

29 มกราคม 2559

พลังงานและสาธารณูปโภค

TOP

บมจ. ไทยออยล์

Current	Previous	Close	2016 TP	Exp Return	Anti-corrupt	CGR 2015
HOLD	HOLD	64.00	70.00	+ 9.4%	5	5

Consolidated earnings

BT (mn)	2014	2015	2016E	2017E
Normalized earnings	-7,240	13,231	15,433	15,575
Net profit	-4,026	12,059	13,735	15,304
Normalized EPS (Bt)	-3.55	6.49	7.57	7.63
% growth Y-Y	nm	nm	16.6	0.9
EPS (Bt)	-1.97	5.91	6.73	7.50
% growth Y-Y	nm	nm	13.9	11.4
EPS (Bt) - full dilution	-1.97	5.91	6.73	7.50
% growth Y-Y	nm	nm	13.9	11.4
Dividend (Bt)	1.16	1.16	2.69	3.00
BV/share (Bt)	40.54	44.95	50.08	54.73
EV/EBITDA (x)	63.5	6.7	5.5	5.3
Normalized PER (x)	-18.0	9.9	8.5	8.4
PER (x)	-32.4	10.8	9.5	8.5
PBV (x)	1.6	1.4	1.3	1.2
Dividend yield (%)	1.8	1.8	4.2	4.7
YE No. of shares (million)	2,040	2,040	2,040	2,040
No. of shares - full dilution	2,040	2,040	2,040	2,040
Par (Bt)	10.00	10.00	10.00	10.00

Source: Company data, FSS estimates

Share data

Close (28/01/2016)	64.00
SET Index	1,288.40
Foreign limit/actual (%)	40.00/23.97
Paid up shares (million)	2,040.03
Free float (%)	50.04
Market cap (Bt m)	130,561.78
Avg daily T/O (Bt m) (2016 YTD)	523.21
hi, lo, avg (Bt) (2016 YTD)	68.50, 62.25, 65.24

Source: Setsmarts



Source: SET

Analyst: Jitra Amornthum
 Register No.: 014530
Assistant Analyst: Parinth Nikornkittikosol
 Tel.: +662 646 9966
 email: jitra.a@fnsyrus.com
 www.fnsyrus.com

คาดผลประกอบการ 4Q15 โดดเด่น แม้ขาดทุนสต็อกน้ำมัน

เรคาดกำไรสุทธิ 3,627 ล้านบาทใน 4Q15 ต่ำกว่าที่คาดไว้เดิมเล็กน้อย จากราคาน้ำมันดิบปรับลงรุนแรงใน 4Q15 เหลือ US\$32.1/บาร์เรล จาก US\$44.0/บาร์เรลสิ้น 3Q15 ทำให้เกิดขาดทุนสต็อกรวมกับ NRV จำนวน 4,396 ล้านบาท ส่วนผลประกอบการหลักได้แรงหนุนจากค่าการกลั่น และ Spread ของธุรกิจอะโรมาติกส์ที่ดีขึ้น และมีกำไรจากรายการพิเศษ ส่งผลให้ทั้งปีน่าจะมีกำไรสุทธิ 12,059 ล้านบาท พ้นจากปี 2014 ที่ขาดทุนสุทธิ 4,026 ล้านบาท สำหรับปี 2016 เรคาดกำไรสุทธิ 13,735 ล้านบาท +13.9% Y-Y ได้แรงหนุนจากโครงการ LABIX และโรงไฟฟ้า TOP SPP ที่จะ COD ใหม่ และธุรกิจปิโตรเคมีที่เติบโตเล็กน้อยตาม BZ spread ช่วยชดเชยธุรกิจโรงกลั่นที่คาดว่าจะทรงตัวได้ และอย่างน้อยในช่วง 1H16 ยังเป็นช่วงเวลาที่ดีของโรงกลั่นจากราคาน้ำมันดิบโลกที่ยังอยู่ในระดับต่ำ แต่ด้วย upside ที่แคบต่ำกว่า 10% เมื่อเทียบกับราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 70 บาท (EV/EBITDA 6 เท่า) ทำให้ยังคงแนะนำ "ถือ"

กำไร 4Q15 โดดเด่นด้วยค่าการกลั่นและรายการพิเศษ ลดผลกระทบของขาดทุนจากสต็อกได้บ้าง

เรคาดผลประกอบการ 4Q15 พลิกกลับมามีกำไรสุทธิ 3,627 ล้านบาท โดยมีแรงหนุนจากค่าการกลั่นตลาดที่ราว US\$8.5/บาร์เรล (+30% Q-Q) และ P2F จากธุรกิจอะโรมาติกส์ที่ US\$108/ตัน (+100% Q-Q) โดยค่าการกลั่นปรับตัวขึ้นจากสเปรดของน้ำมันอากาศยานและดีเซล โดย JET-DB อยู่ที่ US\$14.0/บาร์เรล (+29.2% Q-Q) และ DIESEL-DB อยู่ที่ US\$13.7/บาร์เรล (+27.3% Q-Q) ส่วน Spread ของธุรกิจธุรกิจอะโรมาติกส์ปรับขึ้นตามสเปรดของ Paraxylene (+23.4% Q-Q) และ Benzene (+32.0% Q-Q) นอกจากนี้ ยังได้แรงหนุนจากกำไรพิเศษ คือกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยน 393 ล้านบาทจากค่าเงินบาทที่แข็งค่าขึ้นราว 0.3 บาท/ดอลลาร์ และกำไรจาก Hedging ราว 1,070 ล้านบาท ชดเชยผลขาดทุนจากสต็อกและ NRV ราว 4,396 ล้านบาทได้บ้าง

