

4 September 2023

Sector: Energy

Thai Oil

คาดการณ์กำไรฟื้นตัวแรงใน 3Q23E; Inventory ต่ำช่วยชดเชยผลกระทบ โควตาการส่งออกของจีนที่สูงขึ้น

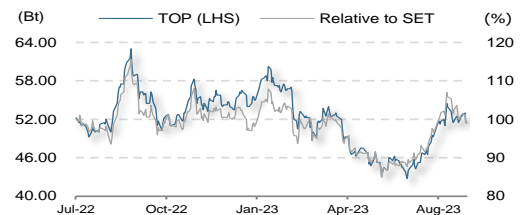
Bloomberg ticker	TOP TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt51.50
Target price	Bt64.00 (previously Bt60.00)
Upside/Downside	+24%
EPS revision	2023E: 7%; 2024E: 1%

Bloomberg target price	Bt61.72
Bloomberg consensus	Buy 23/ Hold 2/ Sell 2

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt60.25 / Bt42.25
Market cap. (Bt mn)	115,043
Shares outstanding (mn)	2,234
Avg. daily turnover (Bt mn)	539
Free float	52%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very good

Financial & valuation highlights				
FY: Dec (Bt mn)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue	345,496	529,589	449,872	383,382
EBITDA	28,141	37,186	29,530	27,794
Net profit	12,578	32,668	13,835	14,250
EPS (Bt)	6.17	14.63	6.20	6.38
Growth	n.m.	137.3%	-57.6%	3.0%
Core EPS (Bt)	9.60	16.06	6.81	6.13
Growth	n.m.	67.4%	-57.6%	-10.0%
DPS (Bt)	2.60	3.70	2.60	2.65
Div. yield	5.0%	7.2%	5.1%	5.1%
PER (x)	8.4	3.5	8.3	8.1
Core PER (x)	5.4	3.2	7.6	8.4
EV/EBITDA (x)	9.2	6.3	7.9	8.1
PBV (x)	0.9	0.7	0.7	0.7

Bloomberg consensus				
Net profit	12,578	32,668	13,742	13,927
EPS (Bt)	6.17	14.63	6.15	6.38



Price performance				
	1M	3M	6M	12M
Absolute	0.5%	17.7%	0.5%	-12.7%
Relative to SET	0.1%	15.1%	4.1%	-9.0%

Major shareholders		Holding
1. PTT PCL		48.03%
2. Thai NVDR Co., Ltd.		13.12%
3. State Street Europe Ltd.		3.48%

Analyst: Panuwat Nivedmarintre, (Reg. no. 052365)

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 64.00 บาท (เดิม 60.00 บาท) ถึง 2024E PBV ที่ 0.84x (ประมาณ -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่ากำไรของ TOP ได้ผ่านจุดต่ำสุดของปีนี้ไปแล้วและจะกลับมารายงานกำไรที่แข็งแกร่งใน 3Q23E หนุนโดยพรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) ที่ต่ำลงและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) ที่สูงขึ้นซึ่งมีแรงผลักดันมาจาก 1) อุปสงค์ของผลิตภัณฑ์ gasoline ที่สูงขึ้นฤดูกาลขับรถของ US 2) ระดับปริมาณสินค้าคงคลังของผลิตภัณฑ์น้ำมันสำหรับที่ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี และ 3) ฤดูกาลปิดซ่อมบำรุงของโรงกลั่นทั่วโลก ทั้งนี้ แม้ว่าจีนจะมีการเพิ่มโควตาการส่งออกในช่วงเวลาที่เหลือของปีและฤดูกาลขับรถของ US จะสิ้นสุดลงแล้ว แต่เราเชื่อว่าด้วยระดับปริมาณสินค้าคงคลังที่ยังคงตึงตัวจะทำให้ crack spread จะยังคงทรงตัวในระดับสูงใน 4Q23E

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E/2024E ขึ้น 7%/1% เป็น 1.38/1.43 หมื่นล้านบาท หลักๆเพื่อสะท้อน 1) ค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ที่สูงขึ้นในช่วง USD6.1/bbl-USD7.5/bbl จากเดิม USD5.9/bbl-USD6.1/bbl ตามแนวโน้ม crack spread ที่ดีขึ้นและ crude premium ที่ทรงตัวต่ำ 2) อัตราการใช้กำลังการกลั่น (refinery run rate) ที่สูงขึ้นในช่วง 111.0%-111.5% จากเดิม 105.0% และ 3) ส่วนแบ่งกำไรจากบริษัทร่วม (equity income) ที่สูงขึ้น

