

ไทยออยล์

บริษัท ไทยออยล์
จำกัด (มหาชน)

TOP

Bloomberg TOP TB
Reuters TOP.BKinnovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

3Q26F: คาดกำไรได้รับแรงหนุนจาก GIM ที่แข็งแกร่ง

เราคาดว่า TOP จะได้รับประโยชน์จากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่งใน 3Q26 ซึ่งจะช่วยสนับสนุนให้ GIM อยู่ในระดับสูงกว่า US\$20/บาร์เรล แม้ว่าจะมีมาตรการควบคุมราคาน้ำมันดีเซลหน้าโรงกลั่นของภาครัฐก็ตาม ทั้งนี้อัตราการใช้กำลังการกลั่นที่อยู่ในระดับสูงน่าจะช่วยรักษาต้นทุนการดำเนินงานให้อยู่ในระดับที่แข่งขันได้ ขณะที่คาดว่าอุปสงค์น้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินที่แข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนผลการดำเนินงานต่อเนื่องถึง 4Q26 เราคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ TOP และราคาเป้าหมายที่ 85 บาท/หุ้น อ้างอิง PBV ที่ 0.9 เท่า โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก valuation ที่น่าสนใจ แนวโน้มธุรกิจโรงกลั่นที่เป็นบวก และอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลมากกว่า 7%

กำไร 3Q26F จะปรับตัวขึ้น QoQ จาก GIM ที่แข็งแกร่งและกำไรสต็อกน้ำมัน เราคาดว่า TOP จะรายงานกำไรสุทธิ 3Q26F ที่ 1.59 หมื่นลบ. (ประกาศวันที่ 12 พ.ย.) เพิ่มขึ้น 641% YoY และ 92% QoQ โดยได้รับแรงหนุนจากค่าการกลั่นที่แข็งแกร่งและการกลับมาขึ้นที่กำไรจากสต็อกน้ำมัน ขณะที่คาดว่า market GIM จะอยู่ที่ US\$22.7/บาร์เรล แม้จะเผชิญแรงกดดันจากค่าขนส่งที่สูงขึ้นและการปรับลดราคาน้ำมันดีเซลหน้าโรงกลั่นโดยภาครัฐ Accounting GIM คาดว่าจะเพิ่มขึ้นเป็น US\$24.2/บาร์เรล จาก US\$11.7/บาร์เรล ใน 2Q26 โดยได้รับการสนับสนุนจากส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่งเป็นพิเศษที่ระดับสูงกว่า US\$60/บาร์เรล ทั้งนี้ market GRM ของ TOP น่าจะยังคงสูงกว่าค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์อย่างมีนัยสำคัญ โดยได้รับการสนับสนุนจากสัดส่วนผลผลิตน้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินที่สูง แม้ว่าจะมีต้นทุนน้ำมันดิบและต้นทุนการดำเนินงานที่เพิ่มขึ้นก็ตาม

อัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้นจะช่วยรักษาดัชนีทุนต่อหน่วยให้อยู่ในระดับที่แข่งขันได้ เราคาดว่าปริมาณน้ำมันดิบที่เข้าสู่กระบวนการกลั่นใน 3Q26F จะปรับตัวเพิ่มขึ้น โดยอัตราการเดินเครื่องกลั่นน้ำมันดิบจะเพิ่มขึ้นเป็น 109% จาก 107% ใน 2Q26 เนื่องจาก TOP เพิ่มอัตราการใช้กำลังการกลั่นสูงสุดเพื่อลดต้นทุนต่อหน่วย แม้ว่าจะมีข้อจำกัดจากภาครัฐเกี่ยวกับการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป แต่ TOP ดูเหมือนจะสามารถบริหารจัดการการดำเนินงานได้อย่างมีประสิทธิภาพโดยใช้คลังเก็บน้ำมันจากโครงการ Clean Fuel Project (CFP) ทั้งนี้ ต้นทุนการดำเนินงานคาดว่าจะยังคงอยู่ในระดับที่แข่งขันได้ที่ US\$2.3/บาร์เรล ทรงตัว QoQ และลดลงอย่างมีนัยสำคัญจาก US\$3.4/บาร์เรล ใน 3Q25 โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่สูงขึ้น

ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานและ LAB ที่สูงขึ้นช่วยชดเชยธุรกิจอะโรแมติกส์ที่อ่อนแอ เราคาดว่าความสามารถในการทำกำไรของธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานและ LAB (สารลดแรงตึงผิว) จะปรับตัวดีขึ้นและช่วยสนับสนุนผลประกอบการใน 3Q26F ภาวะอุปทานตึงตัวจากตะวันออกกลางได้ผลักดันส่วนต่างราคาน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานให้สูงขึ้น ส่งผลให้ GIM จากธุรกิจดังกล่าวเพิ่มขึ้นสู่ระดับสูงสุดเป็นประวัติการณ์ที่ประมาณ US\$2/บาร์เรล สูงกว่าระดับปกติที่ US\$1-1.5/บาร์เรล ขณะที่ธุรกิจอะโรแมติกส์ยังคงเป็นปัจจัยกดดันผลประกอบการ เนื่องจากส่วนต่างราคา PX และเบนซินเทียบกับ ULG95 ยังคงอ่อนแอ อย่างไรก็ตามผลกระทบดังกล่าวน่าจะถูกลดลงได้เป็นส่วนใหญ่จากส่วนต่างราคา LAB ที่อยู่ในระดับแข็งแกร่ง ซึ่งช่วยสนับสนุน GIM อีก US\$0.7/บาร์เรล

