

21 April 2023

Sector: Energy

Thai Oil

คาดการณ์กำไร 1Q23E พุ่งตัว QoQ ตาม market GRM ที่ดีขึ้น; 2Q23E
ชะลอตัวตาม diesel crack ที่ปรับสู่ระดับปกติ

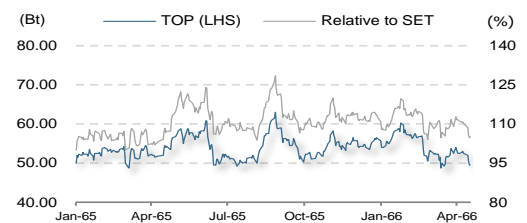
Bloomberg ticker	TOP TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt48.75
Target price	Bt60.00 (previously Bt65.00)
Upside/Downside	+23%
EPS revision	2023E: -17%; 2024E: -12%

Bloomberg target price	Bt63.93
Bloomberg consensus	Buy 18/ Hold 4 / Sell 2

Stock data	
Stock price 1-year high/low	Bt63.25 / Bt48.25
Market cap. (Bt mn)	108,899
Shares outstanding (mn)	2,234
Avg. daily turnover (Bt mn)	667
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	431,390	379,673
EBITDA	28,141	37,186	26,237	26,982
Net profit	12,578	32,668	12,955	14,111
EPS (Bt)	6.17	14.63	5.80	6.32
Growth	481.0%	137.3%	-60.3%	8.9%
Core EPS (Bt)	9.60	16.06	5.40	5.81
Growth	282.8%	67.4%	-66.4%	7.7%
DPS (Bt)	2.60	3.70	1.80	2.00
Div. yield	5.3%	7.6%	3.7%	4.1%
PER (x)	7.9	3.3	8.4	7.7
Core PER (x)	5.1	3.0	9.0	8.4
EV/EBITDA (x)	9.0	6.2	8.9	8.0
PBV (x)	0.8	0.7	0.7	0.6

Bloomberg consensus				
Net profit	12,578	32,668	13,496	13,824
EPS (Bt)	6.17	14.63	6.11	6.18



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-1.0%	-16.3%	-7.6%	-10.6%
Relative to SET	-1.6%	-9.6%	-5.8%	-3.7%

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

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 60.00 บาท (เดิม 65.00 บาท) ถึง 2023E PBV ใหม่ที่ 0.81x (ประมาณ -1.10SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราประเมินว่า TOP จะรายงานกำไร 1Q23E ที่ 4.5 พันล้านบาท (-37% YoY, +2,988% QoQ) โดยลดลง YoY ตามการรับรู้ผลขาดทุนจากสต็อกที่เป็นไปได้ (stock loss) ในขณะที่เพิ่มขึ้น QoQ ตามค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ที่ดีขึ้น อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นการปรับตัวลงของ market GRM ใน 2Q23E ตามส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและน้ำมันดิบ (crack spread) ของผลิตภัณฑ์ middle distillates ที่เริ่มปรับสู่ระดับปกติหลังจากมีอุปทานที่สูงขึ้นจากการส่งออกของจีนและการเปลี่ยนเส้นทางส่งออกของรัสเซียเพื่อหลีกเลี่ยงการบังคับใช้เพดานราคา (price cap) ของสหภาพยุโรป (EU) อย่างไรก็ตาม crack spread ที่ปรับตัวลงนี้จะได้รับการชดเชยบางส่วนโดยแนวโน้มขาลงของพรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) เช่นกัน

เราปรับประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E/2024E ลง -17%/-12% เป็น 1.30/1.41 หมื่นล้านบาท โดยเราคาดว่า market GRM ในช่วง 2 ปีข้างหน้าจะอยู่ในช่วง USD5.9/bbl-USD6.1/bbl ลดลงจากเดิมที่ USD6.0/bbl-USD6.3/bbl ในขณะเดียวกัน เราประเมินว่าบริษัทจะมี stock loss เพิ่มขึ้นเป็น -7.4/-4.7 พันล้านบาท ในปี 2023E-2024E จากเดิมที่ -7.2/-4.6 พันล้านบาท สอดคล้องกับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบที่ลดลงในช่วง USD75/bbl-USD85/bbl จากเดิม USD85/bbl-USD93/bbl