ราคาหุ้น outperform SET 4% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับ crack spread ที่ฟื้นตัวโดยได้แรงหนุนจากการปิดซ่อมบำรุงของโรงกลั่นในต่างประเทศ ทั้งนี้ ราคาปิดล่าสุดสะท้อน valuation ที่น่าดึงดูดที่ 2024E PBV 0.68x (ประมาณ -1.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้ เราเชื่อว่าราคาหุ้นยังไม่ได้สะท้อนการฟื้นตัวที่เป็นไปได้ของกำไรใน 3Q23E อย่างเต็มที่ อีกทั้ง เรายังคงมองว่าบริษัทจะยังคงได้ประโยชน์จาก crack spread ที่ขึ้นในระดับสูงใน 4Q23E แม้ฤดูกาลขับรถ US จะสิ้นสุดลงแล้ว นอกจากนี้ เราเชื่อว่าจะมีความเสี่ยงที่จำกัดจากการบังคับใช้นโยบายด้านพลังงานที่เป็นไปได้ของรัฐบาลใหม่ต่อธุรกิจโรงกลั่นซึ่งเราเชื่อว่าดำเนินธุรกิจในตลาดเสรีอยู่แล้ว

Event: Company update

□ **คาด crack spread ฟื้นตัวนำไปสู่กำไรที่แข็งแกร่งใน 3Q23E** เราคาดว่า TOP จะรายงานกำไรที่โดดเด่นใน 3Q23E ตามแนวโน้ม crack spread ที่สูงขึ้นและ crude premium ที่ลดลง โดยเราเชื่อว่า crack spread ที่สูงขึ้นจะมีปัจจัยหนุนจาก 1) อุปสงค์ gasoline ที่สูงขึ้นในฤดูกาลขับรถของ US และ 2) ตลาดผลิตภัณฑ์น้ำมันที่ตึงตัวจากการปิดซ่อมบำรุงของโรงกลั่นทั่วโลก เช่น โรงกลั่น Hyundai Daesan (กำลังการกลั่น 360 บาร์เรลต่อวัน (kbd)), ONGC Mangalore (300kbd) และ Marathon Galveston (593kbd) ทั้งนี้ เราเชื่อด้วยว่าบริษัทจะมีการรับรู้กำไรจากสต็อก (stock gain) ที่เป็นไปได้ตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้น (ราคาน้ำมันดิบดูไบสูงขึ้น 14.6% QTD)

□ **โควตาส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันของจีนรอบใหม่จะมีผลกระทบต่อ crack spread** เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา จีนได้ประกาศโควตาสำหรับการส่งออกผลิตภัณฑ์ที่ 3 ของปี 2023 ที่ 15.0 ล้านตัน (mt) โดยแบ่งออกเป็น น้ำมันก๊าด ดีเซลและเบนซิน (clean oil product) (12.0mt) และน้ำมันเตา (fuel oil) (3.0mt) ทำให้โควตารวม YTD อยู่ที่ 40.0mt สำหรับ clean oil product (เทียบกับ 37.3mt สำหรับปี 2022) และ 14.0mt สำหรับ fuel oil (เทียบกับ 16.8mt สำหรับปี 2022) อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าผลกระทบต่อ crack spread จะไม่รุนแรงจากการเพิ่มการส่งออกของจีนนี้ต่อแนวโน้ม crack spread ในช่วงเวลาที่เหลือของปีจะจำกัดเนื่องจากปริมาณคงคลังผลิตภัณฑ์น้ำมันทั่วโลกที่อยู่ในระดับต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 5 ปี

Implication

ปรับประมาณการกำไรปี 2023E/2024E ขึ้น 7%/1% เป็น 1.38/1.43 หมื่นล้านบาท หลักๆเพื่อสะท้อน 1) Market GRM ที่สูงขึ้นในช่วง USD6.1/bbl-USD7.5/bbl จากเดิม USD5.9/bbl-USD6.1/bbl ตามแนวโน้ม crack spread ที่ดีขึ้นและ crude premium ที่ทรงตัวต่ำ 2) Refinery run rate ที่สูงขึ้นในช่วง 111.0%-111.5% จากเดิม 105.0% และ 3) Equity income ที่สูงขึ้น

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions.

