

Thailand

Neutral (no change)

Highlighted Companies

Bangchak Corp
REDUCE, TP THB32.00, THB36.00
close
 การปิดซ่อมบำรุงน้อยลงและค่าขนส่งที่ลดลงจะทำให้ BCP มีค่าการกลั่นตลาดเพิ่มขึ้นเป็น 5.67 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025 จาก 4.05 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2024

Star Petroleum Refining
ADD, TP THB7.50, THB5.05
close
 เราคาดว่า SPRC จะมี GRM เพิ่มขึ้นเป็น 5.6 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025 จาก 5.3 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2024 หลังหุ้นผูกเรือกลางทะเลกลับมาเปิดใช้งาน และเนื่องจากบริษัทไม่มีแผนใช้เงินลงทุนมากนัก เราจึงคาดว่า SPRC จะมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลอยู่ที่ 7.8% ในปี 2025 และ 7.9% ในปี 2026 อย่างไรก็ตาม บริษัทยังมีปัจจัยเสี่ยงใน 1Q25 จากต้นทุนน้ำมันดิบ Murban ที่อาจเพิ่มสูงขึ้น

Thai Oil
REDUCE, TP THB22.50, THB24.70
close
 เราคาดว่า TOP จะมี GRM เพิ่มขึ้นเป็น 5.7 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025 จาก 5.3 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2024 ส่วนปัจจัยที่กดดันราคาหุ้นของ TOP ยังคงเป็นความไม่แน่นอนในการก่อสร้างโครงการพลังงานสะอาด (CFP)

Summary Valuation Metrics

P/E (x)	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Bangchak Corp	10.66	6.71	5.48
Star Petroleum Refining	9.52	7.58	6.20
Thai Oil	5.14	4.80	4.66

P/BV (x)	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Bangchak Corp	0.78	0.71	0.65
Star Petroleum Refining	0.55	0.53	0.51
Thai Oil	0.33	0.32	0.31

Dividend Yield	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Bangchak Corp	2.35%	3.74%	4.57%
Star Petroleum Refining	7.36%	7.92%	8.06%
Thai Oil	7.79%	8.33%	8.58%

Analyst(s)

Amornrat CHEEVAVICHAWALKUL
 T (66) 2 761 9228
 E amornrat.ch@cgsi.com

Oil & Gas Refinery

ตลาดที่ผันผวนกลายเป็นระเบียบโลกใหม่

- เราเชื่อว่าการกลับมาของอุปทานพลังงานจากรัสเซียจะส่งผลกระทบต่อ (สุทธิ) ต่อค่าการกลั่น
- แต่เรามองว่าอุปสงค์-อุปทานของผลิตภัณฑ์จากการกลั่นทั่วโลกจะสมดุลมากขึ้นในปี 2026-27 เมื่อการขยายกำลังการผลิตชะลอตัว
- เราชอบ SPRC เพราะบริษัทเน้นจ่ายเงินปันผลดีให้กับผู้ถือหุ้นในปี 2025-26

การกลับมาของอุปทานพลังงานจากรัสเซียส่งผลเสียต่อโรงกลั่น

รายงานข่าวของ Reuters เมื่อวันที่ 8 มี.ค. ระบุว่า นายโดนัลด์ ทรัมป์ ประธานาธิบดีสหรัฐมีแผนผ่อนคลายนโยบายการคว่ำบาตรรัสเซียหากยอมรับข้อตกลงหยุดยิงกับยูเครน ซึ่งอาจสร้างแรงกดดันต่อราคาพลังงานโลก ขณะที่ cargo น้ำมันจากรัสเซียที่ติดค้างอยู่จากปัญหาการขนถ่ายน้ำมันที่ท่าเรือของจีนและอินเดียน่าจะเดินทางถึงจุดหมายหมายปลายทางหากมีการยกเลิกมาตรการคว่ำบาตร อีกทั้งมติของ OPEC+ ที่จะทยอยเพิ่มการผลิตน้ำมันอาจทำให้มีน้ำมันจากรัสเซียเข้าสู่ตลาดมากขึ้นในเดือนเม.ย. 2025 ส่วนสถานการณ์ของตลาดโรงกลั่น เราคาดว่า crack spread ของน้ำมันดีเซลจะลดลงเมื่อรัสเซียกลับมาส่งออกน้ำมันดีเซลและ HVGO (high vacuum gas oil) ขณะเดียวกัน แนวโน้มที่ก๊าซจากรัสเซียจะขนส่งผ่านท่อส่งก๊าซของยูเครนอาจส่งผลให้ราคาก๊าซในยุโรปปรับฐานเพิ่มเติม ซึ่งจะช่วยให้มีการใช้น้ำมันแทนก๊าซน้อยลง เราจึงมองว่าน่าจะมีเพียง crude premium ที่ลดลงของน้ำมันจากตะวันออกกลางที่จะสามารถลดแรงกดดันต่อค่าการกลั่น (GRM) ของโรงกลั่นไทยได้บางส่วน

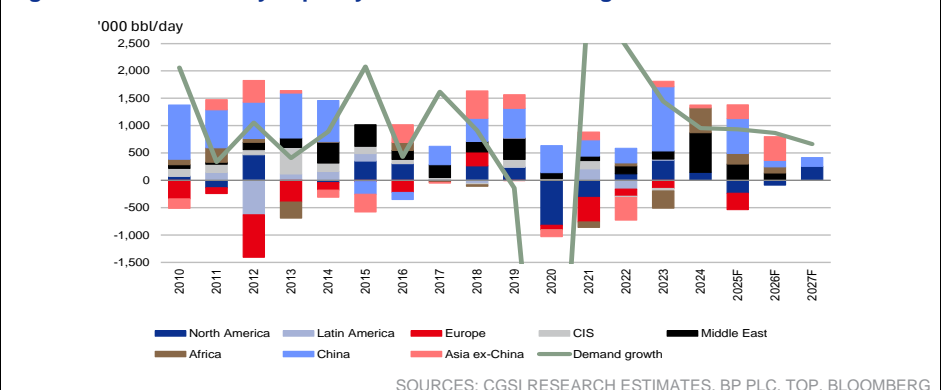
โรงกลั่นน่าจะมีการขยายกำลังการผลิตลดลง

ตามข้อมูลของ Energy Aspect (ผู้ให้บริการด้านข้อมูลพลังงาน) โรงกลั่น Olmeca ในประเทศเม็กซิโก (340kbd) อาจต้องเลื่อนกำหนดเปิดเปิดไปอีกจาก 2Q25 เป็น 2Q26 จากปัญหาทางเทคนิค เราจึงปรับลดประมาณการกำลังการผลิตส่วนเพิ่มจากโรงกลั่นทั่วโลกเป็น 842kbd ในปี 2025, 712kbd ในปี 2026 และ 417kbd ในปี 2027 (จาก 927kbd, 842kbd และ 162kbd ตามลำดับ) โดยเรายังคงมองว่ากำลังการกลั่นทั่วโลกจะสมดุลมากขึ้นตั้งแต่ปี 2026 เมื่อการขยายกำลังการผลิตชะลอตัวลงอย่างชัดเจน อย่างไรก็ตาม การที่ปริมาณการใช้น้ำมันเบนซินทั่วโลกอาจอ่อนตัวกว่าคาดและเศรษฐกิจโลกมีแนวโน้มชะลอตัวเพราะสงครามการค้าทำให้เราตัดสินใจปรับลดสมมติฐานค่าการกลั่นสิงคโปร์จาก 5.5 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลเป็น 5.1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025 แต่ยังคงสมมติฐานในปี 2026-27 อยู่ที่ 6.1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลและ 7.1 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลตามลำดับ

เงินปันผลเป็นรางวัลสำหรับคนที่รอ

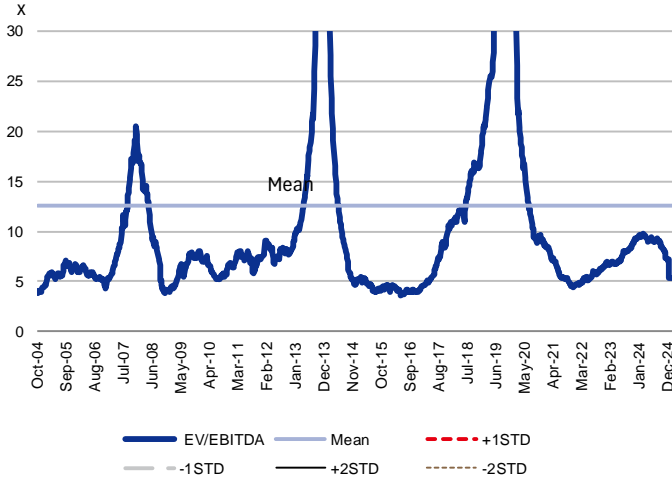
เราเชื่อว่าค่าการกลั่น (GRM) ตลาดของโรงกลั่นไทยยังอยู่ภายใต้แรงกดดันใน 1H25 ซึ่งเป็นผลมาจากการเพิ่มการผลิตของโรงกลั่นใหม่ รวมถึงอุปสงค์ที่อ่อนตัวท่ามกลางสงครามการค้าโลก ขณะที่ดีลซื้อกิจการของ SPRC (ธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน) และ BCP (โรงกลั่นศรีราชา) ในปี 2022-23 ไม่ได้ทำให้กำไรสุทธิเพิ่มขึ้นมากนัก อย่างไรก็ตาม เรายังแนะนำ "ซื้อ" SPRC เพราะบริษัทให้ความสำคัญกับการจัดสรรกระแสเงินสดเพื่อให้สามารถจ่ายเงินปันผลสม่ำเสมอในช่วงที่ EPS ผันผวน ทั้งนี้เราประมาณการว่า SPRC จะยังมีอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลน่าสนใจที่ 7.7% ในปี 2025 ขณะที่เรายังแนะนำ Neutral กลุ่มโรงกลั่นไทย ซึ่งคำแนะนำของเราจะมี upside risk หากความต้องการน้ำมันในตลาดโลกแข็งแกร่งกว่าคาด ส่วน downside risk จะมาจากการที่รัฐบาลเข้ามาแทรกแซงราคาพลังงาน

