COMPANY UPDATE

30 June 2023

Thai Oil

Sector: Energy

คาดกำไรต่ำสุดของปีใน 2Q23E ก่อนจะฟื้นตัวใน 2H23E

Bloomberg ticker	TOP TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt44.00
Target price	Bt60.00 (maintained)
Upside/Downside	+36%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt59.73
Bloomberg consensus	Buy 21/ Hold 3 / Sell 2

Stock data

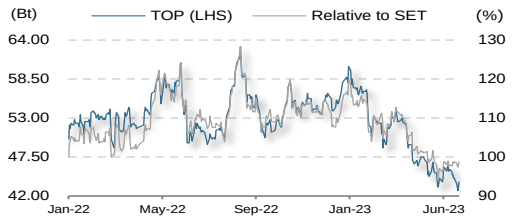
Stock price 1-year high/low	Bt63.25 / Bt42.25
Market cap. (Bt mn)	98,289
Shares outstanding (mn)	2,234
Avg. daily turnover (Bt mn)	540
Free float	52%
CG rating	Excellent
ESG rating	Very good

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	5.7%	8.1%	4.1%	4.5%
PER (x)	7.4	3.1	7.6	7.0
Core PER (x)	4.7	2.8	8.2	7.6
EV/EBITDA (x)	8.7	6.0	8.6	7.6
PBV (x)	0.8	0.7	0.6	0.6

Bloomberg consensus

Net profit	12,578	32,668	13,745	14,356
EPS (Bt)	6.17	14.63	6.15	6.43



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-2.8%	-17.4%	-22.1%	-15.8%
Relative to SET	1.2%	-9.2%	-11.2%	-9.1%

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 60.00 บาท อิง 2023E PBV ที่ 0.81x (ประมาณ -1.10SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราประเมินว่า TOP จะรายงานกำไร 2Q23E ที่อ่อนแอที่ 622 ล้านบาท (-98% YoY, -86% QoQ) หลักๆค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ที่ลดลงสอดคล้องกับส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและน้ำมันดิบ (crack spread) ที่เริ่มปรับสู่ระดับปกติและการรับรู้ผลขาดทุนจากสต๊อก (stock loss) ที่เป็นไปได้ อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่ากำไรในไตรมาสนี้จะเป็นจุดต่ำสุดของปีก่อนที่บริษัทจะเห็นการฟื้นตัวของ crack spread ใน 2H23E ซึ่งหนุนด้วย 1) อุปสงค์ของผลิตภัณฑ์ gasoline ที่สูงขึ้นฤดูกาลขับรถของ US 2) การฟื้นตัวของอุปสงค์ผลิตภัณฑ์ gasoil ตามเศรษฐกิจของจีน และ 3) การรับรู้ stock gain ที่เป็นไปได้ตามราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้นจากการลดกำลังการผลิตน้ำมันของกลุ่ม OPEC+ นอกจากนี้ เราเชื่อว่าบริษัทจะยังคงได้ประโยชน์จากตลาดอะโรเมติกส์โลกที่ตึงตัวมากขึ้นใน 2H23E

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2023E/2024E ที่ 1.30/1.41 หมื่นล้านบาท ลดลงจาก 3.27 หมื่นล้านบาทในปี 2022 โดยมีสมมติฐานที่สำคัญ คือ 1) Market GRM จะอ่อนตัวลงในช่วง USD5.9/bbl-USD6.1/bbl จาก USD11.9/bbl ในปี 2022 2) อัตราการใช้กำลังการกลั่น (refinery run rate) จะอยู่ที่ 105% ลดลงจาก 107% ในปี 2022 และ 3) สัดส่วนกำไรที่ลดลงจากธุรกิจโรงไฟฟ้า