Valuation/Catalyst/Risk

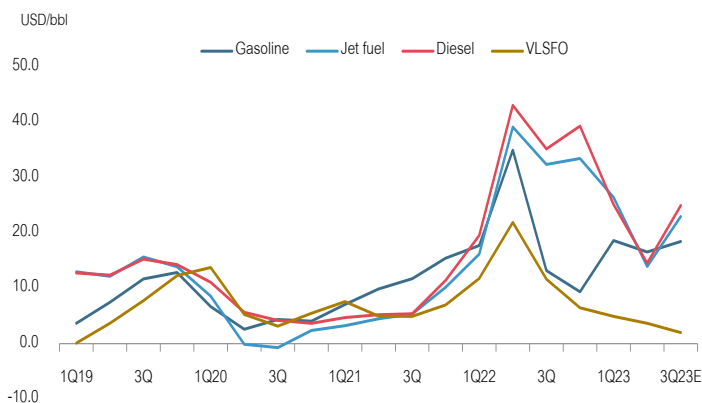
เมื่อรวมผลกระทบจากการปรับประมาณการกำไรและการเลื่อนปีฐาน เราได้ราคาเป้าหมายใหม่ปี 2024E ที่ 64.00 บาท (เดิม 60.00 บาท) ซึ่ง PBV เป้าหมายที่ 0.84x (ประมาณ -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่ากำไรของบริษัทได้ผ่านจุดต่ำสุดของปีแล้วและจะฟื้นตัวดีขึ้น HoH ใน 2H23E หนุนด้วยฤดูกาลขั้วรถของ US และการปิดซ่อมบำรุงของโรงกลั่นในภูมิภาค นอกจากนี้ เราเชื่อว่าจะมีความเสี่ยงที่จำกัดจากการบังคับใช้นโยบายด้านพลังงานที่เป็นไปได้ของรัฐบาลใหม่ต่อธุรกิจโรงกลั่นซึ่งเราเชื่อว่าดำเนินธุรกิจในตลาดเสรีอยู่แล้ว

Fig 1: Earnings revision

	Unit	2023E			2024E		
		New (THB m)	Old (THB m)	Change (%)	New (THB m)	Old (THB m)	Change (%)
Revenue	Bt mn	449,872	431,390	4	383,382	379,673	1
Consolidated EBITDA		29,530	26,237	13	27,794	26,982	3
Net profit		13,835	12,955	7	14,250	14,111	1
Key assumptions							
Dubai crude oil	USD/bbl	81.3	85.0	(4)	70.0	75.0	(7)
Refining utilization	%	111.5	105.0	6	111.0	105.0	6
Market GRM	USD/bbl	7.5	6.1	23	6.1	5.9	3
Accounting GRM		6.3	4.1	54	4.9	4.6	5
Stock g/l	Bt mn	(4,917)	(7,407)	(34)	(4,735)	(4,658)	2
Aromatics utilization	%	71.0	74.0	(4)	73.0	76.0	(4)
Aromatics P2F	USD/ton	6.0	6.6	(9)	5.0	4.5	11
Lube utilization	%	81.0	87.0	(7)	83.0	87.0	(5)
Lube P2F	USD/ton	18.8	18.5	1	18.0	17.5	3
Market GIM	USD/bbl	10.1	9.3	9	8.8	8.9	(1)
Accounting GIM		8.9	7.3	21	7.6	7.6	(0)