อัตราการใช้กำลังการกลั่นจะอยู่ในระดับสูงต่อเนื่องใน 4Q26 แม้เผชิญแรงกดดันจากค่าขนส่ง เราคาดว่า TOP จะยังคงรักษาอัตราการใช้กำลังการกลั่นในระดับสูงต่อเนื่องใน 4Q26 โดยได้รับแรงหนุนจากอุปสงค์น้ำมันดีเซลและน้ำมันเครื่องบินที่แข็งแกร่งตามปัจจัยฤดูกาล มาตรการควบคุมราคาน้ำมันดีเซลหน้าโรงกลั่นของภาครัฐมีแนวโน้มจะยังคงมีผลบังคับใช้ต่อไป แต่ผลกระทบน่าจะถูกลดลงด้วยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates ที่แข็งแกร่งจากภาวะอุปทานตึงตัวอย่างต่อเนื่อง ต้นทุนด้านโลจิสติกส์ที่เพิ่มขึ้นยังคงเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อค่าการกลั่น ขณะที่ความผันผวนของราคาน้ำมันดิบอาจส่งผลให้กำไรผันผวน แม้ว่าผลการดำเนินงานหลักจะยังแข็งแกร่งก็ตาม

มูลค่าเหมาะสมและความเสี่ยง เราคงราคาเป้าหมาย (กลางปี 2027) ที่ 85 บาท/หุ้น อิง PBV ที่ 0.9 เท่า หรือคิดเป็นระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปีที่ -0.5SD นอกจากนี้ เรายังคงคำแนะนำ OUTPERFORM สำหรับ TOP โดยได้รับปัจจัยหนุนจากอัตราปันผลที่น่าพอใจและอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่คาดว่าจะสูงกว่า 7%

ความเสี่ยงสำคัญ: ความผันผวนของราคาน้ำมันและ GRM, ขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน, อุปสงค์ผลิตภัณฑ์อะโรแมติกส์ที่อ่อนแอ และความล่าช้าหรือการใช้งบลงทุนสูงกว่าคาดของโครงการ 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	559,683	459,334	398,637
EBITDA	(Btmn)	20,999	17,686	72,057	34,313	28,332
Core profit	(Btmn)	8,412	3,481	49,982	19,410	15,083
Reported profit	(Btmn)	9,959	14,584	41,593	19,410	15,083
Core EPS	(Bt)	3.77	1.56	22.38	8.69	6.75
DPS	(Bt)	1.90	1.80	5.20	5.00	4.40
P/E, core	(x)	18.5	44.8	3.1	8.0	10.3
EPS growth, core	(%)	(61.9)	(58.6)	1,335.8	(61.2)	(22.3)
P/BV, core	(x)	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
ROE	(%)	5.0	1.9	22.6	7.6	5.8
Dividend yield	(%)	2.7	2.6	7.5	7.2	6.3
EV/EBITDA	(x)	12.9	11.5	2.8	6.0	7.0

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

ดูข้อมูลเชิงลึกในส่วนท้ายของรายงานฉบับนี้

Tactical: OUTPERFORM
(3-month)

Stock data	
Last close (Oct 20) (Bt)	69.75
Target price (Bt)	85.00
Mkt cap (Btbn)	155.81

12-m high / low (Bt)	79 / 33
Avg. daily 6m (US\$mn)	37.44
Foreign limit / actual (%)	40 / 15
Free float (%)	52.0
Outstanding Short Position (%)	1.34

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	6.9	11.2	100.7
Relative to SET	8.9	17.7	65.8

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	2026F	2027F
Consensus (Bt mn)	39,769	19,998
INVX vs Consensus (%)	25.7	(2.9)

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 3Q26F 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	6.35	3/61
Environmental Score and Rank	6.81	5/61
Social Score and Rank	7.37	3/61
Governance Score and Rank	4.73	12/61

