

Thai Oil (TOP TB)

Valuation น่าสนใจ แม้มียุคจ๋ายกดันสูง

คงคำแนะนำ "ซื้อ" ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 70 บาท

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" หุ้น TOP แต่ปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 70 บาท เนื่องจากเราปรับลดประมาณการค่าการกลั่น (GRM) ในปี 67-69 และคำนึงถึงความล่าช้าของโครงการพลังงานสะอาด(CFP) แม้มียุคจ๋ายกดันสูง แต่เราแนะนำ "ซื้อ" เนื่องจาก valuation ที่น่าสนใจ โดย TOP ซื้อขายที่ PBV 0.5 เท่า และ PE 6 เท่า (ปีงบ 69) ที่มาพร้อม EPS ที่เติบโตแข็งแกร่งในปีงบ 68 อย่างไรก็ตาม ความล่าช้าและต้นทุนที่อาจสูงเกินไปของโครงการ CFP น่าจะเป็นปัจจัยกดดันต่อหุ้นต่อไป ดังนั้น เราจึงขอปรับที่ได้รับอานิสงส์จาก GRM ที่กำลังเพิ่มขึ้นมากกว่า โดยเลือก BCP (BCP TB, CP 32.5 บาท, ซื้อ, ราคาเป้าหมาย 62.0 บาท) และ SPRC (SPRC TB, CP 6.7 บาท, ซื้อ, ราคาเป้าหมาย 11.1 บาท)

ปรับลดประมาณการค่าการกลั่น (GRM)

เราปรับลดประมาณการค่าการกลั่นอ้างอิงตลาดสิงคโปร์ลง 0.5-1.0 ดอลลาร์ต่อบาร์เรลในปี 67-69 โดยอยู่ที่ 5.0/6.0/6.0 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล ตามลำดับ อย่างไรก็ตาม เรายังคงสมมติฐานระยะยาวไว้ที่ 5.5 ดอลลาร์ต่อบาร์เรล แม้คาดการณ์ปี 67 จะต่ำกว่าคาด แต่เราคิดว่าค่าการกลั่นจะปรับตัวดีขึ้นในปี 68 เนื่องจากกำลังการกลั่นทั่วโลกที่เพิ่มขึ้น (0.6 ล้านบาร์เรลต่อวัน) มีแนวโน้มต่ำกว่าการเติบโตของความต้องการน้ำมันทั่วโลกในช่วง 0.9-1.0 ล้านบาร์เรลต่อวัน

รวมปัจจัยความล่าช้าของโครงการ CFP ไว้ในประมาณการ

เราได้เลื่อนการคาดการณ์การเริ่มต้นโครงการ CFP ออกไปจากต้นปี 68 ไปเป็นกลางปี 69 ซึ่งหมายความว่าค่าการเพิ่มกำลังการผลิตและอัตรากำไรขั้นต้นที่อาจเกิดขึ้นจากโครงการจะลดลงมากในปี 68-69 อย่างไรก็ตาม เนื่องจากก่อนหน้านี้เราได้พิจารณาถึงการเพิ่มขึ้นเล็กน้อยและโครงการยังไม่ถูกยกเลิกทั้งหมด ผลกระทบต่อกำไรและราคาเป้าหมายจึงมีจำกัด

ดาวน้ำไซด์จากต้นทุนโครงการ CFP ที่สูงเกินไป

เรามองว่าราคาเป้าหมายของเราที่มีดาวน้ำไซด์จากต้นทุนโครงการ CFP ที่อาจสูงเกินไป โดย UJV ซึ่งเป็นผู้รับเหมาหลัก กำลังประสบปัญหาทางการเงินและไม่สามารถจ่ายเงินให้กับผู้รับเหมาช่วงได้ เราคาดว่า TOP อาจต้องเข้ามารับผิดชอบต่อค่าใช้จ่ายเพิ่มเติม ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่ออัตรากำไรประมาณ 2.7 บาทต่อหุ้น หาก TOP ต้องชำระหนี้ค้างชำระของผู้รับเหมาช่วงมูลค่า 6 พันล้านบาท และอาจมีผลกระทบมากกว่านั้นหากต้องอัดฉีดเงินสดเพิ่มเพื่อช่วยให้ UJV ดำเนินโครงการเสร็จสิ้น ทั้งนี้ เราคาดว่าจะมีความชัดเจนมากขึ้นในช่วงต้นปี 68 ตามที่ผู้บริหารประเมินไว้

| FYE Dec (THB m) | FY22A | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue | 529,589 | 469,244 | 430,348 | 372,863 | 407,742 |
| EBITDA | 49,264 | 38,292 | 25,406 | 29,424 | 32,471 |
| Core net profit | 45,125 | 21,674 | 11,336 | 16,024 | 14,453 |
| Core EPS (THB) | 21.60 | 9.70 | 5.07 | 7.17 | 6.47 |
| Core EPS growth (%) | 862.4 | (55.1) | (47.7) | 41.4 | (9.8) |
| Net DPS (THB) | 3.70 | 3.40 | 1.98 | 2.80 | 2.53 |
| Core P/E (x) | 2.6 | 5.5 | 8.0 | 5.6 | 6.3 |
| P/BV (x) | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Net dividend yield (%) | 6.6 | 6.3 | 4.9 | 6.9 | 6.2 |
| ROAE (%) | 23.6 | 12.1 | 6.7 | 9.1 | 7.8 |
| ROAA (%) | 11.2 | 5.0 | 2.7 | 4.0 | 3.7 |
| EV/EBITDA (x) | 6.1 | 7.7 | 10.2 | 8.1 | 7.0 |
| Net gearing (%) (incl perps) | 97.1 | 89.8 | 83.5 | 67.8 | 60.2 |
| Consensus net profit | - | - | 11,329 | 13,034 | 16,647 |
| MIBG vs. Consensus (%) | - | - | 0.1 | 22.9 | (13.2) |

Chak Reungsinpinya
chak.reungsinpinya@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 1399

BUY

Share Price THB 40.50
12m Price Target THB 70.00 (+81%)
Previous Price Target THB 75.00

Company Description

TOP is the largest refinery in Thailand. It also has exposure to aromatics and olefin chemicals

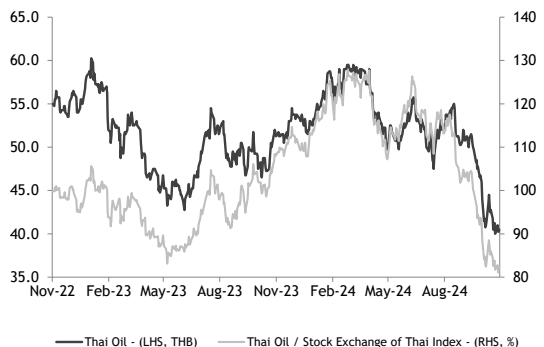
Statistics

| | |
|------------------------|---------------------|
| 52w high/low (THB) | 59.50/40.00 |
| 3m avg turnover (USDm) | 16.1 |
| Free float (%) | 52.0 |
| Issued shares (m) | 2,234 |
| Market capitalisation | THB90.5B USD2.6B |

Major shareholders:

| | |
|---------------------------------|-------|
| PTT PCL | 45.0% |
| Thai NVDR | 12.0% |
| Citibank Nominees Singapore PTE | 3.0% |

Price Performance



| | | | |
|-----------------------|------|------|------|
| | -1M | -3M | -12M |
| Absolute (%) | (13) | (23) | (22) |
| Relative to index (%) | (12) | (28) | (24) |

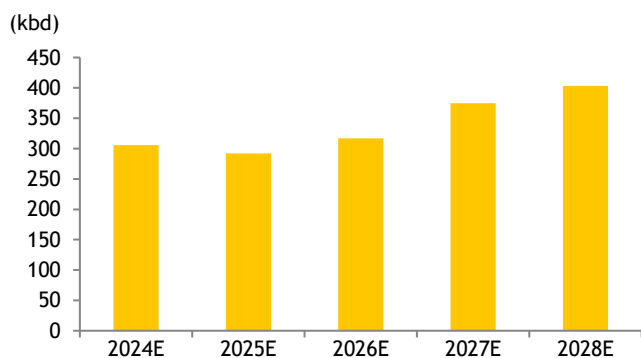
Source: FactSet

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

Value Proposition

- Thai Oil operates Thailand’s largest refinery with capacity of 275kbd (nameplate). Its complex includes an aromatic plant (paraxylene, benzene, toluene) with annual capacity of 838k tons as well as a lube base plant.
- Thai Oil is expanding and upgrading its refinery at a cost of USD4.8b. Once completed (expect in mid-2026E), its capacity will increase to 400kbd. The complex will also be able to process heavier crude while increasing yield of high-margin products. This will enable TOP to reduce its feedstock cost and increase refining margin.
- TOP also holds a 15% stake in Chandra Asri, Indonesia’s largest integrated olefin chemical player and a 10% stake in utilities company GPSC.