1H16 ยังเป็นเวลาที่ดีของโรงกลั่น

ภาวะราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำในปัจจุบันหนุนค่าการกลั่นให้สูงขึ้นจากต้นทุนวัตถุดิบและค่าเชื้อเพลิงที่ต่ำลง และยังช่วยหนุนความต้องการใช้ผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียม โดยเฉพาะน้ำมันเบนซิน แม้เราจะมองว่าราคาน้ำมันดิบโลกในปัจจุบันมี downside ต่ำและจะเริ่มทยอยปรับขึ้นในครึ่งปีหลัง แต่โดยรวมทั้งปีก็ยังถือว่าราคาน้ำมันดิบยังอยู่ในระดับต่ำเมื่อเทียบกับอดีต และแม้ว่าค่าการกลั่นจะชะลอลงในครึ่งปีหลัง แต่ก็คาดว่าค่าการกลั่นตลาดปี 2016 ที่ US\$6.6/บาร์เรล ชะลอเล็กน้อยจากปี 2015 ที่อยู่ที่ US\$7.8/บาร์เรล โดยที่ 1H16 ยังเป็นช่วงเวลาที่ดีของโรงกลั่น

Upside จำกัดคงคำแนะนำ "ถือ"

กำไรสุทธิใน 4Q15 ที่ต่ำกว่าที่คาดเดิมเล็กน้อย ทำให้เราประมาณการกำไรสุทธิปี 2015 ลงเล็กน้อย 3% โดยทั้งปี 2015 คาดมีกำไรสุทธิ 12,059 ล้านบาท โดยมี Accounting GRM เฉลี่ยที่ \$5.7/บาร์เรล พลิกจากขาดทุนสุทธิ 4,026 ล้านบาทในปี 2014 ส่วนปี 2016 เรคาดทิศทางราคาน้ำมันจะปรับตัวขึ้นช่วงครึ่งหลังของปี ซึ่งจะช่วยให้ GRM ชะลอเล็กน้อยตาม Spread ของ Gasoline ที่แคบลง แต่จะมีรายได้เพิ่มขึ้นจากโครงการ LABIX และโรงไฟฟ้า TOP SPP จึงคาดกำไรสุทธิ 13,735 ลบ. +13.9% Y-Y เราประเมินราคาเป้าหมายปี 2016 ที่ 70 บาทต่อหุ้น อิง EV/EBITDA ที่ 6.0 เท่า ใกล้เคียงค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม และ คิดเป็น Implied P/E เพียง 10.4 เท่า ทั้งนี้ ราคาหุ้นปรับตัวขึ้นมาสะท้อนแนวโน้มผลประกอบการบ้างแล้วจนทำให้ Upside แคบลงเหลือต่ำกว่า 10% จึงคงคำแนะนำ "ถือ"

ประเด็นการลงทุน

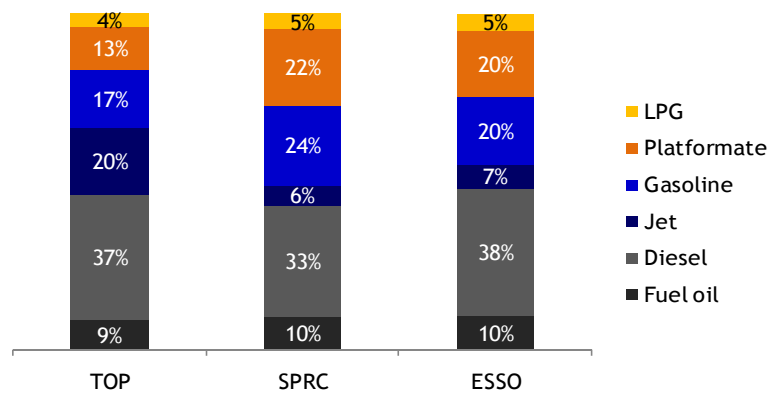
ปีนี้เป็นเวลาที่ดีของโรงกลั่น

ภาวะตลาดในปัจจุบันเอื้อประโยชน์ให้แก่อุตสาหกรรมโรงกลั่น ตามค่าการกลั่นที่สูงขึ้นจากราคาน้ำมันที่อยู่ในระดับต่ำ เนื่องจากต้นทุนวัตถุดิบและค่าเชื้อเพลิงต่ำลง ขณะที่ความต้องการผลิตภัณฑ์ปิโตรเลียมยังขยายตัว โดยเฉพาะน้ำมันเบนซินที่ได้แรงกระตุ้นจากราคาที่อยู่ในระดับต่ำ โดยค่าการกลั่นสิงคโปร์ปี 2015 เฉลี่ยอยู่ที่ US\$7.6/บาร์เรล ขณะที่ค่าเฉลี่ย 5 ปีล่าสุดอยู่ที่ US\$6.5/บาร์เรล

ขณะที่ธุรกิจโรงแปดก๊าสเรามองว่าน่าจะเติบโตได้จากการรับรู้รายได้โครงการ LABIX ขณะที่ธุรกิจเดิมน่าจะเติบโตได้เล็กน้อยตาม Spread ของ Benzene เนื่องจากตลาดหลักคือจีน เศรษฐกิจยังชะลอตัว ทำให้ Demand น่าจะยังอ่อนแอต่อไป อย่างไรก็ตาม การที่อิหร่านถูกยกเลิกคว่ำบาตร จะทำให้อิหร่านหันกลับไปส่งออกปิโตรเคมีสู่ตลาดยุโรปแทน เนื่องจากเป็นตลาดเดิมของอิหร่านก่อนถูก Sanction และ ได้ Margin มากกว่า ทำให้ Supply ในภูมิภาคอาจตึงตัวขึ้น อย่างไรก็ตาม ธุรกิจ Lube oil คาดว่าน่าจะทรงตัว เนื่องจาก Product spread ของ Bitumen ที่สูงในปี 2015 น่าจะเริ่มชะลอลงในปีนี้

สำหรับโรงกลั่นของ TOP มีกำลังการกลั่น 275 KBD มีสัดส่วนการกลั่นเทียบกับคู่แข่งในตลาด ดังนี้