ราคาหุ้น underperform SET -6% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับ middle distillate cracks ที่เริ่มปรับสู่ระดับปกติจากอุปทานทั่วโลกที่สูงขึ้น ทั้งนี้ ราคาปิดล่าสุดสะท้อน valuation ที่น่าสนใจที่ 2023E PBV 0.65x (ประมาณ -1.60SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้หากกำไร 1Q23E เป็นไปตามที่เราคาด กำไร 1Q23 จะคิดเป็น 35% ของประมาณการทั้งปีของเรา อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นกำไรที่อ่อนตัวใน 2Q23E ตาม middle distillate cracks ที่ปรับสู่ระดับปกติ

Event: 1Q23E earnings preview

□ **คาดการณ์กำไร 1Q23E พุ่งตัว QoQ แต่ลดลง YoY** เราประเมินว่า TOP จะรายงานกำไร 1Q23E ที่ 4.5 พันล้านบาท (-37% YoY, +2,988% QoQ) โดยมีสมมติฐานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ธุรกิจโรงกลั่นจะเห็นอัตราการใช้กำลังการกลั่นที่ 110% เทียบกับ 109% ใน 1Q22 และ 103% ใน 4Q22 โดยสูงขึ้น QoQ จากการไม่มีแผนปิดซ่อมบำรุง ในขณะที่คาด market GRM จะอยู่ที่ USD9.8/bbl (+53% YoY, +5% QoQ) โดยสูงขึ้น YoY ตาม middle distillate cracks ที่สูงขึ้น 2) ธุรกิจโรงแม่เหล็ก จะมีอัตราการใช้กำลังการผลิต (run rate) ที่ 74% เทียบกับ 73% ใน 1Q22 และ 67% ใน 4Q22 ขณะที่คาดว่า Aromatic P2F margin จะอยู่ที่ USD53/ton (+97% YoY, +18% QoQ) สอดคล้องกับ PX spread ที่สูงขึ้น 3) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น จะมี run rate ที่ 87% เทียบกับ 89% ใน 1Q22 และ 43% ใน 4Q22 โดยดีขึ้น QoQ จากการไม่มีแผนปิดซ่อมบำรุง 4) รายการอื่นๆ เราประเมินว่าบริษัทจะรายงาน stock loss ที่ 3.8 พันล้านบาท เทียบกับกำไร 1.48 หมื่นล้านบาทใน 1Q22 และขาดทุน 9.1 พันล้านบาทใน 4Q22 ขณะเดียวกัน เราคาดผลกำไรจากเครื่องมือทางการเงิน (hedging gain) ที่ 393 ล้านบาท เทียบกับขาดทุน 7.4 พันล้านบาทใน 1Q22 และ 878 ล้านบาทใน 4Q22

□ **กำไรมีแนวโน้มอ่อนตัวใน 2Q23E** เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นกำไรจากการดำเนินงานที่อ่อนตัวลง QoQ ใน 2Q23E สอดคล้องกับ crack spread ที่ลดลง โดย diesel crack QTD ปรับตัวลงเหลือ USD15.4/bbl เทียบกับ USD25.2/bbl ใน 1Q23 ในขณะที่ jet fuel crack ลงเหลือ USD13.9/bbl จาก USD26.5/bbl ใน 1Q23 แม้ว่า gasoline crack จะปรับตัวสูงขึ้นเป็น USD19.2/bbl จาก USD18.7/bbl ใน 1Q23 ทั้งนี้ เราเชื่อว่า gasoline crack จะได้รับจายหนุนจากอุปสงค์ที่สูงขึ้นในช่วงฤดูกลางปีของ US อย่างไรก็ตาม middle distillate crack น่าจะโดนกดดันจากการส่งออกที่สูงขึ้นของจีนและการเปลี่ยนเส้นทางส่งออกของรัสเซียเพื่อหลีกเลี่ยงการบังคับใช้ price cap ของ EU

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.