TOP crude intake

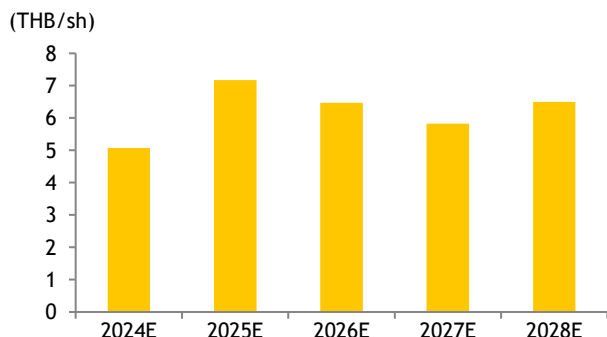


Source: Company

Financial Metrics

- We expect TOP’s earnings to rebound by 41% in 2025E after suffering a 48% drop in 2024E. This is on the back of the improving Singapore GRM outlook.
- Longer-term earnings will be supported by start-up of CFP upgrade project. However, in the initial phase (2026-27E), we think this will weigh on the operation. We expect the uplift to become more apparent from 2028E.

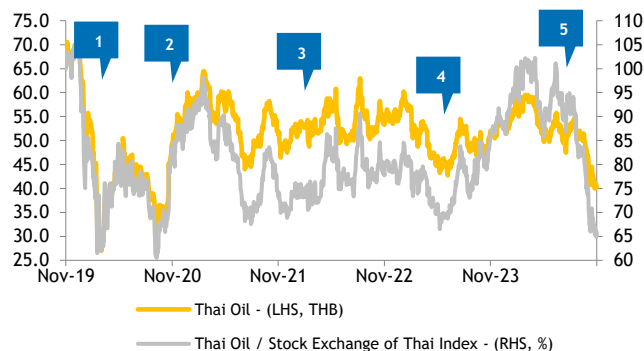
TOP norm EPS



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, MST

1. Sharp correction due to COVID-19 impact which decimated global oil demand
2. Post-COVID oil demand recovery drove up share price
3. The war in Ukraine significantly tightened oil product supply and drove GRM to record high
4. GRM eased as demand/supply and logistics of oil products normalize
5. TOP significantly underperformed the market and refinery peers as the market became increasingly concerned over CFP project delay and potential cost overrun

Swing Factors

Upside

- Stronger-than-expected refining margin and/or recovery in aromatics chemical spreads present potential upside risk to our forecasts.
- We are conservative on potential uplift from refinery upgrade. As such, if early results post-upgrade are encouraging, it could present upside risk to our view.

Downside

- Potential further delays to CFP upgrade project and/or cost overrun.
- A global economic slowdown could negatively impact oil product demand and therefore refining margin.
- China could continue to expand its aromatic chemical production. This would delay spread recovery.
- A narrowing diesel-fuel oil spread and light-heavy crude oil spread would reduce potential uplift from the refinery upgrade. This would be downside risks to our view.

ESG@MAYBANK IBG

chak.reungsinpinya@maybank.com

| | |
|--|---------------------|
| Risk Rating & Score¹ | 29.6 Medium Risk |
| Score Momentum² | -0.9 |
| Last Updated | 1 August 2024 |
| Controversy Score³ (Updated: 1 August 2024) | Category 2 Moderate |

Business Model & Industry Issues

- TOP’s core business of oil refining leaves it exposed to ESG issues, particularly concerning the environment. Nevertheless, the company has commitment to achieve carbon neutrality by 2050 and net-zero emission by 2060.
- Among its peer group, TOP stands at the forefront in terms of its leadership in tackling ESG issues.

Material E issues

- TOP targets to achieve carbon neutrality by 2050 and net zero GHG emissions by 2060. In the short term, it has annual tCO₂e, NOX, and SOX emission reduction target annually. In 2022, it reduced NOX emission by 2.2% YoY and SOX emission by 26% YoY.
- To mitigate its environmental impacts, TOP focuses on selling more environmentally friendly products such as bio-based products as well as products that reduce GHG emission (such as benzene-free solvent and low-sulphur fuel oil).
- TOP achieves zero incident of significant oil/chemical spill and is in full compliance with environmental regulations.
- TOP targets zero waste to landfill by 2030 (2022A 95%) and aims to reduce water consumption (target 1st quartile compared to 2nd quarter in 2022)

Material S issues

- All of TOP’s units and its tier-1 supplier have received human rights risk assessment. It received zero complaint by employees on human rights violation.
- TOP’s occupational health and safety record for employees and sub-contractors is on par with the top 10% in the oil and gas industry.
- TOP targets human capital index (HCI) of 85 for its employees by 2030 compared to 80 actual score for 2022. Its workforce productivity is in the 1st quartile compared to industry peers. Employee satisfaction rate is 95% (2022).
- TOP places great importance on engagement with communities in which it operates whereby it conducts a monthly 3-synchronization model meeting. It also spends about THB300m annually on community investment and charitable donations.

Key G metrics and issues

- TOP’s board of directors consists of 15 directors, 7 of whom are independent. Only 1 board member is female; however, 33% of TOP’s senior management positions are held by women.
- TOP integrates the business code of conduct into the CG Manual. These codes of conducts encompass areas such as procurement, intellectual property, anti-money laundering, conflict of interests, and information technology. There was no violation of business code of conduct or corruption among BOD, executives and employees in 2022. In 2022, TOP achieves Corporate Governance Report (CGR) of Thai Listed Companies score of 98.
- TOP has strategic plans for innovation development through 2030. It emphasizes employees’ awareness on organizational innovation development, including through weekly “Innovation Newsletter” and invitation of guest speakers on innovation to share knowledge with employees. These efforts have led to both new product and process developments.
- TOP is committed to enhance its competitiveness with digital transformation. It has a long-term target to be a leader in digital literacy (Level 4) compare to short term target of Level 2. It also places emphasis on cybersecurity and receives zero cyberattack in 2022.
- 80% of its critical suppliers have received ESG risk assessment in 2022; it targets 100% by 2026. TOP achieves more than 90% satisfaction rate from its suppliers; the target in 2026 is to achieve 95%.

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company’s exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company’s enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company’s score since the last update - a **negative** integer indicates a company’s improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

| Quantitative Parameters (Score: 27) | | | | | | |
|-------------------------------------|--|-----------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| | Particulars | Unit | 2020 | 2021 | 2022 | BCP (2022) |
| E | Scope 1 GHG emissions | m tCO2e | 3.03 | 3.15 | 3.26 | 0.93 |
| | Scope 2 GHG emissions | tCO2e | 0 | 0 | 0 | 5,099 |
| | Total | m tCO2e | 3.03 | 3.15 | 3.26 | 0.94 |
| | Scope 3 GHG emissions | m tCO2e | 26.50 | 26.80 | 27.30 | 0.60 |
| | Total | m tCO2e | 29.53 | 29.95 | 30.56 | 1.54 |
| | GHG intensity (Scope 1 and 2) | tCO2e/m bbls | 29,128 | 30,932 | 29,772 | 18,498 |
| | Electricity consumption | MWh/m bbls | 9,346 | 9,626 | 9,674 | N/A |
| | Water consumption | m3/m bbls | 41,528 | 38,985 | 28,402 | 34,530 |
| | Exposure to coal, mining, oil & gas and plantation | % | 100% | 100% | 100% | 94% |
| | Green, Social, sustainable products & serv. | THBb | 0 | 0 | 0 | 18,778 |
| S | % of women in workforce | % | 24% | 25% | 26% | N/A |
| | % of women in management roles | % | 42% | 43% | 43% | 36% |
| | Average training hours per employee | number | 54.2 | 54.3 | 62.0 | N/A |
| | Lost Time Injury Frequency Rate (LTIFR) | Employee | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0 |
| | Attrition rate | % | 2.7% | 2.7% | 5.0% | N/A |
| G | MD/CEO salary as % of reported net profit | % | N/A | N/A | N/A | N/A |
| | Board salary as % of reported net profit | % | NMF | 0.2% | 0.1% | 0.5% |
| | Independent directors (tenure <10 years) as % of the Board | % | 53% | 53% | 57% | 67% |
| | Profits distributed to shareholders | % of net profit | NMF | 42.0% | 23.7% | 24.6% |
| | Female directors on the Board | % | 20% | 20% | 7% | 13% |

| Qualitative Parameters (Score: 100) | |
|---|---|
| a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of the risk committee? | <i>Yes, Thai Oil has established Corporate Governance and Sustainability Committee.</i> |
| b) Does the performance evaluation of the board and senior management include a review of the performance of the board and senior management in addressing the company's material sustainability risks and opportunities? | <i>Yes.</i> |
| c) Does the company follow TCFD framework for ESG reporting? Is it signatory to responsible banking initiative or other such initiatives? | <i>Yes</i> |
| d) Does the company capture or plan to capture Scope 3 emissions including from financing activities? | <i>Yes.</i> |
| e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company? | <i>Thai Oil aims to reach Carbon Neutrality by 2050 and Net Zero emissions by 2060.</i> |
| f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company? | <i>Yes</i> |

| Target (Score: 100) | | |
|--|---------|----------|
| Particulars | Target | Achieved |
| Net zero emission by 2060 | by 2060 | N/A |
| Zero waste to landfill | 0% | 0% |
| Waste disposed through 3R by 2025 | 100% | 95% |
| Total recordable injury rate (TRIR) | 0.100 | 0.340 |
| Impact | | |
| NA | | |
| Overall Score: 38 | | |
| As per our ESG matrix, Thai Oil (TOP TB) has an overall score of 38. | | |

| ESG score | Weights | Scores | Final Score |
|--------------|---------|--------|-------------|
| Quantitative | 50% | 27 | 13 |
| Qualitative | 25% | 100 | 25 |
| Target | 25% | 0 | 0 |
| Total | | | 38 |

Our overall ESG score for TOP is 38, which makes its ESG rating below average in our view (average ESG rating = 50; refer to Appendix I for our ESG Assessment Scoring). TOP has a net zero target by 2060 instead of 2050 and its recordable injury rate is still higher than its internal target. However, TOP scores highly on social impact assessments.