Product Slate



Source: Company data and FSS Research

Key drivers

	2010	2011	2012	2013	2014	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015
GRM (\$/bbl)	3.3	4.6	5.3	4.3	5.7	8.8	7.4	6.6
Accounting GRM (\$/bbl)	4.1	6.2	4.5	5.1	1.2	7.3	9.9	1.7
P2F - Aromatics (\$/ton)	112	143	126	147	46	11	76	54
P2F - Base oil (\$/ton)	142	178	135	144	112	108	139	119
GIM (\$/bbl)	5.7	7.8	7.6	6.8	6.2	8.9	9.0	7.8
Accounting GIM (\$/bbl)	6.5	9.3	6.9	7.6	1.9	7.4	11.4	3.1

Source: Company data and FSS Research

Key product spread margin

	Q1/2014	Q2/2014	Q3/2014	Q4/2014	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015	Q4/2015
Dubai (\$/bbl)	104.4	106.1	101.5	74.4	52.1	61.4	50.1	40.6
ULG95-DB (\$/bbl)	14.6	16.1	13.2	13.4	15.4	19.8	19.4	18.7
JET-DB (\$/bbl)	17.0	14.3	14.5	17.7	17.0	13.5	10.9	14.0
Diesel-DB (\$/bbl)	17.8	16.0	14.4	16.0	16.3	13.7	10.8	13.7
HSFO-DB (\$/bbl)	-8.5	-10.6	-8.4	-5.6	-1.9	-3.5	-8.1	-6.6
PX-ULG95 (\$/ton)	273.0	220.0	371.0	252.0	254.5	246.4	233.1	287.5
BZ-ULG95 (\$/ton)	285.0	254.0	327.0	207.0	102.2	115.5	75.9	100.2
500SN-HSFO (\$/ton)	486.0	501.0	500.0	493.0	373.0	400.0	507.0	451.6
Bitumen-HSFO (\$/ton)	-69.0	-77.0	-66.0	85.0	24.3	21.2	81.4	105.2

Source: Company data and FSS Research

4Q15 กำไรโดดเด่นด้วยค่าการกลั่น และ รายการพิเศษ แม้ถูกจุดด้วยผลขาดทุนสต็อก

เราคาดผลประกอบการ 4Q15 พลิกกลับมามีกำไรสุทธิ 3,627 ล้านบาท โดยมีแรงหนุนจากค่าการกลั่นตลาดที่สูงราว US\$8.5/บาร์เรล (+30% Q-Q) และ P2F จากธุรกิจอะโรมาติกส์ที่น่าจะสูงระดับ US\$108/ตัน (+100% Q-Q) โดยค่าการกลั่นปรับสูงขึ้นจากสเปรดของน้ำมันอากาศยานและดีเซล โดย JET-DB อยู่ที่ US\$14.0/บาร์เรล (+29.2% Q-Q) และ DIESEL-DB อยู่ที่ US\$13.7/บาร์เรล (+27.3% Q-Q) ส่วน P2F Aromatics ปรับขึ้นตามสเปรดของ Paraxylene (+23.4% Q-Q) และ Benzene (+32.0% Q-Q) นอกจากนี้ ยังได้แรงหนุนผลประกอบการจากรายการพิเศษ โดยคาดว่าอัตราแลกเปลี่ยนที่แข็งค่าขึ้นใน 4Q15 ราว 0.3 บาท/ดอลลาร์สหรัฐ จะทำให้ TOP มี FX gain 393 ล้านบาท รวมกำไรจาก Hedging ราว 1,070 ล้านบาท อย่างไรก็ตามราคาน้ำมันดิบที่ปรับตัวลงจาก US\$44.0/บาร์เรล ณ สิ้นไตรมาส 3 สู้อยู่ที่ US\$32.1/บาร์เรล ณ สิ้นไตรมาส 4 (-27% Q-Q) ทำให้มีผลขาดทุนสต็อกรวม NRV ราว 4,396 ล้านบาท

รับรู้รายได้จากโครงการ LABIX และ TOP SPP

สำหรับผลประกอบการปี 2016 เราคาดว่าจะมีกำไรที่ 13,735 ล้านบาท (+13.9% Y-Y) ภายใต้สมมติฐาน Accounting GRM ที่ US\$6.4/บาร์เรล ใกล้เคียงกับปีนี้ที่ US\$5.7/บาร์เรล นอกจากนี้ ยังมีการรับรู้รายได้เพิ่มจากโครงการ LABIX และ TOP SPP

โครงการ LABIX

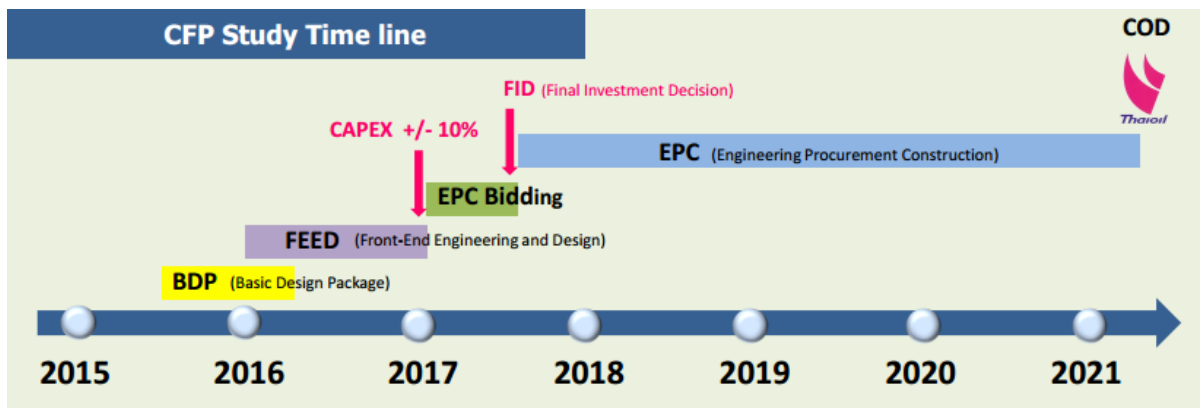
เป็นการร่วมทุนระหว่าง TPX กับ Mitsui โดยถือหุ้นในสัดส่วน 75:25 ซึ่งจะสามารนำ Benzene และ Jet มาผลิตสาร LAB (Linear Alkyl Benzene) เพื่อเพิ่มมูลค่าให้ผลิตภัณฑ์ได้ มีกำลังการผลิต 120,000 ตันต่อปี โดยสาร LAB จะใช้ในการผลิตผงซักฟอกและสารทำความสะอาด เงินลงทุนทั้งหมด US\$400mn จะเริ่มรับรู้รายได้ช่วง 1Q16 คาดว่าน่าจะเพิ่ม GIM ได้ราว US\$0.4-0.6/บาร์เรล