Source: SET, InnovestX Investment Strategy & Research, Bloomberg

นักวิเคราะห์

ชัยพัชร ธนวัฒน์, IAA

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 2020) ต้นทุนต่อหน่วยของ TOP สามารถแข่งขันได้มากที่สุดเมื่อเทียบกับโรงกลั่นน้ำมันอื่นๆ ของไทย กำลังการผลิตของบริษัทจะเพิ่มขึ้นเป็น 400,000 บาร์เรลต่อวัน ในปี 2028 (เลื่อนจากปี 2024) เมื่อกำลังการผลิตใหม่ภายใต้โครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มดำเนินการ โครงการ CFP จะช่วยให้บริษัทสามารถเลือกใช้น้ำมันดิบที่มีความหลากหลายได้มากขึ้น ซึ่งจะช่วยเพิ่มความสามารถในการทำกำไรและการประหยัดต่อขนาด โรงกลั่นน้ำมันแบบคอมเพล็กซ์ของ TOP ยังประกอบด้วยกำลังการผลิตผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมี 838,000 ตันต่อปี และน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานและผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้อง 684,000 ตันต่อปี ธุรกิจ 3 ธุรกิจนี้คิดเป็นสัดส่วน > 90% ของรายได้รวมในปี 2025 นอกจากนี้ผลประกอบการของ TOP ยังได้รับการสนับสนุนจากธุรกิจโรงไฟฟ้าซึ่งประกอบด้วย บริษัทย่อยที่ประกอบธุรกิจโรงไฟฟ้า SPP กำลังการผลิต 118MW และรายได้เงินปันผลจากการถือหุ้น 10% ใน GPSC TOP ได้เข้าสู่ธุรกิจโอเลฟินส์ที่ใช้แอฟทาเป็นวัตถุดิบ ด้วยการเข้าถือหุ้น 15% ใน PT Chandra Asri Petrochemical Tbk (CAP) เพื่อลดความเสี่ยงจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่ลดลง

แนวโน้มธุรกิจ

เราคาดว่ากำไรของ TOP จะปรับตัวดีขึ้น YoY ในปี 2026 โดยได้รับปัจจัยหนุนจาก market GRM ที่แข็งแกร่งขึ้นจากภาวะหยุดชะงักของอุปทานน้ำมันดิบและผลิตภัณฑ์น้ำมันกลุ่ม middle distillates อันเป็นผลมาจากความขัดแย้งในตะวันออกกลางราคาน้ำมันที่สูงขึ้นน่าจะส่งผลให้กำไรจากสต็อกน้ำมันเพิ่มขึ้นด้วย เราคาดการณ์ว่า GIM จะปรับตัวเพิ่มขึ้นสู่ระดับมากกว่า US\$20/บาร์เรล ในปี 2026 จาก US\$7.5/บาร์เรล ในปี 2025 ทั้งนี้ ความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญคือการที่ภาครัฐเข้าแทรกแซงเพื่อลดราคาดีเซลหน้าโรงกลั่นเป็นระยะเวลานาน เพื่อลดแรงกดดันต่อกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิงภายใต้มาตรการตรึงราคาขายปลีกน้ำมันดีเซล ซึ่งอาจส่งผลให้ market GRM อ่อนแอลง ความผันผวนของราคาน้ำมันยังเป็นทั้งปัจจัยบวกและลบต่อผลประกอบการ ผ่านโอกาสในการรับรู้กำไรหรือขาดทุนจากสต็อกน้ำมัน นอกจากนี้ ส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ปิโตรเคมีก็มีความเสี่ยงด้านลบจากมาตรการกีดกันนำเข้าของสหรัฐฯ ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ปลายน้ำของ PX เช่น PET และโพลีเอสเตอร์ ความคืบหน้าของโครงการ CFP น่าจะช่วยลดความกังวลเกี่ยวกับแนวโน้มกำไรและฐานะทางการเงินของ TOP ได้

Bullish views	Bearish views
1. ต้นทุนต่อหน่วยระดับต่ำของ TOP จะยังคงเป็นข้อได้เปรียบทางการแข่งขันหลักของบริษัทเมื่อเทียบกับคู่แข่งในประเทศ	1. การแทรกแซงของภาครัฐในการปรับลดราคาน้ำมันดีเซลหน้าโรงกลั่นอาจส่งผลกระทบต่อ GRM โดยรวมของ TOP ในระยะสั้น แม้ว่า market GRM ในปัจจุบันจะปรับตัวเพิ่มขึ้นมาจากผลของสงครามในตะวันออกกลางก็ตาม
2. TOP น่าจะมีความยืดหยุ่นในการเลือกใช้น้ำมันดิบมากขึ้นเมื่อโครงการพลังงานสะอาด (CFP) เริ่มดำเนินการในปี 2028 และดำเนินการเต็มรูปแบบในปี 2029	2. การเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ที่ล่าช้าและงบลงทุนที่บานปลายของโครงการ CFP อาจกดดันผลตอบแทนของโครงการและ sentiment ตลาดในระยะสั้น
3. TOP ได้ขยายธุรกิจสู่ธุรกิจโอเลฟินส์โดยใช้ประโยชน์จากแนฟทาที่ผลิตได้มากขึ้นจากโครงการ CFP ซึ่งจะช่วยลดผลกระทบจากอุปสงค์น้ำมันเบนซินที่มีแนวโน้มปรับตัวลดลงในอนาคตจากกระแสการใช้รถยนต์ไฟฟ้า	