1. Maintain BUY, TP cut to THB70

1.1 Earnings and TP revisions

We maintain BUY on TOP but cut earnings by 9-33% for 2024-28E on the back of lower Singapore GRM assumption (2024-26E) and delays to CFP project. The latter negatively impacts 2026-28E earnings vs our previous assumption. Consequently, we have cut our TP to THB70 from THB75. Our TP revision also includes impact from rolling forward our valuation base to end-2025E and implies a target P/BV of 0.9x.

Fig 1: TOP earnings and TP revisions

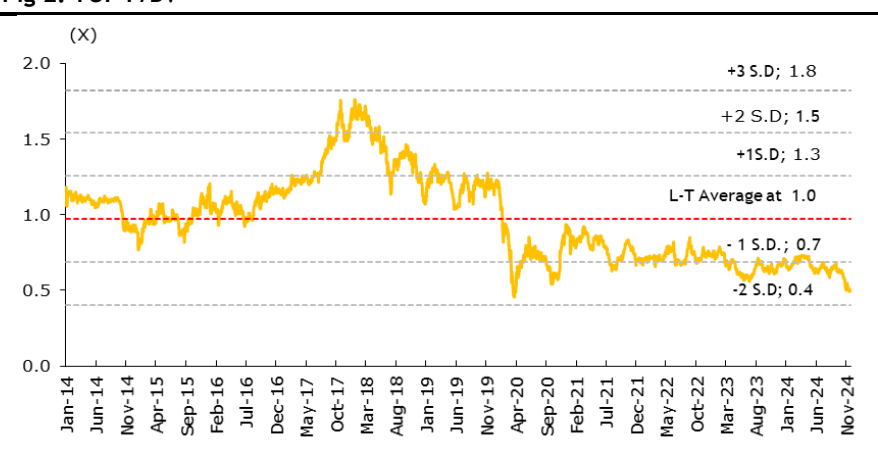
| (THB/sh) | Norm EPS | | | | | TP |
|----------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | |
| New | 5.07 | 7.17 | 6.47 | 5.83 | 6.50 | 70.00 |
| Old | 7.21 | 8.16 | 9.70 | 7.96 | 7.15 | 75.00 |
| Change | -30% | -12% | -33% | -27% | -9% | -7% |

Source: Company, MST

1.2 Attractive valuation

We view TOP as attractively valued at just 0.5x P/BV and 6x P/E (both 2025E). This is at the very low end of its historical trading range. We also think TOP's recent correction and underperformance vs local peers has (at least partially) reflected potential downside risks from CFP project delay.

Fig 2: TOP P/BV

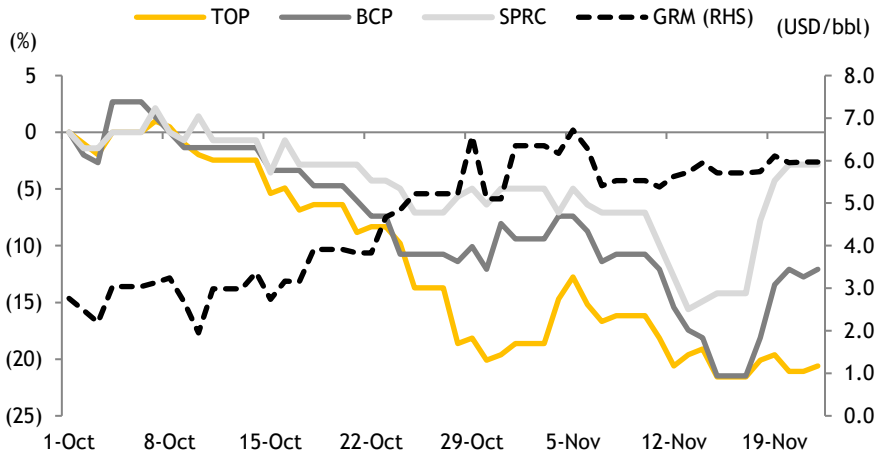


Source: Company, MST

1.3 We still prefer BCP, SPRC to play GRM recovery

All Thai refinery stocks have seen meaningful corrections QTD despite strong improvement in Singapore GRM. TOP, however, has seen the biggest correction (-21% QTD) vs BCP (-12%) and SPRC (-3%). We attribute this underperformance to market concern over the CFP project. Still, because of uncertain time-line and potential downside risks from project cost overrun, we prefer to play GRM recovery via BCP and SPRC. Both of those stocks are also attractively valued (0.6x P/BV, mid-low single-digit P/E), offer better earnings visibility and have no overhang.

Fig 3: Thai refinery QTD price performance vs SG GRM (absolute level)



Source: Company, MST

Fig 4: Thai energy sector valuation

| BB code | Mkt cap (USDm) | Rating | Price (THB) | TP (THB) | Upside (%) | EPS grw. (%) | | P/E (x) | | P/B (x) | | ROE (%) | | Div yld (%) | |
|----------|----------------|--------|-------------|----------|------------|--------------|-------|---------|------|---------|-----|---------|------|-------------|-----|
| | | | | | | 24E | 25E | 24E | 25E | 24E | 25E | 24E | 25E | | |
| PTT TB | 27,881 | BUY | 33.75 | 38.00 | 13 | 2.1 | 2.2 | 9.2 | 9.0 | 0.9 | 0.9 | 9.4 | 9.8 | 5.5 | 5.6 |
| PTTEP TB | 15,042 | BUY | 131.00 | 158.00 | 21 | 0.0 | -13.2 | 6.6 | 7.6 | 1.0 | 0.9 | 15.2 | 12.4 | 7.6 | 6.6 |
| PTTGC TB | 3,358 | HOLD | 25.75 | 26.00 | 1 | nm | 70.3 | 75.4 | 44.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.9 | 0.7 | 0.7 |
| TOP TB | 2,617 | BUY | 40.50 | 70.00 | 73 | -47.7 | 41.4 | 8.0 | 5.6 | 0.5 | 0.5 | 6.7 | 9.1 | 4.9 | 6.9 |
| BCP TB | 1,355 | BUY | 32.50 | 62.00 | 91 | 1.6 | 48.6 | 5.0 | 3.4 | 0.7 | 0.6 | 13.6 | 18.0 | 5.8 | 8.9 |
| SPRC TB | 840 | BUY | 6.70 | 11.10 | 66 | >100 | 17.2 | 5.3 | 4.5 | 0.6 | 0.5 | 13.4 | 13.1 | 8.5 | 9.9 |
| IRPC TB | 827 | HOLD | 1.40 | 2.10 | 50 | 94.6 | nm | nm | 24.8 | 0.4 | 0.4 | -0.2 | 1.5 | 0.0 | 2.8 |

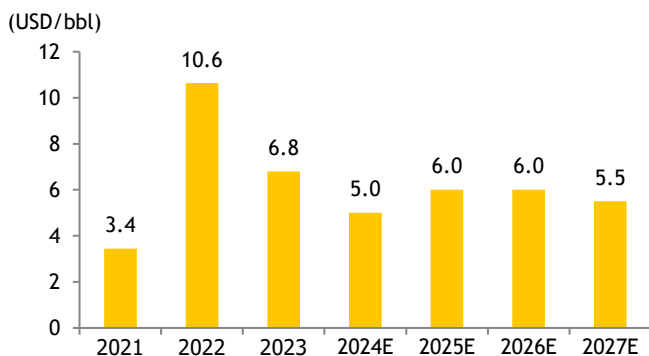
Source: Company, MST

2. Lower GRM forecasts

2.1 Lower GRM forecasts; still expect improvement in 2025E

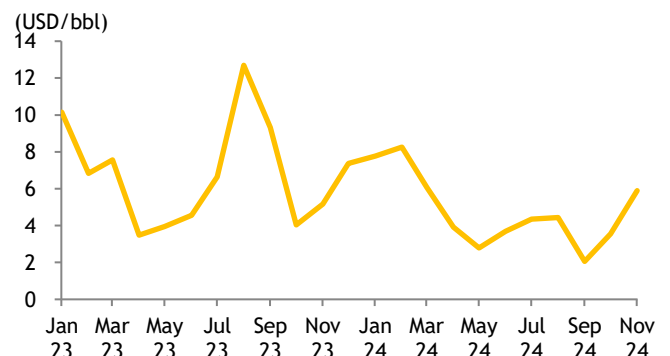
We cut our Singapore GRM forecasts by USD0.5-1.0/bbl for 2024-26E to USD5.0/6.0/6.0 respectively. However, our long-term assumption is unchanged at USD5.5/bbl.