Figure 1: Global refinery capacity addition vs. demand growth



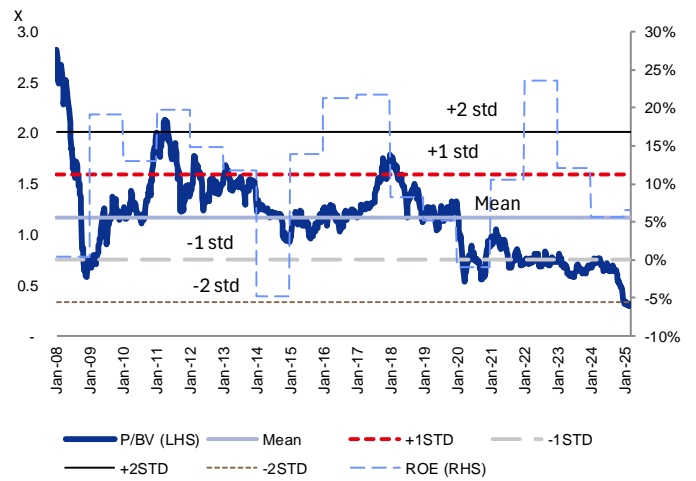
ตลาดที่ผันผวนกลายเป็นระเบียบโลกใหม่

Figure 2: TOP – EV/EBITDA chart



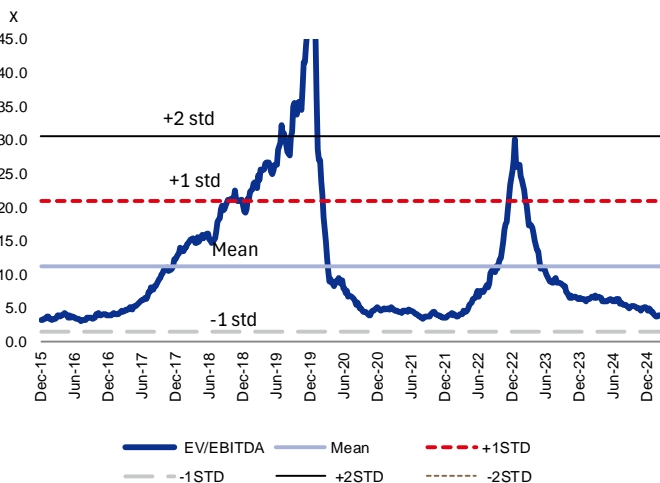
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG, COMPANY REPORTS

Figure 3: TOP – P/BV vs. ROE chart



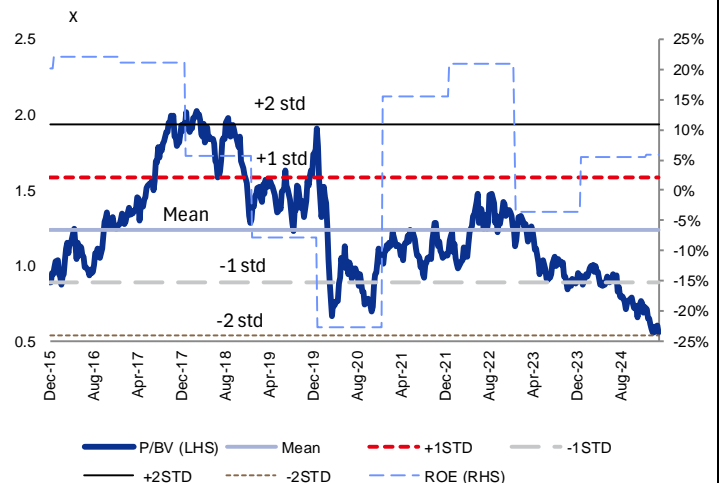
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG, COMPANY REPORTS

Figure 4: SPRC – EV/EBITDA chart



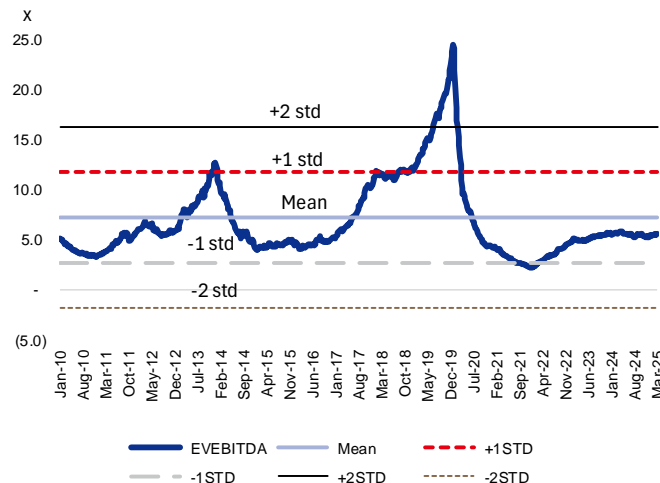
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG, COMPANY REPORTS

Figure 5: SPRC – P/BV vs. ROE chart



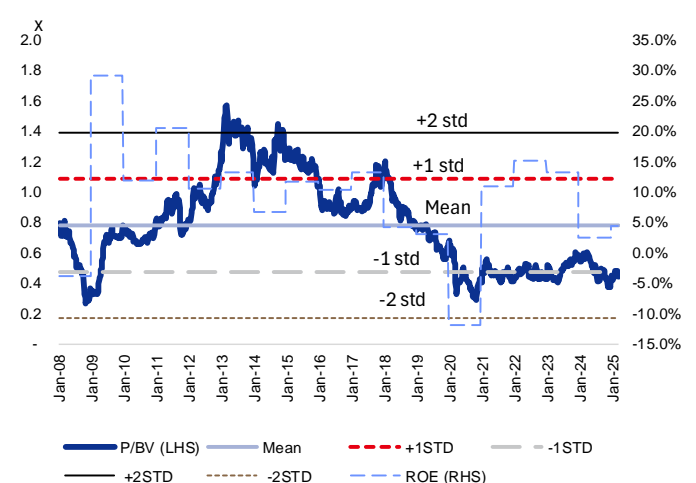
SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG, COMPANY REPORTS

Figure 6: BCP – EV/EBITDA chart



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG, COMPANY REPORTS

Figure 7: BCP – P/BV vs. ROE chart



SOURCES: CGSI RESEARCH ESTIMATES, BLOOMBERG, COMPANY REPORTS



ESG in a nutshell

Thailand's oil & gas/chemical companies have set various goals and strategies to reduce their greenhouse gas (GHG) emissions and achieve zero hazardous waste. However, we believe that their capex spending on renewable and green businesses is still low compared to the total budgets they allocate for traditional business expansion.

Keep your eye on

Thailand's oil & gas/chemical stocks under our coverage are mostly in capex-spending mode, with a focus on M&A activities.

Implications

We believe the key focus for investors is the price that Thai companies pay to acquire assets. If the price tag is too expensive, the increase in interest cost could lead to earnings dilution post-acquisitions. The greenfield expansion projects may also lead to low IRR, given the changes in industry conditions over construction periods of 4-5 years and potential cost overruns, thereby diluting shareholder returns.

ESG highlights

Thailand's oil & gas/chemical companies have started investing in renewable and green energy projects. However, they lag behind their global peers, in our view.

Implications

Both PTTGC and SCC have plans to establish chemical recycling plants. However, other global chemical peers are relatively more technologically advanced and have larger assets, which should lead to better economies of scale and profitability. Apart from recycling plants, PTTGC also invests in bio-based chemical plants, which use cassava and sugar cane as feedstock for polylactic acid production. According to PTTGC, its plant in Nakhon Sawan province should start production in 2025F.

SCC is conducting a feasibility study on new closed-loop technologies that can recycle used plastics (polyethylene-based) into chemical feedstock for further virgin plastic production. However, we believe the contribution of SCC's recycled and bio-based plastics will remain relatively small compared to the traditional hydrocarbon businesses over the next five years.

Upstream company PTTEP will need to adopt more advanced exploration and transportation technology to reduce methane emissions along its LNG value chain.

Trends

We believe the rapid technological developments in carbon capture, utilisation and storage (CCUS) and hydrogen production should enable Thai companies to meet their respective CO₂ reduction targets. Co-investment among Thai companies operating in Rayong province should lead to faster GHG reduction, given that this location is the Thai hub for refineries and chemical plants and, hence, has very high CO₂ intensity.

Implications

PTTGC and SCC have already announced targets to achieve net zero emissions by 2050F. Both companies also mentioned the possibility of investing in CCUS facilities to cut GHG emissions. PTTEP said it plans to diversify into the hydrogen business over the long term. We believe PTT could provide financial assistance to refinery subsidiaries that want to invest in CCUS, which are costly.

PTTGC kicks off with the production of Sustainable Aviation Fuel (SAF) in 2025F but the volume remains small. However, we believe potential projects that could help other Thai refiners improve their ESG ratings include more investments in desulphurisation capacity and hydrogen production units. Some refineries outside Thailand have started investing in bio-feedstock processing units to produce renewable diesel (as opposed to processing pure vegetable oil feedstock). We believe Thai refiners will follow suit when their balance sheets become stronger.