โครงการ TOP SPP

เป็นโรงงานผลิตไฟฟ้าและไอน้ำ มีกำลังการผลิต 239 MW และ 498 ตัน/ชม. เงินลงทุนทั้งหมด US\$380mn จะเริ่ม COD ช่วง 2Q16

แม้ว่าหลังจาก COD โครงการ TOP SPP และ LABIX ในปี 2016 แล้วจะไม่มีการลงทุนใหญ่ในช่วง 1-2 ปีนี้ แต่ TOP กำลังศึกษาโครงการ Clean Fuel Project (CFP) ซึ่งจะช่วยเพิ่มประสิทธิภาพของผลิตภัณฑ์โดยการอัพเกรด Fuel oil ให้มีมูลค่ามากขึ้น ส่งผลให้ GRM สูงขึ้น นอกจากนี้ ยังจะขยาย Capacity โดยการสร้างหอกลิ้นใหม่ CDU-4 มาแทนที่ CDU-1 และ CDU-2 ที่มีกำลังการกลั่นรวม 100 KBD และอายุราว 50 ปี โดยคาดว่าจะทำให้กำลังการกลั่นรวมเพิ่มอีก 100 KBD รวมเป็น 375 KBD โดยคาดว่าจะได้เห็นความชัดเจนในปี 2017-2018 และจะใช้เวลาก่อสร้างราว 4 ปี ซึ่งหากทำสำเร็จจะทำให้ TOP มีความได้เปรียบในการแข่งขันสูงขึ้นและมีกำลังการกลั่นสูงที่สุดในประเทศ

Clean Fuel Project Time Line



Source: Thaioil

กำลังการผลิตของโรงกลั่นในประเทศ ณ ปี 2014

Company Name	Refinery Structure	Barrel/day
PTTGC	Complex	280,000
Thai oil	Complex	275,000
IRPC	Complex	215,000
ESSO	Complex	177,000
SPRC	Complex	165,000
BCP	Complex	120,000
RPCG	Condensate residue	17,000
Fang	Simple	2,500

การประเมินมูลค่าหุ้น

เราประเมินมูลค่าหุ้นอ้างอิง EV/EBITDA ปี 2016 ที่ 6.0 เท่า ใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรม ได้มูลค่าราคาหุ้นเหมาะสมปี 2016 เท่ากับ 70.00 บาทต่อหุ้น คิดเป็น Implied P/E ปี 2016 10.4 เท่า ซึ่ง ณ ราคาปัจจุบันมี Upside เพียง 9.4% เราจึงคงคำแนะนำ "ถือ"

	Market Capitalization	EV/EBITDA 2016	P/E 2016	Dividend Yield
Star Petroleum Refinery	40,757	3.3	4.6	-
IRPC	91,138	7.5	9.9	1.8
Bangchak Petroleum	46,127	5.7	7.8	4.2
ESSO Thailand	16,751	6.6	7.6	-
Average	71,782	6.6	8.8	2.1
Sinopec Shanghai	275,849	8.9	19.6	-
Hindustan Petroleum	162,005	7.2	9.2	2.8
New Zealand Refining	27,372	4.9	8.5	1.9
Indian Oil	589,024	6.5	8.8	1.5
Bharat Petroleum	350,646	6.7	10.2	2.5
SK Innovation	366,365	6.4	9.3	-
Petron	41,094	6.3	7.3	0.9
China Petroleum & Chemical	2,975,506	4.7	9.8	5.8
Reliance Industries	1,853,097	8.4	11.3	0.9
Average	598,483	6.5	10.3	1.9
Weighted average	532,930	6.4	10.5	3.2

