

16 November 2023

Sector: Energy

# Thai Oil

## กำไร 4Q23E อ่อนตัว QoQ; refinery run rate ยืนแกร่งในปี 2024E

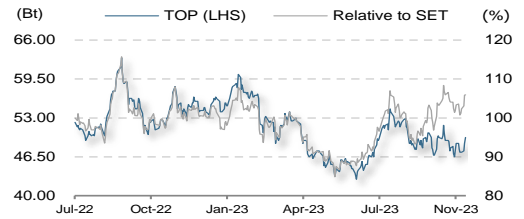
Bloomberg ticker	TOP TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt49.75
Target price	Bt64.00 (maintained)
Upside/Downside	+29%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt62.26
Bloomberg consensus	Buy 25/ Hold 2/ Sell 0

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt60.25 / Bt42.25
Market cap. (Bt mn)	111,142
Shares outstanding (mn)	2,234
Avg. daily turnover (Bt mn)	560
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	468,810	383,382
EBITDA	28,141	37,186	39,710	27,794
Net profit	12,578	32,668	18,443	14,240
EPS (Bt)	6.17	14.63	8.26	6.38
Growth	n.m.	137.3%	-43.5%	-22.8%
Core EPS (Bt)	9.60	16.06	10.84	6.12
Growth	n.m.	67.4%	-32.5%	-43.5%
DPS (Bt)	2.60	3.70	3.30	2.70
Div. yield	5.2%	7.4%	6.6%	5.4%
PER (x)	8.1	3.4	6.0	7.8
Core PER (x)	5.2	3.1	4.6	8.1
EV/EBITDA (x)	9.0	6.2	5.8	7.9
PBV (x)	0.8	0.7	0.7	0.7

Bloomberg consensus				
Net profit	12,578	32,668	17,890	14,734
EPS (Bt)	6.17	14.63	8.01	6.60



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	1.1%	-7.4%	-0.5%	-17.5%
Relative to SET	2.9%	-0.3%	9.1%	-3.9%

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" ที่ราคาเป้าหมายที่ 64.00 บาท ถึง 2024E PBV ที่ 0.84x (ประมาณ -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เรามีมุมมองเป็นกลางหลังเข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์ โดยแนวโน้มธุรกิจโรงกลั่นน่าจะอ่อนตัว QoQ ใน 4Q23E TOP ตามส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) ที่ลดลงหลังหมดฤดูกาลขับรถของ US และการปิดซ่อมบำรุงโรงกลั่นในภูมิภาคที่ลดลง อย่างไรก็ตาม บริษัทประเมินว่าอุปสงค์ของผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูป (petroleum product) (โดยเฉพาะ jet fuel และ gasoline) ในไทยจะยังคงเติบโตในปี 2024E ในขณะที่ คาดว่าตลาดอะโรมาติกส์ (Aromatics) จะฟื้นตัวดีขึ้นจากอุปทานใหม่ที่ลดลง ทั้งนี้ บริษัทยังมีมุมมองเชิงลบต่อภาพรวมตลาดโอเลฟินส์ (Olefins) จะยังคงทำหายจากอุปทานใหม่ที่ยังคงเข้ามาสูง นอกจากนี้ บริษัทประเมินว่าตลาดน้ำมันหล่อลื่น (lube base oil) จะถูกกดดันจากอุปทานใหม่ที่เข้ามาจากอินเดีย เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E/2024E ที่ 1.84/1.42 หมื่นล้านบาท ลดลงจาก 3.27 หมื่นล้านบาทในปี 2022 โดยมีสมมติฐานที่สำคัญ คือ 1) ค่าการกลั่นตลาด (market GRM) จะอ่อนตัวลงในช่วง USD6.1/bbl-USD8.2/bbl จาก USD11.9/bbl ในปี 2022 2) อัตราการใช้จ่ายกำลังการกลั่น (refinery run rate) จะอยู่ที่ 110.0%-111.3% สูงขึ้นจาก 107.0% ในปี 2022 และ 3) ค่าใช้จ่ายทางการเงินจะสูงขึ้นในช่วง 4.0-4.1 พันล้านบาท เทียบกับ 3.9 พันล้านบาทในปี 2022