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

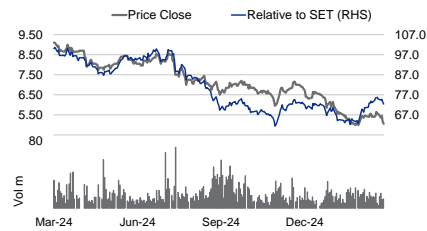
Thailand

ADD (no change)

Consensus ratings*: Buy 16 Hold 3 Sell 1

Current price:	THB5.05
Target price:	THB7.50
Previous target:	THB8.50
Up/downside:	48.5%
CGSI / Consensus:	-2.8%
Reuters:	SPRC.BK
Bloomberg:	SPRC TB
Market cap:	US\$647.0m
	THB21,896m
Average daily turnover:	US\$2.21m
	THB75.14m
Current shares o/s	4,336m
Free float:	39.4%

*Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	1.4	-26.8	-42.3
Relative (%)	11.1	-7.8	-26.0

Major shareholders	% held
Chevron South Asia Holdings Pte. Ltd.	60.6
State Street New York	2.4

Analyst(s)

Amornrat CHEEVAVICHAWALKUL
 T (66) 2 761 9228
 E amornrat.ch@cgsi.com

Star Petroleum Refining

หุ้นปันผลที่น่าสนใจ

- เราคาดว่า SPRC จะได้รับผลกระทบจาก crack spread น้ำมันเบนซินที่อ่อนตัว แต่การเปิดใช้งาน SPM น่าจะยังช่วยให้ GRM เพิ่มขึ้นในปี 2025
- SPRC จะเน้นเรื่องการจ่ายเงินปันผลให้กับนักลงทุนในปี 2025

คาดได้รับแรงกดดันจาก crack spread น้ำมันเบนซินที่ลดลง

• เราประมาณการว่าปริมาณการส่งออกที่เพิ่มขึ้นจากโรงกลั่นในไนจีเรียและตะวันออกกลางจะทำให้ crack spread ของน้ำมันเบนซินลดลงมาอยู่ที่ 10.7 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025 จาก 12.7 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2024 อย่างไรก็ตาม การที่หุ้นผูกเรือน้ำลึกแบบทุ่นเดี่ยวกลางทะเล (SPM) กลับมาเปิดใช้งาน (ลดค่าขนส่งทั้งปี 1.5 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025) ทำให้เราคาดว่าค่าการกลั่นตลาด (GRM) จะยังคงเพิ่มขึ้นเป็น 5.6 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025 จาก 5.3 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2024

แผนปรับปรุงธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน

• SPRC ไม่ได้เปิดเผยรายละเอียดของผลการดำเนินงานในปี 2024 ของธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน แต่หากอิงจาก enterprise margin และปริมาณน้ำมันต่อสถานีบริการของบริษัท เราคาดว่าธุรกิจค้าปลีกน้ำมันน่าจะมีมาร์จิ้นอยู่ที่ 0.78 บาท/ลิตรใน 4Q24 เทียบกับ 0.98 บาท/ลิตรใน 3Q24 ทั้งนี้ SPRC ได้ร่วมมือเป็นพันธมิตรกับบริษัท เพียวไทยพลังงาน จำกัด (Unlisted) เพื่อเปลี่ยนสถานีบริการน้ำมัน “เพียวไทย” จำนวน 78 แห่งเป็นสถานีบริการน้ำมัน “คาลเท็กซ์” ใน 3Q24 ซึ่ง SPRC เผยว่า เพียวไทย ช่วยอุดช่องว่างทางภาคเหนือและภาคอีสานทำให้สถานีบริการน้ำมันคาลเท็กซ์สามารถทำการตลาดผลิตภัณฑ์ของธุรกิจจัดจำหน่ายผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมได้อย่างมีประสิทธิภาพมากขึ้น ส่วนในธุรกิจค้าปลีก SPRC จะเพิ่มการจัดแคมเปญทางการตลาดเชิงรุกเพื่อฟื้นฟูส่วนแบ่งตลาด อย่างไรก็ตาม เราประมาณการว่าผลการดำเนินงานของธุรกิจค้าปลีกน้ำมันจะทรงตัวเพราะการแข่งขันที่รุนแรงในปี 2025

แผนปิดซ่อมบำรุงใหญ่ใน 1Q26

• SPRC มีแผนจะปิดโรงกลั่นแบบ complex เพื่อทำการซ่อมบำรุงเป็นเวลา 30-40 วันใน 1Q26 และบริษัทคาดว่าค่าใช้จ่ายลดลงครึ่งหนึ่งจากที่ใช้ไป 256 ล้านดอลลาร์ในการปิดซ่อมบำรุงรอบที่แล้วในปี 2019 ซึ่งรวมการ debottleneck กำล้างการผลิต นอกจากนี้ เราเชื่อว่า SPRC อาจบันทึกค่าใช้จ่ายล่วงหน้าก่อนปิดซ่อมบำรุงประมาณ 30 ล้านดอลลาร์ในปี 2025 ขณะที่บริษัทเผยว่าการปิดซ่อมบำรุงรอบหน้าจะอยู่ในปี 2029 อีกด้านหนึ่ง เราประมาณการว่าต้นทุนต่อหน่วยของ SPRC น่าจะอยู่ที่ 2.4 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025 เทียบกับ 2.54 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลใน 2024

อัตราการจ่ายเงินปันผลน่าจะทรงตัวมากขึ้น

• เราปรับประมาณการกำไรสุทธิในปี 2025-27 ลง 20.1%-24.7% สะท้อนส่วนแบ่งกำไรที่ลดลงจากธุรกิจค้าปลีกน้ำมัน ซึ่งประมาณการ EBITDA ที่ลดลงยังทำให้เราปรับราคาเป้าหมายของ SPRC ลงมาอยู่ที่ 7.5 บาท แต่ยังคงเทียบกับ EV/EBITDA 6.0x ในปี 2025 (ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของคู่แข่งในเอเชียที่ 7x เนื่องจากบริษัทมีอัตราการใช้จ่ายการลงทุนต่ำกว่า) อย่างไรก็ตาม เรายังแนะนำ “ซื้อ” เพราะมองว่า SPRC จะมีอัตราการจ่ายเงินปันผลสูงในปี 2025 ทั้งนี้ SPRC กล่าวระหว่างการประชุมนักวิเคราะห์ (20 ก.พ.) ว่าบริษัทได้เปลี่ยนลำดับความสำคัญในการจัดสรรเงินทุนเพื่อให้ผู้ถือหุ้นได้รับเงินปันผลสม่ำเสมอ และถึงแม้ว่า SPRC จะไม่ได้เปิดเผยตัวเลขเงินปันผลที่ตั้งเป้าไว้ แต่กล่าวว่าผู้ถือหุ้นอาจได้รับผลตอบแทนเพิ่มขึ้นช่วงวงจรขาลง โดยเรามองว่าปัจจัยบวกที่จะช่วยหนุนราคาหุ้นคือ crack spread น้ำมันเบนซินที่แข็งแกร่งกว่าคาด ส่วน downside risk จะมาจากการปิดซ่อมบำรุงหน่วย FCC (fluid catalytic cracking unit) นอกแผน

Financial Summary	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue (THBm)	261,921	266,039	335,197	311,460	322,082
Operating EBITDA (THBm)	2,982	5,059	6,253	6,813	7,649
Net Profit (THBm)	(937)	2,077	2,301	2,889	3,533
Core EPS (THB)	(0.22)	0.48	0.53	0.67	0.81
Core EPS Growth	(112%)		11%	26%	22%
FD Core P/E (x)	NA	10.54	9.52	7.58	6.20
DPS (THB)	0.00	0.40	0.37	0.40	0.41
Dividend Yield	0.00%	7.92%	7.36%	7.92%	8.06%
EV/EBITDA (x)	6.88	5.52	3.86	2.81	2.32
P/FCFE (x)	6.16	1.57	5.75	8.12	6.46
Net Gearing	(3.2%)	15.4%	5.6%	(6.7%)	(9.7%)
P/BV (x)	0.51	0.56	0.55	0.53	0.51
ROE	(2.30%)	5.08%	5.83%	7.16%	8.45%
% Change In Core EPS Estimates			(20.1%)	(24.7%)	(21.0%)
EPS/Consensus EPS (x)			0.70	0.80	0.85

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

BY THE NUMBERS

Profit & Loss

(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Net Revenues	270,606	336,647	312,910	322,884
Gross Profit	8,370	10,592	12,422	12,567
Operating EBITDA	5,059	6,253	6,813	7,649
Depreciation And Amortisation	(3,585)	(3,292)	(3,142)	(3,179)
Operating EBIT	1,474	2,961	3,671	4,470
Financial Income/(Expense)	(426)	(400)	(400)	(400)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	0	0	0	0
Non-Operating Income/(Expense)	1,616	245	245	245
Profit Before Tax (pre-EI)	2,664	2,806	3,516	4,316
Exceptional Items				
Pre-tax Profit	2,664	2,806	3,516	4,316
Taxation	(587)	(505)	(627)	(783)
Exceptional Income - post-tax				
Profit After Tax	2,077	2,301	2,889	3,533
Minority Interests				
Preferred Dividends				
FX Gain/(Loss) - post tax				
Other Adjustments - post-tax				
Preference Dividends (Australia)				
Net Profit	2,077	2,301	2,889	3,533
Recurring Net Profit	2,077	2,301	2,889	3,533
Fully Diluted Recurring Net Profit	2,077	2,301	2,889	3,533
Normalised Net Profit	2,077	2,301	2,889	3,533
Fully Diluted Normalised Profit	2,077	2,301	2,889	3,533