ราคาหุ้น underperform SET -11% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา สอดคล้องกับ middle distillate cracks ที่เริ่มปรับสู่ระดับปกติจากอุปทานทั่วโลกที่สูงขึ้น ทั้งนี้ ราคาปิดล่าสุดสะท้อน valuation ที่น่าสนใจที่ 2023E PBV 0.59x (ประมาณ -1.80SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) หากกำไร 1Q23E เป็นไปตามที่เราคาด กำไร 1H23E จะคิดเป็น 40% ของประมาณการกำไรทั้งปีของเรา ทั้งนี้ เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นการฟื้นตัวของกำไรใน 2H23E ตาม crack spread ที่ฟื้นตัวจากฤดูกาลขับรถของ US และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น ทั้งยังอาจจะรับรู้ stock gain ที่เป็นไปได้อีกด้วย

Event: 2Q23E earnings preview

- **กำไร 2Q23E น่าจะเป็นจุดต่ำสุดของปี** เราประเมินว่า TOP จะรายงานกำไร 2Q23E ที่ 622 ล้านบาท (-98% YoY, -86% QoQ) โดยมีสมมติฐานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ธุรกิจโรงกลั่นจะมี market GRM ที่ USD4.2/bbl (-83% YoY, -58% QoQ) สอดคล้องกับ crack spread ที่ปรับสู่ระดับปกติ อย่างไรก็ดี บริษัทน่าจะรักษา refinery run rate ที่สูงที่ 110% เทียบกับ 112% ใน 2Q22 และ 1Q23 2) ธุรกิจอะโรเมติกส์ จะมีอัตราการใช้กำลังการผลิต (run rate) ที่ 70% เทียบกับ 77% ใน 2Q22 และ 67% ใน 1Q23 ขณะที่คาดว่า Aromatic P2F margin จะอยู่ที่ USD68/ton สูงขึ้น 5% QoQ สอดคล้องกับ PX spread ที่สูงขึ้น 3) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่น จะมี run rate ที่ 84% เทียบกับ 90% ใน 2Q22 และ 79% ใน 1Q23 4) รายการอื่นๆ เราประเมินว่าบริษัทจะรายงาน stock loss ที่ 1.5 พันล้านบาท เทียบกับกำไร 7.6 พันล้านบาทใน 2Q22 และขาดทุน 3.5 พันล้านบาทใน 1Q23 ขณะเดียวกัน เราคาดผลกำไรจากเครื่องมือทางการเงิน (hedging gain) ที่ 499 ล้านบาท เทียบกับ ขาดทุน 1.26 หมื่นล้านบาทใน 2Q22 และกำไร 486 ล้านบาทใน 1Q23
- **คาดกำไรกลับมาฟื้นตัวได้ใน 2H23E** เราประเมินว่า TOP จะเห็นการฟื้นตัวของกำไร HoH ใน 2H23E โดยมีปัจจัยผลักดันจาก 1) crack spread ที่ดีขึ้นจากอุปสงค์ gasoline ที่สูงขึ้นในฤดูกาลขับรถของ US และอุปสงค์ middle distillates ที่สูงขึ้นตามการฟื้นตัวของจีน 2) การรับรู้ stock gain ที่เป็นไปได้ตามราคาน้ำมันดิบที่สูงขึ้นจากการลดกำลังการผลิตน้ำมันของกลุ่ม OPEC+ และ 3) บริษัทน่าจะได้ประโยชน์จากตลาดอะโรเมติกส์ที่ตึงตัวมากขึ้น ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากตลาด HDPE ที่ทรงตัวและตลาด PP ที่มีอุปทานสูงขึ้นได้

Implication

คงประมาณการกำไรปี 2023E/2024E ที่ 1.30/1.41 หมื่นล้านบาท ลดลงจาก 3.27 หมื่นล้านบาทในปี 2022 โดยเราคาดว่า 1) Market GRM จะอ่อนตัวลงในช่วง USD5.9/bbl-USD6.1/bbl จาก USD11.9/bbl ในปี 2022 2) อัตราการใช้กำลังการกลั่นจะอยู่ที่ 105% ลดลงจาก 107% ในปี 2022 และ 3) กำไรที่ลดลงจากธุรกิจโรงไฟฟ้าจากการขายหุ้น GPSC ไปบางส่วนในปี 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.

