

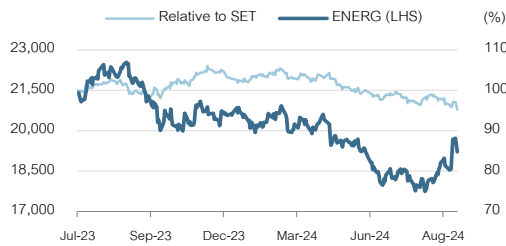
13 December 2024

Energy

ภาพรวมพลังงานต้นน้ำเป็นลบมากขึ้น; โรงกลั่นฟื้นตัวใน 4Q24E

Recommendation **Neutral (maintained)**

Energy sector's performance



Source: Aspen

เรายังคงแนะนำการลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน กลุ่มโรงกลั่นมีความน่าสนใจมากที่สุดจากผลประกอบการ 4Q24E ที่จะฟื้นตัวดี โดยเราเลือก SPRC (ซื้อ/เป้า 8.50 บาท) เป็น Top pick โดยมีประเด็นสำคัญดังนี้ 1) ราคาน้ำมันมีแรงกดดันจากภาวะล้นตลาด โดยล่าสุด IEA ระบุว่าปี 2025E จะมีอุปทานน้ำมันส่วนเกิน 0.95 ล้านบาร์เรลต่อวัน (mbd) (ประมาณเกือบ 1% ของอุปทานน้ำมันทั่วโลก) และจะเพิ่มขึ้นสู่ระดับ 1.4 mbd หาก OPEC+ ปรับเพิ่มกำลังผลิตในเดือนเม.ย. 2025E โดยเราคาดว่าราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยปี 2025E จะลดลงเป็น USD73/bbl จากระดับ USD79-80/bbl ในปี 2024E, 2) ราคาถ่านหินและก๊าซธรรมชาติจะสูงขึ้นไม่ได้มากจากปริมาณสำรองก๊าซธรรมชาติคงคลังที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวในสหภาพยุโรป (EU), 3) ค่าการตลาด (marketing margin) ของกลุ่มค้าปลีกน้ำมันไทยมีแนวโน้มทรงตัวแต่ยังคงมีความเสี่ยงด้านกฎเกณฑ์ (regulatory risk), 4) ค่าการกลั่นตลาด (market GRM)/ค่าการกลั่นพื้นฐาน (operating GRM) มีแนวโน้มสูงขึ้นใน 4Q24E ตามส่วนต่างราคา crack spread โดยเฉพาะในกลุ่มผลิตภัณฑ์กึ่งหนักกึ่งเบา (middle distillate) ที่ดีขึ้น

ดัชนีกลุ่มพลังงานปรับตัวลงและ underperform SET -8% ในช่วง 6 เดือน ตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัว ทั้งนี้ เราเลือก SPRC (ซื้อ/เป้า 8.50 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงานโดยเราเชื่อว่าราคาน้ำมันที่ปรับตัวลงในช่วงที่ผ่านมาได้สะท้อนผลประกอบการที่อ่อนแอใน 3Q24 ไปมากแล้ว เราเชื่อว่าบริษัทจะกลับมารายงานกำไรสุทธิได้ใน 4Q24E ตามแนวโน้ม market GRM/operating GRM ที่ฟื้นตัวและผลขาดทุนจากสต็อก (stock loss) ที่เป็นไปได้ที่ลดลง

Event: 2025E Investment theme

□ โรงกลั่นมีแนวโน้มฟื้นตัวใน 4Q24E ตาม crack spread ที่สูงขึ้น; โควตาการส่งออกของจีนในปี 2025E น่าจะใกล้เคียงเดิม เราเชื่อว่ากลุ่มโรงกลั่นจะเห็นผลประกอบการที่ฟื้นตัวใน 4Q24E หลักๆจาก 1) Market GRM/operating GRM ที่สูงตัวตามส่วนต่างราคา crack spread โดยเฉพาะในกลุ่มผลิตภัณฑ์กึ่งหนักกึ่งเบา (middle distillate) ที่ดีขึ้น และ 2) stock loss ที่เป็นไปได้ที่ลดลงตามแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่มีความผันผวนลดลงระหว่างไตรมาส สำหรับปี 2025E เราเชื่อว่า crack spread จะปรับตัวสูงขึ้นหนุนโดยอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้นและเศรษฐกิจในเอเชียที่เติบโต นอกจากนี้ เราเชื่อว่าจีนจะคงโควตาการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันในปี 2025E ไว้ที่ระดับใกล้เคียงกับปี 2024 ที่ 54 mt (แบ่งเป็นผลิตภัณฑ์ gasoline, gasoil, jet fuel รวมกันที่ 41 mt และ LSFO ที่ 13 mt) เนื่องจากระดับ diesel cracks ที่อยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก

□ พลังงานต้นน้ำมีความท้าทายในปี 2025E; พลังงานปลายน้ำยังคงมีความเสี่ยงด้านกฎเกณฑ์ หน่วยงานด้านพลังงานระดับโลกมีมุมมองที่เป็นลบมากขึ้นต่อภาพรวมตลาดน้ำมันโลกในปี 2025E โดย OPEC ได้มีการปรับลดคาดการณ์อุปสงค์การใช้้ำมันโลกลงอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมา ในขณะเดียวกัน สำนักงานสารสนเทศด้านการพลังงานของรัฐบาลสหรัฐ (US EIA) และ สำนักงานพลังงานสากล (IEA) ก็คาดว่าอุปทานน้ำมันโลกจะสูงขึ้นอย่างมากในปี 2025E ส่วนราคาถ่านหินและก๊าซยังถูกกดดันจากปริมาณก๊าซคงคลังที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยใน EU นอกจากนี้ เราเชื่อว่ากลุ่มพลังงานปลายน้ำยังคงเห็นความเสี่ยงทาง (downside risk) จากการเปลี่ยนแปลงด้านกฎเกณฑ์ที่เป็นไปได้ (แม้เราคาดว่ามีโอกาสต่ำ) ในปี 2025E

Valuation/Catalyst/Risk

เรายังคงแนะนำการลงทุน “เท่ากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน เราเลือก SPRC (ซื้อ/เป้า 8.50 บาท) เป็น Top pick ของกลุ่มพลังงานโดยเราเชื่อว่าราคาน้ำมันที่ปรับตัวลงในช่วงที่ผ่านมาได้สะท้อนผลประกอบการที่อ่อนแอใน 3Q24 ไปมากแล้ว เราเชื่อว่าบริษัทจะกลับมารายงานกำไรสุทธิได้ใน 4Q24E ตามแนวโน้ม market GRM/operating GRM ที่ฟื้นตัวและ stock loss ที่เป็นไปได้ที่ลดลง

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-2.0%	-5.1%	0.2%	-8.5%
Relative to SET	-0.8%	-6.3%	-8.4%	-13.4%

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

Fig 1: Peer comparison

Stock	Rec	Price 09-Dec-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	12.70	20.00	57.5	-138	194	307	n.m.	58.3	n.m.	58.3	41.8	26.4	1.5	1.4	1.7	2.5	3.5	5.4	12.7	11.6
BANPU	SELL	5.70	5.00	-12.3	5,434	2,922	5,296	-46.2	81.2	n.m.	n.m.	19.5	10.8	0.4	0.4	4.1	6.2	2.2	3.9	5.5	5.4
BCP	BUY	32.00	40.00	25.0	13,233	3,847	8,247	-70.9	114.4	-95.8	2,155.4	11.5	5.3	0.6	0.5	3.1	4.7	5.1	10.2	5.0	5.1
* BSRC	NR	7.75	8.61	11.2	2,142	1,220	3,519	-43.1	188.6	-23.3	106.0	23.0	8.9	0.9	0.9	2.9	5.1	6.3	12.6	9.8	5.9
* IRPC	NR	1.40	1.47	5.2	-2,923	-4,527	334	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	700.0	0.4	0.4	1.5	2.4	-5.2	1.1	16.1	7.0
OR	HOLD	13.90	16.00	15.1	11,094	6,025	9,095	-45.7	51.0	-36.3	37.4	27.7	18.3	1.5	1.5	2.5	2.9	5.5	8.0	10.1	8.7
PTG	HOLD	8.40	10.00	19.0	815	1,132	1,481	38.8	30.8	38.8	30.8	12.4	9.5	1.5	1.4	3.2	4.2	9.6	11.7	3.3	2.9
* PTT	NR	32.00	36.75	14.8	112,024	104,723	107,724	-6.5	2.9	-8.7	3.7	9.1	8.8	0.8	0.8	5.7	6.0	8.9	8.7	4.9	4.6
PTTEP	BUY	126.50	180.00	42.3	76,706	70,597	71,669	-8.0	1.5	-11.6	0.8	7.1	7.0	0.9	0.9	7.3	7.3	13.2	12.6	3.2	3.5
SPRC	BUY	7.00	8.50	21.4	-1,230	2,492	2,650	n.m.	6.4	n.m.	93.1	12.2	11.5	0.8	0.7	3.6	3.6	6.5	6.3	8.5	6.3
TOP	BUY	38.00	55.00	44.7	19,443	9,725	11,606	-50.0	19.3	-63.4	49.6	8.7	7.3	0.5	0.5	4.7	5.3	5.7	6.6	11.8	9.1
Sector					236,601	198,349	221,928	-16.2	11.9	-23.4	20.2	17.3	74.0	0.9	0.8	3.7	4.6	5.6	7.9	8.3	6.4