Fig 5: Singapore GRM annual



Source: LSEG, MST

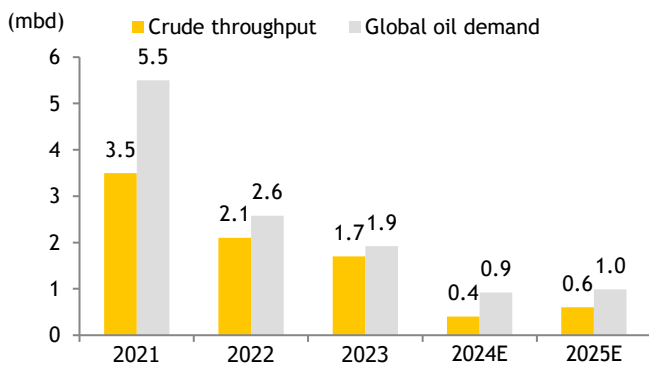
Fig 6: Singapore GRM monthly



Source: LSEG, MST

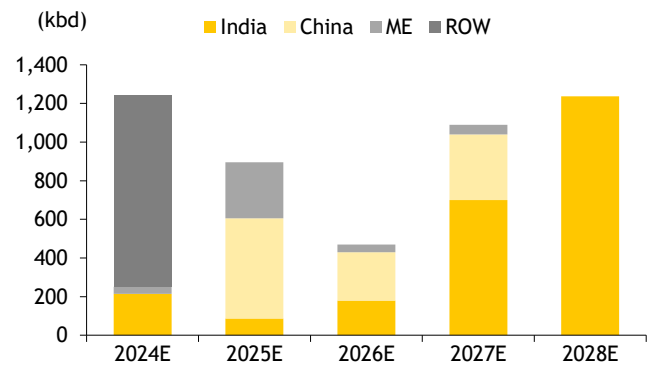
We expect GRM improvement next year as global growth in refinery crude throughput (0.6mbd) is likely to remain below oil demand growth (over 0.9mbd). This is supported in part by the slower pace of new refining capacity start-up. Whereas we expect start-up to total 1.2mbd in 2024E, we think the pace will slow to less than 0.9mbd in 2025E and potentially further to 0.5mbd in 2026E. Scheduled start-ups look to accelerate again in 2027-28E to 1.1-1.2mbd p.a. although we think delays and cancellations (which are common occurrences) could push these capacities out further. For now, we have factored in normalized GRM level of USD5.5/bbl (long-term average) from 2027E onwards.

Fig 7: Crude throughput growth vs oil demand growth



Source: IEA, MST

Fig 8: Planned refinery start-ups

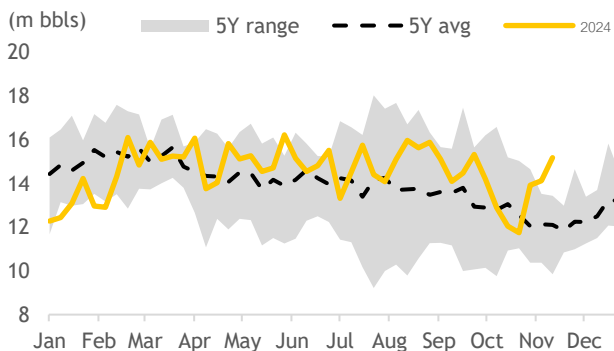


Source: EIA, MST

2.2 Inventory levels to normalize in Asia

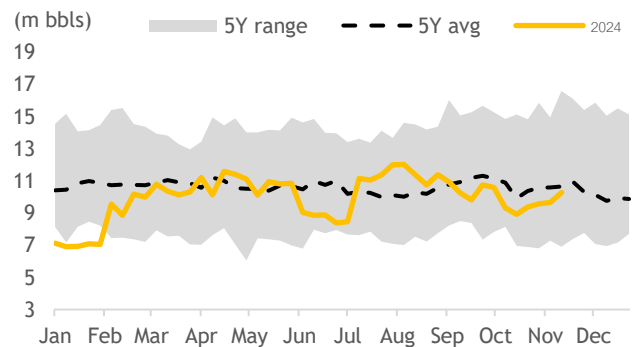
Singapore inventory levels have not been supportive of GRM throughout much of 2024E. Light distillate inventory, in particular, has mostly been higher than its 5-year average levels. However, we think this has mostly to do with naphtha and other light petrochemical feedstocks which could see weak demand. In turn, this is due to regional naphtha crackers cutting their run rates amid very low petrochemical spreads. Middle distillate inventory, on the other hand, has been mostly in line with its 5Y seasonal average for much of this year. The picture is very different in the US and Europe where both gasoline and middle distillate inventories remain well below their respective 5-year averages.