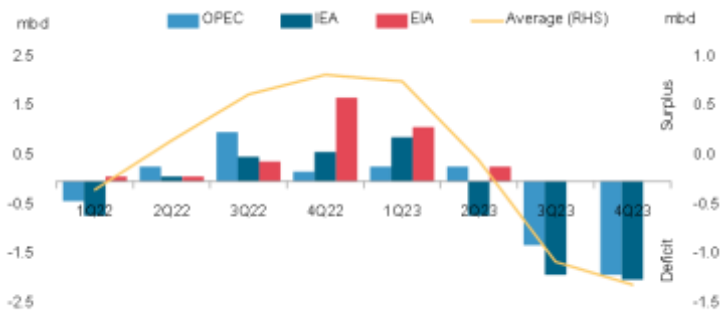
Valuation/Catalyst/Risk

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2023E ที่ 60.00 บาท อิง PBV เป้าหมายที่ 0.81x (ประมาณ -1.10SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นกำไรที่อ่อนตัวใน 2Q23E ตาม middle distillate cracks ที่ปรับสู่ระดับปกติ อย่างไรก็ดี crack spread น่าจะฟื้นตัวดีขึ้นใน 2H23E หนุนด้วยฤดูกาลขับรถของ US และกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่เพิ่มขึ้น ทั้งยังอาจจะรับรู้ stock gain ที่เป็นไปได้อีกด้วย

Fig 1: 2Q23E earnings preview

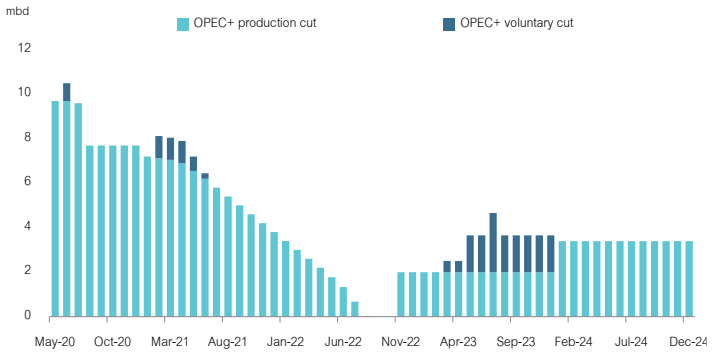
FY: Dec (Bt mn)	2Q23E	2Q22	YoY	1Q23	QoQ	1H23E	1H22	YoY
Revenue	99,805	155,379	-35.8%	116,820	-14.6%	216,625	276,261	-21.6%
COGS	(96,561)	(124,004)	22.1%	(110,292)	12.4%	(206,854)	(227,315)	9.0%
Gross profit	3,244	31,374	-89.7%	6,527	-50.3%	9,771	48,947	-80.0%
SG&A	(1,215)	(865)	-40.5%	(674)	-80.4%	(1,889)	(1,583)	-19.3%
EBITDA	4,070	22,322	-81.8%	8,182	-50.3%	12,252	35,356	-65.3%
Other inc./exps	120	157	-23.8%	221	-45.8%	341	257	32.6%
Interest expenses	(970)	(966)	-0.4%	(922)	-5.1%	(1,892)	(1,926)	1.8%
Income tax	(213)	(3,055)	93.0%	(1,805)	88.2%	(2,018)	(4,727)	57.3%
Core profit	1,021	26,409	-96.1%	3,497	-70.8%	4,518	40,633	-88.9%
Net profit	622	25,327	-97.5%	4,554	-86.3%	5,176	32,510	-84.1%
EPS (Bt)	0.28	12.41	-97.8%	2.04	-86.3%	2.32	15.94	-85.4%
Gross margin	3.3%	20.2%		5.6%		3.1%	17.7%	
EBITDA margin	4.1%	14.4%		7.0%		5.7%	12.8%	
Net margin	0.6%	16.3%		3.9%		1.7%	11.8%	