Balance Sheet

(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Cash And Equivalents	575	2,769	3,733	5,157
Total Debtors	14,923	13,408	12,458	12,883
Inventories	23,482	23,054	21,254	21,945
Total Other Current Assets	491	491	491	491
Total Current Assets	39,471	39,722	37,937	40,476
Fixed Assets	22,300	20,840	19,494	18,240
Total Investments	0	0	0	0
Intangible Assets	360	318	277	237
Total Other Non-Current Assets	6,305	6,305	6,305	6,305
Total Non-current Assets	28,964	27,462	26,075	24,781
Short-term Debt	0	0	0	0
Current Portion of Long-Term Debt	0	0	0	0
Total Creditors	16,726	16,391	16,063	15,742
Other Current Liabilities	3,285	3,285	3,285	3,285
Total Current Liabilities	20,011	19,676	19,348	19,027
Total Long-term Debt	6,606	5,000	1,000	1,000
Hybrid Debt - Debt Component				
Total Other Non-Current Liabilities	2,712	2,712	2,712	2,712
Total Non-current Liabilities	9,318	7,712	3,712	3,712
Total Provisions	0	0	0	0
Total Liabilities	29,329	27,388	23,060	22,739
Shareholders' Equity	39,101	39,791	40,947	42,714
Minority Interests				
Total Equity	39,101	39,791	40,947	42,714

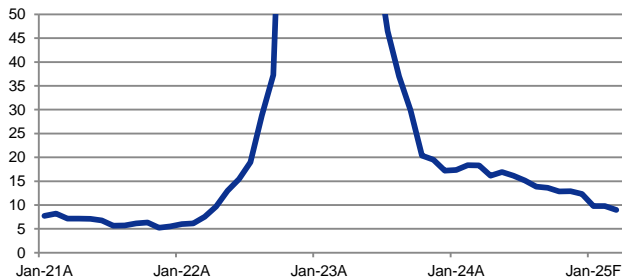
Cash Flow

(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
EBITDA	5,059	6,253	6,813	7,649
Cash Flow from Inv. & Assoc.				
Change In Working Capital	(3,960)	1,608	2,422	(1,437)
(Incr)/Decr in Total Provisions				
Other Non-Cash (Income)/Expense				
Other Operating Cashflow	12,811	(355)	(355)	(555)
Net Interest (Paid)/Received	(426)	(400)	(400)	(400)
Tax Paid	(587)	(505)	(627)	(783)
Cashflow From Operations	12,897	6,601	7,853	4,476
Capex	(5,585)	(1,190)	(1,155)	(1,085)
Disposals Of FAs/subsidiaries	0	0	0	0
Acq. Of Subsidiaries/investments	0	0	0	0
Other Investing Cashflow	0	0	0	0
Cash Flow From Investing	(5,585)	(1,190)	(1,155)	(1,085)
Debt Raised/(repaid)	6,606	(1,606)	(4,000)	0
Proceeds From Issue Of Shares	0	0	0	0
Shares Repurchased	0	0	0	0
Dividends Paid	(1,734)	(1,611)	(1,734)	(1,767)
Preferred Dividends	0	0	0	0
Other Financing Cashflow	(11,479)	0	0	0
Cash Flow From Financing	(6,607)	(3,217)	(5,734)	(1,767)
Total Cash Generated	705	2,194	964	1,624
Free Cashflow To Equity	13,919	3,805	2,698	3,391
Free Cashflow To Firm	7,738	5,811	7,098	3,791

Key Ratios

	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue Growth	1.6%	26.0%	(7.1%)	3.4%
Operating EBITDA Growth	69.7%	23.6%	9.0%	12.3%
Operating EBITDA Margin	1.90%	1.87%	2.19%	2.37%
Net Cash Per Share (THB)	(1.39)	(0.51)	0.63	0.96
BVPS (THB)	9.02	9.18	9.44	9.85
Gross Interest Cover	3.46	7.40	9.18	11.18
Effective Tax Rate	22.0%	18.0%	17.8%	18.1%
Net Dividend Payout Ratio	83.5%	70.0%	60.0%	50.0%
Accounts Receivables Days	22.89	15.42	15.16	14.36
Inventory Days	34.85	26.05	26.91	25.41
Accounts Payables Days	22.61	18.54	19.71	18.70
ROIC (%)	3.3%	6.2%	8.2%	10.9%
ROCE (%)	3.3%	6.5%	8.5%	10.4%
Return On Average Assets	3.48%	3.98%	5.01%	6.09%

12-mth Fwd FD P/E (x) - Star Petroleum Refining



Key Drivers

	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Oil price (US\$/bbl)	75.0	70.0	65.0	65.0
LPG crack spread (US\$/bbl)	(29.1)	(25.0)	(25.0)	(25.0)
Gasoline crack spread (US\$/bbl)	15.4	15.0	17.0	20.0

Thailand

REDUCE (no change)

Consensus ratings*: Buy 10 Hold 14 Sell 5

Current price:	THB24.70
Target price:	THB22.50
Previous target:	THB22.50
Up/downside:	-8.9%
CGSI / Consensus:	-23.6%
ADR: TOIPY US	US\$7.08
Tp:	US\$6.45
Reuters:	TOP.BK
Bloomberg:	TOP TB
Market cap:	US\$1,630m
	THB55,176m
Average daily turnover:	US\$20.89m
	THB710.3m
Current shares o/s	2,234m
Free float:	44.6%

*Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	1.6	-31.9	-57.2
Relative (%)	11.3	-12.9	-40.9

Major shareholders	% held
PTT Plc	48.0
State Street Europe	3.3
Social Security Office	1.6

Analyst(s)

Amornrat CHEEVAVICHAWALKUL

T (66) 2 761 9228

E amornrat.ch@cgsi.com

Thai Oil

โครงการ CFP ยังไม่แน่นอน

- TOP ยังไม่ได้ให้รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการเปลี่ยนตัวผู้รับเหมาของ CFP และการจัดสรรงบก่อสร้างเพิ่มให้กับโครงการ
- สเปรต PX และเบนซินในเอเชียอาจยังอยู่ภายใต้แรงกดดันใน 1H25

รอความชัดเจนของโครงการพลังงานสะอาด

- TOP ยังไม่ได้ให้รายละเอียดเพิ่มเติมเกี่ยวกับการจัดสรรเงินทุนเพิ่มให้กับโครงการพลังงานสะอาด (CFP) ซึ่งได้รับอนุมัติจากผู้ถือหุ้นในการประชุมสามัญผู้ถือหุ้นประจำปีเมื่อวันที่ 21 ก.พ. 2025 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่า TOP จะทำงานร่วมกับผู้รับเหมาหลักชุดใหม่เนื่องจากชุดเดิมคือกิจการร่วมค้าที่ไม่ได้จดทะเบียนเป็นนิติบุคคล (UJV) ซึ่งประกอบด้วย Petrofac Southeast Asia, Saipem Singapore และ Samsung E&A (ทั้งหมด unlisted) ยังมีประเด็นด้านกฎหมาย อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าผู้รับเหมาช่วงในประเทศที่จะทำงานกับ TOP น่าจะเป็นชุดเดิม
- TOP กล่าวว่าบริษัทได้หารือเกี่ยวกับการลงทุนเพิ่มในหน่วย ERU (Energy Recovery Unit) กับบริษัทโกลบอล เพาเวอร์ ซินเนอร์ยี (GPSC) ที่ราคาเป้าหมาย 32.5 บาท, ราคาหุ้น 29 บาท แล้ว ซึ่ง GPSC มีสิทธิ์จะยกเลิกสัญญาซื้อขายสินทรัพย์ก่อนเดือนส.ค. 2026 อย่างไรก็ตาม เรามองว่าการลงทุนเพิ่มจะไม่ส่งผลต่อ IRR จากการลงทุนใน ERU ของ GPSC มากนักเนื่องจากมีการทำข้อตกลงประกันผลตอบแทนกับ TOP ในปี 2018

มองเชิงบวกต่อแนวโน้มความต้องการน้ำมันอากาศยาน

- TOP คาดการณ์ว่าทั่วโลกจะมีความต้องการน้ำมันอากาศยานเพิ่มขึ้น 3.5% yoy ในปี 2025 จากการจราจรทางอากาศที่เพิ่มขึ้น ขณะเดียวกัน บริษัทมองว่าความต้องการน้ำมันเบนซินในตลาดโลกจะเพิ่มขึ้นเพียง 1.1% ในปีนี้และ crack spread ของน้ำมันเบนซินในเอเชียอาจถูกกดดันจากอุปทานที่เพิ่มขึ้นจากไนจีเรีย ดังนั้น TOP จึงมีแผนจะปรับกระบวนการกลั่นเพื่อให้มีผลผลิตเป็นน้ำมันอากาศยานมากที่สุดและให้มีการผลิตน้ำมันเบนซินอยู่ในระดับต่ำ

แนวโน้มกลุ่มอะโรเมติกส์ยังไม่ดีขึ้น

- สเปรต PX (paraxylene)-คอนเดนเสทในเอเชียเพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 116.8 เหรียญสหรัฐ/ตันใน 4Q24 เป็น 137 เหรียญสหรัฐ/ตันใน 1QTD เพราะต้นทุนวัตถุดิบน้ำมันเบนซินไร้สารตะกั่ว (ULG 95) ลดลง แต่สเปรตเบนซิน-คอนเดนเสทลดลงจาก 174 เหรียญสหรัฐ/ตันใน 4Q24 เป็น 163 เหรียญสหรัฐ/ตันใน 1QTD เพราะอุปสงค์ของอนุพันธ์อ่อนตัวและ Naphtha cracker มีการผลิตเพิ่มขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า EBITDA จากกลุ่มอะโรเมติกส์ใน 1H25 อาจไม่ฟื้นตัวจากที่อ่อนตัวใน 4Q24 มากนัก