ราคาหุ้น outperform SET 9% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับ crack spread ที่ฟื้นตัวโดยได้แรงหนุนจากการปิดซ่อมบำรุงของโรงกลั่นในต่างประเทศ ทั้งนี้ ราคาปิดล่าสุดสะท้อน valuation ที่น่าดึงดูดที่ 2024E PBV 0.62x (ประมาณ -1.60SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้ แม้เราเชื่อว่าบริษัทน่าจะเห็นกำไรสูงสุดของปีไปแล้วใน 3Q23 แต่เราเชื่อว่าบริษัทจะยังเห็นการเติบโต YoY ของกำไรใน 4Q23E ได้หนุนโดย stock loss ที่ต่ำลง ขณะที่ ประมาณการการเติบโตของอุปสงค์ petroleum product ในไทยในปี 2024E น่าจะช่วยหนุนให้ refinery run rate ยืนสูงได้

### Event: 3Q23 analyst meeting

□ **คาดการณ์กำไร 4Q23E อ่อนตัว QoQ ตาม crack spread** เราคาดว่าบริษัทจะรายงานกำไรที่อ่อนตัว QoQ ใน 4Q23E ตามแนวโน้ม market GRM ที่ลดลงซึ่งเป็นผลจาก 1) crack spread โดยเฉพาะผลิตภัณฑ์ gasoline ที่อ่อนแอหลังฤดูกาลขับรถ US ดินแดนลดลง 2) เงินมีโควตาการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันที่สูงขึ้น QoQ ใน 4Q23E และ 3) แนวโน้ม crude premium ที่สูงขึ้นสอดคล้องกับแผนการลดกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจของซาอุดีอาระเบีย ทั้งนี้ crack spread QTD ของผลิตภัณฑ์หลักได้ปรับตัวลง QoQ ใน 4Q23E โดย gasoline crack อยู่ที่ USD11.7/bbl ลดลงจาก USD18.9/bbl ใน 3Q23 ในขณะที่ diesel crack อยู่ที่ USD22.0/bbl เทียบกับ USD26.9/bbl

□ **คาดการณ์อุปสงค์ petroleum product ในไทยดีขึ้นในปี 2024E; Aromatics ฟื้นตัว ส่วน Olefins ยังมีความท้าทาย** ในขณะที่เราคาดว่า crack spread จะยังคงปรับสู่ระดับปกติต่อไปในปี 2024E แต่เราเชื่อว่าอุปสงค์ petroleum product น่าจะฟื้นตัวได้ในปี 2024E โดย TOP ประเมินว่า gasoline demand จะสูงขึ้น 3.7% YoY, jet fuel จะดีขึ้น 24.2% ส่วน diesel จะบวกเล็กน้อย 0.4% นอกจากนี้ บริษัทมองว่าตลาด Aromatics จะมีความสมดุลมากขึ้นโดยคาดว่าตลาด PX จะเห็นอุปทานใหม่ลดลง ขณะที่ BZ น่าจะเห็นอุปสงค์ฟื้นตัว สำหรับตลาด Olefins น่าจะยังมีความท้าทายจากสภาพตลาดที่ยังคงเป็นอุปทานส่วนเกิน (แม้จะลดลง YoY)