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อิทธิพล	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
GRM ที่ดีขึ้นในปี 2026 จากผลิตภัณฑ์กลุ่ม middle distillate	อุปสงค์ผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปคาดว่าจะปรับตัวดีขึ้นในปี 2026 จากอุปสงค์และอุปทานที่สมดุลมากขึ้นและความต้องการน้ำมันเชื้อเพลิงสำหรับการบินที่เพิ่มขึ้นจากการท่องเที่ยวและการเดินทางทางอากาศที่มากขึ้น	บวก	คาดการณ์ว่ากำไรของ 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 2026 เพิ่มเติมอีก 1.4 พันลบ. หลังจากได้รับผลกระทบไปแล้ว 2.8 พันลบ. ใน 2Q26 หากมาตรการดังกล่าวสิ้นสุดลงตามกำหนดอย่างไรก็ตาม หากมีการขยายระยะเวลามาตรการออกไปนานกว่าที่ประกาศไว้ หรือมีการปรับลดราคาน้ำมันดีเซลในระดับที่มากขึ้น จะถือเป็นความเสี่ยงด้านลบที่สำคัญต่อประมาณการกำไร เนื่องจากจุดจบของสงครามในตะวันออกกลางยังคงมีความไม่แน่นอน
แนวโน้มกำไรระยะสั้น	โมเมนตัมกำไร 3Q26	เพิ่มขึ้น YoY และ QoQ	เราคาดว่ากำไรสุทธิจะปรับตัวดีขึ้น QoQ จากการกลับมารับรู้กำไรจากสต็อกน้ำมัน เทียบกับขาดทุนใน 2Q26 ขณะที่ผลการดำเนินงานหลักยังคงได้รับการสนับสนุนจาก GIM ที่แข็งแกร่งและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์ middle distillates ที่อยู่ในระดับสูง

การวิเคราะห์ความอ่อนไหว

ปัจจัย	ผลกระทบต่อกำไร	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย
กำไรขั้นต้นจากการผลิตของกลุ่ม (-US\$1/bbl)	-14%	-1.6 บาท/หุ้น

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

เรามองว่า TOP วางเป้าหมายในประเด็นสิ่งแวดล้อมและสังคมไว้อย่างเป็นรูปธรรม พร้อมกับไทม์ไลน์ที่แน่นอนและเปรียบเทียบผลการดำเนินงานที่เกิดขึ้นจริงกับเป้าหมาย ในขณะเดียวกัน เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ ซึ่งสะท้อนถึงความเชี่ยวชาญและประสบการณ์ในธุรกิจของผู้บริหาร ความหลากหลายของคณะกรรมการบริษัท และความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score		CG Rating				
6.35 (2024)		DJBIC				
Rank in Sector		SETESG				
3/61		SET ESG Ratings				
TOP		AAA				
5		Yes				
Yes		Yes				

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- TOP ดำเนินการบริหารจัดการด้านสิ่งแวดล้อมให้สอดคล้องกับทิศทางของโลกอย่างต่อเนื่องในปี 2025 โดยศึกษาแนวทางที่จะมุ่งไปสู่การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเป็นศูนย์ โดยตั้งเป้าหมายความเป็นกลางทางคาร์บอน (Carbon Neutral) ภายในปี 2050 และลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกสุทธิเป็นศูนย์ (Net Zero Greenhouse Gas Emission) ภายในปี 2060
- TOP สามารถลดปริมาณการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในกระบวนการผลิตลงได้ในปี 2025 (33,165 ตันคาร์บอนไดออกไซด์เทียบเท่าจากโครงการเพิ่มประสิทธิภาพการใช้พลังงาน 29 โครงการ)
- ชุมชนท้องถิ่นไม่มีการร้องเรียนเกี่ยวกับผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมในปี 2024
- TOP สามารถรักษาระดับประสิทธิภาพด้านพลังงานอยู่ในกลุ่ม 2nd quartile เมื่อเทียบกับบริษัทอื่นๆ ในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิก ทั้งนี้หลังจากโครงการพลังงานสะอาดแล้วเสร็จในปี 2028 TOP จะสามารถเพิ่มขีดความสามารถในการแข่งขันเพื่อมุ่งสู่ top quartile

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ค่าความผูกพันของชุมชนต่อ TOP เพิ่มขึ้นจาก 95.54% ในปี 2024 สู่ 95.71% ในปี 2025 แต่ยังสูงกว่าเป้าที่ $\geq 90\%$ สะท้อนถึงการมีโครงการ CSR เพิ่มมากขึ้นเพื่อพัฒนาคุณภาพชีวิตความเป็นอยู่ของชุมชนในท้องถิ่น ในขณะเดียวกันก็รองรับเส้นทางของบริษัในการมุ่งสู่เป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ในระยะยาว
- TOP ยังคงมีการบริหารจัดการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยของพนักงาน โดยมีอัตราการบาดเจ็บจากการทำงานของผู้ปฏิบัติงานทั้งหมด (TRIR) เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 0.17 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงานในปี 2024 เป็น 0.36 ในปี 2025 เทียบกับเป้าหมายที่ ≤ 0.30 รายต่อล้านชั่วโมงการทำงาน ความผูกพันของพนักงานต่อองค์กรลดลงจาก 98% ในปี 2024 เป็น 77% ในปี 2025 ในขณะที่อัตราการลาออกลดลงจาก 3.51% ในปี 2024 เป็น 2.85% ในปี 2025
- 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 2025
- เรามองว่าการบริหารจัดการและการกำกับดูแลของ TOP เป็นที่น่าพอใจ โดยสะท้อนถึงความสามารถของผู้บริหารในการวางแผนและดำเนินโครงการขนาดใหญ่ ประสบการณ์และความเชี่ยวชาญของบริษัท ความโปร่งใสต่อผู้มีส่วนได้เสีย และคณะกรรมการอิสระของบริษัท