Fig 9: Singapore light distillate inventory



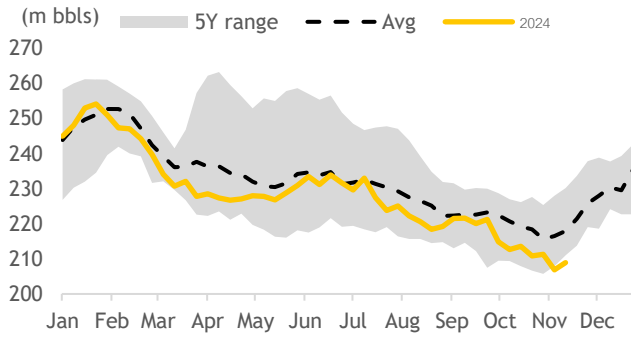
Source: Enterprise Singapore, MST

Fig 10: Singapore middle distillate inventory



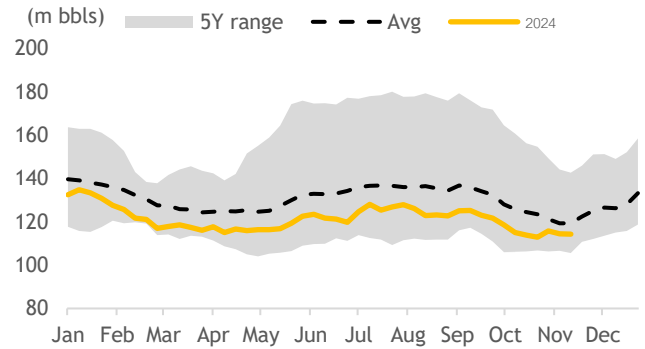
Source: Enterprise Singapore, MST

Fig 11: US gasoline inventory



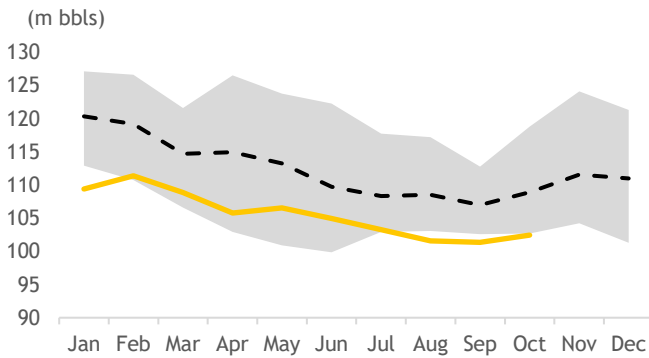
Source: EIA, MST

Fig 12: US middle distillate inventory



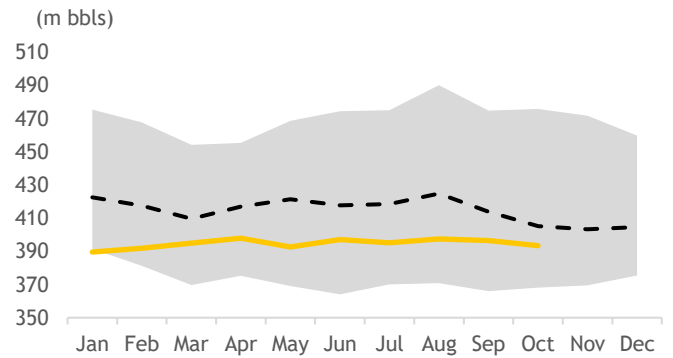
Source: EIA, MST

Fig 13: Europe gasoline inventory



Source: Euroil, MST

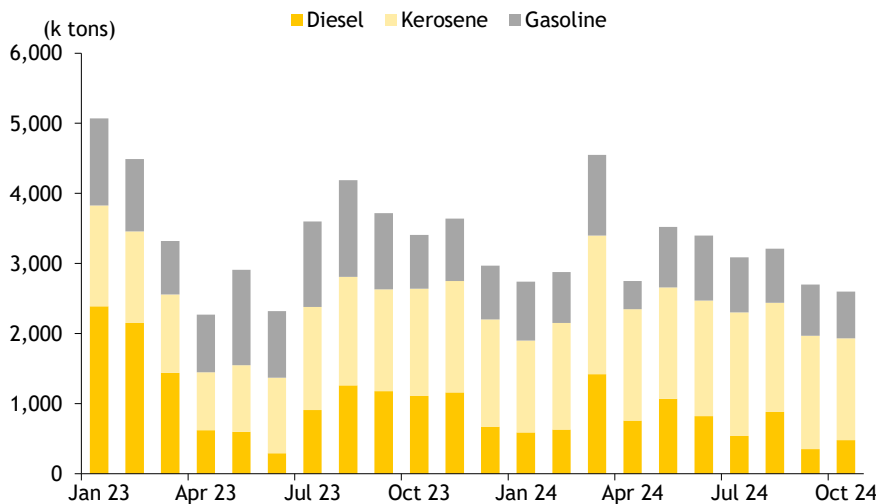
Fig 14: Europe middle distillate inventory



Source: Euroil, MST

Going forward, we think a seasonal demand uptick, lower Chinese exports, and potential arbitrage opportunities will help lower Asian product inventory levels. This would in turn drive up refining margins. We note that China's exports of diesel, kerosene (jet fuel) and gasoline have been declining for several months now with YTD export volume down 11% YoY.

Fig 15: China oil product exports

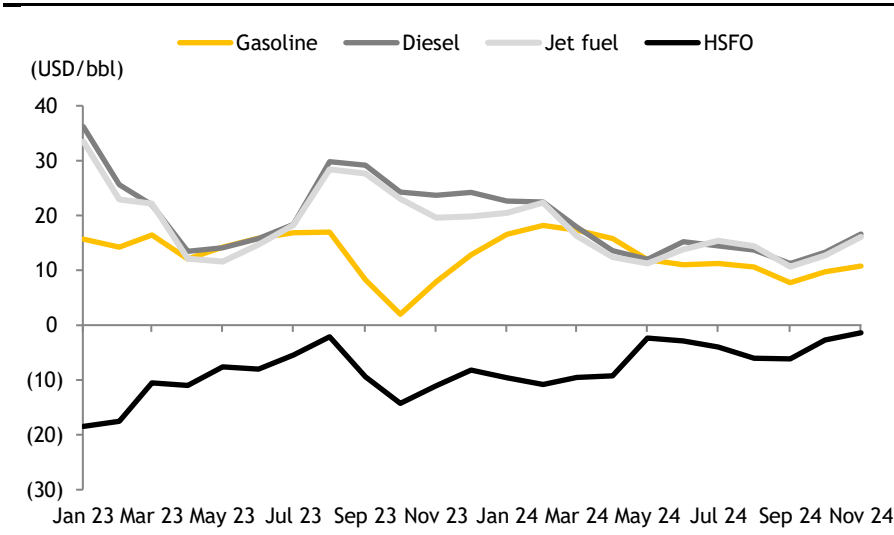


Source: Bloomberg, MST

2.3 Seasonal GRM upticks supported by diesel, jet fuel

We expect further strength behind regional GRM uptick in 4Q24-1Q25E. Besides normal seasonality, we believe demand for heating fuels could receive additional support from La Nina, which typically leads to colder weather in North Asia. This is likely to drive demand for middle distillate. Indeed, diesel and jet fuel crack spreads have been the key drivers behind improvement in Singapore GRM since October. We expect this will likely last through 1Q25E.

Fig 16: Crack spreads by products



Source: Bloomberg, MST

3. Factoring in CFP project delay

3.1 Start-up provisionally expected in mid-2026E

With no formal guidance from management, we have provisionally set our expected CFP project start-up date for mid-2026E. This represents a 1.5-year delay from our previous assumption. The main cause of delay is financial difficulty of UJV (main contractor), which has led to non-payment of subcontractors. We understand that all activities at the construction site have already stopped.

At present, only selected small units (desulfurization, Euro V upgrade) have been completed and are now operational. This was accelerated to be in compliance with Thailand’s move to implement Euro V fuel standards earlier this year. On the other hand, most major units have yet to be mechanically completed. The crude distillation unit #4 (CDU4) is estimated to be over 90% completed. The upgrade units, including the all-important hydrocracker, is just 50-60% completed. Note that even if TOP manages to complete its CDU4 soon, we do not expect the company will run its CDU4 without the upgrade units. This is because it is uneconomical in the current market environment to be running the CDU in hydro-skimming mode. This means TOP will likely operate and declare COD (commercial operation) only if all units are ready to run.

Fig 17: TOP crude intake and GRM assumptions

| Assumption | Unit | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E |
|---------------|---------|-------|--------|-------|-------|-------|
| New | | | | | | |
| Total intake | kbd | 306 | 292 | 317 | 375 | 403 |
| TOP GRM | USD/bbl | 5.6 | 7.0 | 7.5 | 7.6 | 7.6 |
| Old | | | | | | |
| Total intake | kbd | 324 | 403 | 403 | 403 | 403 |
| TOP GRM | USD/bbl | 7.7 | 9.3 | 10.3 | 9.2 | 8.7 |
| Change | | | | | | |
| Total intake | kbd | -18.1 | -111.3 | -86.1 | -28.0 | 0.0 |
| TOP GRM | USD/bbl | -2.1 | -2.4 | -2.8 | -1.6 | -1.1 |

Source: Company, MST

With this delay priced in, we do not expect meaningful ramp-up in crude intake volume until 2H26E. Our crude intake assumption is now around the 300kbd range through 2026E compared to expectation of a ramp-up to 400kbd as early as 2025E previously. We now do not expect TOP to reach its full capacity of 400kbd until 2028E. At the same time, we have also significantly cut our GRM forecast for TOP. This is due to lower benchmark (Singapore) GRM forecasts and delayed contribution from CFP to TOP's margin uplift. We have written about TOP's CFP project potential margin uplift in details previously. Please see our report [TOP - For the long haul, 19 Feb 2024](#), for more details.

3.2 Potential downside risks from CFP cost overrun

While we have factored in the delays, we have not yet priced in any potential cost overrun. On this basis, we see potential downside risks to our TP of THB2.7/sh or more if TOP has to make additional payments to ensure CFP completion. The project has been delayed once already due to COVID, and TOP has already agreed to an additional USD550m payment to UJV. However, UJV now owes subcontractors about THB6b given its financial difficulty. This may eventually force TOP to come up with an additional THB6b payment in order to get the project construction going again. We also see risks that TOP may need to make additional payment to push the project to the finish line. We expect greater clarity from management in early 2025E pending its negotiation with UJF and the subcontractors.

Note that, based on our conversation with the company, we do not yet expect that TOP will have to take any impairment charges related to the CFP project.

| FYE 31 Dec | FY22A | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Key Metrics | | | | | |
| P/E (reported) (x) | 3.4 | 5.8 | 8.0 | 5.6 | 6.3 |
| Core P/E (x) | 2.6 | 5.5 | 8.0 | 5.6 | 6.3 |
| P/BV (x) | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| P/NTA (x) | 0.8 | 0.7 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Net dividend yield (%) | 6.6 | 6.3 | 4.9 | 6.9 | 6.2 |
| FCF yield (%) | 23.8 | 7.9 | 6.9 | 17.1 | 13.1 |
| EV/EBITDA (x) | 6.1 | 7.7 | 10.2 | 8.1 | 7.0 |
| EV/EBIT (x) | 7.2 | 9.7 | 15.1 | 11.7 | 10.7 |

