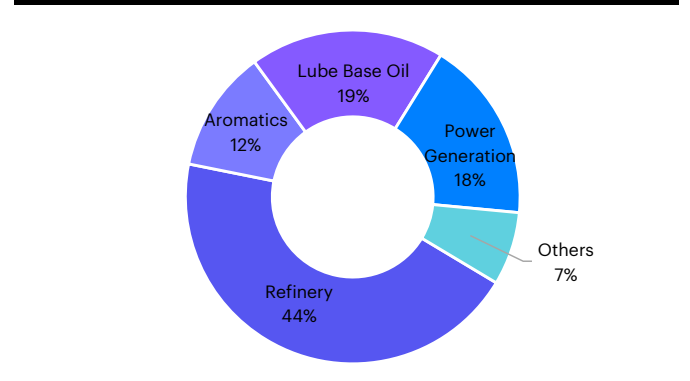
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 6: Gross integrated margin



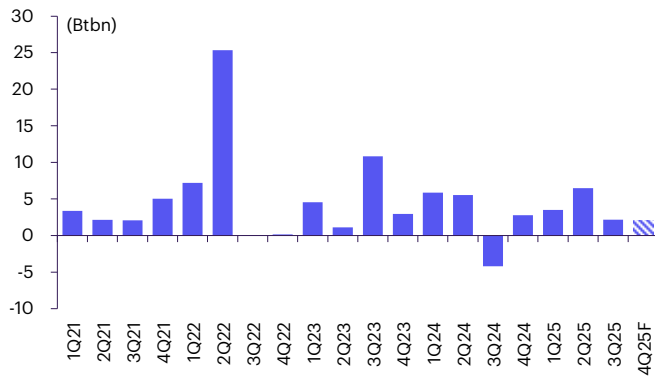
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 7: EBITDA breakdown (9M25)



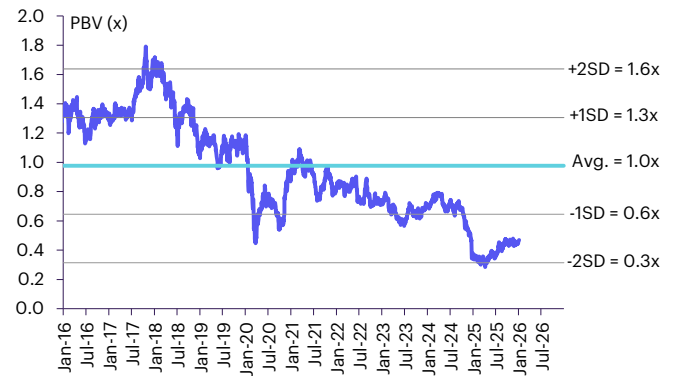
Source: TOP and InnovestX Research

Figure 8: TOP – quarterly net profit



Source: TOP and InnovestX Research

Figure 9: TOP – PBV band



Source: InnovestX Research

Figure 10: Valuation summary (price as of Jan 21, 2026)

	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	30.25	47.00	56.5	n.m.	4.3	4.5	n.m.	n.m.	(3)	0.7	0.7	0.6	(6)	11	10	3.5	1.2	6.0	3.6	3.2	2.6
IRPC	Underperform	1.21	1.00	(17.4)	n.m.	n.m.	n.m.	(58)	25	62	0.4	0.4	0.4	(8)	(6)	(3)	0.8	0.0	0.0	25.4	11.1	7.6
OR	Outperform	15.60	18.00	18.3	25.1	15.9	14.0	(33)	57	14	1.7	1.6	1.5	7	10	11	2.6	2.9	3.2	8.9	7.9	6.7
PTT	Outperform	33.50	39.00	22.1	11.7	13.2	11.5	(21)	(11)	15	0.8	0.8	0.8	5	4	5	6.3	5.7	6.3	3.6	3.2	2.9
PTTEP	Outperform	118.50	138.00	23.2	6.0	8.0	9.6	(1)	(25)	(17)	0.9	0.8	0.8	15	11	9	8.1	6.8	6.8	1.8	2.5	3.0
SPRC	Outperform	6.90	6.40	(1.4)	19.6	21.8	17.6	n.m.	(10)	24	0.8	0.8	0.8	4	3	4	5.8	5.8	5.8	6.1	6.5	5.1
TOP	Outperform	42.00	53.00	31.0	11.2	23.6	8.4	(62)	(53)	183	0.6	0.5	0.5	5	2	6	4.5	4.8	4.8	9.9	14.3	10.9
Average					14.7	14.5	10.9	(35)	(3)	40	0.8	0.8	0.8	3	5	6	4.5	3.9	4.7	8.5	7.0	5.6

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับการวิเคราะห์ 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 โอเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวีเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2569 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

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, TKS, 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, MEG, 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, RUH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SPREME, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการที่ส่งผลให้ถูกลดผลสำรวจ 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อ ข้อกล่าวประจบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ ฯลฯ นิตยสารกรรมการ หรือข้อตกลงทางจดทะเบียนหลักทรัพย์

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, SCN, SEAOL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMT, 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, AMARC, 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, 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, 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, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFK, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NV, NVD, NWR, NYG, 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, PSOG, PSP, PTL, QDC, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RIH, 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, 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, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TRT, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, 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.