

17 January 2025

Sector: Energy

# Thai Oil

## คาด Market GRM พุ่งตัวใน 4Q24E; CFP ยังรอความชัดเจน

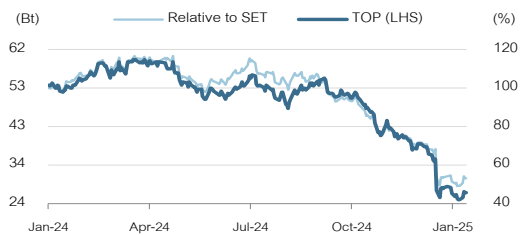
Bloomberg ticker	TOP TB
Recommendation	BUY (maintained)
Current price	Bt27.25
Target price	Bt36.00 (maintained)
Upside/Downside	+32%
EPS revision	No change

Bloomberg target price	Bt31.28
Bloomberg consensus	Buy 7 / Hold 13 / Sell 9

<b>Stock data</b>	
Stock price 1-year high/low	Bt60.75 / Bt24.50
Market cap. (Bt mn)	60,872
Shares outstanding (mn)	2,234
Avg. daily turnover (Bt mn)	550
Free float	52%
CG rating	Excellent
ESG rating	Excellent

<b>Financial &amp; valuation highlights</b>				
FY: Dec (Bt mn)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue	529,589	469,244	453,599	387,203
EBITDA	37,186	35,454	19,339	25,040
Net profit	32,668	19,443	8,683	9,888
EPS (Bt)	14.63	8.71	3.89	4.43
Growth	137.3%	-40.5%	-55.3%	13.9%
Core EPS (Bt)	16.06	9.89	3.17	4.60
Growth	67.4%	-38.4%	-67.9%	45.1%
DPS (Bt)	3.70	3.40	1.60	1.70
Div. yield	13.6%	12.5%	5.9%	6.2%
PER (x)	1.9	3.1	7.0	6.2
Core PER (x)	1.7	2.8	8.6	5.9
EV/EBITDA (x)	5.0	5.4	10.1	8.4
PBV (x)	0.4	0.4	0.4	0.3

<b>Bloomberg consensus</b>				
Net profit	32,668	19,443	12,016	12,788
EPS (Bt)	14.63	8.71	5.38	5.72



Source: Aspen

<b>Price performance</b>	1M	3M	6M	12M
Absolute	-24.3%	-43.8%	-48.1%	-47.6%
Relative to SET	-19.6%	-34.9%	-50.5%	-44.1%

<b>Major shareholders</b>	<b>Holding</b>
1. PTT PCL	48.00%
2. Thai NVDR Co., Ltd.	9.21%
3. Citibank Nominees Singapore Pte., Ltd.	4.93%

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

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" ที่ราคาเป้าหมายที่ 36.00 บาท ถึง 2025E PBV ที่ 0.46x (ประมาณ -2.25SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราประเมินว่า TOP จะรายงานกำไรสุทธิ 4Q24E ที่ 2.0 พันล้านบาท (สูงกว่าที่เราคาดก่อนหน้านี้) ลดลงจาก 2.9 พันล้านบาทใน 4Q23 แต่พลิกจากขาดทุน -4.2 พันล้านบาทใน 3Q24 โดยกำไรลดลง YoY ตามค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ที่ลดลง แต่ฟื้นตัว QoQ ตามแนวโน้มส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและน้ำมันดิบ (crack spread) ที่ดีขึ้นและการรับรู้กำไรสุทธิ (stock gain net of NRV)

เราคงประมาณการกำไรสุทธิปี 2024E/2025E ที่ 8.7/9.9 พันล้านบาท เทียบกับ 1.94 หมื่นล้านบาทในปี 2023 โดยเราคาดว่ากำไรจะลดลง 55% YoY ในปี 2024E หลักๆจาก market GRM ที่ลดลงและ stock loss ที่สูงขึ้น ในขณะที่ เราเชื่อว่ากำไรจะฟื้นตัว 14% YoY ในปี 2025E จากแรงหนุนของพรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) ที่ต่ำลงและ stock loss ที่น้อยลง

ราคาหุ้นปรับตัวลง 48% และ underperform SET 51% ในช่วง 6 เดือนที่ผ่านมา จากผลกระทบของการก่อสร้างโครงการ CFP ที่มีความล่าช้า ราคาปิดล่าสุดสะท้อน valuation ที่ไม่แพงที่ 2025E PBV 0.35x (ประมาณ -2.7SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้ แม้เรายังเห็นความไม่แน่นอนจากกรณีเพิ่มเงินลงทุนในโครงการ CFP อยู่ แต่เราเชื่อว่าราคาปัจจุบันได้สะท้อนปัจจัยเสี่ยงจากโครงการ CFP ไปมากแล้ว อีกทั้ง เราเชื่อว่าราคาปัจจุบันยังสะท้อนอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจในช่วง 5.9%-6.2% ในปี 2024E-2025E

### Event: 4Q24E earnings preview

□ **คาดผลประกอบการฟื้นตัว QoQ ใน 4Q24E** เราประเมินว่า TOP จะรายงานกำไรสุทธิ 4Q24E ที่ 2.0 พันล้านบาท ลดลงจาก 2.9 พันล้านบาทใน 4Q23 แต่พลิกจากขาดทุน -4.2 พันล้านบาทใน 3Q24 โดยมีสมมติฐานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ธุรกิจโรงกลั่น จะมีอัตราการใช้กำลังการกลั่น (refinery run rate) ที่ 112% ใกล้เคียงกับ 111% ใน 4Q23 และ 113% ใน 3Q24 ที่ ในขณะที่เราคาด market GRM ที่ USD5.0/bbl (-30% YoY, +36% QoQ) โดยลดลง YoY แต่ดีขึ้น QoQ ตามแนวโน้ม crack spread นอกจากนี้ เราประเมินว่าบริษัทจะรายงาน stock gain (net of NRV) ที่ 74 ล้านบาท เทียบกับขาดทุน 3.3 พันล้านบาทใน 4Q23 และขาดทุน 7.5 พันล้านบาทใน 3Q24 2) ธุรกิจ Aromatics จะมีอัตราการผลิต (BTX run rate) ที่ 80% เทียบกับ 79% ใน 4Q23 และ 83% ใน 3Q24 ในขณะที่เราประเมิน P2F margin ที่ USD46/ton (-17% YoY, -30% QoQ) สอดคล้องกับ PX spread ที่อ่อนตัวเป็น USD117/ton (-41% YoY, -36% QoQ) 3) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน (TLB) จะมีอัตราการผลิตที่ 85% เทียบกับ 76% ใน 4Q23 และ 86% ใน 3Q24 และประเมิน P2F margin ที่ USD92/ton (-5% YoY, +5% QoQ) และ 4) รายการอื่นๆ คาดบริษัทจะมีรายได้ (ขาดทุน) อื่นๆที่ 50 ล้านบาท เทียบกับกำไร 2.4 พันล้านบาทใน 4Q23 และกำไร 2.3 พันล้านบาทใน 3Q24 โดยลดลง YoY, QoQ หลักๆจากการรับรู้ขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX loss)

□ **อนาคตของ CFP ยังมีความไม่แน่นอน** สำหรับภาพระยะสั้น เราเชื่อว่าสถานการณ์ของโครงการ CFP จะยังคงเป็นปัจจัย overhang ต่อราคาหุ้นอยู่ โดยเรามองว่าจะมีความชัดเจนมากขึ้นหลังการประชุม EGM ซึ่งเราเชื่อว่า TOP น่าจะได้รับการสนับสนุนในการลงทุนเพิ่มเติมในโครงการ CFP ซึ่งแม้ว่าอาจเพิ่มความสามารถในการทำกำไรได้น้อยกว่าแผนในตอนแรก (อาจจะเหลือน้อยกว่า USD1.0/bbl) แต่ก็น่าจะเป็นทางเลือกที่ดีกว่าการตั้งสำรองด้อยค่าของสินทรัพย์ (loss on impairment of assets) ที่เป็นไปได้

### Implication

**คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2024E/2025E ที่ 8.7/9.9 พันล้านบาท** เทียบกับ 1.94 หมื่นล้านบาทในปี 2023 โดยเราคาดว่ากำไรจะลดลง 55% YoY ในปี 2024E หลักๆจาก market GRM ที่ลดลงและ stock loss ที่สูงขึ้น ในขณะที่ เราเชื่อว่ากำไรจะฟื้นตัว 14% YoY ในปี 2025E จากแรงหนุนของ crude premium ที่ต่ำลงและ stock loss ที่น้อยลง

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.

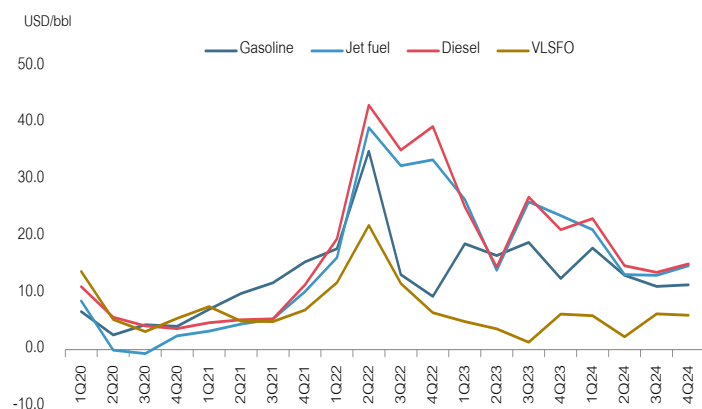
### Valuation/Catalyst/Risk

คงราคาเป้าหมายปี 2025E ที่ 36.00 บาท ถึง PBV เป้าหมายที่ 0.46x (ประมาณ -2.25SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) ทั้งนี้ ราคาปิดล่าสุดสะท้อน valuation ที่ไม่แพงที่ PBV 0.35x (ประมาณ -2.7SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่าราคาปัจจุบันได้สะท้อนปัจจัยเสี่ยงจากโครงการ CFP ไปมากแล้ว อีกทั้ง ยังสะท้อนอัตราผลตอบแทนจากเงินปันผลที่น่าสนใจในช่วง 5.9%-6.2% ในปี 2024E-2025E

Fig 1: 4Q24E earnings preview

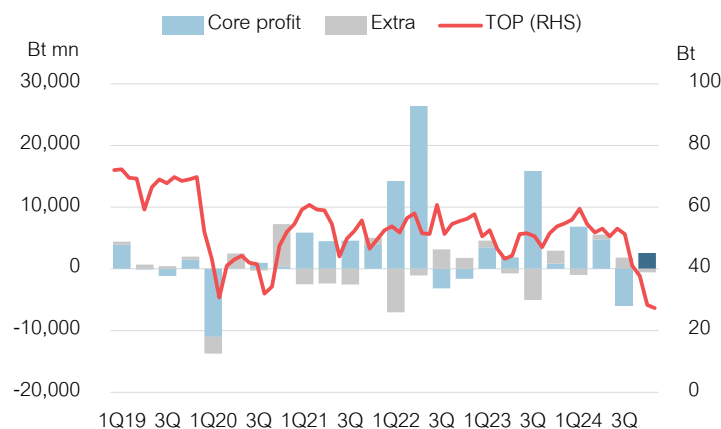
FY: Dec (Bt mn)	4Q24E	4Q23	YoY	3Q24	QoQ	2024E	2023	YoY
Revenue	100,973	119,556	-15.5%	111,189	-9.2%	453,599	469,244	-3.3%
COGS	(95,973)	(116,121)	17.4%	(116,804)	17.8%	(438,394)	(436,164)	-0.5%
Gross profit	5,000	3,436	45.5%	(5,615)	189.0%	15,206	33,080	-54.0%
SG&A	(1,264)	(1,149)	-10.0%	(966)	-30.8%	(4,102)	(3,521)	-16.5%
EBITDA	5,892	3,681	60.1%	(4,268)	n.m.	19,339	35,454	-45.5%
Other inc./exps	454	321	41.5%	402	13.0%	1,879	1,138	65.1%
Interest expenses	(1,038)	(1,053)	1.4%	(1,011)	-2.6%	(4,104)	(4,089)	-0.4%
Income tax	(577)	(710)	18.8%	1,057	-154.6%	(1,831)	(4,672)	60.8%
Core profit	2,579	850	203.6%	(6,019)	n.m.	7,082	22,080	-67.9%
Net profit	2,024	2,944	-31.3%	(4,218)	n.m.	8,683	19,443	-55.3%
EPS (Bt)	0.91	1.32	-31.3%	-1.89	n.m.	3.89	8.71	-55.3%
Gross margin	5.0%	2.9%		-5.1%		3.4%	7.0%	
EBITDA margin	5.8%	3.1%		-3.8%		4.3%	7.6%	
Net margin	2.0%	2.5%		-3.8%		1.9%	4.1%	

Fig 2: Middle distillates cracks bounced back in 4Q24



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 3: TOP share price vs core profits



Source: Aspen, DAOL

### Quarterly income statement

(Bt mn)	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
Sales	124,206	119,556	119,532	123,520	111,189
Cost of sales	(104,026)	(116,121)	(109,788)	(116,241)	(116,804)
Gross profit	20,180	3,436	9,744	7,279	(5,615)
SG&A	(899)	(1,149)	(841)	(935)	(966)
EBITDA	18,973	3,681	10,949	8,873	(4,268)
Finance costs	(1,032)	(1,053)	(1,047)	(1,008)	(1,011)
Core profit	15,862	850	6,845	5,697	(6,019)
Net profit	10,828	2,944	5,863	5,547	(4,218)
EPS		1.32		2.48	(1.89)
Gross margin	16.2%	2.9%	8.2%	5.9%	-5.1%
EBITDA margin	15.3%	3.1%	9.2%	7.2%	-3.8%
Net profit margin	8.7%	2.5%	4.9%	4.5%	-3.8%

### Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Cash & deposits	30,024	43,919	28,432	17,486	9,955
Accounts receivable	24,424	33,119	33,508	32,883	28,457
Inventories	39,576	55,343	52,656	54,049	45,167
Other current assets	7,215	21,447	10,776	10,251	9,525
<b>Total cur. assets</b>	<b>101,239</b>	<b>153,828</b>	<b>125,371</b>	<b>114,669</b>	<b>93,105</b>
Investments	57,390	54,898	47,116	46,370	45,405
Fixed assets	178,399	206,476	218,618	228,024	252,755
Other assets	25,116	29,379	28,887	27,579	27,027
<b>Total assets</b>	<b>362,144</b>	<b>444,581</b>	<b>419,993</b>	<b>416,642</b>	<b>418,291</b>
Short-term loans	5,142	22,093	13,259	7,184	9,385
Accounts payable	23,001	74,154	50,184	50,441	42,153
Current maturities	0	0	0	0	0
Other current	10,334	7,426	10,058	8,165	6,970
<b>Total cur. liabilities</b>	<b>38,476</b>	<b>103,673</b>	<b>73,501</b>	<b>65,790</b>	<b>58,507</b>
Long-term debt	163,623	151,658	149,858	150,849	154,368
Other LT liabilities	36,951	30,593	28,322	28,819	27,892
<b>Total LT liabilities</b>	<b>200,574</b>	<b>182,250</b>	<b>178,180</b>	<b>179,667</b>	<b>182,259</b>
<b>Total liabilities</b>	<b>239,050</b>	<b>285,923</b>	<b>251,681</b>	<b>245,457</b>	<b>240,766</b>
Registered capital	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338
Paid-up capital	20,400	22,338	22,338	22,338	22,338
Share premium	2,456	10,699	10,699	10,699	10,699
Retained earnings	105,829	129,655	143,848	148,949	155,041
Others	(10,018)	(9,281)	(14,061)	(16,414)	(16,551)
Minority interests	2,213	2,623	2,744	2,806	2,999
<b>Shares' equity</b>	<b>120,881</b>	<b>156,034</b>	<b>165,568</b>	<b>168,378</b>	<b>174,526</b>

### Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Net profit	12,578	32,668	19,443	8,683	9,888
Depreciation	7,424	7,744	7,799	8,235	9,269
Chg in working	2,823	9,551	(8,368)	(1,879)	4,550
Others	(1,804)	3,379	(1,779)	1,805	(375)
<b>CF from operations</b>	<b>21,021</b>	<b>53,342</b>	<b>17,096</b>	<b>16,844</b>	<b>23,332</b>
Capital expenditure	(38,891)	(34,381)	(17,269)	(17,641)	(34,000)
Others	(32,229)	2,492	7,782	747	964
<b>CF from investing</b>	<b>(71,120)</b>	<b>(31,889)</b>	<b>(9,487)</b>	<b>(16,894)</b>	<b>(33,036)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(50,099)</b>	<b>21,453</b>	<b>7,608</b>	<b>(50)</b>	<b>(9,703)</b>
Net borrowings	37,862	(9,013)	(10,634)	(5,084)	5,720
Equity capital raised	0	10,181	0	0	0
Dividends paid	(2,652)	(8,547)	(5,249)	(3,582)	(3,797)
Others	(6,923)	1,557	(4,539)	(2,229)	249
<b>CF from financing</b>	<b>28,287</b>	<b>(5,823)</b>	<b>(20,422)</b>	<b>(10,895)</b>	<b>2,172</b>
<b>Net change in cash</b>	<b>(21,812)</b>	<b>15,630</b>	<b>(12,814)</b>	<b>(10,945)</b>	<b>(7,531)</b>