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2024	2025
ESG Financial Materiality Score	6.35	—
Environment Financial Materiality Score	6.81	—
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	3,447	3,230
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	7.37	—
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	4.73	—
Board Size (persons)	15	15
Board Meeting Attendance (%)	99	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	559,683	459,334	398,637
Cost of goods sold	(Btmn)	319,555	481,137	436,164	450,010	382,005	490,307	428,837	374,827
Gross profit	(Btmn)	25,941	48,452	33,080	16,767	13,677	69,376	30,496	23,810
SG&A	(Btmn)	3,056	4,182	3,521	3,874	4,056	6,017	4,938	4,286
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	2,911	2,720	2,424
Pre-tax profit	(Btmn)	19,821	41,273	26,810	10,849	8,217	62,472	24,965	19,333
Corporate tax	(Btmn)	2,034	8,918	4,672	2,283	2,131	10,817	4,993	3,867
Equity a/c profits	(Btmn)	1,675	(513)	84	(132)	(2,550)	139	142	164
Minority interests	(Btmn)	(425)	(438)	(142)	(22)	(54)	(1,813)	(704)	(547)
Core profit	(Btmn)	19,037	31,404	22,080	8,412	3,481	49,982	19,410	15,083
Extra-ordinary items	(Btmn)	(6,459)	1,264	(2,637)	1,547	11,103	(8,389)	0	0
Net Profit	(Btmn)	12,578	32,668	19,443	9,959	14,584	41,593	19,410	15,083
EBITDA	(Btmn)	30,309	52,014	37,359	20,999	17,686	72,057	34,313	28,332
Core EPS	(Btmn)	9.33	15.03	9.88	3.77	1.56	22.38	8.69	6.75
Net EPS	(Bt)	6.17	15.63	8.70	4.46	6.53	18.62	8.69	6.75
DPS	(Bt)	2.60	3.70	3.40	1.90	1.80	5.20	5.00	4.40

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	163,755	144,466	123,722
Total fixed assets	(Btmn)	260,905	290,753	294,621	296,789	296,985	318,768	328,412	327,850
Total assets	(Btmn)	362,144	444,581	419,993	409,010	427,284	482,523	472,878	451,572
Total loans	(Btmn)	182,765	173,751	163,117	154,798	115,816	109,640	100,964	86,789
Total current liabilities	(Btmn)	38,476	103,673	73,501	67,663	90,389	100,686	96,161	70,785
Total long-term liabilities	(Btmn)	200,574	182,250	178,180	175,162	143,863	131,782	117,941	117,104
Total liabilities	(Btmn)	239,050	285,923	251,681	242,826	234,252	232,468	214,102	187,889
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	250,055	258,776	263,683
BVPS	(Bt)	59.25	69.85	74.12	73.17	76.98	101.69	105.28	107.23

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	49,982	19,410	15,083
Depreciation and amortization	(Btmn)	7,424	7,744	7,799	8,106	8,065	8,698	8,755	8,807
Operating cash flow	(Btmn)	11,543	43,182	27,619	39,247	47,689	17,917	24,538	23,854
Investing cash flow	(Btmn)	(43,337)	(9,049)	(19,692)	(14,009)	8,932	(24,629)	(18,399)	(8,245)
Financing cash flow	(Btmn)	8,245	(20,253)	(23,072)	(24,627)	(23,095)	9,254	(19,364)	(24,351)
Net cash flow	(Btmn)	(23,548)	13,880	(15,145)	611	33,526	2,542	(13,226)	(8,742)

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	12.4	6.6	6.0
Operating margin	(%)	6.6	8.4	6.3	2.8	2.4	11.3	5.6	4.9
EBITDA margin	(%)	8.8	9.8	8.0	4.5	4.5	12.9	7.5	7.1
EBIT margin	(%)	6.6	8.4	6.3	2.8	2.4	11.3	5.6	4.9
Net profit margin	(%)	3.6	6.2	4.1	2.1	3.7	7.4	4.2	3.8
ROE	(%)	15.7	22.3	13.5	5.0	1.9	22.6	7.6	5.8
ROA	(%)	5.7	7.8	5.1	2.0	0.8	11.0	4.1	3.3
Net D/E	(x)	1.2	0.8	0.8	0.7	0.2	0.2	0.2	0.2
Interest coverage	(x)	8.4	13.5	9.1	5.2	5.1	24.8	12.6	11.7
Debt service coverage	(x)	3.5	2.0	2.2	1.8	2.4	5.1	1.8	4.5
Payout Ratio	(%)	42.2	23.7	39.1	42.6	27.6	27.9	57.5	65.2