### Implication

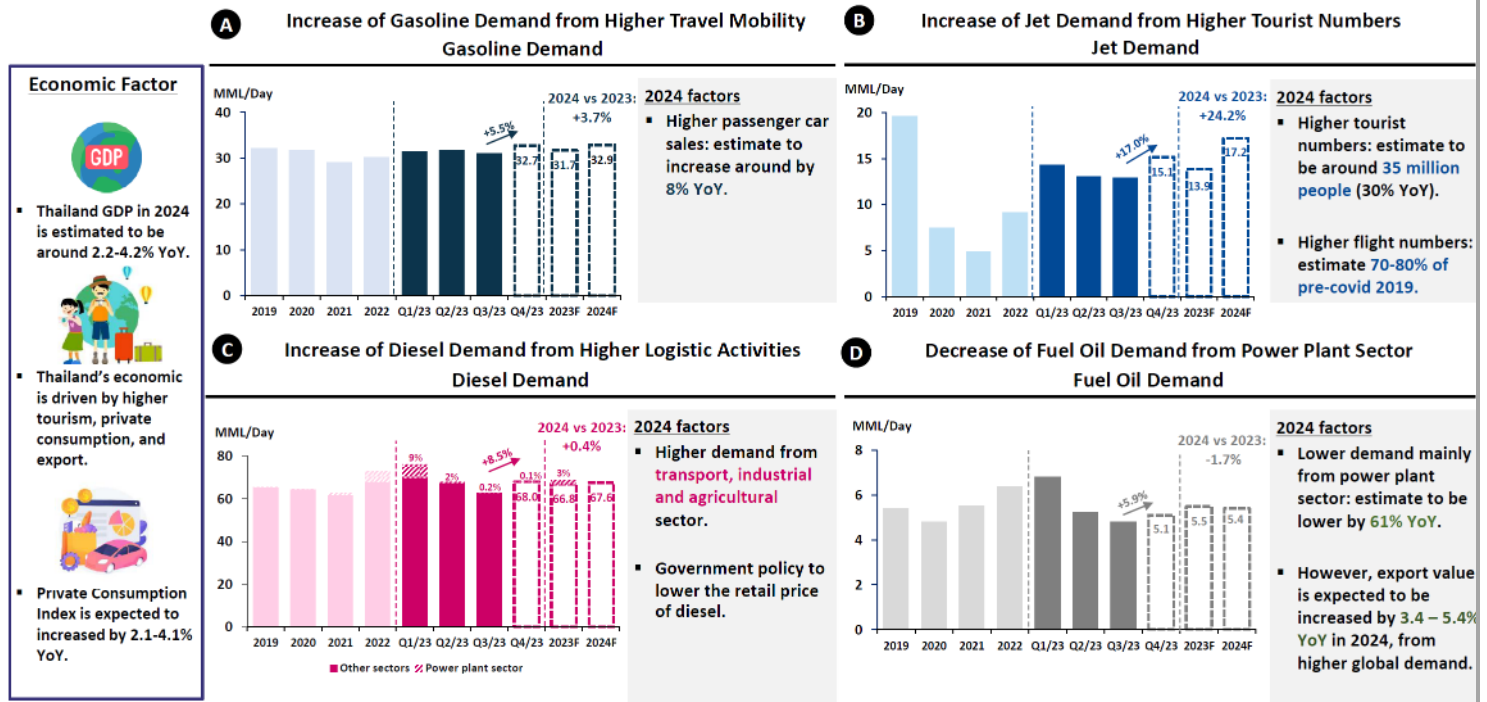
**คงประมาณการกำไรปี 2023E/2024E ที่ 1.84/1.42 หมื่นล้านบาท** ลดลงจาก 3.27 หมื่นล้านบาทในปี 2022 โดยมีสมมติฐานที่สำคัญ คือ 1) market GRM จะอ่อนตัวลงในช่วง USD6.1/bbl-USD8.2/bbl จาก USD11.9/bbl ในปี 2022 2) refinery run rate จะอยู่ที่ 110.0%-111.3% สูงขึ้นจาก 107.0% ในปี 2022 และ 3) ค่าใช้จ่ายทางการเงินจะสูงขึ้นในช่วง 4.0-4.1 พันล้านบาท เทียบกับ 3.9 พันล้านบาทในปี 2022

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

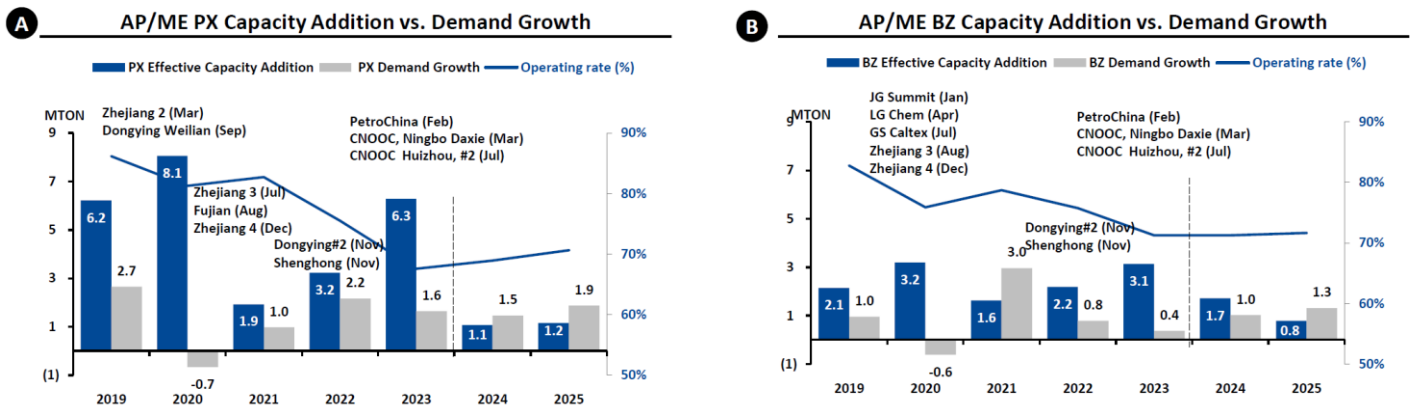
คงราคาเป้าหมายปี 2024E ที่ 64.00 บาท จึง PBV เป้าหมายที่ 0.84x (ประมาณ -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้ แม้เราเชื่อว่าบริษัทน่าจะเห็นกำไรสูงสุดของปีไปแล้วใน 3Q23 แต่เราเชื่อว่าบริษัทจะยังเห็นการเติบโต YoY ของกำไรใน 4Q23E ได้หนุนโดย stock loss ที่ต่ำลง ขณะที่ประมาณการอุปสงค์ petroleum product ที่เติบโตในปี 2024E น่าจะช่วยหนุนสมมติฐาน refinery run rate ของเราที่ทรงตัวในระดับสูงได้