Implication

ปรับประมาณการกำไรปี 2023E/2024E ลง -17%/-12% เป็น 1.30/1.41 หมื่นล้านบาท โดยเราคาดว่า market GRM ในช่วง 2 ปีข้างหน้าจะอยู่ในช่วง USD5.9/bbl-USD6.1/bbl ลดลงจากเดิมที่ USD6.0/bbl-USD6.3/bbl ในขณะเดียวกัน เราประเมินว่าบริษัทจะมี stock loss เพิ่มขึ้นเป็น -7.4/-4.7 พันล้านบาท ในปี 2023E-2024E จากเดิมที่ -7.2/-4.6 พันล้านบาท สอดคล้องกับสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบที่ลดลงในช่วง USD75/bbl-USD85/bbl จากเดิม USD85/bbl-USD93/bbl

Valuation/Catalyst/Risk

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2023E ใหม่ที่ 60.00 บาท (เดิม 65.00 บาท) อิง PBV เป้าหมายใหม่ที่ 0.81x (ประมาณ -1.10SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ลดลงจากเดิมที่ 0.87x (ประมาณ -1.00SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้หากกำไร 1Q23E เป็นไปตามที่เราคาดการณ์กำไร 1Q23 จะคิดเป็น 35% ของประมาณการทั้งปีของเรา อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นกำไรที่อ่อนตัวใน 2Q23E ตาม middle distillate cracks ที่ปรับสู่ระดับปกติ

Fig 1: 1Q23E earnings preview

FY: Dec (Bt mn)	1Q23E	1Q22	YoY	4Q22	QoQ	2023E	2022	YoY
Revenue	112,201	120,882	-7.2%	125,426	-10.5%	431,390	529,589	-18.5%
COGS	(105,377)	(103,310)	-2.0%	(124,546)	15.4%	(407,966)	(481,137)	15.2%
Gross profit	6,824	17,572	-61.2%	880	675.5%	23,424	48,452	-51.7%
SG&A	(1,224)	(718)	-70.6%	(1,691)	27.6%	(5,354)	(4,182)	-28.0%
EBITDA	7,642	13,034	-41.4%	2,398	218.7%	26,237	37,186	-29.4%
Other inc./exps	135	100	35.1%	265	-49.2%	518	782	-33.8%
Interest expenses	(1,012)	(961)	-5.3%	(994)	-1.8%	(4,048)	(3,860)	-4.9%
Income tax	(567)	(1,672)	66.1%	108	-626.8%	(1,747)	(4,464)	60.9%
Core profit	3,940	14,224	-72.3%	(1,628)	342.0%	12,048	35,858	-66.4%
Net profit	4,534	7,183	-36.9%	147	2,988.2	12,955	32,668	-60.3%
EPS (Bt)	2.03	3.52	-42.3%	0.07	2,988.2	5.80	14.63	-60.3%
Gross margin	6.1%	14.5%	0.7%	0.7%	5.4%	9.1%		
EBITDA margin	6.8%	10.8%	1.9%	6.1%	7.0%			
Net margin	4.0%	5.9%	0.1%	3.0%	6.2%			

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

Fig 2: Earnings revision

	Unit	-----2023E-----			-----2024E-----		
		New (THB m)	Old (THB m)	Change (%)	New (THB m)	Old (THB m)	Change (%)
Revenue	Bt mn	431,390	485,511	(11)	379,673	441,204	(14)
Consolidated EBITDA		26,237	31,231	(16)	26,982	31,129	(13)
Net profit		12,955	15,661	(17)	14,111	16,064	(12)
Key assumptions							
Dubai crude oil	USD/bbl	85.0	93.0	(9)	75.0	85.0	(12)
Refining utilization	%	105.0	103.0	2	105.0	103.0	2
Market GRM	USD/bbl	6.1	6.3	(3)	5.9	6.0	(1)
Accounting GRM		4.1	4.3	(6)	4.6	4.7	(2)
Stock g/l	Bt mn	(7,407)	(7,169)	3	(4,658)	(4,588)	2
Aromatics utilization	%	74.0	74.0	-	76.0	76.0	-
Aromatics P2F	USD/ton	6.6	4.0	66	4.5	3.0	50
Lube utilization	%	87.0	87.0	-	87.0	87.0	-
Lube P2F	USD/ton	18.5	18.0	3	17.5	17.0	3
Market GIM	USD/bbl	9.3	9.3	(0)	8.9	8.8	0
Accounting GIM		7.3	7.4	(1)	7.6	7.6	(0)