INCOME STATEMENT (THB m)

| | | | | | |
|-----------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|------------|
| Revenue | 529,588.9 | 469,243.9 | 430,348.1 | 372,862.7 | 407,742.3 |
| EBITDA | 49,263.9 | 38,292.0 | 25,405.7 | 29,424.1 | 32,471.1 |
| Depreciation | (7,744.3) | (7,799.5) | (8,220.8) | (9,188.1) | (11,283.2) |
| Amortisation | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| EBIT | 41,519.6 | 30,492.5 | 17,184.9 | 20,236.0 | 21,187.9 |
| Net interest income / (exp) | (3,860.0) | (4,088.5) | (4,155.9) | (4,053.5) | (6,949.9) |
| Associates & JV | (512.6) | 83.8 | 649.1 | 650.7 | 674.7 |
| Exceptionals | (12,457.3) | (2,231.1) | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Other pretax income | 17,334.4 | 0.0 | 0.0 | 2,100.0 | 2,100.0 |
| Pretax profit | 42,024.1 | 24,256.6 | 13,678.1 | 18,933.2 | 17,012.6 |
| Income tax | (8,917.9) | (4,671.7) | (2,272.5) | (2,822.5) | (2,483.3) |
| Minorities | (438.1) | (141.7) | (69.9) | (86.9) | (76.4) |
| Discontinued operations | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Reported net profit | 32,668.1 | 19,443.2 | 11,335.7 | 16,023.9 | 14,452.9 |
| Core net profit | 45,125.4 | 21,674.3 | 11,335.7 | 16,023.9 | 14,452.9 |

BALANCE SHEET (THB m)

| | | | | | |
|-------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Cash & Short Term Investments | 43,576.2 | 34,376.2 | 28,931.6 | 29,431.6 | 29,931.6 |
| Accounts receivable | 28,758.8 | 31,154.4 | 28,572.0 | 24,755.4 | 27,071.2 |
| Inventory | 55,343.1 | 52,655.8 | 49,513.7 | 42,060.7 | 46,028.8 |
| Reinsurance assets | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Property, Plant & Equip (net) | 206,475.8 | 218,618.0 | 222,093.2 | 221,405.2 | 218,791.9 |
| Intangible assets | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Investment in Associates & JVs | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Other assets | 110,427.0 | 83,188.3 | 78,976.3 | 73,618.4 | 73,954.1 |
| Total assets | 444,580.9 | 419,992.7 | 408,086.9 | 391,271.3 | 395,777.6 |
| ST interest bearing debt | 22,093.3 | 13,259.4 | 12,392.2 | 10,977.1 | 10,416.2 |
| Accounts payable | 74,154.2 | 50,184.4 | 47,189.8 | 40,086.6 | 43,868.5 |
| Insurance contract liabilities | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| LT interest bearing debt | 175,517.5 | 172,260.5 | 161,598.1 | 143,578.7 | 135,747.6 |
| Other liabilities | 14,158.0 | 15,977.0 | 13,202.0 | 12,158.0 | 12,699.0 |
| Total Liabilities | 285,923.5 | 251,681.0 | 234,382.2 | 206,800.6 | 202,731.2 |
| Shareholders Equity | 156,034.3 | 165,567.8 | 170,890.8 | 181,570.0 | 190,069.2 |
| Minority Interest | 2,623.1 | 2,743.9 | 2,813.9 | 2,900.7 | 2,977.2 |
| Total shareholder equity | 158,657.4 | 168,311.7 | 173,704.7 | 184,470.7 | 193,046.4 |
| Total liabilities and equity | 444,580.9 | 419,992.7 | 408,086.9 | 391,271.3 | 395,777.6 |

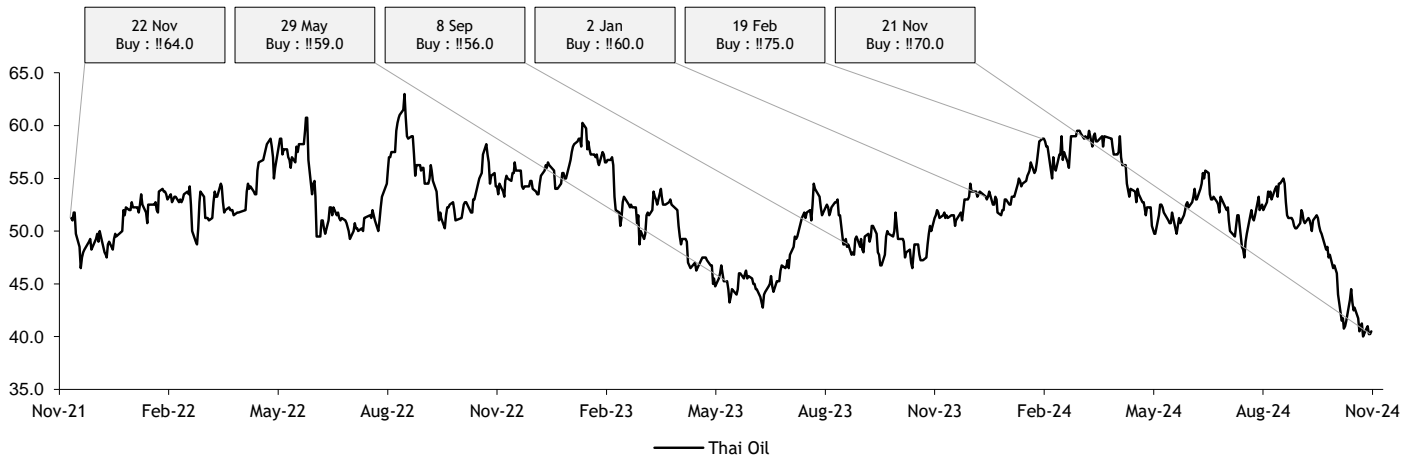
CASH FLOW (THB m)

| | | | | | |
|----------------------------------|-----------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Pretax profit | 42,024.1 | 24,256.6 | 13,678.1 | 18,933.2 | 17,012.6 |
| Depreciation & amortisation | 7,744.3 | 7,799.5 | 8,220.8 | 9,188.1 | 11,283.2 |
| Adj net interest (income)/exp | 998.4 | 1,861.7 | (2,770.6) | (6,080.2) | (2,316.6) |
| Change in working capital | 11,176.6 | (4,351.8) | 2,390.4 | 4,497.9 | (2,868.1) |
| Cash taxes paid | (10,558.1) | (2,400.9) | (3,621.3) | (2,592.5) | (2,550.5) |
| Other operating cash flow | 12,457.3 | 2,231.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Cash flow from operations | 63,814.2 | 29,375.3 | 17,897.3 | 23,946.5 | 20,560.6 |
| Capex | (35,820.6) | (19,941.7) | (11,696.0) | (8,500.0) | (8,670.0) |
| Free cash flow | 27,993.6 | 9,433.7 | 6,201.3 | 15,446.5 | 11,890.6 |
| Dividends paid | (8,543.1) | (5,248.9) | (6,011.5) | (5,343.7) | (5,952.5) |
| Equity raised / (purchased) | 10,180.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Change in Debt | (22,893.6) | (1,434.3) | (5,223.9) | (17,908.2) | (7,400.0) |
| Other invest/financing cash flow | 7,142.8 | (11,950.5) | (410.4) | 8,305.4 | 1,961.9 |
| Effect of exch rate changes | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| Net cash flow | 13,880.2 | (9,200.0) | (5,444.5) | 500.0 | 500.0 |

| FYE 31 Dec | FY22A | FY23A | FY24E | FY25E | FY26E |
|--|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Key Ratios | | | | | |
| Growth ratios (%) | | | | | |
| Revenue growth | 53.3 | (11.4) | (8.3) | (13.4) | 9.4 |
| EBITDA growth | 212.3 | (22.3) | (33.7) | 15.8 | 10.4 |
| EBIT growth | 397.1 | (26.6) | (43.6) | 17.8 | 4.7 |
| Pretax growth | 179.5 | (42.3) | (43.6) | 38.4 | (10.1) |
| Reported net profit growth | 159.7 | (40.5) | (41.7) | 41.4 | (9.8) |
| Core net profit growth | 885.5 | (52.0) | (47.7) | 41.4 | (9.8) |
| Profitability ratios (%) | | | | | |
| EBITDA margin | 9.3 | 8.2 | 5.9 | 7.9 | 8.0 |
| EBIT margin | 7.8 | 6.5 | 4.0 | 5.4 | 5.2 |
| Pretax profit margin | 7.9 | 5.2 | 3.2 | 5.1 | 4.2 |
| Payout ratio | 23.7 | 39.1 | 39.1 | 39.1 | 39.1 |
| DuPont analysis | | | | | |
| Net profit margin (%) | 6.2 | 4.1 | 2.6 | 4.3 | 3.5 |
| Revenue/Assets (x) | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 |
| Assets/Equity (x) | 2.8 | 2.5 | 2.4 | 2.2 | 2.1 |
| ROAE (%) | 23.6 | 12.1 | 6.7 | 9.1 | 7.8 |
| ROAA (%) | 11.2 | 5.0 | 2.7 | 4.0 | 3.7 |
| Liquidity & Efficiency | | | | | |
| Cash conversion cycle | 16.9 | 16.2 | 27.1 | 28.0 | 24.8 |
| Days receivable outstanding | 17.7 | 23.0 | 25.0 | 25.7 | 22.9 |
| Days inventory outstanding | 35.2 | 44.5 | 44.8 | 47.3 | 41.5 |
| Days payables outstanding | 36.1 | 51.3 | 42.7 | 45.0 | 39.6 |
| Dividend cover (x) | 4.2 | 2.6 | 2.6 | 2.6 | 2.6 |
| Current ratio (x) | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.7 | 1.8 |
| Leverage & Expense Analysis | | | | | |
| Asset/Liability (x) | 1.6 | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 2.0 |
| Net gearing (%) (incl perps) | 97.1 | 89.8 | 83.5 | 67.8 | 60.2 |
| Net gearing (%) (excl. perps) | 97.1 | 89.8 | 83.5 | 67.8 | 60.2 |
| Net interest cover (x) | 10.8 | 7.5 | 4.1 | 5.0 | 3.0 |
| Debt/EBITDA (x) | 4.0 | 4.8 | 6.8 | 5.3 | 4.5 |
| Capex/revenue (%) | 6.8 | 4.2 | 2.7 | 2.3 | 2.1 |
| Net debt/ (net cash) | 154,034.6 | 151,143.7 | 145,058.6 | 125,124.1 | 116,232.2 |