Source: Bloomberg, DAOL

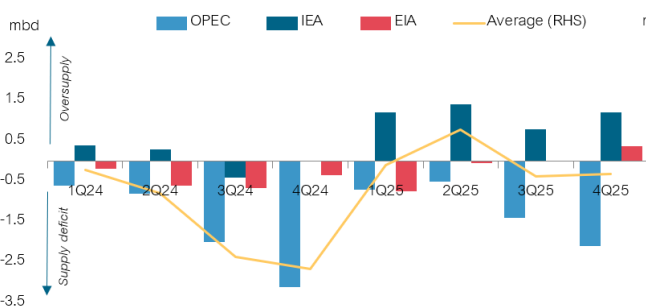
□ Key agencies มีมุมมองเป็นลบมากขึ้นต่อภาพรวมตลาดน้ำมันในปี 2025E

หน่วยงานด้านพลังงานระดับโลกมีมุมมองที่เป็นลบมากขึ้นต่อภาพรวมตลาดน้ำมันโลกในปี 2025E โดย OPEC ได้มีการปรับลดคาดการณ์อุปสงค์การใช้น้ำมันโลกอย่างต่อเนื่องในช่วงที่ผ่านมาโดยมีเหตุผลหลักจากการฟื้นตัวที่ช้ากว่าคาดของเศรษฐกิจของจีน ในขณะเดียวกัน US EIA และ IEA ก็คาดว่าอุปทานน้ำมันโลกจะสูงขึ้นอย่างมากในปี 2025E จากแผนการทยอยการถอนการปรับลดกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจ (voluntary production cuts) ของกลุ่ม OPEC+ (แม้ว่าจะมีการเลื่อนการทยอยถอนการปรับลด voluntary production cuts ไปอีก 3 เดือนแล้วก็ตาม) และปริมาณการผลิตน้ำมันที่สูงขึ้นของกลุ่ม Non-OPEC+ (โดยเฉพาะจากทวีปอเมริกา) ซึ่งจะนำไปสู่ภาวะอุปทานส่วนเกิน (oversupply)

โดยในรายงานประจำเดือนล่าสุด (เดือน ธ.ค.2024) OPEC ได้ปรับลดคาดการณ์อุปสงค์การใช้น้ำมันโลกในปี 2024E ว่าจะเติบโต 1.61 mbd ลดลงจากเดือนที่แล้วที่ 1.82 mbd (โดยเป็นการปรับลดประมาณการต่อเนื่องเป็นเดือนที่ 5 ติดต่อกัน หลังจากที่ OPEC ได้คงประมาณการคงที่ตั้งแต่เดือน ก.ค.2023) โดยการปรับลดนี้หลักๆมาจากอัตราการเติบโตของอุปสงค์การใช้น้ำมันในจีนที่ลดลงเหลือ 430 พันบาร์เรลต่อวัน (kbd) จากเดิม 450 kbd ในขณะเดียวกัน IEA ประเมินว่าตลาดน้ำมันโลกจะเข้าสู่ภาวะ oversupply ในปี 2025E หลักๆจากอุปทานใหม่ที่เติบโตเร็วกว่าอุปสงค์ (2.1 mbd vs 1.1 mbd) ส่วน US EIA คาดว่าอุปทานจะเติบโตที่ 1.65 mbd ในปี 2025E เทียบกับอุปสงค์ใหม่ที่ 1.30 mbd

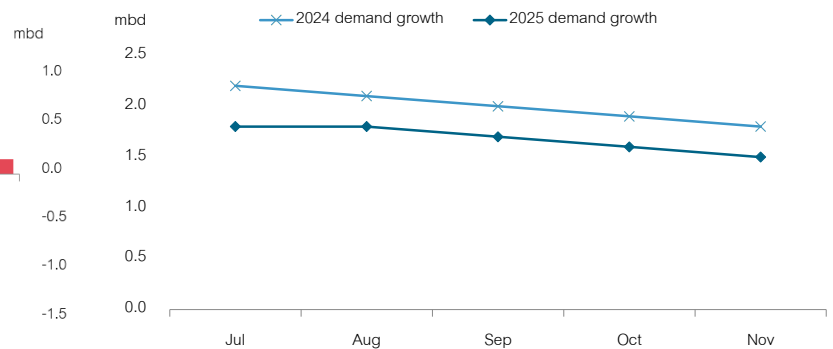
โดยสรุปแล้ว ในขณะที่ OPEC คาดว่าตลาดน้ำมันโลกจะยังคงอยู่ในภาวะอุปทานขาดแคลน (supply deficit) (แม้จะลดลงจากปี 2024E) ในปี 2025E แต่ IEA มีมุมมองตรงกันข้ามว่าตลาดน้ำมันโลกจะพลิกเป็น oversupply ตั้งแต่ 1Q25E เป็นต้นไป ส่วน US EIA นั้นคาดว่าตลาดจะพลิกจาก supply deficit ใน 1Q25E เป็น oversupply ใน 4Q25E หลักๆจากอุปทานใหม่ที่เข้ามาสูงขึ้นใน 2H25E

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



Source: OPEC, IEA, EIA, DAOL

Fig 3: OPEC's has consistently revised down demand growth



Source: OPEC

□ OPEC+ เลื่อนแผนการทยอยลด voluntary production cuts ถึงปี 2026E; ภาพรวมอุปสงค์การใช้ น้ำมันโลกเติบโตตามแผนกระตุ้นเศรษฐกิจและการลดดอกเบี้ยที่เป็นไปได้

ที่ประชุมระดับรัฐมนตรีของผู้ผลิตน้ำมันรายใหญ่ทั้งในและนอกกลุ่มโอเปค (OPEC and non-OPEC Ministerial Meeting: ONOMM) ครั้งที่ 38 เมื่อวันที่ 5 ธ.ค.2024 มีข้อตกลงที่จะขยายการปรับลดกำลังการผลิตน้ำมันโดยสมัครใจ (voluntary production cuts) ของ 8 ประเทศสมาชิก (รวมถึง ซาอุดีอาระเบีย, รัสเซีย, อิรัก, สหรัฐอาหรับเอมิเรตส์ (UAE), คูเวต, คาซัคสถาน, อัลจีเรียและโอมาน) ออกไปจนถึงปี 2026E โดยแบ่งออกเป็น 1) voluntary production cuts จำนวน 1.65 ล้านบาร์เรลต่อวัน (mbd) (ซึ่งประกาศมาตั้งแต่ เม.ย.2023) จะมีผลจนถึง ธ.ค.2026 และ 2) voluntary production cuts จำนวน 2.2 mbd (ซึ่งประกาศในเดือน พ.ย.2023) จะขยายเวลาจนถึงเดือน มี.ค.2025 ก่อนที่จะทยอยปรับลดขนาดรายเดือนจนถึงสิ้นเดือน ก.ย.2026 เพื่อสนับสนุนความมีเสถียรภาพของตลาด โดยการปรับเพิ่มรายเดือนสามารถที่จะหยุดหรือกลับรายการได้ขึ้นอยู่กับสภาวะตลาด ทั้งนี้ การประชุม ONOMM ครั้งที่ 39 จะจัดขึ้นในวันที่ 28 พ.ค.2025