ยังแนะนำ “ขาย”

- เราคงคำแนะนำ “ขาย” TOP ที่ราคาเป้าหมายเดิม 22.5 บาท ซึ่งยังเท่ากับ EV/EBITDA 7.0x ในปี 2025 (vs. ค่าเฉลี่ยของคู่แข่งในเอเชียที่ 7-8x) เพราะยังมองเชิงลบต่อโครงการ CFP เนื่องจากโครงการมีความเสี่ยงสูงซึ่งจะประสบปัญหาทางเทคนิคจากการเปลี่ยนตัวผู้รับเหมาหลัก รวมทั้งอาจมีค่าใช้จ่ายจากการทำประกันสูงขึ้น
- เรามองว่าปัจจัยลบที่จะกดดันราคาหุ้นคือค่าก่อสร้างของโครงการ CFP ที่อาจสูงกว่าคาดและบริษัทมีขาดทุนจากสต็อกน้ำมันมากกว่าคาด ส่วน upside risk จะมาจากต้นทุนน้ำมันดิบที่ต่ำกว่าคาดและ crack spread ของน้ำมันดีเซลที่สูงกว่าคาด

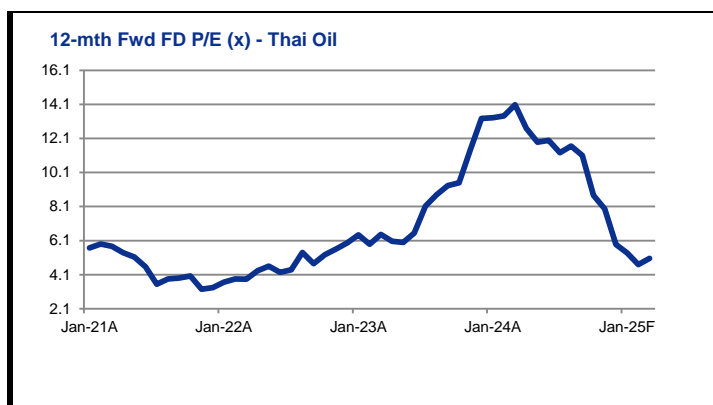
Financial Summary	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue (THBm)	469,244	466,777	450,988	473,834	446,492
Operating EBITDA (THBm)	37,359	20,999	26,857	30,659	37,383
Net Profit (THBm)	19,443	9,959	10,733	11,478	11,832
Core EPS (THB)	9.44	4.05	4.81	5.14	5.30
Core EPS Growth	(36.4%)	(57.1%)	18.8%	6.9%	3.1%
FD Core P/E (x)	2.62	6.10	5.14	4.80	4.66
DPS (THB)	3.40	1.90	1.92	2.06	2.12
Dividend Yield	13.8%	7.7%	7.8%	8.3%	8.6%
EV/EBITDA (x)	4.74	7.93	7.35	7.20	6.16
P/FCFE (x)	NA	3.38	NA	NA	NA
Net Gearing	90%	84%	100%	110%	112%
P/BV (x)	0.33	0.34	0.33	0.32	0.31
ROE	13.1%	5.5%	6.5%	6.8%	6.8%
EPS/Consensus EPS (x)			0.89	0.87	0.82

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

BY THE NUMBERS

Profit & Loss				
(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Net Revenues	466,777	450,988	473,834	446,492
Gross Profit	24,808	30,646	34,529	42,694
Operating EBITDA	20,999	26,857	30,659	37,383
Depreciation And Amortisation	(8,106)	(8,069)	(9,311)	(15,161)
Operating EBIT	12,893	18,788	21,348	22,221
Financial Income/(Expense)	(4,052)	(3,996)	(4,808)	(5,921)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	(132)	(500)	(800)	(500)
Non-Operating Income/(Expense)	2,421	300	0	300
Profit Before Tax (pre-EI)	11,130	14,592	15,740	16,101
Exceptional Items	1,134	0	0	0
Pre-tax Profit	12,264	14,592	15,740	16,101
Taxation	(2,283)	(3,509)	(3,912)	(3,919)
Exceptional Income - post-tax	0	0	0	0
Profit After Tax	9,981	11,083	11,828	12,182
Minority Interests	(22)	(350)	(350)	(350)
Preferred Dividends				
FX Gain/(Loss) - post tax				
Other Adjustments - post-tax				
Preference Dividends (Australia)				
Net Profit	9,959	10,733	11,478	11,832
Recurring Net Profit	9,036	10,733	11,478	11,832
Fully Diluted Recurring Net Profit	9,036	10,733	11,478	11,832
Normalised Net Profit	8,847	11,083	11,828	12,182
Fully Diluted Normalised Profit	8,824	10,733	11,478	11,832

Cash Flow				
(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
EBITDA	20,999	26,857	30,659	37,383
Cash Flow from Invt. & Assoc.	132	500	800	500
Change In Working Capital	16,013	(26,175)	(3,486)	(6,081)
(Incr)/Decr in Total Provisions				
Other Non-Cash (Income)/Expense				
Other Operating Cashflow	8,547	(698)	(1,303)	(708)
Net Interest (Paid)/Received	(4,052)	(3,996)	(4,808)	(5,921)
Tax Paid	(2,283)	(3,509)	(3,912)	(3,919)
Cashflow From Operations	39,355	(7,021)	17,951	21,254
Capex	(8,955)	(33,500)	(33,500)	(23,450)
Disposals Of FAs/subsidiaries	0	16,800	0	0
Acq. Of Subsidiaries/investments	245	0	0	0
Other Investing Cashflow	(5,298)	(2,205)	(2,205)	(2,205)
Cash Flow From Investing	(14,009)	(18,905)	(35,705)	(25,655)
Debt Raised/(repaid)	(9,022)	(20,000)	5,000	0
Proceeds From Issue Of Shares	0	0	0	0
Shares Repurchased	0	0	0	0
Dividends Paid	(8,823)	(4,293)	(4,591)	(4,733)
Preferred Dividends	0	0	0	0
Other Financing Cashflow	(6,782)	52,500	0	0
Cash Flow From Financing	(24,627)	28,207	409	(4,733)
Total Cash Generated	719	2,281	(17,346)	(9,134)
Free Cashflow To Equity	16,324	(45,926)	(12,754)	(4,401)
Free Cashflow To Firm	29,398	(21,930)	(12,946)	1,519



Balance Sheet				
(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Cash And Equivalents	29,042	31,323	13,978	4,844
Total Debtors	29,957	26,093	28,681	30,262
Inventories	40,577	47,594	49,839	52,362
Total Other Current Assets	12,645	12,898	13,156	13,419
Total Current Assets	112,222	117,908	105,653	100,887
Fixed Assets	224,153	232,783	256,972	265,260
Total Investments	32,113	31,613	30,813	30,313
Intangible Assets	2,457	2,457	2,457	2,457
Total Other Non-Current Assets	38,066	38,066	38,066	38,066
Total Non-current Assets	296,789	304,919	328,308	336,096
Short-term Debt	2,725	2,725	2,725	2,725
Current Portion of Long-Term Debt	1,400	5,000	10,000	20,000
Total Creditors	51,579	28,556	29,903	27,926
Other Current Liabilities	11,959	11,959	11,959	11,959
Total Current Liabilities	67,663	48,240	54,587	62,610
Total Long-term Debt	165,008	141,408	141,408	131,408
Hybrid Debt - Debt Component		52,500	52,500	52,500
Total Other Non-Current Liabilities	10,137	10,137	10,137	10,137
Total Non-current Liabilities	175,145	204,045	204,045	194,045
Total Provisions	18	18	18	18
Total Liabilities	242,826	252,303	258,650	256,672
Shareholders' Equity	163,446	167,681	172,363	177,257
Minority Interests	2,739	2,844	2,949	3,054
Total Equity	166,185	170,525	175,311	180,311

Key Ratios				
	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue Growth	(0.5%)	(3.4%)	5.1%	(5.8%)
Operating EBITDA Growth	(43.8%)	27.9%	14.2%	21.9%
Operating EBITDA Margin	4.50%	5.96%	6.47%	8.37%
Net Cash Per Share (THB)	(62.76)	(76.29)	(86.30)	(90.39)
BVPS (THB)	73.22	75.11	77.21	79.40
Gross Interest Cover	3.18	4.70	4.44	3.75
Effective Tax Rate	18.6%	24.0%	24.9%	24.3%
Net Dividend Payout Ratio	100.0%	40.0%	40.0%	40.0%
Accounts Receivables Days	23.03	20.77	19.28	22.17
Inventory Days	38.60	38.28	40.48	46.19
Accounts Payables Days	42.14	34.79	24.29	26.14
ROIC (%)	4.4%	6.6%	6.7%	6.4%
ROCE (%)	3.77%	5.31%	5.66%	5.78%
Return On Average Assets	3.11%	3.63%	3.88%	4.16%

Key Drivers				
	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Diesel crack spread (US\$/bbl)	15.4	15.0	17.0	20.0
Gasoline crack spread (US\$/bbl)	12.1	13.0	14.5	15.0
PX spread (US\$/t)	275.9	330.0	380.0	320.0

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

Thailand

REDUCE (no change)

Consensus ratings*: Buy 10 Hold 6 Sell 3

Current price:	THB36.00
Target price:	THB32.00
Previous target:	THB32.00
Up/downside:	-11.1%
CGSI / Consensus:	-21.2%
Reuters:	BCP.BK
Bloomberg:	BCP TB
Market cap:	US\$1,534m THB51,909m
Average daily turnover:	US\$14.51m THB492.9m
Current shares o/s	1,377m
Free float:	55.0%