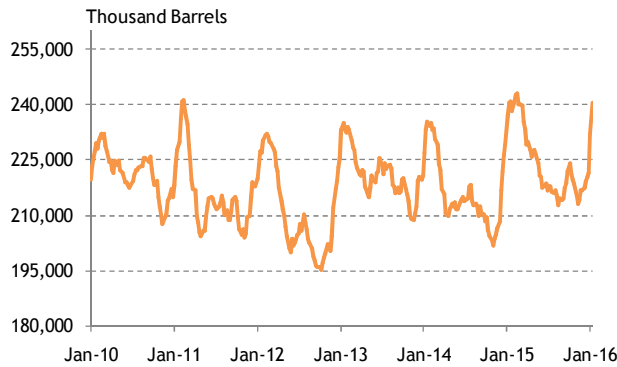
Source: Bloomberg and FSS Research

TOP ดูน่าสนใจกว่า SPRC ในแง่ความยั่งยืน

สำหรับคู่แข่งในตลาดโรงกลั่น นอกจาก TOP แล้ว เรายังมองว่า SPRC ก็เป็นอีกหนึ่งรายที่น่าสนใจ โดยหากมองที่ Product spread แล้ว SPRC อาจได้ประโยชน์จากค่าการกลั่นรอบนี้มากกว่า เนื่องจากค่าการกลั่นที่ปรับขึ้นครั้งนี้ขับเคลื่อนหลักจาก Spread ของน้ำมันเบนซิน ซึ่ง SPRC มีสัดส่วนน้ำมันเบนซินมากที่สุดในกลุ่ม อย่างไรก็ตาม ในระยะยาวเราชอบ TOP มากกว่า เนื่องจาก 1.) เราเชื่อว่า Product spread ของน้ำมันเบนซินตอนนี้สูงมากแล้ว ทำให้เป็นไปได้ยากที่จะขับเคลื่อน GRM ให้สูงขึ้นไปอีก รวมถึงปัจจุบันเริ่มมีสัญญาณด้านลบออกมาหลังตัวเลขน้ำมันเบนซินคงคลังสหรัฐฯเพิ่มสูงขึ้น นอกจากนี้ ผลจากราคาน้ำมันถูกลงทำให้เกิดการกระตุ้น Demand น้ำมันเบนซินอย่างที่ผ่านมาจะชะลอลง อย่างไรก็ตาม ช่วง 1-2 ปีนี้เรามองว่าน้ำมันดิบน่าจะอยู่ในภาวะอุปทานล้นตลาดต่อไป ทำให้ราคาน่าจะทรงตัวในระดับต่ำ ส่งผลให้มีความต้องการใช้น้ำมันเบนซินอย่างต่อเนื่อง ซึ่งจะทำให้ GRM ทรงตัวอยู่ในระดับสูงต่อไปได้ แต่อาจมีการชะลอลงจากปี 2015 เล็กน้อย 2.) ด้านน้ำมันดีเซล และ Jet เนื่องจากเป็น Commercial oil ซึ่ง Demand ขึ้นอยู่กับภาวะเศรษฐกิจเป็นหลัก โดยปัจจุบันเศรษฐกิจจีนและยุโรปยังมีทิศทางชะลอตัวทำให้เราไม่คิดว่า Product spread จากน้ำมันดีเซล และ Jet จะหนุน GRM ให้สูงขึ้นได้มาก 3.) ผลประกอบการ SPRC ผันผวนกว่า TOP เนื่องจาก TOP เป็น Integrated refinery ซึ่งมีธุรกิจต่อยอดจากโรงกลั่น ขณะที่ SPRC มีธุรกิจโรงกลั่นเพียงอย่างเดียว ดังนั้น ไม่ว่า Accounting GRM จะลดลงจาก Product spread หรือ ผลขาดทุน Stock

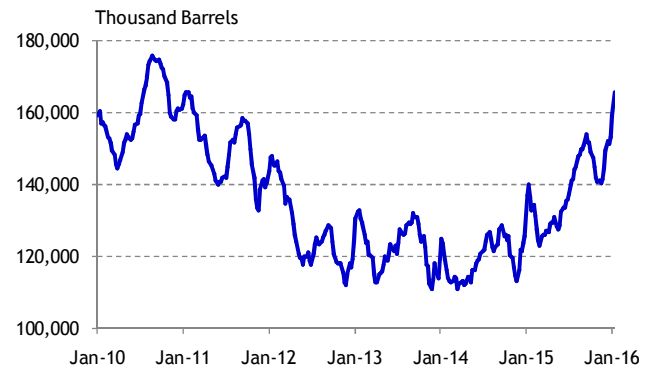
gain/loss ย่อมกระทบต่อ SPRC มากกว่า 4.) SPRC ไม่มีแผนการลงทุนในอนาคตอันใกล้ นอกจากนี้ เราประเมินว่ากระแสเงินสดของ SPRC ก็ไม่สนับสนุนให้เกิดการลงทุนในช่วงนี้ ขณะที่ TOP แม้ยังไม่มีการลงทุนใหญ่ใน 1-2 ปีนี้ แต่มีกระแสเงินสดเพียงพอพร้อมสนับสนุนการลงทุนในอนาคต และปัจจุบันกำลังศึกษาโครงการ Clean Fuel Project ซึ่งจะทำให้ TOP สามารถอพยพเกรดคุณภาพผลิตภัณฑ์ และ ขยายกำลังการผลิตได้

U.S. Gasoline Inventory



Source: EIA, FSS estimates

U.S. Distillate Inventory



Source: EIA, FSS estimates

Sensitivity analysis

TOP

Impact of changing oil price (US\$/bbl.)	(15)	(10)	(5)	-	5	10	15
Sales (%)	-14%	-9%	-5%	-	5%	9%	14%
Inventory Loss (million Bt)	(5,428)	(3,913)	(2,398)	(883)	632	2,147	3,662
Net profit (%)	-25%	-16%	-8%	-	8%	16%	25%
Target Price (%)	-17%	-11%	-6%	-	6%	11%	17%
Target Price (million Bt)	58.0	61.8	65.6	70.0	73.3	77.1	80.9

SPRC

Impact of changing oil price (US\$/bbl.)	(15)	(10)	(5)	-	5	10	15
Sales (%)	-18%	-12%	-6%	-	6%	12%	18%
Inventory Loss (million Bt)	(4,100)	(2,955)	(1,811)	(666)	479	1,623	2,768
Net profit (%)	-49%	-33%	-16%	-	16%	32%	48%
Target Price (%)	-41%	-28%	-14%	-	14%	27%	41%
Target Price (million Bt)	6.3	7.8	9.3	10.5	12.3	13.8	15.3

Source: FSS estimates

ความเสี่ยง

ผลประกอบการของผัฒนตามค่าการกลั่น และ ราคาหน้ามัน เนื่องจากผลประกอบการของอุตสาหกรรมโรงกลั่นขึ้นอยู่กับค่าการกลั่น ซึ่งปัจจัยที่กระทบต่อค่าการกลั่น ได้แก่ ราคาผลิตภัณฑ์และราคาวัตถุดิบ โดยทั้งราคาผลิตภัณฑ์และราคาวัตถุดิบมีลักษณะเป็นวัฏจักร และ ขึ้นอยู่กับหลายปัจจัยซึ่งอยู่เหนือการควบคุมของบริษัท เช่น ภาวะเศรษฐกิจ สภาพอากาศ อุปสงค์และอุปทานของน้ำมัน ปัจจัยทางการเมือง อุบัติเหตุ โครงสร้างการกำหนดราคา นโยบายของรัฐบาลและกฎหมาย เป็นต้น นอกจากนี้ เนื่องจากบริษัทต้องสำรองน้ำมันดิบคงคลังตามกฎหมาย จึงมีความเสี่ยงจากราคาน้ำมันทำให้เกิดผลกำไร/ขาดทุนสต็อกน้ำมัน อย่างไรก็ตาม ความผันผวนจากราคาน้ำมันเป็นความเสี่ยงที่เกิดจากราคาน้ำมันในตลาดโลกซึ่งไม่สามารถหลีกเลี่ยงได้