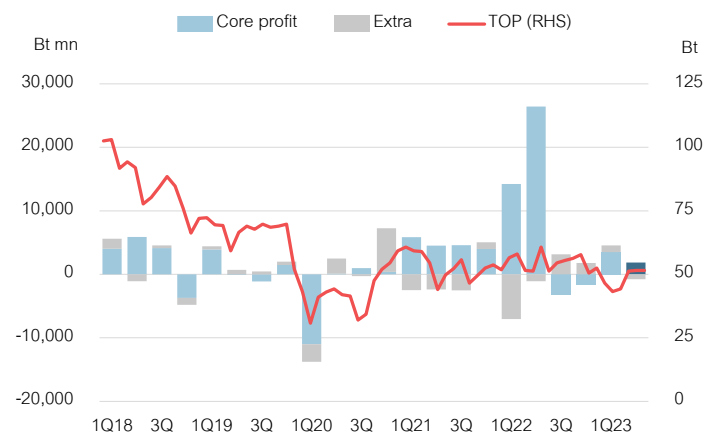
Source: DAOL

Fig 2: Quarterly average crack spread



Source: TOP, DAOL

Fig 3: TOP share price vs profits



Source: Aspen, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
Sales	155,379	127,901	125,426	116,820	108,662
Cost of sales	(124,004)	(129,276)	(124,546)	(110,292)	(105,725)
Gross profit	31,374	(1,375)	880	6,527	2,937
SG&A	(865)	(908)	(1,691)	(674)	(799)
EBITDA	22,322	(568)	2,398	8,182	4,618
Finance costs	(966)	(940)	(994)	(922)	(1,081)
Core profit	26,409	(3,148)	(1,628)	3,497	1,872
Net profit	25,327	12	147	4,554	1,117
EPS	12.41	0.01	0.07	2.04	0.50
Gross margin	20.2%	-1.1%	0.7%	5.6%	2.7%
EBITDA margin	14.4%	-0.4%	1.9%	7.0%	4.2%
Net profit margin	16.3%	0.0%	0.1%	3.9%	1.0%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	53,571	30,024	43,919	35,219	25,625
Accounts receivable	13,784	24,424	33,119	25,775	21,966
Inventories	22,461	39,576	55,343	48,789	41,288
Other current assets	24,413	7,215	21,447	8,772	7,476
Total cur. assets	114,229	101,239	153,828	118,556	96,354
Investments	25,161	57,390	54,898	51,613	44,000
Fixed assets	145,225	178,399	206,476	222,778	240,259
Other assets	21,572	25,116	29,379	32,391	27,603
Total assets	306,188	362,144	444,581	425,337	408,217
Short-term loans	8,665	5,142	22,093	28,351	24,787
Accounts payable	9,517	23,001	74,154	58,103	49,170
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	10,438	10,334	7,426	8,323	7,093
Total cur. liabilities	28,620	38,476	103,673	94,777	81,050
Long-term debt	136,237	163,623	151,658	135,331	122,269
Other LT liabilities	21,212	36,951	30,593	31,718	32,206
Total LT liabilities	157,449	200,574	182,250	167,049	154,475
Total liabilities	186,069	239,050	285,923	261,827	235,525
Registered capital	20,400	20,400	22,338	22,338	22,338
Paid-up capital	20,400	20,400	22,338	22,338	22,338
Share premium	2,456	2,456	10,699	10,699	10,699
Retained earnings	95,930	105,829	129,655	137,679	146,015
Others	(6,447)	(10,018)	(9,281)	(13,039)	(12,808)
Minority interests	3,889	2,213	2,623	2,917	3,223
Shares' equity	116,229	120,881	156,034	160,594	169,468

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	(3,301)	12,578	32,668	13,835	14,250
Depreciation	7,554	7,424	7,744	7,911	8,733
Chg in working capital	(16,961)	2,823	9,551	11,419	2,444
Others	1,916	(1,804)	3,379	(1,886)	5,275
CF from operations	(10,793)	21,021	53,342	31,279	30,702
Capital expenditure	(43,254)	(38,891)	(34,381)	(24,213)	(26,214)
Others	9,204	(32,229)	2,492	3,285	7,613
CF from investing	(34,050)	(71,120)	(31,889)	(20,928)	(18,601)
Free cash flow	(44,843)	(50,099)	21,453	10,351	12,101
Net borrowings	26,704	37,862	(9,013)	(10,069)	(16,626)
Equity capital raised	0	0	10,181	0	0
Dividends paid	(1,020)	(2,652)	(8,547)	(5,811)	(5,914)
Others	546	(6,923)	1,557	(3,171)	844
CF from financing	26,230	28,287	(5,823)	(19,051)	(21,696)
Net change in cash	(18,613)	(21,812)	15,630	(8,700)	(9,594)