*Source: Bloomberg



Source: Bloomberg

Price performance	1M	3M	12M
Absolute (%)	-4.0	23.1	-16.3
Relative (%)	5.7	42.1	0.0

Major shareholders	% held
Social Security Office	14.2
Vayupak Fund	13.7
Ministry of Energy	4.8

Analyst(s)

Amornrat CHEEVAVICHAWALKUL

T (66) 2 761 9228

E amornrat.ch@cgsi.com

Bangchak Corp

โครงการ SAF อาจเปิดดำเนินการล่าช้า

- เราเชื่อว่า synergy ด้านการดำเนินงานจากการถือหุ้นเพิ่มใน BSRC อาจมีค่อนข้างจำกัดในปี 2025
- เราเชื่อว่าสเปค SAF-UCO ที่อยู่ในระดับต่ำอาจทำให้ BCP ตัดสินใจเลื่อนเปิดเชิงพาณิชย์โรงงาน SAF จากเดิมที่กำหนดไว้ในเดือนเม.ย. 2025

ตั้งเป้าเพิ่มอัตราการผลิตของหน่วย CDU

- BCP คาดการณ์ว่าปริมาณน้ำมันที่นำเข้าคลังของโรงกลั่นพระโขนงและโรงกลั่นของบริษัท บางจาก ศรีราชา (BSRC.BK, Not Rated, ราคาหุ้น 5.15 บาท; BCP ถือหุ้นในบริษัทนี้ 81.74%) น่าจะเพิ่มขึ้นและ 280kbd (+8% yoy) เท่ากับว่าหน่วย CDU (crude distillation unit) จะมีอัตราการใช้กำลังการผลิต 95.2% เนื่องจากไม่มีการหยุดซ่อมบำรุง นอกจากนี้ BCP ตั้งเป้าค่าการกลั่นตลาด (GRM) อยู่ที่ 5-6 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2025 หรือเพิ่มขึ้นจาก 4.05 เหรียญสหรัฐ/บาร์เรลในปี 2024 ซึ่งส่วนหนึ่งเป็นผลมาจากการจัดหาน้ำมันดิบที่มีราคาไม่แพง

Synergy เพิ่มขึ้นจาก share swap น่าจะมีจำกัด

- BCP กล่าวระหว่างการประชุมนักวิเคราะห์ 1Q25 ที่จัดขึ้นในเดือนก.พ. 2025 ว่าบริษัทจะเข้าถือหุ้นใน BSRC เพิ่มอีก 18.3% ผ่านการแลกหุ้นหรือ "share swap" เพื่อให้ BCP มีอำนาจควบคุมการดำเนินงานของ BSRC มากยิ่งขึ้น แต่ยังคงแยกกันเป็นสองบริษัท นอกจากนี้ BCP กล่าวว่าหลังทำ share swap ทั้ง BCP และ BSRC จะยังมีผลประโยชน์ทางภาษีจากผลขาดทุนที่ยกมาจำนวน 2.5 พันล้านบาทและ 3.0 พันล้านบาทตามลำดับ ซึ่งผลประโยชน์ทางภาษีนี้อาจจะถูกยกเลิกในกรณีที่มีการโอนกิจการทั้งหมด (entire business transfer) หรือการควบรวมกิจการ (amalgamation) อย่างไรก็ตาม เรามองว่า synergy ด้านการดำเนินงานที่จะเพิ่มขึ้นจาก share swap น่าจะมีจำกัดเนื่องจากมีการระดมทุนที่สร้างมูลค่าเพิ่มมากที่สุดไปแล้วในปี 2023 เราจึงมองว่ากิจกรรมที่สามารถช่วยลดต้นทุนเพิ่มเติมจึงเหลือเพียงการปรับปรุงคุณภาพเรือแบบ multiple buoy mooring ให้แล้วเสร็จ ซึ่งจะช่วยให้ BSRC สามารถขนถ่ายน้ำมันจากเรือบรรทุกน้ำมันลำใหญ่หรือ VLCC (very large crude carrier) จากปัจจุบันแบบ Suezmax

สเปค SAF ไม่น่าสนใจ

- BCP เผยว่าการก่อสร้างโรงงานผลิตเชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน (SAF) มีความคืบหน้า 97% ในสิ้นปี 2024 และบริษัทได้มีการตกลงกับผู้ซื้อบางรายแล้ว อย่างไรก็ตาม BCP มีสิทธิ์ที่จะไม่นำส่ง SAF หากราคาตลาดไม่ถึงระดับที่กำหนดไว้ ทั้งนี้สเปค SAF-น้ำมันปรุงอาหารใช้แล้ว (UCO) อยู่ที่เพียง 0.26 บาท/ลิตร ใน 4Q24 จึงอาจทำให้โรงงาน SAF ของ BCP มีขาดทุนสุทธิ 1.1 พันล้านบาทในปี 2025 หากสเปคยังคงอยู่ที่ระดับนี้ ดังนั้น เราจึงมองว่า BCP อาจยังไม่เปิดดำเนินการโรงงานหลังก่อสร้างเสร็จในเดือนเม.ย. 2025

SAF อาจจุดผลประโยชน์แต่ยังแนะนำ "ขาย" และคงราคาเป้าหมาย

- BCP เชื่อว่าบริษัทแรกที่บุกเบิกตลาด SAF จะสามารถจัดหาราคาวัตถุดิบ UCO อย่างไรก็ตาม เรามองว่ามีความเป็นไปได้ค่อนข้างน้อยที่โครงการ SAF จะสร้างผลตอบแทนเป็นบวกในปี 2025-26 เนื่องจากอุปทานทั่วโลกกำลังเพิ่มขึ้น เราจึงยังแนะนำ "ขาย" BCP ที่ราคาเป้าหมายเดิม 32 บาทตามวิธี SOP เนื่องจากบริษัทยังมีอัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนค่อนข้างสูง (113% ในสิ้นปี 2024 vs. ค่าเฉลี่ยของโรงกลั่นไทย 63%) ขณะที่ต้นทุนดอกเบี้ยสูงน่าจะยังกดดันผลประโยชน์ของธุรกิจหลักในปี 2025 ส่วนปัจจัยลบที่จะจุดราคาของ BCP คืออัตราการใช้กำลังการผลิตที่ต่ำกว่าคาดของโรงกลั่นและการบันทึกขาดทุนจากการด้อยค่า ขณะที่ upside risk จะมาจาก crack spread ที่แข็งแกร่งกว่าคาดของน้ำมันดีเซลและต้นทุนน้ำมันดิบที่ลดลง

Financial Summary	Dec-23A	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue (THBm)	374,542	575,845	475,689	484,851	468,561
Operating EBITDA (THBm)	36,328	34,658	32,048	33,382	37,982
Net Profit (THBm)	5,844	2,184	4,648	7,389	9,039
Core EPS (THB)	6.59	0.93	3.38	5.37	6.56
Core EPS Growth	(36%)	(86%)	262%	59%	22%
FD Core P/E (x)	5.46	38.56	10.66	6.71	5.48
DPS (THB)	2.00	0.40	0.85	1.35	1.65
Dividend Yield	5.56%	1.10%	2.35%	3.74%	4.57%
EV/EBITDA (x)	4.99	5.35	5.70	5.30	4.40
P/FCFE (x)	2.98	4.93	NA	10.79	5.45
Net Gearing	104%	126%	113%	96%	76%
P/BV (x)	0.69	0.83	0.78	0.71	0.65
ROE	13.5%	1.9%	7.5%	11.1%	12.4%
EPS/Consensus EPS (x)			0.65	0.85	0.95

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

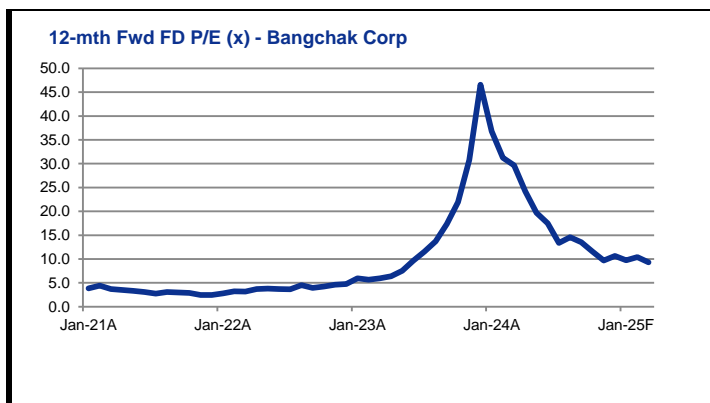
BY THE NUMBERS

Profit & Loss				
(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Net Revenues	589,877	487,689	496,851	479,561
Gross Profit	49,933	47,399	48,419	53,253
Operating EBITDA	34,658	32,048	33,382	37,982
Depreciation And Amortisation	(20,095)	(15,283)	(14,899)	(14,627)
Operating EBIT	14,563	16,765	18,484	23,355
Financial Income/(Expense)	(2,678)	(3,361)	(2,976)	(4,114)
Pretax Income/(Loss) from Assoc.	1,361	900	900	353
Non-Operating Income/(Expense)	2,974	0	0	0
Profit Before Tax (pre-EI)	16,219	14,304	16,408	19,594
Exceptional Items	4,639	0	0	0
Pre-tax Profit	20,858	14,304	16,408	19,594
Taxation	(16,818)	(6,583)	(5,816)	(7,138)
Exceptional Income - post-tax	0	0	0	0
Profit After Tax	4,040	7,721	10,592	12,456
Minority Interests	(1,856)	(3,073)	(3,203)	(3,417)
Preferred Dividends				
FX Gain/(Loss) - post tax				
Other Adjustments - post-tax				
Preference Dividends (Australia)				
Net Profit	2,184	4,648	7,389	9,039
Recurring Net Profit	1,286	4,648	7,389	9,039
Fully Diluted Recurring Net Profit	1,286	4,648	7,389	9,039
Normalised Net Profit	16,219	14,304	16,408	19,594
Fully Diluted Normalised Profit	14,363	11,232	13,205	16,177