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	75.0	64.0
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	5.5	13.4	10.0	7.1	7.5	22.6	14.9	11.9
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	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Total revenue	(Btmn)	111,189	112,536	106,788	99,440	80,098	109,357	122,458	134,970
Cost of goods sold	(Btmn)	116,804	107,178	101,633	99,295	77,927	103,149	92,313	120,735
Gross profit	(Btmn)	(5,615)	5,359	5,155	144	2,171	6,208	30,145	14,235
SG&A	(Btmn)	966	1,132	812	1,022	831	1,391	1,224	1,913
Other income	(Btmn)	530	221	797	566	524	203	2,906	715
Interest expense	(Btmn)	1,011	986	969	982	835	708	683	668
Pre-tax profit	(Btmn)	(7,062)	3,462	4,170	(1,294)	1,028	4,312	31,144	12,369
Corporate tax	(Btmn)	(1,057)	723	883	292	498	459	4,884	2,015
Equity a/c profits	(Btmn)	(30)	63	(113)	(477)	(2)	(1,958)	110	726
Minority interests	(Btmn)	16	19	(12)	(30)	17	(30)	(575)	(721)
Core profit	(Btmn)	(6,019)	2,821	3,163	(2,093)	546	1,866	25,795	10,359
Extra-ordinary items	(Btmn)	1,801	(54)	341	8,569	1,601	592	(6,314)	(2,075)
Net Profit	(Btmn)	(4,218)	2,767	3,504	6,476	2,147	2,458	19,481	8,284
EBITDA	(Btmn)	(4,575)	6,253	6,301	1,093	3,368	6,925	30,970	14,346
Core EPS	(Btmn)	(2.69)	1.26	1.42	(0.94)	0.24	0.84	11.55	4.64
Net EPS	(Bt)	(1.89)	1.24	1.57	2.90	0.96	1.10	8.72	3.71

Balance Sheet

FY December 31	Unit	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Total current assets	(Btmn)	104,025	112,222	118,046	109,538	100,398	130,299	167,088	145,220
Total fixed assets	(Btmn)	296,754	296,789	284,914	288,948	294,078	296,985	303,116	307,467
Total assets	(Btmn)	400,779	409,010	402,960	398,486	394,476	427,284	470,205	452,687
Total loans	(Btmn)	151,349	154,798	152,836	129,148	119,206	115,816	100,293	101,570
Total current liabilities	(Btmn)	60,252	67,663	62,440	72,252	75,358	90,389	117,857	92,069
Total long-term liabilities	(Btmn)	172,587	175,162	174,940	154,583	144,402	143,863	136,481	136,634
Total liabilities	(Btmn)	232,839	242,825	237,380	226,835	219,760	234,252	254,338	228,703
Paid-up capital	(Btmn)	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338
Total equity	(Btmn)	170,696	168,923	168,331	174,392	177,428	214,110	237,284	245,380
BVPS	(Btmn)	73.95	73.17	72.89	75.61	77.00	76.98	87.05	90.69

Cash Flow Statement

FY December 31	Unit	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Core Profit	(Btmn)	(6,019)	2,821	3,163	(2,093)	546	1,866	25,795	10,359
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,006	2,026	1,958	1,971	2,027	2,108	2,049	2,024
Operating cash flow	(Btmn)	(10,259)	20,316	(2,510)	22,400	2,248	25,551	11,663	(19,037)
Investing cash flow	(Btmn)	(1,580)	(4,258)	2,847	7,206	3,937	(5,058)	(2,519)	(1,898)
Financing cash flow	(Btmn)	(4,931)	(4,682)	(2,929)	(22,559)	(11,610)	14,003	1,397	(4,376)
Net cash flow	(Btmn)	(16,769)	11,376	(2,593)	7,047	(5,425)	34,496	10,542	(25,312)

Key Financial Ratios

FY December 31	Unit	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Gross margin	(%)	(5.1)	4.8	4.8	0.1	2.7	5.7	24.6	10.5
Operating margin	(%)	(5.9)	3.8	4.1	(0.9)	1.7	4.4	23.6	9.1
EBITDA margin	(%)	(4.1)	5.6	5.9	1.1	4.2	6.3	25.3	10.6
EBIT margin	(%)	(5.9)	3.8	4.1	(0.9)	1.7	4.4	23.6	9.1
Net profit margin	(%)	(3.8)	2.5	3.3	6.5	2.7	2.2	15.9	6.1
ROE	(%)	(14.2)	6.8	7.6	(5.0)	1.3	4.1	50.5	18.8
ROA	(%)	(5.8)	2.8	3.1	(2.1)	0.6	1.8	23.0	9.0
Net D/E	(x)	0.8	0.7	0.7	0.5	0.5	0.2	0.1	0.2
Interest coverage	(x)	(4.5)	6.3	6.5	1.1	4.0	9.8	45.4	21.5
Debt service coverage	(x)	(1.7)	2.1	2.2	0.5	1.6	4.2	9.0	3.9