โรงกลั่นหยุดการดำเนินงานนอกแผนที่วางไว้ โดยทั่วไป จะมีแผนการหยุดเพื่อซ่อมบำรุงใหญ่ทุกๆ 5 ปี และอาจมีการหยุดเดินเครื่องจักรบางส่วนระหว่างการตามความจำเป็น ทั้งนี้ การหยุดเดินเครื่องจักรนอกแผนกำหนดเป็นเวลานานอาจทำให้ปริมาณผลิตภัณฑ์ที่ได้น้อยลง ส่งผลให้รายได้และผลประกอบการไม่เป็นไปตามคาดหมาย

Income Statement (Consolidated)						Cash Flow Statement (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Revenue	414,575	390,090	290,727	203,230	221,334	Net profit	9,316	-4,026	12,059	13,735	15,304
Cost of sales	397,542	394,150	271,699	182,009	199,843	Depre. & amortization	5,616	6,015	6,514	5,979	5,979
Gross profit	17,033	-4,060	19,028	21,221	21,491	Change in working capital	-2,776	24,199	1,138	11,734	-1,276
SG&A	2,582	2,641	2,863	2,947	3,033	Other operating CF	3,975	-1,755	2,675	2,805	1,226
Operating profit	14,451	-6,701	16,165	18,274	18,458	Cash flow from operations	16,131	24,433	22,385	34,253	21,233
Other income	1,853	2,828	2,459	2,431	2,431	Capital expenditure	690	18,999	13,454	6,495	9,980
EBIT	16,304	-3,873	18,624	20,705	20,888	Others	25,552	1,347	0	5,000	0
EBITDA	22,337	2,651	24,800	26,390	26,573	Cash flow from investing	26,242	20,346	13,454	11,495	9,980
Interest charge	3,786	3,966	3,623	3,244	3,091	Free cash flow	-10,111	4,087	8,931	22,758	11,253
Tax on income	1,160	-920	1,432	1,734	1,928	Net borrowings	28,065	5,237	-12,338	-3,114	-3,114
Earnings after tax	11,358	-6,919	13,570	15,727	15,869	Equity capital raised	0	0	0	0	0
Minority interest	222	321	339	294	294	Dividends paid	-6,116	-4,201	-3,060	-3,280	-5,808
Net profit	9,316	-4,026	12,059	13,735	15,304	Others	-6,995	-4,189	-2,348	-2,511	-933
Extraordinary items	-1,820	3,214	-1,172	-1,698	-271	Cash flow from financing	14,954	-3,153	-17,746	-8,905	-9,855
Normalized earnings	11,136	-7,240	13,231	15,433	15,575	Net change in cash	4,843	934	-8,816	13,853	1,398

Balance Sheet (Consolidated)						Important Ratios (Consolidated)					
(Bt mn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
Cash	15,303	16,237	7,421	21,274	22,672	Growth (%)					
Current investment	28,602	30,335	30,335	32,835	32,835	Revenue	-7.3	-5.9	-25.5	-30.1	8.9
Accounts receivable	28,746	16,140	16,106	10,696	11,649	EBITDA	9.8	-88.1	835.5	6.4	0.7
Inventory	48,509	28,533	24,017	14,001	15,373	Net profit	-24.4	nm	nm	13.9	11.4
Other current asset	5,716	4,218	4,218	4,218	4,218	Normalized earnings	17.9	nm	nm	16.6	0.9
Total current assets	126,876	95,463	82,097	83,024	86,747	Profitability (%)					
PPE	65,468	78,998	85,858	86,281	90,189	Gross profit margin	4.1	-1.0	6.5	10.4	9.7
Other assets	16,319	18,341	18,434	21,027	21,120	EBITDA margin	5.4	0.7	8.5	13.0	12.0
Total Assets	208,663	192,802	186,389	190,333	198,056	EBIT margin	3.9	-1.0	6.4	10.2	9.4
Short-term loans	664	497	497	497	497	Normalized profit margin	2.7	-1.9	4.6	7.6	7.0
Account payable	31,554	17,811	14,398	10,706	11,755	Net profit margin	2.2	-1.0	4.1	6.8	6.9
Current maturities	12,815	12,338	3,114	3,114	3,114	Normalized ROA	5.3	-3.8	7.1	8.1	7.9
Other current liabilities	4,543	4,988	4,988	4,988	4,988	Normalize ROE	11.7	-8.3	13.7	14.4	13.3
Total current liabilities	49,576	35,634	22,997	19,305	20,354	Normalized ROCE	9.1	-4.3	9.9	10.7	10.4
Long-term debt	61,384	67,265	64,151	61,037	57,923	Risk (x)					
Other LT liabilities	2,722	2,862	2,862	2,862	2,862	D/E	1.20	1.22	0.93	0.78	0.69
Total LT liabilities	64,106	70,127	67,013	63,899	60,785	Net D/E	1.04	1.03	0.86	0.58	0.50
Total liabilities	113,682	105,761	90,010	83,204	81,139	Net debt/EBITDA	4.40	33.77	3.33	2.35	2.20
Registered capital	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	Per share data (Bt)					
Paid-up capital	20,400	20,400	20,400	20,400	20,400	Reported EPS	4.57	-1.97	5.91	6.73	7.50
Share Premium	2,456	2,456	2,456	2,456	2,456	EPS - Full Dilution	4.57	-1.97	5.91	6.73	7.50
Legal reserve	2,040	2,040	2,040	2,040	2,040	Normalized EPS	5.46	-3.55	6.49	7.57	7.63
Retained earnings	66,089	57,865	66,864	77,319	86,815	EBITDA	10.95	1.30	12.16	12.94	13.03
Others	-58	-58	-58	-58	-58	Book value	44.57	40.54	44.95	50.08	54.73
Minority Interest	4,054	4,338	4,677	4,970	5,264	Dividend	2.30	1.16	1.16	2.69	3.00
Shareholders' equity	94,981	87,041	96,379	107,128	116,917	Par	10.00	10.00	10.00	10.00	10.00
						Valuations (x)					
						P/E	14.01	-32.43	10.83	9.51	8.53
						Norm P/E	11.72	-18.03	9.87	8.46	8.38
						P/BV	1.44	1.58	1.42	1.28	1.17
						EV/EBITDA	7.41	63.53	6.66	5.54	5.34
						Dividend yield (%)	3.6	1.8	1.8	4.2	4.7