Balance Sheet				
(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Total Cash And Equivalents	29,408	21,843	25,034	32,182
Total Debtors	33,323	28,695	29,245	28,268
Inventories	41,210	45,557	46,333	44,093
Total Other Current Assets	1,291	1,498	1,498	1,498
Total Current Assets	105,231	97,593	102,110	106,040
Fixed Assets	115,748	113,465	111,567	109,939
Total Investments	31,568	32,519	33,471	33,877
Intangible Assets	18,853	18,853	18,853	18,853
Total Other Non-Current Assets	45,141	45,241	45,341	45,441
Total Non-current Assets	211,311	210,079	209,232	208,111
Short-term Debt	15,030	10,000	10,000	10,000
Current Portion of Long-Term Debt	17,711	5,000	5,000	5,000
Total Creditors	39,413	37,051	37,594	36,027
Other Current Liabilities	9,023	9,023	9,023	9,023
Total Current Liabilities	81,177	61,074	61,617	60,049
Total Long-term Debt	23,547	37,476	35,476	33,476
Hybrid Debt - Debt Component				
Total Other Non-Current Liabilities	89,984	81,343	78,343	75,343
Total Non-current Liabilities	113,530	118,818	113,818	108,818
Total Provisions	35,361	35,361	35,361	35,361
Total Liabilities	230,068	215,253	210,796	204,228
Shareholders' Equity	59,745	63,539	69,423	76,409
Minority Interests	26,729	28,880	31,122	33,514
Total Equity	86,474	92,419	100,545	109,923

Cash Flow				
(THBm)	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
EBITDA	34,658	32,048	33,382	37,982
Cash Flow from Inv. & Assoc.	(1,361)	(900)	(900)	(353)
Change In Working Capital	(861)	(2,289)	(782)	1,649
(Incr)/Decr in Total Provisions				
Other Non-Cash (Income)/Expense				
Other Operating Cashflow	6,681	(4,005)	(3,277)	(6,407)
Net Interest (Paid)/Received	(7,001)	(6,061)	(5,676)	(5,617)
Tax Paid				
Cashflow From Operations	32,116	18,793	22,748	27,255
Capex	(21,247)	(13,000)	(13,000)	(13,000)
Disposals Of FAs/subsidiaries				
Acq. Of Subsidiaries/investments	0	(101)	(102)	(103)
Other Investing Cashflow	1,054	(50)	(50)	(50)
Cash Flow From Investing	(20,193)	(13,151)	(13,152)	(13,153)
Debt Raised/(repaid)	(1,868)	(12,453)	(5,000)	(5,000)
Proceeds From Issue Of Shares	(1,283)	0	0	0
Shares Repurchased				
Dividends Paid	(1,004)	(854)	(1,505)	(2,054)
Preferred Dividends				
Other Financing Cashflow	(14,250)	(0)	0	0
Cash Flow From Financing	(18,404)	(13,307)	(6,505)	(7,054)
Total Cash Generated	(6,481)	(7,665)	3,091	7,048
Free Cashflow To Equity	10,056	(6,811)	4,596	9,102
Free Cashflow To Firm	18,924	11,703	15,271	19,719

Key Ratios				
	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Revenue Growth	53.7%	(17.4%)	1.9%	(3.4%)
Operating EBITDA Growth	(4.6%)	(7.5%)	4.2%	13.8%
Operating EBITDA Margin	6.02%	6.74%	6.89%	8.11%
Net Cash Per Share (THB)	(79.26)	(75.71)	(69.77)	(60.94)
BVPS (THB)	43.39	46.14	50.42	55.49
Gross Interest Cover	2.08	2.77	3.26	4.16
Effective Tax Rate	80.6%	46.0%	35.4%	36.4%
Net Dividend Payout Ratio	3.8%	10.3%	14.0%	14.0%
Accounts Receivables Days	21.12	23.68	21.69	22.28
Inventory Days	30.18	35.96	37.40	38.71
Accounts Payables Days	25.60	27.42	26.18	27.10
ROIC (%)	6.7%	8.1%	8.9%	11.3%
ROCE (%)	7.0%	7.3%	8.1%	10.1%
Return On Average Assets	5.75%	5.66%	6.26%	7.58%



Key Drivers				
	Dec-24A	Dec-25F	Dec-26F	Dec-27F
Diesel crack spread (US\$/bbl)	15.7	15.0	17.5	20.0
Gasoline crack spread (US\$/bbl)	12.1	13.0	14.5	15.0
OKEA average selling prices (US\$/boe)	69.6	62.4	60.5	60.5
Refinery utilisation rate (%)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

SOURCES: CGSI RESEARCH, COMPANY REPORTS

DISCLAIMER

การเสนอคำแนะนำ ข้อมูลบทวิเคราะห์ และการคาดการณ์ รวมทั้งการแสดงความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมา และพิจารณาเห็นว่าน่าเชื่อถือ แต่ทั้งนี้ทางบริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด ไม่อาจรับรองความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าว ความเห็นที่แสดงไว้ในรายงานฉบับนี้ไม่ถือว่าการเสนอแนะหรือการซื้อหุ้นให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์ การนำไปใช้ซึ่งข้อมูล บทวิเคราะห์และการคาดการณ์ทั้งหลายที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้เป็นการนำไปใช้โดยให้ผู้ใช้ยอมรับความเสี่ยงและเป็นดุลยพินิจของผู้ใช้แต่ผู้เดียว






คำนิยามของ RECOMMENDATION (คำแนะนำการลงทุน)

คำแนะนำในหุ้น	คำแนะนำในภาคอุตสาหกรรม
ADD: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์มากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า	OVERWEIGHT: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนมากกว่า 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
HOLD: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์อยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า	NEUTRAL: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนอยู่ระหว่าง 0% ถึง 10% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า
REDUCE: ในกรณีผลตอบแทนของหุ้นที่คาดการณ์น้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า	UNDERWEIGHT: ในกรณีที่บริษัทจำนวนมากในอุตสาหกรรมที่คาดการณ์ว่ามีผลตอบแทนน้อยกว่า 0% ในช่วงเวลา 12 เดือนข้างหน้า

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR)

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายในในการประเมิน

อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ซีจีเอส อินเทอร์เน็ตเนชั่นแนล (ประเทศไทย) จำกัด มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
90 – 100		ดีเลิศ
80 – 89		ดีมาก
70 - 79		ดี
60 – 69		ดีพอใช้
50 – 59		ผ่าน
ต่ำกว่า 50	No logo given	N/A

จะทำการเผยแพร่รายชื่อเฉพาะบริษัทที่ได้คะแนนอยู่ในระดับ “ดี” ขึ้นไป ซึ่งมี 3 กลุ่มคือ “ดี” “ดีมาก” และ “ดีเลิศ” โดยประกาศรายชื่อบริษัทในแต่ละกลุ่มเรียงตามลำดับตัวอักษรชื่อย่อบริษัทในภาษาอังกฤษ

รายงานการประเมินการกำกับดูแลกิจการ (CGR) โดยสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย 2567



AAV	ABM	ACE	ACG	ADVANC	AE	AF	AGE	AH	AIT	AJ	AKP
AKR	ALLA	ALT	AMA	AMARIN	AMATA	AMATAV	ANAN	AOT	AP	ASIMAR	ASK
ASP	ASW	AURA	AWC	B	BAFS	BAM	BANPU	BAY	BBGI	BBL	BCH
BCP	BCPG	BDMS	BEC	BEM	BEYOND	BGC	BGRIM	BJC	BKIH	BLA	BPP
BR	BRI	BRR	BSRC	BTG	BTS	BTW	BWG	CBG	CENTEL	CFRESH	CHASE
CHEWA	CHOW	CIMBT	CIVIL	CK	CKP	CNT	COLOR	COM7	CPALL	CPAXT	CPF
CPL	CPN	CPW	CRC	CRD	CREDIT	CSC	CV	DCC	DDD	DELTA	DEMCO
DITTO	DMT	DOHOME	DRT	DUSIT	EASTW	ECF	ECL	EGCO	EPG	ERW	ETC
ETE	FLOYD	FN	FPI	FPT	FVC	GABLE	GC	GCAP	GFC	GFPT	GGC
GLAND	GLOBAL	GPSC	GRAMMY	GULF	GUNKUL	HANA	HARN	HENG	HMPRO	HPT	HTC
ICC	ICHI	III	ILINK	ILM	IND	INET	INSET	INTUCH	IP	IRC	IRPC
IT	ITC	ITEL	ITTHI	IVL	JAS	JTS	K	KBANK	KCC	KCE	KCG
KEX	KKP	KSL	KTB	KTC	KTMS	KUMWEL	LALIN	LANNA	LH	LHFG	LIT
LOXLEY	LPN	LRH	LST	M	MAJOR	MALEE	MBK	MC	M-CHAI	MCOT	MFC
MFEC	MINT	MODERN	MONO	MOONG	MOSHI	MSC	MST	MTC	MTI	MVP	NCH
NER	NKI	NOBLE	NRF	NSL	NTSC	NVD	NWR	NYT	OCC	OR	ORI
OSP	PAP	PB	PCC	PCSGH	PDJ	PEER	PG	PHOL	PIMO	PLANB	PLAT
PLUS	PM	PORT	PPP	PPS	PR9	PRG	PRIME	PRM	PRTR	PSH	PSL
PTT	PTTEP	PTTGC	Q-CON	QH	QTC	RATCH	RBF	RPC	RPH	RS	RT
RWI	S	S&J	SA	SAAM	SABINA	SAK	SAMART	SAMTEL	SAT	SAV	SAWAD
SC	SCAP	SCB	SCC	SCCC	SCG	SCGD	SCGP	SCM	SCN	SDC	SEAFCO
SEAOIL	SELIC	SENA	SENX	SGC	SGF	SGP	SHR	SICT	SIRI	SIS	SITHAI
SJWD	SKE	SKR	SM	SMPC	SNC	SNNP	SNP	SO	SONIC	SPALI	SPC
SPI	SPRC	SR	SSC	SSF	SSP	SSSC	STA	STECON	STGT	STI	SUC
SUN	SUTHA	SVI	SYMC	SYNEX	SYNTEC	TASCO	TBN	TCAP	TCMC	TEAMG	TEGH
TFG	TFMAMA	TGE	TGH	THANA	THANI	THCOM	THG	THIP	THRE	THREL	TIPH
TISCO	TK	TKS	TKT	TLI	TM	TMILL	TMT	TNDT	TNITY	TNL	TOA
TOG	TOP	TPAC	TPBI	TIPL	TIPIP	TPS	TQM	TQR	TRP	TRUBB	TRUE
TRV	TSC	TSTE	TSTH	TTA	TTB	TTCL	TTW	TU	TVDH	TVO	TVT
TWPC	UAC	UBE	UBIS	UKEM	UPF	UPOIC	UV	VARO	VGI	VIH	WACOAL
WGE	WHA	WHAUP	WICE	WINMED	WINNER	ZEN					