Key Statistics

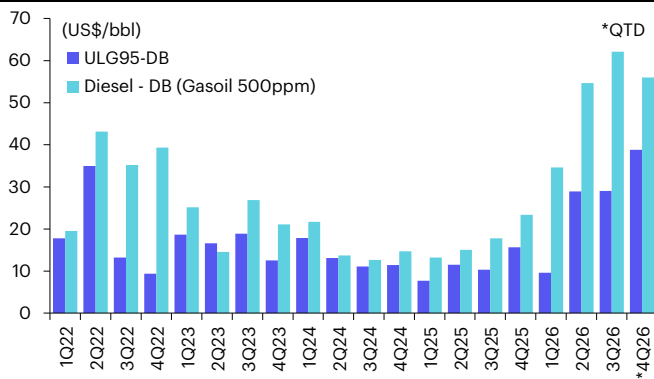
FY December 31	Unit	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26
Dubai crude oil	(US\$/bbl)	78.3	73.6	76.9	66.9	70.1	63.8	86.3	96.1
Avg. market GIM	(US\$/bbl)	5.4	7.1	5.4	7.0	5.2	11.8	14.8	23.9
PX spread vs. ULG95	(US\$/t)	182	117	141	142	156	153	190	102
Utilization rate - refinery	(%)	113	113	113	113	82	114	113	107
Utilization rate - petchem	(%)	83	80	79	75	39	76	73	67

Figure 1: TOP – 3Q26F earnings preview

(Btmn)	3Q25	2Q26	3Q26F	%YoY	%QoQ
Sales	80,098	134,970	135,695	69.4	0.5
EBITDA	3,368	14,346	18,634	453.3	29.9
Operating profit	(1,064)	21,090	17,547	n.a.	(16.8)
Net profit	2,147	8,284	15,907	641.0	92.0
EPS (Bt/share)	0.96	3.71	7.12	641.0	92.0
Utilization - refinery (%)	82%	107%	109%	32.9	1.9
Market GIM (US\$/bbl)	5.2	23.9	22.7	336.5	(5.0)
Acct.GIM (US\$/bbl)	7.4	11.7	24.2	227.0	106.8
P2F – Aromatics (US\$/t)	20	24	22	9.4	(8.8)
P2F – Lube base oil (US\$/t)	171	236	212	23.9	(10.2)

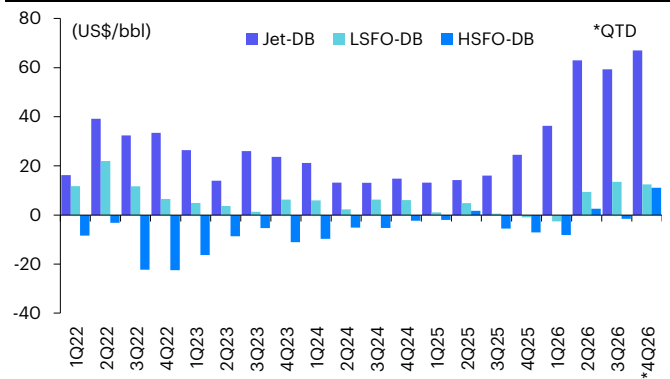
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 2: Crack spread – Diesel vs. gasoline



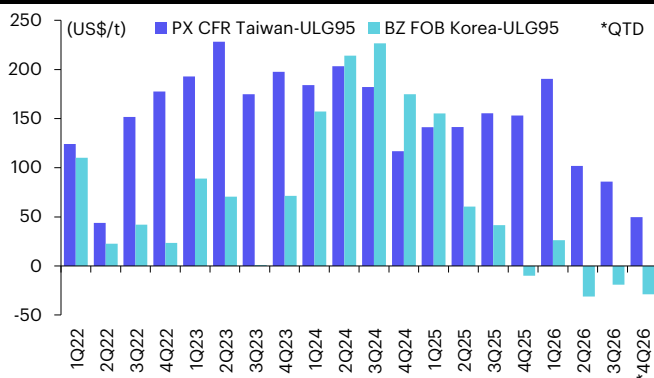
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

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



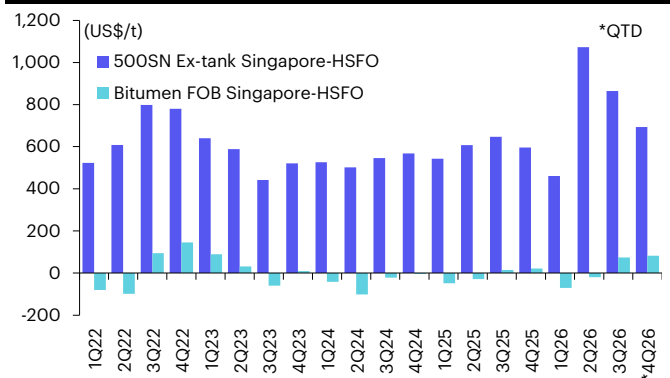
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 4: Aromatics product spread over ULG95



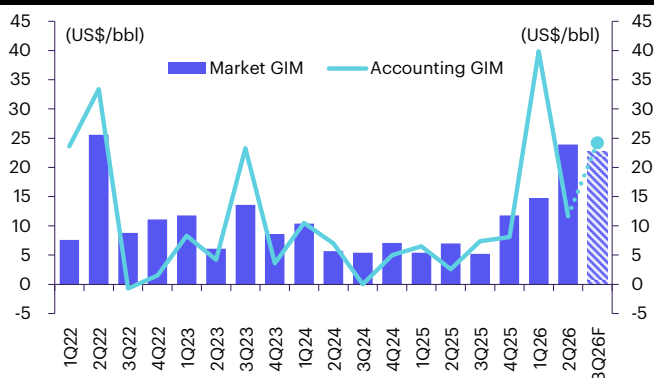
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 5: Lube base oil and bitumen spreads