Forward PBV band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	247,913	345,496	529,589	449,872	383,382
Cost of sales	(255,300)	(319,555)	(481,137)	(424,154)	(358,943)
Gross profit	(7,387)	25,941	48,452	25,718	24,439
SG&A	(2,650)	(3,056)	(4,182)	(4,098)	(5,378)
EBITDA	(2,055)	28,141	37,186	29,530	27,794
Depre. & amortization	7,554	7,424	7,744	7,911	8,733
Equity income	2,492	1,675	(513)	162	383
Other income	1,115	1,136	863	1,080	958
EBIT	(10,036)	22,885	44,270	21,620	19,061
Finance costs	(4,292)	(3,595)	(3,860)	(4,324)	(4,021)
Income taxes	647	(2,034)	(4,464)	(3,048)	(2,400)
Net profit before MI	(2,882)	13,003	33,106	14,128	14,557
Minority interest	(419)	(425)	(438)	(293)	(307)
Core profit	(10,708)	19,579	35,858	15,197	13,675
Extraordinary items	7,407	(7,001)	(3,190)	(1,362)	575
Net profit	(3,301)	12,578	32,668	13,835	14,250

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	-31.9%	39.4%	53.3%	-15.1%	-14.8%
EBITDA	-114.6%	n.m.	32.1%	-20.6%	-5.9%
Net profit	-152.6%	n.m.	159.7%	-57.6%	3.0%
Core profit	-358.7%	n.m.	83.1%	-57.6%	-10.0%
Profitability ratio					
Gross profit margin	-3.0%	7.5%	9.1%	5.7%	6.4%
EBITDA margin	-0.8%	8.1%	7.0%	6.6%	7.2%
Core profit margin	-4.3%	5.7%	6.8%	3.4%	3.6%
Net profit margin	-1.3%	3.6%	6.2%	3.1%	3.7%
ROA	-1.1%	3.5%	7.3%	3.3%	3.5%
ROE	-2.8%	10.4%	20.9%	8.6%	8.4%
Stability					
D/E (x)	1.60	1.98	1.83	1.63	1.39
Net D/E (x)	0.89	1.41	0.89	0.82	0.76
Interest coverage ratio	-2.34	6.37	11.47	5.00	4.74
Current ratio (x)	3.99	2.63	1.48	1.25	1.19
Quick ratio (x)	2.35	1.42	0.74	0.64	0.59
Per share (Bt)					
Reported EPS	-1.62	6.17	14.63	6.20	6.38
Core EPS	-5.25	9.60	16.06	6.81	6.13
Book value	56.97	59.25	69.90	71.94	75.92
Dividend	0.70	2.60	3.70	2.60	2.65
Valuation (x)					
PER	n.m.	8.35	3.52	8.31	8.07
Core PER	n.m.	5.37	3.21	7.57	8.41
P/BV	0.90	0.87	0.74	0.72	0.68
EV/EBITDA	n.m.	9.16	6.32	7.91	8.15
Dividend yield	1.4%	5.0%	7.2%	5.1%	5.1%

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 3

Corporate governance report of Thai listed companies 2021

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100	▲▲▲▲▲	Excellent	ดีเลิศ
80-89	▲▲▲▲	Very Good	ดีมาก
70-79	▲▲▲	Good	ดี
60-69	▲▲	Satisfactory	ดีพอใช้
50-59	▲	Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	n.a.	n.a.

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามปัจจัยพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment (“listed companies”) disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock's total return is expected to exceed 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals and attractive valuations.
- HOLD** The stock's total return is expected to be between 0% and 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals but may lack near-term catalysts or its valuations are not attractive.
- SELL** The stock's total return is expected to fall below 0% or more over the next 6-12 months. Stock should be sold as negative total return is anticipated due to deteriorating fundamentals compared with its valuations.

The stock's expected total return is the percentage difference between the target price and the current price, which excludes dividend yields.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

- ❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่เชิงการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- ❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างไร้ข้อสงสัย มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

1. Excellent ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 5
2. Very Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 4
3. Good ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 3
4. Satisfactory ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 2
5. Pass ได้คะแนนรวม อยู่ในระดับ 1

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

ESG rating (ESG: Environmental, Social, and Governance)

DAOL SEC believes environment, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

- ❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.
- ❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.
- ❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

1. Excellent scores at 5
2. Very Good scores at 4
3. Good scores at 3
4. Satisfactory scores at 2
5. Pass scores at 1

DAOL SEC provides "n.a." in cases of insufficient data.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 5