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Thai Oil (TOP TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพเชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่จะเกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้กล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันการมีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นบุคคลภายนอก โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ที่ MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดของกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด (“MSUK”) ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นลูกค้ารายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดอกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ออกใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities (“PTMSI”) (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด (“MIBSI”) เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านพาณิชย์, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

สิงคโปร์: ณ วันที่ 25 พฤศจิกายน 2567, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้อง หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 25 พฤศจิกายน 2567, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่กลุ่มที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

| | |
|-------------|--|
| BUY | Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends) |
| HOLD | Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends) |
| SELL | Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends) |

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2023



| Company Code | Company Code | Company Code | Company Code | Company Code | Company Code | Score Range | Number of Logo | Description |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|----------------|--------------|
| 7UP | BBL | CPW | HTC | MFC | PRINC | 90-100 | ▲▲▲▲▲ | Excellent |
| AAI | BC | CRC | ICC | MFEC | PRM | 80-89 | ▲▲▲▲ | Very Good |
| AAV | BCH | CRD | ICHI | MILL | PRTR | 70-79 | ▲▲▲ | Good |
| ABM | BCP | CSC | ICN | MINT | PSH | 60-69 | ▲▲ | Satisfactory |
| ACE | BCPG | CSS | III | MONO | PSL | 50-59 | ▲ | Pass |
| ACG | BDMS | CV | ILINK | MOONG | PT | Lower than 50 | No logo given | N/A |
| ADB | BEC | DCC | ILM | MSC | PTC | | | |
| ADD | BEM | DDD | IMH | MST | PTT | | | |
| ADVANC | BEYOND | DELTA | IND | MTC | PTTEP | | | |
| AEONTS | BGC | DEMCO | INET | MTI | PTTGC | | | |
| AF | BGRIM | DMT | INTUCH | NC | Q-CON | | | |
| AGE | BH | DOHOME | IP | NCH | QH | | | |
| AH | BIZ | DRT | IRC | NCL | QTC | | | |
| AHC | BJC | DUSIT | IRPC | NDR | RATCH | | | |
| AIRA | BJCHI | EA | ITC | NER | RBF | | | |
| AIT | BKI | EASTW | ITEL | NKI | RPH | | | |
| AJ | BLA | ECL | IVL | NOBLE | RS | | | |
| AKP | BOL | ECL | JAS | NRF | RT | | | |
| AKR | BPP | EE | JTS | NTV | S | | | |
| ALLA | BRI | EGCO | KBANK | NVD | S&J | | | |
| ALT | BROOK | EPG | KCC | NWR | SA | | | |
| AMA | BRR | ERW | KCE | NYT | SABINA | | | |
| AMARIN | BTS | ETC | KEX | OCC | SAK | | | |
| AMATA | BTW | ETE | KKP | ONEE | SAMART | | | |
| AMATAV | BWG | FE | KSL | OR | SAMTEL | | | |
| ANAN | BYD | FLOYD | KTB | ORI | SAPPE | | | |
| AOT | CBG | FN | KTC | OSP | SAT | | | |
| AP | CENDEL | FPI | KTMS | OTO | SBNEXT | | | |
| APCO | CFRESH | FPT | KUMWEL | PAP | SC | | | |
| APCS | CHASE | FSX | KUN | PATO | SCB | | | |
| ARIP | CHEWA | FVC | LALIN | PB | SCC | | | |
| ARROW | CHG | GBX | LANNA | PCSGH | SCCC | | | |
| ASEFA | CHOW | GC | LH | PDG | SCG | | | |
| ASK | CIMBT | GCAP | LHFG | PDJ | SCGP | | | |
| ASP | CIVIL | GENCO | LIT | PG | SCM | | | |
| ASW | CK | GFPT | LOXLEY | PHOL | SDC | | | |
| ATP30 | CKP | GGC | LPN | PIMO | SEAFCO | | | |
| AUCT | CM | GLAND | LRH | PJW | SEA OIL | | | |
| AWC | CNT | GLOBAL | LST | PLANB | SECURE | | | |
| AYUD | COLOR | GPSC | M | PLAT | SELIC | | | |
| B | COM7 | GRAMMY | MAJOR | PLUS | SENA | | | |
| BA | COTTO | GULF | MALEE | PM | SENX | | | |
| BAFS | CPALL | GUNKUL | MATCH | POLY | SFT | | | |
| BAM | CPAXT | HANA | MBK | PORT | SGC | | | |
| BANPU | CPF | HARN | MC | PPP | SGF | | | |
| BAY | CPI | HENG | M-CHAI | PPS | SGP | | | |
| BBGI | CPL | HMPRO | MCOT | PR9 | SHR | | | |
| BBIK | CPN | HPT | MEGA | PRG | SICT | | | |



| | | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|
| 2S | BSBM | EFORL | IT | KWC | PIN | SCI | SUPER | VRANDA |
| A5 | BTG | EKH | J | KWM | PQS | SCN | SVOA | WAVE |
| AIE | CEN | ESSO | JCKH | LDC | PREB | SE | SWC | WFX |
| ALUCON | CGH | ESTAR | JDF | LEO | PRI | SE-ED | TCC | WIK |
| AMR | CH | EVER | JKN | LHK | PRIME | SFLEX | TEKA | WIN |
| APURE | CHIC | FORTH | JMART | MACO | PROEN | SINGER | TFM | WP |
| ARIN | CI | FSMART | JUBILE | METCO | PROS | SKN | TMILL | XO |
| AS | CIG | FTI | K | MICRO | PROUD | SONIC | TNP | |
| ASIA | CMC | GEL | KCAR | MK | PSTC | SORKON | TPLAS | |
| ASIAN | COMAN | GPI | KGI | MVP | PTECH | SPVI | TPOLY | |
| ASIMAR | CSP | HEALTH | KIAT | NCAP | PYLON | SSP | TRC | |
| ASN | DOD | HUMAN | KISS | NOVA | RCL | SST | TRU | |
| AURA | DPAINT | IFS | KK | NTSC | SALEE | STANLY | TRUBB | |
| BR | DV8 | INSET | KTIS | PACO | SANKO | STP | TSE | |



| | | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 24CS | CHARAN | GTB | JSP | MUD | PMTA | SAMCO | TC | UTP |
| AMANAH | CHAYO | GTV | KBS | NATION | PPM | SAWAD | TEAM | VARO |
| AMARC | CHOTI | GYT | KGEN | NNCL | PRAKIT | SCAP | TFI | VPO |
| AMC | CITY | HL | KJL | NPK | PRAPAT | SCP | TIGER | W |
| APP | CMAN | HTECH | L&E | NSL | PRECHA | SIAM | TITLE | WARRIX |
| ASAP | CMR | HYDRO | LEE | NV | PRIN | SKE | TKC | WORK |
| BCT | CRANE | IIG | MASTER | OGC | PSG | SKY | TMI | WPH |
| BE8 | CWT | INGRS | MBAX | PAF | RABBIT | SMART | TNH | YONG |
| BIG | DHOUSE | INSURE | MEB | PCC | READY | SMD | TPA | ZIGA |
| BIOTEC | DTCENT | IRCP | MENA | PEACE | RJH | SMIT | TPAC | |
| BLESS | EASON | ITD | META | PICO | RSP | SOLAR | TRITN | |
| BSM | FNS | ITNS | MGT | PK | RWI | SPA | UBA | |
| BVG | FTE | JCK | MITSIB | PL | S11 | STECH | UMI | |
| CAZ | GIFT | JMT | MJD | PLANET | SAAM | STPI | UMS | |
| CCET | GJS | JR | MOSHI | PLE | SAF | SVR | UOBKH | |