2S	AAI	ADB	AEONTS	AHC	AIRA	APCO	APCS	APURE	ARIP	ARROW	ASIAN
ATP30	AUCT	AYUD	BA	BBIK	BC	BE8	BH	BIZ	BOL	BSBM	BTC
CH	CI	CIG	CM	COCOCO	COMAN	CPI	CSS	DTCENT	EVER	FE	FORTH
FSMART	FSX	FTI	GEL	GIFT	GPI	HUMAN	IFS	INSURE	JCK	JDF	JMART
KGI	KJL	KTIS	KUN	L&E	LHK	MATCH	MBAX	MEGA	METCO	MICRO	NC
NCAP	NCL	NDR	ONEE	PATO	PDG	PJW	POLY	PQS	PREB	PROUD	PSG
PSP	PSTC	PT	PTECH	PYLON	QLT	RABBIT	RCL	SAPPE	SECURE	SFLEX	SFT
SINO	SMT	SPCG	SPVI	STANLY	STPI	SUPER	SUSCO	SVOA	SVT	TACC	TAE
TCC	TEKA	TFM	TITLE	TKN	TMD	TNR	TPA	TPCH	TPCS	TPLAS	TPOLY
TRT	TURTLE	TVH	UBA	UP	UREKA	VCOM	VIBHA	VRANDA	WARRIX	WIN	WP



A5	ADD	AIE	ALUCON	AMC	AMR	ARIN	ASEFA	ASIA	ASN	BIG	BIOTEC
BIS	BJCHI	BLC	BVG	CEN	CGH	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHOTI	CITY	CMC
CPANEL	CSP	DEXON	DOD	DPAINT	DV8	EASON	EE	EFORL	EKH	ESTAR	ETL
FNS	GBX	GENCO	GTB	GYT	ICN	IIG	IMH	IRCP	J	JCKH	JMT
JPARK	JR	JSP	JUBILE	KBS	KCAR	KIAT	KISS	KK	KWC	LDC	LEO
MCA	META	MGC	MITSIB	MK	NAM	NOVA	NTV	NV	OGC	PACO	PANEL
PHG	PIN	PRAPAT	PRI	PRIN	PROEN	PROS	PTC	READY	ROCTEC	SABUY	SALEE
SAMCO	SANKO	SCI	SE	SE-ED	SINGER	SISB	SKN	SKY	SMD	SMIT	SORKON
SPG	SST	STC	STOWER	STP	SVR	SWC	TAKUNI	TC	TFI	TMC	TMI
TNP	TOPP	TRU	UEC	UOBKH	VL	WAVE	WFX	WIJK	XO	XPG	YUASA
ZAA											

ข้อมูล Anti-Corruption Progress Indicator ของบริษัทจดทะเบียน

ได้รับการรับรอง

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

ประกาศเจตนาสมัคร

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

ไม่เปิดเผยหรือไม่มีนโยบาย

24CS	3K-BAT	A	A5	AAV	ABM	ACAP	ACC	ACG	ADD	ADVICE	AEONTS
AFC	AGE	AHC	AIT	AJA	AKR	AKS	ALLA	ALPHAX	ALUCON	AMARC	AMR
ANAN	AOT	APO	APP	APURE	AQUA	ARIN	ARIP	ARROW	ASEFA	ASIA	ASIMAR
ASN	ATP30	AU	AUCT	AURA	BA	BBIK	BC	BCT	BDMS	BEAUTY	BEM
BGT	BH	BIG	BIOTEC	BIS	BIZ	BJC	BJCHI	BKD	BKGI	BKIH	BLC
BLESS	BLISS	BM	BOL	BPS	BR	BROCK	BSM	BSRC	BTC	BTNC	BTW
BUI	BVG	CCET	CCP	CEYE	CGD	CH	CHAO	CHARAN	CHAYO	CHIC	CHO
CITY	CIVIL	CK	CKP	CMAN	CMO	CMR	CNT	COCOCO	COLOR	COMAN	CPANEL
CPH	CPR	CPT	CRANE	CRD	CREDIT	CSP	CSR	CSS	CTW	CWT	D
DCON	DDD	DHOUSE	DOD	DPAIN	DTCENT	DTCI	DV8	EASON	EE	EFORL	EKH
EMC	ESTAR	ETL	EURO	F&D	FANCY	FE	FM	FMT	FN	FORTH	FTI
FVC	GABLE	GENCO	GFC	GIFT	GL	GLAND	GLOCON	GLORY	GRAMMY	GRAND	GTB
GTV	GYT	HFT	HPT	HTECH	HYDRO	I2	IIG	IMH	IND	INGRS	INSET
IRC	IRCP	IROYAL	IT	ITD	ITNS	ITTHI	J	JAK	JCK	JCKH	JCT
JKN	JMT	JPARK	JSP	JUBILE	KAMART	KBS	KC	KCG	KCM	KDH	KEX
KIAT	KISS	KK	KKC	KLINIQA	KOOL	KTIS	KTMS	KUMWEL	KUN	KWC	KWI
KWM	KYE	LALIN	LEE	LEO	LOXLEY	LPH	LST	LTS	MAGURO	MANRIN	MASTER
MATI	MCA	M-CHAI	MCS	MDX	MEB	MEDEZE	METCO	MGC	MGI	MGT	MICRO
MIDA	MK	ML	MORE	MPJ	MST	MTW	MUD	MVP	NAM	NAT	NC
NCH	NCL	NCP	NDR	NEO	NETBAY	NEW	NEWS	NFC	NL	NNCL	NOK
NOVA	NPK	NSL	NTV	NUSA	NV	NVD	NWR	NYT	OHTL	OKJ	ONEE
ORN	PACO	PAF	PANEL	PCC	PCE	PEACE	PEER	PERM	PF	PHG	PICO
PIN	PJW	PLT	PMC	PMTA	POLAR	PORT	PPM	PRAKIT	PRAPAT	PRECHA	PRIN
PRO	PSG	PSP	PTL	QTCG	RAM	RCL	READY	RICHY	RJH	ROCK	ROCTEC
ROH	ROJNA	RP	RPC	RPH	RSP	S11	SABUY	SAF	SAFARI	SAFE	SALEE
SAM	SAMART	SAMCO	SAMTEL	SANKO	SAUCE	SAV	SAWANG	SCI	SCL	SCP	SDC
SE	SEAFCO	SECURE	SEI	SGF	SHANG	SIAM	SICT	SIMAT	SISB	SK	SKN
SKY	SLP	SMART	SMD	SMT	SO	SPA	SPCG	SPG	SPREME	SPVI	SQ
SR	SRS	SSC	STANLY	STC	STECH	STECON	STHAI	STI	STP	STPI	STX
SUC	SUN	SUTHA	SVR	SWC	SYNEX	TACC	TAN	TAPAC	TATG	TC	TCC
TCJ	TCMC	TCOAT	TEAM	TEAMG	TEKA	TERA	TFM	TGPRO	TH	THAI	THANA
THE	THG	THMUI	TIGER	TITLE	TK	TKC	TLI	TM	TMAN	TMC	TMW
TNDT	TNH	TNPC	TOA	TPBI	TPCH	TPPL	TPIPP	TPL	TPOLY	TPS	TQR
TR	TRC	TRITN	TRP	TRUBB	TRV	TSE	TSR	TTA	TTI	TTT	TTW
TVH	TVT	TWP	TWZ	TYCN	UAC	UBA	UBE	UMI	UMS	UNIQ	UP
UPOIC	UTP	UVAN	VARO	VL	VPO	VRANDA	VS	W	WARRIX	WAVE	WFX
WGE	WINDOW	WINMED	WINNER	WORK	WP	YGG	YONG	ZAA	ZIGA		