Source: DAOL

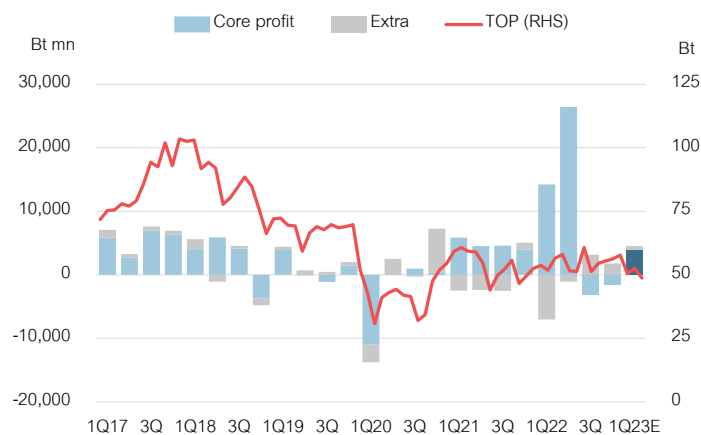
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein 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. 2

Fig 3: Quarterly historical market/accounting GRM forecast



Source: Company, DAOL

Fig 4: TOP share price vs profits



Source: Aspen, DAOL

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. DAOLSEC 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**

Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
Sales	108,338	120,882	155,379	127,901	125,426
Cost of sales	(101,368)	(103,310)	(124,004)	(129,276)	(124,546)
Gross profit	6,970	17,572	31,374	(1,375)	880
SG&A	(1,112)	(718)	(865)	(908)	(1,691)
EBITDA	6,082	13,034	22,322	(568)	2,398
Finance costs	(958)	(961)	(966)	(940)	(994)
Core profit	4,006	14,224	26,409	(3,148)	(1,628)
Net profit	5,033	7,183	25,327	12	147
EPS	2.47	3.52	12.41	0.01	0.07
Gross margin	6.4%	14.5%	20.2%	-1.1%	0.7%
EBITDA margin	5.6%	10.8%	14.4%	-0.4%	1.9%
Net profit margin	4.6%	5.9%	16.3%	0.0%	0.1%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Cash & deposits	53,571	30,024	43,919	28,964	25,942
Accounts receivable	13,784	24,424	33,119	27,952	24,601
Inventories	22,461	39,576	55,343	46,927	40,922
Other current assets	24,413	7,215	21,447	22,001	19,363
Total cur. assets	114,229	101,239	153,828	125,843	110,828
Investments	25,161	57,390	54,898	54,889	48,321
Fixed assets	145,225	178,399	206,476	210,212	213,660
Other assets	21,572	25,116	29,379	30,197	26,577
Total assets	306,188	362,144	444,581	421,141	399,386
Short-term loans	8,665	5,142	22,093	28,268	24,770
Accounts payable	9,517	23,001	74,154	50,297	43,861
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current liabilities	10,438	10,334	7,426	7,549	6,644
Total cur. liabilities	28,620	38,476	103,673	86,115	75,275
Long-term debt	136,237	163,623	151,658	135,331	117,269
Other LT liabilities	21,212	36,951	30,593	30,415	26,769
Total LT liabilities	157,449	200,574	182,250	165,746	144,038
Total liabilities	186,069	239,050	285,923	251,861	219,314
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	138,581	148,232
Others	(6,447)	(10,018)	(9,281)	(8,447)	(7,914)
Minority interests	3,889	2,213	2,623	3,054	3,358
Shares' equity	116,229	120,881	156,034	166,225	176,713