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

Anti-Corruption Progress Indicator 2023

Companies that have declared their intention to join CAC

| | | | | | | | | | |
|-------|-------|--------|-------|--------|------|-------|-------|-------|-------|
| ACE | BTG | DMT | ICN | LH | NER | PRI | SCB | SVT | TQM |
| ADB | BYD | EKH | IHL | MEGA | NEX | PROEN | SENX | TBN | TRUE |
| ALT | CAZ | FC | ITC | MENA | OSP | PRTR | SFLEX | TEGH | VIBHA |
| AMC | CBG | FSX | J | MITSIB | OTO | RBF | SIS | TIPH | W |
| ASW | CI | GLOBAL | JMART | MME | PLUS | RT | SKE | TKN | WPH |
| BLAND | CV | GREEN | JMT | MODERN | POLY | SA | SMM | TPAC | XPG |
| BRI | DEXON | HL | LEO | MOVE | PQS | SANKO | SVOA | TPLAS | |

Companies certified by CAC

| | | | | | | | | | |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 2S | BEC | DCC | HARN | LANNA | ORI | PYLON | SMK | THRE | UEC |
| 7UP | BEYOND | DELTA | HENG | LH | PAP | Q-CON | SMPC | THREL | UKEM |
| AAI | BGC | DEMCO | HMPRO | LHFG | PATO | QH | SNC | TIDLOR | UOBKH |
| ADVANC | BGRIM | DOHOME | HTC | LHK | PB | QLT | SNP | TIPCO | UV |
| AF | BKI | DRT | ICC | LPN | PCSGH | QTC | SORKON | TISCO | VCOM |
| AH | BLA | DUSIT | ICHI | LRH | PDG | RABBIT | SPACK | TKS | VGI |
| AI | BPP | EA | IFS | M | PDJ | RATCH | SPALI | TKT | VIH |
| AIE | BROOK | EASTW | III | MAJOR | PG | RML | SPC | TMD | WACOAL |
| AIRA | BRR | ECF | ILINK | MALEE | PHOL | RS | SPI | TMILL | WHA |
| AJ | BSBM | EGCO | ILM | MATCH | PIMO | RWI | SPRC | TMT | WHAUP |
| AKP | BTS | EP | INET | MBAX | PK | S&J | SRICHA | TNITY | WICE |
| AMA | BWG | EPG | INOX | MBK | PL | SAAM | SSF | TNL | WIJK |
| AMANAHA | CEN | ERW | INSURE | MC | PLANB | SABINA | SSP | TNP | XO |
| AMATA | CENDEL | ESTAR | INTUCH | MCOT | PLANET | SAK | SSSC | TNR | YUASA |
| AMATAV | CFRESH | ETC | IRPC | META | PLAT | SAPPE | SST | TOG | ZIGA |
| AP | CGH | ETE | ITEL | MFC | PM | SAT | STA | TOP | |
| APCS | CHEWA | FNS | IVL | MFEC | PPP | SC | STGT | TOPP | |
| AS | CHOTI | FPI | JAS | MILL | PPPM | SCB | STOWER | TPA | |
| ASIAN | CHOW | FPT | JKN | MINT | PPS | SCC | SUSCO | TPCS | |
| ASK | CIMBT | FSMART | JR | MONO | PR9 | SCCC | SVI | TRT | |
| ASP | CM | FTE | JTS | MOONG | PREB | SCG | SYMC | TRU | |
| AWC | CMC | GBX | KASET | MSC | PRG | SCGP | SYNTEC | TRUE | |
| AYUD | CMCF | GC | KBANK | MST | PRINC | SCM | TAE | TSC | |
| B | COM7 | GCAP | KBS | MTC | PRM | SCN | TAKUNI | TSI | |
| BAFS | COTTO | GEL | KCAR | MTI | PROS | SEA OIL | TASCO | TSTE | |
| BAM | CPALL | GFPT | KCC | NATION | PSH | SE-ED | TCAP | TSTH | |
| BANPU | CPAXT | GGC | KCE | NCAP | PSL | SELIC | TFG | TTB | |
| BAY | CPF | GJS | KGEN | NEP | PSTC | SENA | TFI | TTCL | |
| BBGI | CPI | GPI | KGI | NKI | PT | SGC | TFMAMA | TU | |
| BBL | CPL | GPSC | KKP | NOBLE | PTECH | SGP | TGE | TVDH | |
| BCH | CPN | GSTEEL | KSL | NRF | PTG | SIRI | TGH | TVO | |
| BCP | CPW | GULF | KTB | OCC | PTT | SITHAI | THANI | TWPC | |
| BCPG | CRC | GUNKUL | KTC | OGC | PTTEP | SKR | THCOM | U | |
| BE8 | CSC | HANA | L&E | OR | PTTGC | SMIT | THIP | UBIS | |

N/A

| | | | | | | | | | |
|--------|---------|----------|----------|---------|--------|----------|----------|--------|--------|
| 3K-BAT | BDMS | CPNCG | GL | KTIS | MPIC | PRIN | SHR | TCCC | TTT |
| A | BEAUTY | CPNREIT | GLAND | KWC | M-STOR | PRO | SHREIT | TCJ | TTW |
| AAV | BEM | CPT | GLOCON | KYE | NC | PROSPECT | SIAM | TCOAT | TU-PF |
| ACC | BH | CPTGF | GRAMMY | LALIN | NCH | PTL | SIRIP | TEAM | TWP |
| ACG | BIG | CRANE | GRAND | LEE | NEW | QHHR | SISB | TEAMG | TWZ |
| AEONTS | BIOTEC | CSP | GROREIT | LHHOTEL | NFC | QHOP | SKN | TEKA | TYCN |
| AFC | BIZ | CSR | GVREIT | LHPF | NNLV | QHPF | SKY | TFIF | UAC |
| AGE | BJC | CSS | GYT | LHSC | NOVA | RAM | SLP | TFM | UMI |
| AHC | BJCHI | CTARAF | HFT | LOXLEY | NSL | RCL | SM | TGPRO | UNIQ |
| AIMCG | BKD | CTW | HPF | LPF | NTV | RICHY | SMT | TH | UP |
| AIMIRT | BKKCP | CWT | HTECH | LPH | NUSA | RJH | SNNP | THAI | UPOIC |
| AIT | BLISS | DCON | HUMAN | LST | NV | ROCK | SO | THE | URBNPF |
| AJA | BOFFICE | DDD | HYDROGEN | LUXF | NVD | ROH | SOLAR | THG | UTP |
| AKR | BR | DIF | IFEC | MACO | NYT | ROJNA | SPCG | THL | UVAN |
| ALLA | BROCK | DREIT | IMPACT | MANRIN | OHTL | RPC | SPG | TF1 | VARO |
| ALLY | BRRGIF | DTCENT | INREIT | MATI | OISHI | RPH | SPRIME | TK | VNG |
| ALUCON | BTNC | DTCI | INGRS | MAX | ONEE | RSP | SQ | TKC | VPO |
| AMARIN | BTSGIF | EASON | INSET | M-CHAI | PACE | S | SRIPANWA | TLHPF | VRANDA |
| AMATAR | BUI | EE | IT | MCS | PAF | S11 | SSC | TLI | WAVE |
| AMR | B-WORK | EGATIF | ITD | MDX | PCC | SABUY | SSPF | TNPC | WFX |
| ANAN | CCET | EMC | JASIF | METCO | PEACE | SAFARI | SSTRT | TNPF | WGE |
| AOT | CCP | ERWPF | JCK | MICRO | PERM | SAM | STANLY | TOA | WHABT |
| APCO | CGD | ESSO | JCT | MIDA | PF | SAMART | STEC | TPBI | WHAIR |
| APEX | CH | EVER | JDF | M-II | PIN | SAMCO | STECH | TPIPL | WHART |
| APURE | CHARAN | F&D | JWD | MIPF | PLE | SAMTEL | STHAI | TPIPP | WIN |
| AQ | CHAYO | FANCY | KAMART | MIT | PMTA | SAUCE | STI | TPOLY | WORK |
| ASAP | CHG | FMT | KBSPIF | MJD | POLAR | SAWAD | STPI | TPRIME | WORLD |
| ASEFA | CITY | FN | KC | MJLF | POMPUI | SAWANG | SUC | TR | WP |
| ASIA | CIVIL | FORTH | KDH | MK | POPF | SCAP | SUN | TRC | |
| ASIMAR | CK | FTI | KEX | ML | PORT | SCI | SUPER | TRITN | |
| AURA | CKP | FTREIT | KIAT | MNIT | POST | SCP | SUPEREIF | TRUBB | |
| B52 | CMAN | FUTUREPF | KISS | MNIT2 | PPF | SDC | SUTHA | TSE | |
| BA | CMR | GAHREIT | KKC | MNRF | PRAKIT | SEAFKO | SYNEX | TSR | |
| BAREIT | CNT | GENCO | KPNPF | MOSHI | PRECHA | SFP | TC | TTI | |
| BCT | CPH | GIFT | KTBSTMR | M-PAT | PRIME | SHANG | TCC | TTLPF | |

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2566 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC