

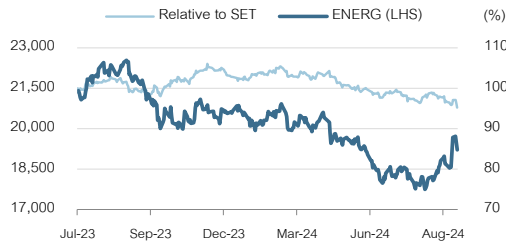
12 September 2024

# Energy

## พลังงานต้นน้ำมี downside จำกัด; โรงกลั่นยังอ่อนแอต่อเนื่อง

Recommendation **Neutral (maintained)**

Energy sector's performance



Source: Aspen

เรายังคงแนะนำให้นักลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน โดยตอนนี้เรามองว่าบริษัทพลังงานต้นน้ำมี valuation ที่น่าสนใจกว่ากลุ่มโรงกลั่นจากความเสี่ยงขาด (downside risk) ของราคาน้ำมันดิบที่น่าจะเริ่มจำกัดแล้ว ในขณะที่กลุ่มโรงกลั่นยังเผชิญกับส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) ที่อาจจะทรงตัวต่ำกว่าที่คาดใน 2H24E ซึ่งอาจจะถูกชดเชยบางส่วนด้วยแนวโน้มพรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) ที่ลดลงได้ ทั้งนี้ สำหรับภาพรวมใน 4Q24E เราคาดว่าภาพรวมตลาดน้ำมันโลกจะยังคงตึงตัวแม้ภาพรวมอุปสงค์ของจีนจะฟื้นตัวช้าแต่ก็ถูกชดเชยด้วยการเลื่อนการถอนการปรับลดกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจของ OPEC+ ออกไป อีกทั้ง เราเชื่อว่าระดับราคาน้ำมันดิบที่ใกล้เคียง USD70.0/bbl นั้นมี downside ที่ค่อนข้างจำกัดแล้ว และเรามองเห็นถึง upside จาก 1) OPEC+ จะยังคงชะลอการตัดสินใจที่จะเพิ่มอุปทานน้ำมันเข้ามาในอนาคต, 2) การปรับลดอัตราดอกเบี้ยของธนาคารกลางสหรัฐ และ 3) อุปสงค์การใช้้ำมันที่สูงขึ้นในช่วงฤดูหนาว (winter demand) ของประเทศตะวันตก

ดัชนีกลุ่มพลังงานปรับตัวลง -6.9% เมื่อเทียบกับ SET ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา ตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัวแรง ทั้งนี้ เราเลือก PTTEP (ซื้อ/เป้า 180.00 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงาน โดยเราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวลงในช่วงที่ผ่านมาได้สะท้อนแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัวและแนวโน้มกำไร 3Q24E ที่น่าจะลดลง QoQ จากปริมาณขายเฉลี่ยที่ลดลงจากแผนปิดซ่อมบำรุงโครงการในอ่าวไทยบางโครงการไปมากแล้ว นอกจากนี้ เรามองว่าราคาน้ำมันดิบที่ระดับปัจจุบันมี downside ที่จำกัดแล้ว และบริษัทที่น่าจะเห็นปริมาณขายเฉลี่ยที่ฟื้นตัวได้ QoQ ใน 4Q24E

### Event: Industry update

□ ตลาดน้ำมันยังมีแนวโน้มตึงตัวใน 2H24E; อุปสงค์ที่ฟื้นตัวของจีนถูกชดเชยด้วยการเลื่อนการเพิ่มกำลังการผลิตของ OPEC+ หน่วยงานด้านพลังงานมีมุมมองที่ไปในทิศทางเดียวกันมากขึ้นโดยเชื่อว่าตลาดน้ำมันโลกจะตึงตัวใน 2H24E หลักๆจากการฟื้นตัวของอุปสงค์การใช้้ำมัน โดยเฉพาะจากจีน (แม้บางหน่วยงานจะมีการปรับลดอัตราการเพิ่มให้น้อยลง) อย่างไรก็ตาม อุปทานก็ยังมีแนวโน้มเติบโตที่สูง ส่วนหนึ่งเป็นเพราะประเทศ OPEC+ ได้ตัดสินใจที่จะชะลอการถอนการปรับลดกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจ (voluntary production cuts) ออกไป 2 เดือน

□ ภาพรวมกำไรของหุ้นน้ำมันไม่น่าสนใจใน 3Q24E แต่น่าจะเห็นการฟื้นตัวใน 4Q24E เราเชื่อว่าภาพรวมกำไรของหุ้นที่เกี่ยวข้องกับน้ำมัน (PTTEP และโรงกลั่น) จะไม่น่าสนใจใน 3Q24E โดยคาดว่า PTTEP จะเห็นปริมาณขายที่อ่อนตัวและราคาน้ำมันที่ลดลง ขณะที่ กลุ่มโรงกลั่นจะถูกกดดันจาก crack spread ที่อ่อนแอและการรับรู้ stock loss ที่เป็นไปได้ อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่า PTTEP จะเห็นปริมาณขายที่ฟื้นตัวใน 4Q24E ขณะที่ราคาน้ำมันมี downside ที่จำกัดแล้ว ส่วนกลุ่มโรงกลั่นน่าจะได้ประโยชน์จากแนวโน้ม crude premium ที่อ่อนตัว

### Valuation/Catalyst/Risk

เรายังคงแนะนำให้นักลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน เราเลือก PTTEP (ซื้อ/เป้า 180.00 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงานโดยเราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวลงในช่วงที่ผ่านมาได้สะท้อนแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัวและแนวโน้มกำไร 3Q24E ที่น่าจะลดลง QoQ จากปริมาณขายเฉลี่ยที่ลดลงจากแผนปิดซ่อมบำรุงโครงการในอ่าวไทยบางโครงการไปมากแล้ว นอกจากนี้ เรามองว่าราคาน้ำมันดิบที่ระดับปัจจุบันมี downside ที่จำกัดแล้ว และบริษัทที่น่าจะเห็นปริมาณขายเฉลี่ยที่ฟื้นตัวได้ QoQ ใน 4Q24E

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	7.2%	5.5%	-3.9%	-11.3%
Relative to SET	-3.0%	-2.9%	-6.9%	-3.6%

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

Fig 1: Peer comparison

Stock	Rec	Price 10-Sep-24	Target price	Upside (%)	Net profit (Bt mn)			Net profit gwth (%)		Core profit gwth (%)		PER (x)		PBV (x)		Div. yield (%)		ROE (%)		EV/EBITDA (x)	
					23A	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E	24E	25E
BAFS	BUY	16.10	18.00	11.8	-138	205	300	n.m.	46.2	n.m.	46.2	50.0	34.2	1.9	1.8	1.4	2.0	3.7	5.3	13.7	12.4
BANPU	HOLD	5.90	4.50	-23.7	5,434	4,974	5,163	-8.5	3.8	n.m.	n.m.	11.9	11.4	0.4	0.4	5.5	5.9	3.5	3.6	8.8	8.1
BCP	BUY	38.25	45.00	17.6	13,233	10,270	12,389	-22.4	20.6	23.7	10.0	5.1	4.3	0.7	0.6	5.2	5.9	12.9	13.9	5.4	5.8
*BSRC	NR	7.20	9.21	28.0	2,142	3,234	4,688	51.0	45.0	41.0	43.8	7.8	5.7	0.8	0.8	4.5	6.4	11.3	15.2	6.3	5.2
*IRPC	NR	1.69	1.75	3.6	-2,923	-22	1,786	n.m.	n.m.	n.m.	365.2	40.2	15.9	0.5	0.4	3.0	4.1	1.0	2.7	8.3	6.7
OR	BUY	16.90	19.00	12.4	11,094	10,722	12,286	-3.4	14.6	-8.5	23.4	18.9	16.5	1.8	1.7	3.0	3.2	9.4	10.2	9.8	9.2
PTG	HOLD	10.00	10.00	0.0	815	1,132	1,481	38.8	30.8	38.8	30.8	14.8	11.3	1.8	1.6	2.7	3.5	9.6	11.7	3.7	3.3
*PTT	NR	33.75	37.67	11.6	112,024	100,025	106,430	-10.7	6.4	-10.5	7.4	9.8	9.1	0.8	0.8	5.6	5.7	8.5	8.7	5.0	4.6
PTTEP	BUY	140.00	180.00	28.6	76,706	70,597	71,669	-8.0	1.5	-11.6	0.8	7.9	7.8	1.0	1.0	6.6	6.6	13.2	12.6	3.5	3.7
SPRC	BUY	7.00	9.00	28.6	-1,230	5,459	4,144	n.m.	-24.1	n.m.	-9.4	5.6	7.3	0.7	0.7	7.2	7.1	12.3	9.0	5.1	5.1
TOP	BUY	54.50	65.00	19.3	19,443	19,109	20,398	-1.7	6.7	-12.6	6.9	6.4	6.0	0.7	0.6	6.2	6.4	11.0	10.9	8.5	7.5
Sector					236,601	225,704	240,734	-4.6	6.7	-10.0	12.0	16.2	11.8	1.0	0.9	4.6	5.2	8.8	9.4	7.1	6.5