Fig 1: Demand of most petroleum products in Thailand expected to grow in 2024E



Source: Department of Energy Business (DOEB), Ministry of Finance (MOF), Tourism Authority of Thailand (TAT), AOT, PTT, TOP, DAOL

Fig 2: Asia Pacific/Middle East (AP/ME) demand growth vs capacity addition (PX, BZ)



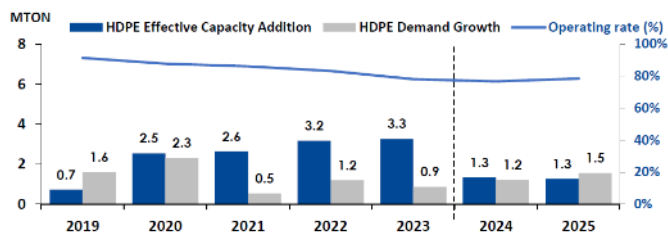
Source: CMA (Fall 24), TOP

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.

Fig 3: AP/ME demand growth vs capacity addition (PE, PP)

**A Lower HDPE Capacity Launch, with Growing Demand Leading by the Packaging Industry**

AP/ME HDPE Capacity Addition vs. Demand Growth



Source: CMA (Fall 24), TOP

**B Continued Expansion of PP Capacity, mostly from China and India, amid Improving Demand**

AP/ME PP Capacity Addition vs. Demand Growth

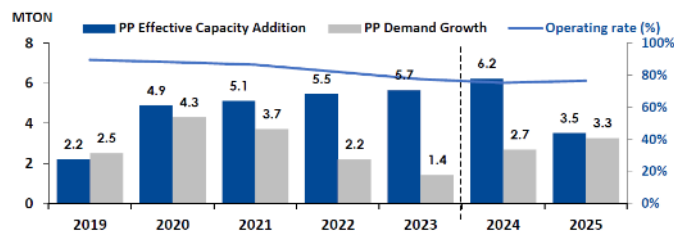
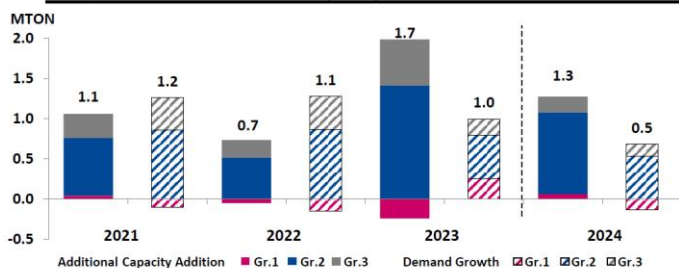


Fig 4: AP/ME demand growth vs capacity addition (base oil)