### Forward PBV band



### Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
Sales	345,496	529,589	469,244	453,599	387,203
Cost of sales	(319,555)	(481,137)	(436,164)	(438,394)	(366,357)
<b>Gross profit</b>	<b>25,941</b>	<b>48,452</b>	<b>33,080</b>	<b>15,206</b>	<b>20,846</b>
SG&A	(3,056)	(4,182)	(3,521)	(4,102)	(5,076)
<b>EBITDA</b>	<b>28,141</b>	<b>37,186</b>	<b>35,454</b>	<b>19,339</b>	<b>25,040</b>
Depre. & amortization	7,424	7,744	7,799	8,235	9,269
Equity income	1,675	(513)	84	(221)	(271)
Other income	1,136	863	1,339	2,196	1,820
<b>EBIT</b>	<b>22,885</b>	<b>44,270</b>	<b>29,560</b>	<b>11,104</b>	<b>15,770</b>
Finance costs	(3,595)	(3,860)	(4,089)	(4,104)	(4,334)
Income taxes	(2,034)	(4,464)	(4,672)	(1,831)	(2,519)
<b>Net profit before MI</b>	<b>13,003</b>	<b>33,106</b>	<b>19,585</b>	<b>8,745</b>	<b>10,082</b>
Minority interest	(425)	(438)	(142)	(62)	(194)
<b>Core profit</b>	<b>19,579</b>	<b>35,858</b>	<b>22,080</b>	<b>7,082</b>	<b>10,273</b>
Extraordinary items	(7,001)	(3,190)	(2,637)	1,601	(385)
<b>Net profit</b>	<b>12,578</b>	<b>32,668</b>	<b>19,443</b>	<b>8,683</b>	<b>9,888</b>

### Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2021	2022	2023	2024E	2025E
<b>Growth YoY</b>					
Revenue	39.4%	53.3%	-11.4%	-3.3%	-14.6%
EBITDA	n.m.	32.1%	-4.7%	-45.5%	29.5%
Net profit	n.m.	159.7%	-40.5%	-55.3%	13.9%
Core profit	n.m.	83.1%	-38.4%	-67.9%	45.1%
<b>Profitability ratio</b>					
Gross profit margin	7.5%	9.1%	7.0%	3.4%	5.4%
EBITDA margin	8.1%	7.0%	7.6%	4.3%	6.5%
Core profit margin	5.7%	6.8%	4.7%	1.6%	2.7%
Net profit margin	3.6%	6.2%	4.1%	1.9%	2.6%
ROA	3.5%	7.3%	4.6%	2.1%	2.4%
ROE	10.4%	20.9%	11.7%	5.2%	5.7%
<b>Stability</b>					
D/E (x)	1.98	1.83	1.52	1.46	1.38
Net D/E (x)	1.41	0.89	0.90	0.96	0.99
Interest coverage ratio	6.37	11.47	7.23	2.71	3.64
Current ratio (x)	2.63	1.48	1.71	1.74	1.59
Quick ratio (x)	1.42	0.74	0.84	0.77	0.66
<b>Per share (Bt)</b>					
Reported EPS	6.17	14.63	8.71	3.89	4.43
Core EPS	9.60	16.06	9.89	3.17	4.60
Book value	59.25	69.90	74.17	75.43	78.18
Dividend	2.60	3.70	3.40	1.60	1.70
<b>Valuation (x)</b>					
PER	4.42	1.86	3.13	7.01	6.15
Core PER	2.84	1.70	2.75	8.59	5.92
P/BV	0.46	0.39	0.37	0.36	0.35
EV/EBITDA	7.40	4.99	5.37	10.14	8.36
Dividend yield	9.5%	13.6%	12.5%	5.9%	6.2%

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

Corporate governance report of Thai listed companies 2024

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 เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ 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 ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจน ต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

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

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

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

❑ **Environment.** Environment factors relate to corporate responsibility for its actions and how it manages its impact on the environment. DAOL SEC analyzes revenue, which exposes to environment risks and opportunities.

❑ **Social.** Social factors deal with company's relationship with its employees and vendors. That also includes company's initiatives related to employee health and well-being, as well as community involvement. DAOL SEC's evaluation on social practices is based on Bloomberg, which measure from company's social responsibility news.

❑ **Governance.** Corporate government factors include company's transparency, decision-making structure, concrete risk assessment method, treatment of minority shareholders and anti-corruption practices. DAOL SEC conduct this analysis based on IOD's scores.

DAOL SEC's ESG ratings score from 1-5

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

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

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

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