Fig 2: Key agencies’ world oil demand/supply balance forecast



Source: OPEC, IEA, EIA, DAOL

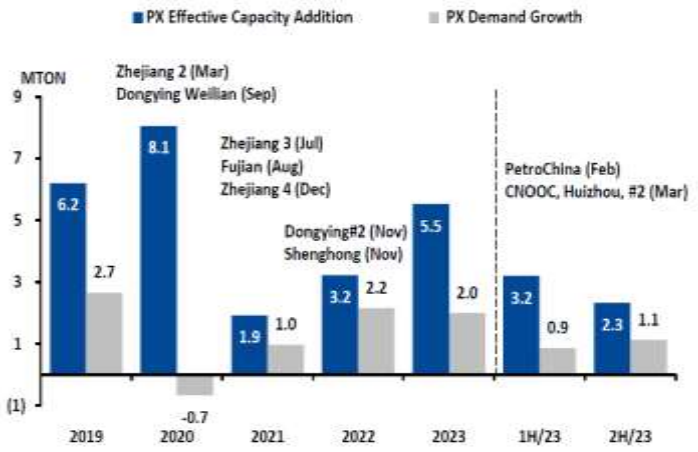
Fig 3: OPEC+ production/voluntary cut trend



Source: OPEC, DAOL

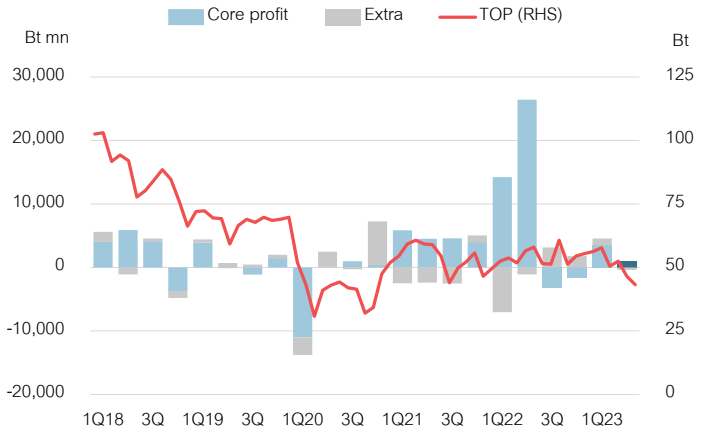
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein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

Fig 4: AP/ME PX Capacity Addition vs. Demand Growth



Source: Company, CMA (Spring 23), Wmchemicals (Apr 23)

Fig 5: 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.

Quarterly income statement

(Bt mn)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
Sales	120,882	155,379	127,901	125,426	116,820
Cost of sales	(103,310)	(124,004)	(129,276)	(124,546)	(110,292)
Gross profit	17,572	31,374	(1,375)	880	6,527
SG&A	(718)	(865)	(908)	(1,691)	(674)
EBITDA	13,034	22,322	(568)	2,398	8,182
Finance costs	(961)	(966)	(940)	(994)	(922)
Core profit	14,224	26,409	(3,148)	(1,628)	3,497
Net profit	7,183	25,327	12	147	4,554
EPS	3.52	12.41	0.01	0.07	2.04
Gross margin	14.5%	20.2%	-1.1%	0.7%	5.6%
EBITDA margin	10.8%	14.4%	-0.4%	1.9%	7.0%
Net profit margin	5.9%	16.3%	0.0%	0.1%	3.9%

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.	7.14	3.01	7.58	6.96
Core PER	n.m.	4.58	2.74	8.15	7.57
P/BV	0.77	0.74	0.63	0.59	0.56
EV/EBITDA	n.m.	8.62	5.91	8.55	7.63
Dividend yield	1.6%	5.9%	8.4%	4.1%	4.5%

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.

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ 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.

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.

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

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

- **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไหร่
- **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO
- **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น 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 และมิได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้นำให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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. 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.