Source: Company data, FSS research

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน)

<p>สำนักงานใหญ่ 999/9 อาคารดี ออฟฟิศเอส แอท เซ็นทรัลเวิลด์ ชั้น 18 , 25 ถ.พระราม 1 แขวงปทุมวัน เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัลมาลิค 25 อาคารอัลมาลิค ชั้น 9,14,15 ซ.ชิดลม ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อัมรินทร์ 496/502 อาคารอัมรินทร์ ทาวเวอร์ ชั้น 20 ถ.เพลินจิต แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 5, 31 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา เซ็นทรัลพลาซ่า 1 7/129-221 อาคารเซ็นทรัล ทาวเวอร์ ปิ่นเกล้า ชั้นที่ 14 ห้อง 1404 ถ.บรมราชชนนี แขวง อรุณอมรินทร์ เขต บางกอกน้อย กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา บางกะปิ 3105 อาคารเอ็นมาร์ค ชั้น 3 ห้องเลขที่ A3R02 ถ.ลาดพร้าว แขวงคลองจั่น เขตบางกะปิ กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา อิติลไทย ทาวเวอร์ 2034/52 อาคารอิติลไทย ทาวเวอร์ ชั้น 11 ยูนิค 11-07/01 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา บางนา 1093 อาคารเซ็นทรัลซิตีทาวเวอร์ 1 ออฟฟิศ ชั้น 19 ห้องเลขที่ 1093/105 หมู่ 12 ถ.บางนา-ตราด(กม.3) แขวงบางนา เขตบางนา กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา สินธร 1 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 1 ชั้น 2 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา สินธร 2 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 24 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา สินธร 3 130-132 อาคารสินธร ทาวเวอร์ 3 ชั้น 19 ถ.วิฑู แขวงลุมพินี เขตปทุมวัน จ.กรุงเทพมหานคร กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ลาดพร้าว 555 อาคารสา ทาวเวอร์ 2 ยูนิค 1106 ชั้น 11 ถ.พหลโยธิน แขวงจตุจักร เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา ประชาชื่น 105/1 อาคารบี ชั้น 4 ถ.เทศบาลสงเคราะห์ แขวงลาดยาว เขตจตุจักร กรุงเทพมหานคร</p>	<p>สาขา รัชสิต 1/832 พหลโยธิน 60 ต.คูคต อ.ลำลูกกา ปทุมธานี</p>	<p>สาขา ไทยซัมมิท ทาวเวอร์ 1768 อาคารไทยซัมมิท ทาวเวอร์ ชั้น 2 ถ.เพชรบุรีตัดใหม่ แขวงบางกะปิ เขตห้วยขวาง กรุงเทพมหานคร</p>
<p>สาขา รัตนธิเบศร์ 68/127 หมู่ 8 ถ.รัตนธิเบศร์ ต.บางกระสอ อ.เมืองนนทบุรี นนทบุรี</p>				
<p>สาขา ศรีราชา 135/99 (ตึกคอม ชั้น G) ถนนสุขุมวิท ต.ศรีราชา อ.ศรีราชาชลบุรี</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 1 311/16 ถ.กลางเมือง ต.ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา ขอนแก่น 3 4/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.กลางเมือง ต. ในเมือง อ.เมืองขอนแก่น จ.ขอนแก่น</p>	<p>สาขา อุดรธานี 104/6 ชั้น 2 อาคาร ธนาคารไอซีบีซี(ไทย)จำกัด(มหาชน) ถ.อุดรสุขู๊ ต. หมากแข้ง อ.เมืองอุดรธานี จ.อุดรธานี</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 308 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมืองเชียงใหม่ จ.เชียงใหม่</p>
<p>สาขา เชียงใหม่ 2 310 หมู่บ้านเชียงใหม่แลนด์ ถ.ช้างคลาน ต.ช้างคลาน อ.เมือง จ.เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงใหม่ 3 อาคารมะลิเพลส 32/4 หมู่ที่ 2 ชั้น 1 ห้อง B1-1, B1-2 ต.แม่เหียะ อ.เมืองเชียงใหม่ เชียงใหม่</p>	<p>สาขา เชียงราย 353/15 หมู่ 4 ต.ริมกก อ.เมืองเชียงราย จ.เชียงราย</p>	<p>สาขา แม่สาย 119 หมู่ 10 ต.แม่สาย อ.แม่สาย จ.เชียงราย</p>	<p>สาขา นครราชสีมา 1242/2 ห้อง A3 ชั้น 7 สำนักงานเดอะมอลล์ นครราชสีมา ถ.มิตรภาพ ต.ในเมือง อ.เมืองนครราชสีมา จ.นครราชสีมา</p>
<p>สาขา สมุทรสาคร 1045/16-17 ถ.วิเชียรโชฎก ต.มหาชัย อ.เมืองสมุทรสาคร จ.สมุทรสาคร</p>	<p>สาขา นครปฐม 28/16-17 ถ.ยิ่งเปา ต.สนามจันทร์ อ.เมือง จ.นครปฐม</p>	<p>สาขา ภูเก็ต 22/18 ศูนย์การค้าวานิชพลาซ่า ถ.หลวงพ่อดำ ถ.ตลาดใหญ่ อ.เมืองภูเก็ต จ.ภูเก็ต</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 1 200/221, 200/223 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา หาดใหญ่ 2 106 ถ.ประชาธิปไตย ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>
<p>สาขา หาดใหญ่ 3 200/222, 200/224, 200/226 อาคารจุลดิศ หาดใหญ่พลาซ่า ชั้น2 ถ.นิพัทธ์อุทิศ 3 ต.หาดใหญ่ อ.หาดใหญ่ จ.สงขลา</p>	<p>สาขา กระบี่ 223/20 ถ.มหาพรต ต.ปากน้ำ อ.เมือง จ.กระบี่</p>	<p>สาขา ตรัง 59/28 ถ.ห้วยยอด ต.ทับเที่ยง อ.เมืองตรัง จ.ตรัง</p>	<p>สาขา สุราษฎร์ธานี 173/83-84 หมู่ 1 ถ.วัดโพธิ์-บางใหญ่ ต.มะขามเตี้ย อ.เมืองสุราษฎร์ธานี จ.สุราษฎร์ธานี</p>	<p>สาขา ปัตตานี 300/69-70 หมู่ 4 ต.รุสะมิแล อ.เมือง จ.ปัตตานี</p>