**A Higher Gr.2/3 Effective Capacity Addition and Weaker Gr.1 Demand Growth**

AP/ME Base Oil Effective Capacity Addition vs. Demand Growth <sup>(1,2)</sup>



Plant Start-up and Closure in Q4/23 - 2024

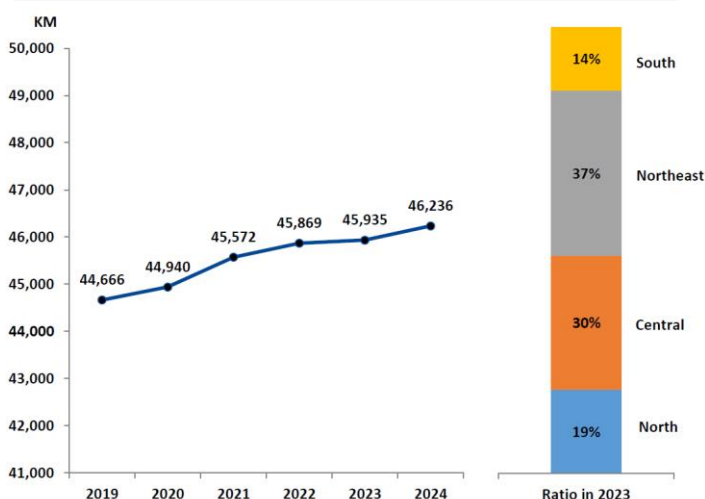
Country	Company	Base Oil Group	Nameplate Capacity (KTA)	Period
Japan	Eneos (Wakayama)	1	-360	Oct'23
India	BPCL	2/3	270	2024
India	IOC (Delhi)	2/3	540	2024
China	PetroChina Fushun Petrochemical	1	330*	2024

\*Resume operation 260 KTA (shutdown since 2014) and expansion 70 KTA

Source: Argus (Oct'23), SMC (2023), Bureau of Maintenance (Sep'23), TOP

**B Slightly Higher Thailand Bitumen Demand in 2024**

Thailand Maintenance Bituminous Road <sup>(3)</sup>



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.



## Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
Sales	127,901	125,426	116,820	108,662	124,206
Cost of sales	(129,276)	(124,546)	(110,292)	(105,725)	(104,026)
Gross profit	(1,375)	880	6,527	2,937	20,180
SG&A	(908)	(1,691)	(674)	(799)	(899)
EBITDA	(568)	2,398	8,182	4,618	18,973
Finance costs	(940)	(994)	(922)	(1,081)	(1,032)
Core profit	(3,148)	(1,628)	3,497	1,872	15,862
Net profit	12	147	4,554	1,117	10,828
EPS	0.01	0.07	2.04	0.50	4.85
Gross margin	-1.1%	0.7%	5.6%	2.7%	16.2%
EBITDA margin	-0.4%	1.9%	7.0%	4.2%	15.3%
Net profit margin	0.0%	0.1%	3.9%	1.0%	8.7%

## Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	53,571	30,024	43,919	33,509	28,130
Accounts receivable	13,784	24,424	33,119	27,563	22,541
Inventories	22,461	39,576	55,343	49,828	41,289
Other current assets	24,413	7,215	21,447	14,533	11,885
<b>Total cur. assets</b>	<b>114,229</b>	<b>101,239</b>	<b>153,828</b>	<b>125,433</b>	<b>103,844</b>
Investments	25,161	57,390	54,898	50,265	41,124
Fixed assets	145,225	178,399	206,476	223,339	240,809
Other assets	21,572	25,116	29,379	35,161	28,754
<b>Total assets</b>	<b>306,188</b>	<b>362,144</b>	<b>444,581</b>	<b>434,198</b>	<b>414,531</b>
Short-term loans	8,665	5,142	22,093	28,437	24,787
Accounts payable	9,517	23,001	74,154	59,341	49,172
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	10,438	10,334	7,426	15,705	12,843
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>28,620</b>	<b>38,476</b>	<b>103,673</b>	<b>103,483</b>	<b>86,802</b>
Long-term debt	136,237	163,623	151,658	135,331	122,269
Other LT liabilities	21,212	36,951	30,593	30,006	32,206
<b>Total LT liabilities</b>	<b>157,449</b>	<b>200,574</b>	<b>182,250</b>	<b>165,337</b>	<b>154,475</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>186,069</b>	<b>239,050</b>	<b>285,923</b>	<b>268,820</b>	<b>241,277</b>
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	140,721	148,923
Others	(6,447)	(10,018)	(9,281)	(14,123)	(15,063)
Minority interests	3,889	2,213	2,623	2,871	3,178
<b>Shares' equity</b>	<b>116,229</b>	<b>120,881</b>	<b>156,034</b>	<b>162,506</b>	<b>170,075</b>

## Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	(3,301)	12,578	32,668	18,443	14,240
Depreciation	7,554	7,424	7,744	7,818	8,744
Chg in working capital	(16,961)	2,823	9,551	11,451	3,179
Others	1,916	(1,804)	3,379	(6,368)	8,607
<b>CF from operations</b>	<b>(10,793)</b>	<b>21,021</b>	<b>53,342</b>	<b>31,345</b>	<b>34,770</b>
Capital expenditure	(43,254)	(38,891)	(34,381)	(24,681)	(26,214)
Others	9,204	(32,229)	2,492	4,633	9,141
<b>CF from investing</b>	<b>(34,050)</b>	<b>(71,120)</b>	<b>(31,889)</b>	<b>(20,048)</b>	<b>(17,073)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(44,843)</b>	<b>(50,099)</b>	<b>21,453</b>	<b>11,296</b>	<b>17,697</b>
Net borrowings	26,704	37,862	(9,013)	(9,984)	(16,711)
Equity capital raised	0	0	10,181	0	0
Dividends paid	(1,020)	(2,652)	(8,547)	(7,377)	(6,038)
Others	546	(6,923)	1,557	(4,346)	(327)
<b>CF from financing</b>	<b>26,230</b>	<b>28,287</b>	<b>(5,823)</b>	<b>(21,707)</b>	<b>(23,076)</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>(18,613)</b>	<b>(21,812)</b>	<b>15,630</b>	<b>(10,410)</b>	<b>(5,379)</b>

## Forward PBV band



## Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	247,913	345,496	529,589	468,810	383,382
Cost of sales	(255,300)	(319,555)	(481,137)	(433,189)	(358,954)
<b>Gross profit</b>	<b>(7,387)</b>	<b>25,941</b>	<b>48,452</b>	<b>35,621</b>	<b>24,428</b>
SG&A	(2,650)	(3,056)	(4,182)	(3,729)	(5,378)
<b>EBITDA</b>	<b>(2,055)</b>	<b>28,141</b>	<b>37,186</b>	<b>39,710</b>	<b>27,794</b>
Depre. & amortization	7,554	7,424	7,744	7,818	8,744
Equity income	2,492	1,675	(513)	8	383
Other income	1,115	1,136	863	1,321	958
<b>EBIT</b>	<b>(10,036)</b>	<b>22,885</b>	<b>44,270</b>	<b>31,892</b>	<b>19,050</b>
Finance costs	(4,292)	(3,595)	(3,860)	(4,112)	(4,022)
Income taxes	647	(2,034)	(4,464)	(4,654)	(2,398)
<b>Net profit before MI</b>	<b>(2,882)</b>	<b>13,003</b>	<b>33,106</b>	<b>18,692</b>	<b>14,547</b>
Minority interest	(419)	(425)	(438)	(248)	(307)
<b>Core profit</b>	<b>(10,708)</b>	<b>19,579</b>	<b>35,858</b>	<b>24,207</b>	<b>13,665</b>
Extraordinary items	7,407	(7,001)	(3,190)	(5,764)	575
<b>Net profit</b>	<b>(3,301)</b>	<b>12,578</b>	<b>32,668</b>	<b>18,443</b>	<b>14,240</b>

## Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	-31.9%	39.4%	53.3%	-11.5%	-18.2%
EBITDA	-114.6%	n.m.	32.1%	6.8%	-30.0%
Net profit	-152.6%	n.m.	159.7%	-43.5%	-22.8%
Core profit	-358.7%	n.m.	83.1%	-32.5%	-43.5%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	-3.0%	7.5%	9.1%	7.6%	6.4%
EBITDA margin	-0.8%	8.1%	7.0%	8.5%	7.2%
Core profit margin	-4.3%	5.7%	6.8%	5.2%	3.6%
Net profit margin	-1.3%	3.6%	6.2%	3.9%	3.7%
ROA	-1.1%	3.5%	7.3%	4.2%	3.4%
ROE	-2.8%	10.4%	20.9%	11.3%	8.4%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	1.60	1.98	1.83	1.65	1.42
Net D/E (x)	0.89	1.41	0.89	0.81	0.74
Interest coverage ratio	-2.34	6.37	11.47	7.76	4.74
Current ratio (x)	3.99	2.63	1.48	1.21	1.20
Quick ratio (x)	2.35	1.42	0.74	0.59	0.58
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	-1.62	6.17	14.63	8.26	6.38
Core EPS	-5.25	9.60	16.06	10.84	6.12
Book value	56.97	59.25	69.90	72.80	76.19
Dividend	0.70	2.60	3.70	3.30	2.70
<b>Valuation (x)</b>					
PER	n.m.	8.07	3.40	6.02	7.80
Core PER	n.m.	5.18	3.10	4.59	8.13
P/BV	0.87	0.84	0.71	0.68	0.65
EV/EBITDA	n.m.	9.03	6.22	5.84	7.93
Dividend yield	1.4%	5.2%	7.4%	6.6%	5.4%

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.

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") เปิดเผยมติสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (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. 6