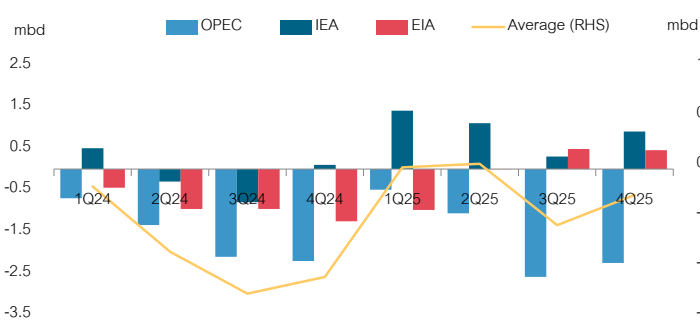
Source: Bloomberg, DAOL

### □ ตลาดน้ำมันยังมีแนวโน้มตึงตัวใน 2H24E; เข้าสู่ oversupply ใน 2H25E

หน่วยงานด้านพลังงานระดับโลกมีมุมมองที่คล้ายกันมากขึ้นสำหรับภาพรวมตลาดน้ำมันใน 2H24E โดยในรายงานประจำเดือนล่าสุด (เดือน ก.ย.2024) OPEC ได้ปรับคาดการณ์อุปสงค์การใช้น้ำมันโลกในปี 2024E จะเติบโต 2.03 ล้านบาร์เรลต่อวัน (mbd) ลดลงจากเดือนที่แล้วที่ 2.11 mbd (โดยก่อนหน้าการปรับลดในเดือนที่แล้ว OPEC ได้คงคาดการณ์ประมาณการคงที่ตั้งแต่เดือน ก.ค.2023) โดยการปรับลดนี้หลักๆมาจากอัตราการเติบโตของอุปสงค์การใช้น้ำมันในจีนที่ลดลงเหลือ 650 พันบาร์เรลต่อวัน (kbd) จากเดิม 700 kbd อย่างไรก็ตาม สำนักงานสารสนเทศด้านพลังงานของรัฐบาลสหรัฐฯ (US EIA) เมื่อวันที่ 10 ก.ย.2024 ได้ปรับเพิ่มประมาณการอัตราการเติบโตของอุปสงค์การใช้น้ำมันโลกในปี 2024E เป็น 103.1 mbd จากเดิม 102.9 mbd ในขณะที่คาดการณ์อุปทานน้ำมันโลกใหม่ที่ 102.2 mbd ลดลงจากเดือนที่ 102.4 mbd นอกจากนี้ สำนักงานพลังงานสากล (IEA) ในรายงานเดือน ส.ค.2024 ได้คาดการณ์ว่าอุปสงค์การใช้น้ำมันโลกจะเติบโตที่ 0.97 mbd ในปี 2024E

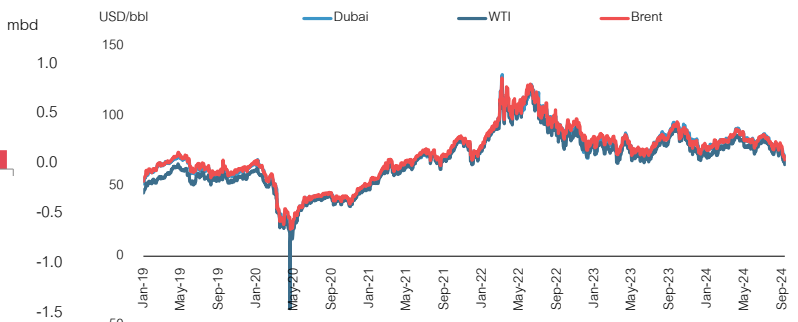
สำหรับปี 2025E OPEC ยังคงมุมมองเชิงบวกว่าตลาดน้ำมันโลกจะได้แรงหนุนจากการเติบโตของอุปสงค์การใช้น้ำมัน แม้ว่าจะเป็นอัตราที่ชะลอลงเหลือ 1.74 mbd (จากเดิม 1.78 mbd ในรายงานเดือน ส.ค. 2024) ขณะที่ US EIA คาดว่าตลาดน้ำมันโลกจะพลิกจากอุปทานขาดแคลน (supply deficit) ใน 1H25E เป็นอุปทานส่วนเกิน (supply surplus) ใน 2H25E สำหรับ IEA (ในรายงานเดือน ส.ค.2024 ก่อนที่ OPEC+ ประกาศเลื่อนการเพิ่มกำลังการผลิตน้ำมันในเดือน ต.ค. 2024 ออกไป) นั้นคาดว่าจะเห็นอุปทานส่วนตลอดทั้งปีในปี 2025E

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



Source: OPEC, IEA, EIA, DAOL

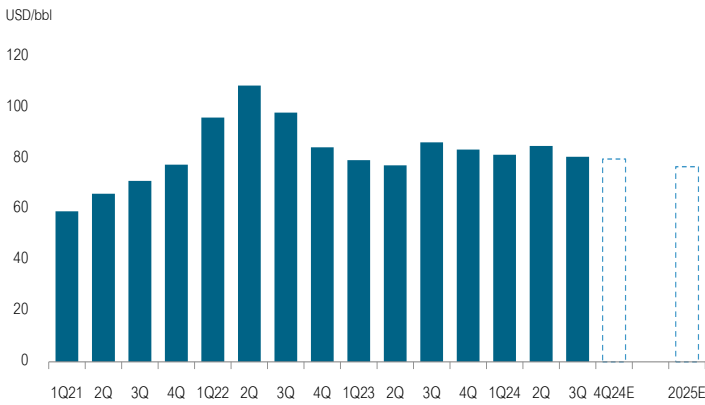
Fig 3: Benchmark crude oil price trend



Source: Bloomberg, DAOL

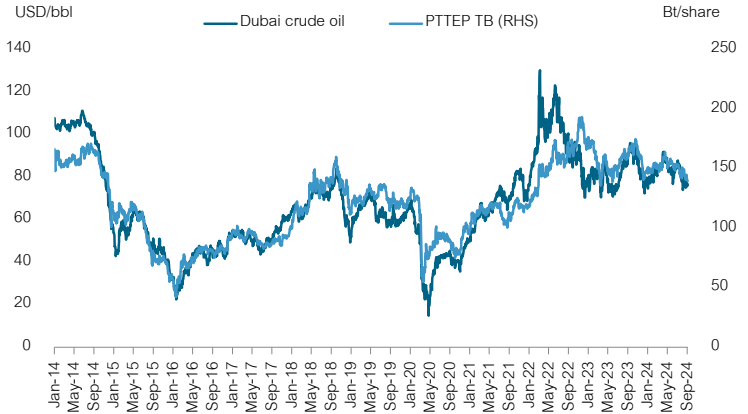
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein 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 4: Actual/forecast Dubai crude oil price



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 5: High correlation between crude oil price and PTTEP price



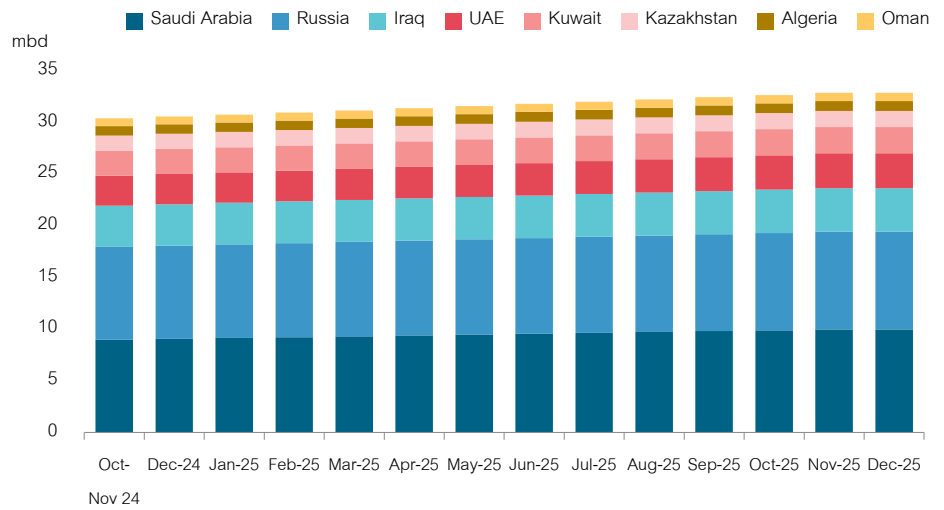
Source: Bloomberg, DAOL

□ ความเสี่ยงการฟื้นตัวของอุปสงค์การใช้น้ำมันสูงขึ้นถูกชดเชยบางส่วนด้วยการเลื่อนแผนการเพิ่มอุปทานของ OPEC+

หลังจากที่ประชุมระดับรัฐมนตรีของผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ทั้งในและนอกกลุ่มโอเปค (OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting: ONOMM) ครั้งที่ 37 เมื่อวันที่ 2 มิ.ย.2024 มีข้อตกลงที่จะขยายการปรับลด voluntary production cuts ของ 8 ประเทศสมาชิก (รวมถึง ซาอุดีอาระเบีย, รัสเซีย, อิรัก, สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE), คูเวต, คาซัคสถาน, อัลจีเรียและโอมาน) ออกไปจนถึงปี 2025E โดยแบ่งออกเป็น 1) voluntary production cuts จำนวน 1.65 mbd (ซึ่งประกาศมาตั้งแต่ เม.ย.2023) จะมีผลจนถึง ธ.ค.2025 และ 2) voluntary production cuts จำนวน 2.2 mbd (ซึ่งประกาศในเดือน พ.ย.2023) จะขยายเวลาจนถึงเดือน ก.ย.2024 ก่อนที่จะทยอยปรับลดขนาดเป็นช่วงระยะเวลา 1 ปี ตั้งแต่ ต.ค.2024-ก.ย.2025 ล่าสุดกลุ่มประเทศสมาชิก 8 ประเทศ เมื่อวันที่ 5 ก.ย.2024 ได้จัดประชุมเสมือนจริง (virtual meeting) และได้ตกลงที่จะขยายระยะเวลาการปรับลด voluntary production cuts ที่ 2.2 mbd ออกไปอีก 2 เดือนจนถึงสิ้นเดือน พ.ย.2024 โดยที่ยังคงความยืดหยุ่นในการหยุดหรือกลับรายการได้ขึ้นอยู่กับสภาวะตลาด

ราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ย YTD อยู่ที่ USD82.6/bbl เทียบกับ USD81.9/bbl ในปี 2023 และสมมติฐานราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2024E ของเราที่ USD82.0/bbl โดยเรายังคงมุมมองว่าราคาน้ำมันดิบจะมีแนวโน้มลดลง HoH ใน 2H24E ตามอุปทานน้ำมันที่สูงขึ้น

Fig 6: OPEC+ has delayed monthly removal of voluntary production cuts



Source: OPEC

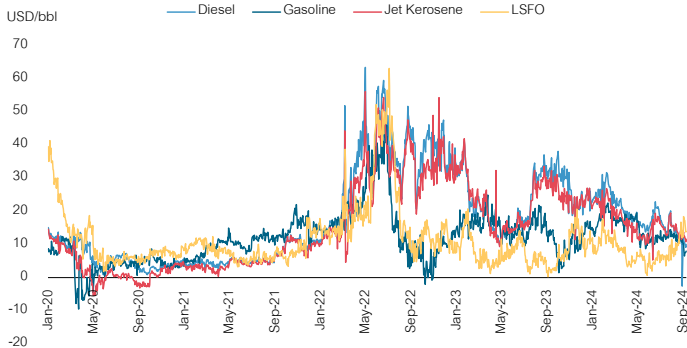
□ คาดโรงกลั่นจะยังคงมีไตรมาสที่อ่อนแอใน 3Q24E แต่อาจได้แรงหนุนจาก crude premium ที่ลดลง และ winter demand ใน 4Q24E

จากผลกระทบของแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัวลงแรงและ crack spread ที่อ่อนแกว่าคาด QTD ทำให้เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะยังเห็นผลประกอบการที่อ่อนแอใน 3Q24E ต่อเนื่องจาก 2Q24E หลักๆจาก 1) ค่าการกลั่นตลาด (market GRM)/ ค่าการกลั่นพื้นฐาน (operating GRM) ที่อ่อนตัวตาม crack spread โดยเฉพาะ gasoline crack ที่ผลกระทบเชิงลบจากอุปทานโรงกลั่นใหม่ที่สูงขึ้นและอุปสงค์การใช้น้ำมันในจีนที่อ่อนแอมีน้ำหนักที่มากกว่าปัจจัยบวกของฤดูกาลขับรถของ US และ 2) การรับรู้ผลขาดทุนจากสต็อกที่เป็นไปได้ (potential stock loss) ตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัวแรง QTD ใน 3Q24E โดยล่าสุดราคาน้ำมันดิบ Brent ปรับตัวลดลงต่ำกว่า USD70.0/bbl เทียบกับ USD86.4/bbl ณ สิ้น 2Q24 อย่างไรก็ตาม เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นน่าจะได้ประโยชน์จากแนวโน้ม crude premium ที่อ่อนตัวใน 4Q24E อีกทั้ง ยังอาจจะเห็นอุปสงค์ที่สูงขึ้นจากการเข้าสู่ฤดูหนาวของประเทศตะวันตก

ทั้งนี้ SG GRM ใน 3Q24E ล่าสุดเฉลี่ยอยู่ที่ USD3.4/bbl (-5% QTD) สอดคล้องกับ crack spread ของผลิตภัณฑ์หลักที่อ่อนแอ โดย gasoline cracks อยู่ที่ USD11.0/bbl (-16% QTD) และ diesel cracks อยู่ที่ USD14.0/bbl (-5% QTD) ในขณะที่ jet fuel cracks ปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อย 3% QTD เป็น USD13.6/bbl ส่วน LSFO cracks อยู่ในระดับที่แข็งแกร่งที่ USD7.1/bbl (+210% QTD) ในขณะที่ crude premium ยังคงมีแนวโน้มที่ลดลงต่อเนื่อง QoQ ใน 4Q24E โดยล่าสุด Murban crude premium อยู่ที่ USD1.28/bbl ในเดือน ต.ค. 2024 เทียบกับค่าเฉลี่ย USD1.33/bbl ใน 3Q24 ในขณะที่ Arab light cruder premium อยู่ที่ USD1.30/bbl ในเดือน ต.ค. 2024 ลดลงจากค่าเฉลี่ย USD2.07/bbl ใน 3Q24

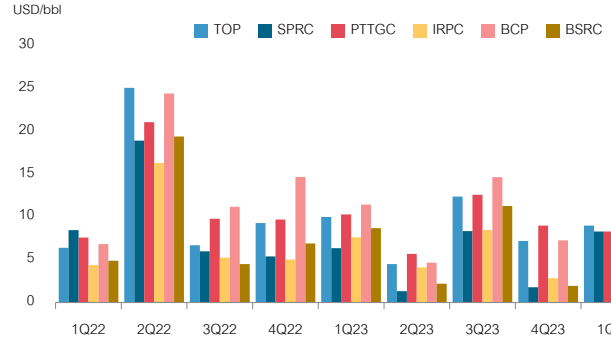


Fig 7: Singapore Dubai crack spread trend



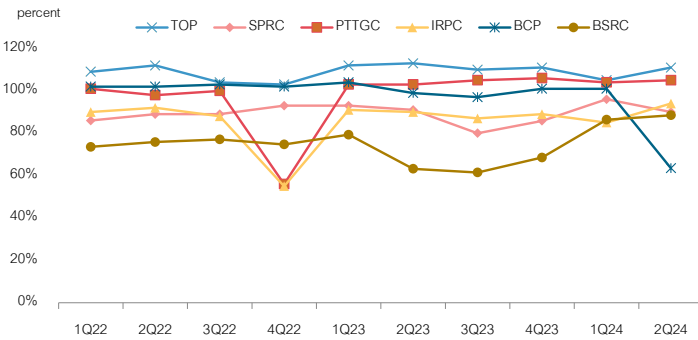
Source: Bloomberg, DAOL

Fig 8: Quarterly market/operating GRM trend



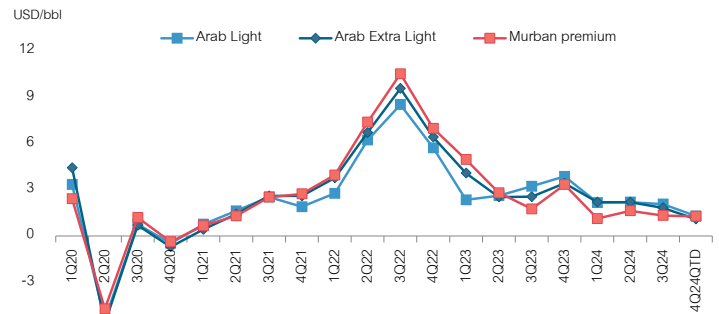
Source: TOP, SPRC, PTTGC, IRPC, BCP, BSRC, DAOL

Fig 9: Quarterly crude run by company



Source: TOP, SPRC, PTTGC, IRPC, BCP, BSRC, DAOL

Fig 10: Crude premium trend



Source: TOP, DAOL

## □ คำนวณ “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน

เราจึงคำนวณการลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน โดยมีคำแนะนำและราคาเป้าหมายสำหรับหุ้นที่เราดูแล ดังนี้

- **PTTEP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2024E ที่ 180.00 บาท อิงวิธี DCF (WACC 6.7%, TG 0%) และราคาน้ำมันดิบระยะยาวที่ USD65.0/bbl ทั้งนี้ เราเชื่อว่าบริษัทน่าที่จะเห็นกำไรก่อนตัว QoQ ใน 3Q24E ตามแนวโน้มปริมาณขายเฉลี่ยและราคาขายเฉลี่ย (blended ASP) ที่ลดลง อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าบริษัทจะได้ประโยชน์จากปริมาณขายเฉลี่ยที่กลับมาฟื้นตัว QoQ ใน 4Q24E หลังจากแหล่งผลิตในอ่าวไทยกลับมาดำเนินงานได้หลังการปิดซ่อมบำรุง
- **TOP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 65.00 บาท อิง 2024E PBV ที่ 0.84x (เทียบเท่า -1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราคาดว่าบริษัทอาจจะเห็นผลประกอบการที่อ่อนตัวต่อเนื่อง QoQ ใน 3Q24E ตามแนวโน้ม crack spread ที่อ่อนแอและ potential stock loss อย่างไรก็ตาม market GRM น่าจะกลับมาฟื้นตัว QoQ ได้ใน 4Q24E จากแรงหนุนของ crude premium ที่อ่อนตัว
- **SPRC:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมาย 9.00 บาท อิง 2024E PBV ที่ 0.89x (ประมาณ -1.75SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปี) เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็น market GRM ที่ฟื้นตัว QoQ ได้ใน 3Q24E โดยผลกระทบจาก crack spread ที่อ่อนตัวน่าจะชดเชยด้วยค่า ship-to-ship ที่หายไปจากการกลับมาดำเนินงานของแท่นผูกเรือน้ำลึกแบบทุนเดี่ยวกลางทะเล (SPM)

- BCP: เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 45.00 บาท อิง SOTP เราเชื่อว่าบริษัทจะกลับมารายงานกำไรปกติได้ใน 3Q24E หลักๆจากปริมาณขาย/ผลิตที่สูงขึ้นในธุรกิจโรงกลั่น ไฟฟ้าพลังงานสะอาดและทรัพยากรธรรมชาติ ซึ่งน่าจะช่วยชดเชย operating GRM ที่ยังคงอ่อนแอได้

Fig 11: Energy sector's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 12: PTTEP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 13: TOP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 14: SPRC's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 15: BCP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

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 โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงมิได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน 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 presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

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 ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทร่วมกับบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร
- ❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งานการเงิน 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

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

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

- ❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.
- ❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.
- ❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

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. 8