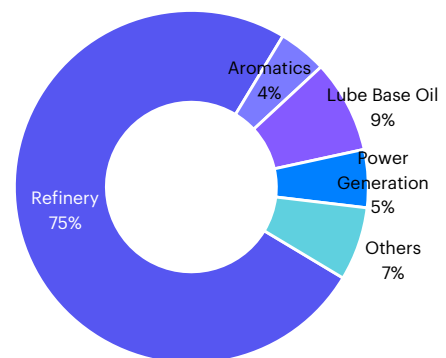
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 6: Gross integrated margin



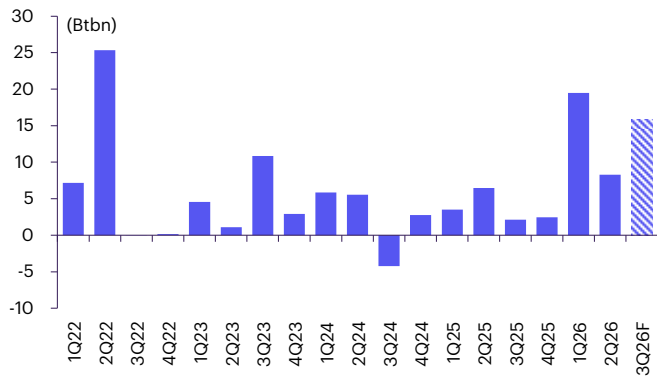
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

Figure 7: EBITDA breakdown (LTM to 2Q26)



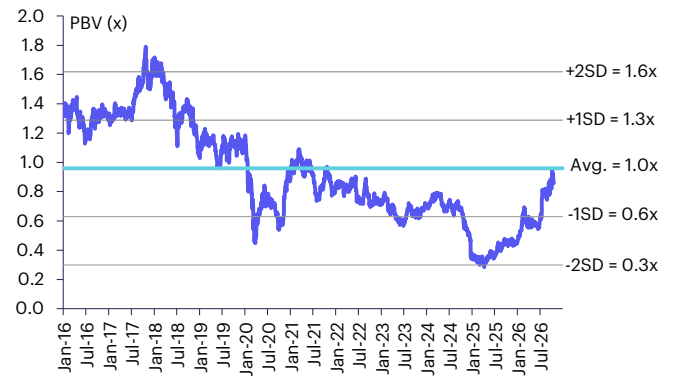
Source: TOP and InnovestX Investment Strategy & Research

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 Oct 20, 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	50.75	75.00	59.6	5.6	1.5	3.3	n.m.	264	(54)	1.1	0.7	0.7	15	47	17	2.1	11.8	11.8	4.5	1.0	1.7
IRPC	Neutral	2.78	3.40	30.2	n.m.	3.6	7.4	22	n.m.	(51)	0.9	0.7	0.7	(7)	22	10	0.4	7.9	5.4	14.8	2.5	3.1
OR	Outperform	12.30	16.00	33.3	13.4	14.5	12.5	47	(7)	16	1.3	1.3	1.2	10	9	10	4.9	3.3	4.1	5.7	5.8	4.9
PTT	Outperform	40.75	50.00	29.1	17.1	6.2	9.3	(17)	176	(33)	1.0	1.0	0.9	4	11	7	5.6	6.4	6.6	4.5	2.5	2.8
PTTEP	Outperform	159.50	185.00	22.3	10.9	7.4	7.2	(26)	47	3	1.2	1.1	1.0	11	15	14	5.5	6.3	6.6	2.8	2.7	2.8
SPRC	Outperform	15.00	16.70	19.3	33.2	2.8	6.7	28	1,067	(58)	1.7	1.1	1.0	5	48	16	3.0	8.0	8.7	11.1	1.5	2.8
TOP	Outperform	69.75	85.00	29.3	44.8	3.1	8.0	(59)	1,336	(61)	0.8	0.6	0.6	2	23	8	2.6	7.5	7.2	11.5	2.8	6.0
Average					20.8	5.6	7.8	(1)	480	(34)	1.1	0.9	0.9	6	25	12	3.4	7.3	7.2	7.8	2.7	3.4

Source: InnovestX Investment Strategy & Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ลูกค้าเท่านั้น 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 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 โฮเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย กฎระเบียบ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อ้างอิงข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาข้อมูลของตนเองในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

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

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

© สงวนลิขสิทธิ์ 2026 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, ITEL, 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*, MAGUO, 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, SPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRCS*, 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.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมายหรือการฉ้อโกง 1 ข้อจะคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อมูลดังกล่าวเป็นอย่างดี
* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการทำผิดกฎหมายหรือการฉ้อโกง เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง มติคณะกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

Anti-corruption Progress Indicator

Certified (ได้เริ่มรับรอง)

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, ITEL, 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, 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, BKG, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, 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, MAGUO, 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, NELX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTF, NTV, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHAT, 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, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNTec, 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.