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Net profit	(3,301)	12,578	32,668	12,955	14,111
Depreciation	7,554	7,424	7,744	8,166	8,452
Chg in working capital	(16,961)	2,823	9,551	(10,703)	4,652
Others	1,916	(1,804)	3,379	(996)	(26)
CF from operations	(10,793)	21,021	53,342	9,422	27,189
Capital expenditure	(43,254)	(38,891)	(34,381)	(11,902)	(11,900)
Others	9,204	(32,229)	2,492	9	6,568
CF from investing	(34,050)	(71,120)	(31,889)	(11,893)	(5,332)
Free cash flow	(44,843)	(50,099)	21,453	(2,471)	21,857
Net borrowings	26,704	37,862	(9,013)	(10,152)	(21,560)
Equity capital raised	0	0	10,181	0	0
Dividends paid	(1,020)	(2,652)	(8,547)	(4,029)	(4,459)
Others	546	(6,923)	1,557	1,697	1,140
CF from financing	26,230	28,287	(5,823)	(12,484)	(24,879)
Net change in cash	(18,613)	(21,812)	15,630	(14,955)	(3,022)

Forward PBV band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Sales	247,913	345,496	529,589	431,390	379,673
Cost of sales	(255,300)	(319,555)	(481,137)	(407,966)	(355,762)
Gross profit	(7,387)	25,941	48,452	23,424	23,911
SG&A	(2,650)	(3,056)	(4,182)	(5,354)	(5,381)
EBITDA	(2,055)	28,141	37,186	26,237	26,982
Depre. & amortization	7,554	7,424	7,744	8,166	8,452
Equity income	2,492	1,675	(513)	(335)	(206)
Other income	1,115	1,136	863	539	588
EBIT	(10,036)	22,885	44,270	18,070	18,531
Finance costs	(4,292)	(3,595)	(3,860)	(4,048)	(3,799)
Income taxes	647	(2,034)	(4,464)	(1,747)	(1,838)
Net profit before MI	(2,882)	13,003	33,106	13,386	14,415
Minority interest	(419)	(425)	(438)	(431)	(304)
Core profit	(10,708)	19,579	35,858	12,048	12,972
Extraordinary items	7,407	(7,001)	(3,190)	907	1,139
Net profit	(3,301)	12,578	32,668	12,955	14,111

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2020	2021	2022	2023E	2024E
Growth YoY					
Revenue	-31.9%	39.4%	53.3%	-18.5%	-12.0%
EBITDA	-114.6%	n.m.	32.1%	-29.4%	2.8%
Net profit	-152.6%	n.m.	159.7%	-60.3%	8.9%
Core profit	-358.7%	n.m.	83.1%	-66.4%	7.7%
Profitability ratio					
Gross profit margin	-3.0%	7.5%	9.1%	5.4%	6.3%
EBITDA margin	-0.8%	8.1%	7.0%	6.1%	7.1%
Core profit margin	-4.3%	5.7%	6.8%	2.8%	3.4%
Net profit margin	-1.3%	3.6%	6.2%	3.0%	3.7%
ROA	-1.1%	3.5%	7.3%	3.1%	3.5%
ROE	-2.8%	10.4%	20.9%	7.8%	8.0%
Stability					
D/E (x)	1.60	1.98	1.83	1.52	1.24
Net D/E (x)	0.89	1.41	0.89	0.82	0.67
Interest coverage ratio	-2.34	6.37	11.47	4.46	4.88
Current ratio (x)	3.99	2.63	1.48	1.46	1.47
Quick ratio (x)	2.35	1.42	0.74	0.66	0.67
Per share (Bt)					
Reported EPS	-1.62	6.17	14.63	5.80	6.32
Core EPS	-5.25	9.60	16.06	5.40	5.81
Book value	56.97	59.25	69.90	74.46	79.16
Dividend	0.70	2.60	3.70	1.80	2.00
Valuation (x)					
PER	n.m.	7.91	3.33	8.40	7.71
Core PER	n.m.	5.08	3.03	9.03	8.39
P/BV	0.86	0.82	0.70	0.65	0.62
EV/EBITDA	n.m.	8.96	6.17	8.92	7.99
Dividend yield	1.4%	5.3%	7.6%	3.7%	4.1%

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.

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 และเป็นข้อมูลให้ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ 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 ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างไร้ข้อสงสัย 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.