คำนิยามของคำแนะนำการลงทุน

BUY	"ซื้อ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 10%
HOLD	"ถือ" เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทน 0% - 10%
SELL	"ขาย" เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
TRADING BUY	"ซื้อเก็งกำไรระยะสั้น" เนื่องจากมีประเด็นที่มีผลบวกต่อราคาหุ้นในระยะสั้น แม้ว่าราคาปัจจุบันจะสูงกว่ามูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน
OVERWEIGHT	"ลงทุนมากกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ สูงกว่า ตลาด
NEUTRAL	"ลงทุนเท่ากับตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ เท่ากับ ตลาด
UNDERWEIGHT	"ลงทุนน้อยกว่าตลาด" เนื่องจากคาดหวังผลตอบแทนที่ ต่ำกว่า ตลาด

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

DISCLAIMER: รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) "บริษัท" ข้อมูลที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ถูกจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูล ที่เชื่อว่าหรือควรเชื่อว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ และ/หรือมีความถูกต้อง อย่างไรก็ตามบริษัทไม่รับรองความถูกต้องครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว ข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ใน รายงานฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลง แก้ไข หรือเพิ่มเติมได้ตลอดเวลาโดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า บริษัทไม่มีความประสงค์ที่จะชักจูงหรือชี้ชวนให้ผู้ลงทุน ลงทุนซื้อหรือ ขายหลักทรัพย์ตามที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ รวมทั้งบริษัทไม่ได้รับประกันผลตอบแทนหรือราคาของหลักทรัพย์ตามข้อมูลที่ปรากฏแต่อย่างใด บริษัทจึงไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการนำข้อมูลหรือความเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ไม่ว่ากรณีใดก็ตาม ผู้ลงทุนควรศึกษาข้อมูลและใช้ดุลยพินิจอย่างรอบคอบในการตัดสินใจลงทุน

บริษัทขอสงวนลิขสิทธิ์ในข้อมูลและความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ ห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลและความคิดเห็นในรายงานฉบับนี้ไปใช้ประโยชน์ คัดลอก ดัดแปลง ทำซ้ำ นำ ออกแสดงหรือเผยแพร่ต่อสาธารณชนไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วน โดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจากบริษัทล่วงหน้า การลงทุนในหลักทรัพย์มีความเสี่ยง ผู้ลงทุนควร ศึกษาข้อมูลและพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) อาจเป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) บนหลักทรัพย์ ที่ปรากฏอยู่ในรายงานฉบับนี้ โดยบริษัทฯ อาจจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าวนี้ ดังนั้น นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดง สิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

Thai Institute of Directors Association (IOD) - Corporate Governance Report Rating 2015

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	ความหมาย
100-90		ดีเลิศ
80-89		ดีมาก
70-79		ดี
60-69		ดีพอใช้
50-59		ผ่าน
<50	no logo given	n/a

สัญลักษณ์ **N/R** หมายถึง “ไม่ปรากฏชื่อในรายงาน CGR”

IOD (IOD Disclaimer)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ (“บริษัทจดทะเบียน”) เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฟินันเซีย ไซรัส จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator

ระดับ 5	Extended	ขยายผลสู่ผู้ที่เกี่ยวข้อง	มีการขยายผลการดำเนินนโยบายต่อต้านการทุจริตสู่ผู้ที่เกี่ยวข้องในห่วงโซ่อุปทาน และการเปิดเผยข้อมูลที่เกี่ยวข้องกับกรณีทุจริตที่เกิดขึ้น
ระดับ 4	Certified	ได้รับการรับรอง	มีการสอบทานจากคณะกรรมการตรวจสอบหรือผู้สอบบัญชีที่สำนักงาน ก.ล.ด. ให้ความเห็นชอบ และได้รับการรับรองหรือผ่านการตรวจสอบเพื่อความเชื่อมั่นอย่างเป็นทางการหน่วยงานภายนอก (เช่น CAC)
ระดับ 3	Established	มีมาตรการป้องกัน	มีมาตรการป้องกัน การประเมินความเสี่ยง การสื่อสารและฝึกอบรมแก่พนักงาน รวมทั้งการดูแลให้มีการดำเนินการและการทบทวนความเหมาะสมของมาตรการอย่างสม่ำเสมอ
		- ระดับ 3A	บริษัทมีการประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
		- ระดับ 3B	บริษัทมีค่านิยมและนโยบายของบริษัท แต่มิได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วมโครงการ CAC หรือภาคี
ระดับ 2	Declared	ประกาศเจตนารมณ์	มีการประกาศเจตนารมณ์เข้าเป็นแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านการทุจริต (CAC) หรือโครงการต่อต้านทุจริตที่กำหนดให้องค์กรต้องมีกระบวนการในตนเองเดียวกัน
ระดับ 1	Committed	มีนโยบาย	มีค่านิยมหรือมติคณะกรรมการในเรื่องการดำเนินธุรกิจที่จะไม่มีส่วนเกี่ยวข้องกับการทุจริตและการดูแลให้บริษัทปฏิบัติให้เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง

ข้อมูล Anti-corruption Progress Indicator จาก สถาบันไทยพัฒนา (ข้อมูล ณ วันที่ 6 พฤศจิกายน 2558)