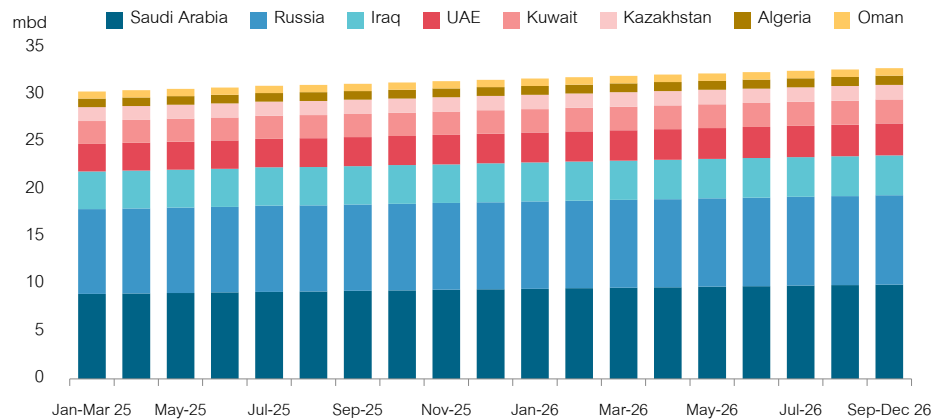
หน่วยงานด้านพลังงานต่างคาดการณ์ว่าอุปสงค์การใช้้ำมันทั่วโลกจะเติบโตขึ้น YoY (แม้จะในอัตราที่ชะลอลงจากมุมมองเดิมก่อนหน้านี้) ในปี 2025E ตามแนวโน้มกิจกรรมทางเศรษฐกิจที่ดีขึ้นซึ่งได้แรงสนับสนุนจาก

- 1) แผนการกระตุ้นเศรษฐกิจของจีน ซึ่งรวมถึงมาตรการที่ประกาศระหว่างปี 2024 คือ 1.1 การลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายและอัตราการกันสำรอง (RRR) ของธนาคารพาณิชย์ลง 0.5% มีผลตั้งแต่ปลายเดือน ก.ย.2024 (รวมคาดว่าจะเพิ่มสภาพคล่องประมาณ 1 ล้านล้านหยวน) 1.2 การลดอัตราดอกเบี้ยสินเชื่อที่อยู่อาศัยที่มีอยู่เดิมลง 0.5% และ 1.3 การอัดฉีดเงิน 1.55 แสนล้านหยวนเพื่อช่วยเหลือคนจนและกลุ่มเปราะบาง
- 2) การปรับลดอัตราดอกเบี้ยนโยบายเพิ่มเติมของสหรัฐอเมริกา (US)

นอกจากนี้ อุปสงค์ของผลิตภัณฑ์น้ำมันกึ่งหนักกึ่งเบา (middle distillate) ก็น่าจะได้แรงหนุนจากอุปสงค์การใช้ผลิตภัณฑ์น้ำมันอากาศยาน (jet fuel) ที่เติบโตตามอุปสงค์การท่องเที่ยวทั่วโลกที่สูงขึ้นด้วย

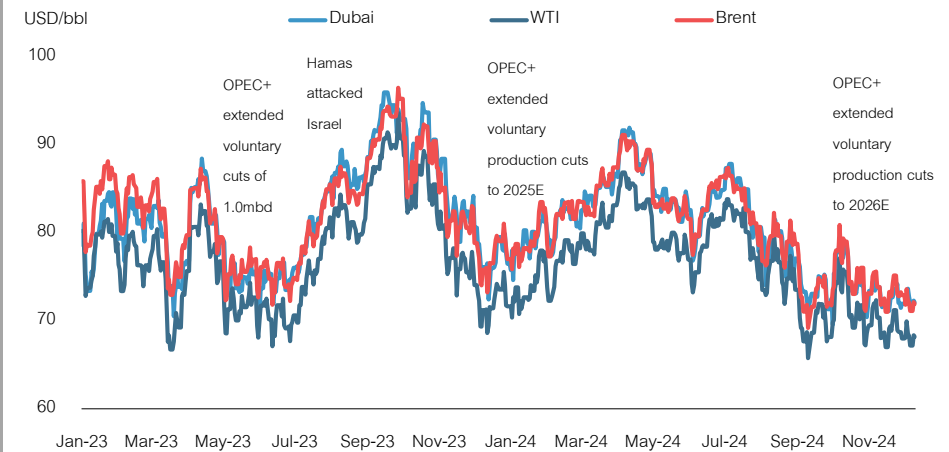
ทั้งนี้ ราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ย YTD อยู่ที่ USD82.6/bbl เทียบกับ USD81.9/bbl ในปี 2023 ทั้งนี้ เราเชื่อว่าราคาน้ำมันดิบดูไบเฉลี่ยจะลดลงในปี 2025E เป็น USD73.0/bbl ตามแนวโน้มภาพรวมตลาดน้ำมันโลกที่อ่อนตัวลง YoY จากอุปทานใหม่ที่สูงขึ้นเร็วกว่าอุปสงค์

Fig 4: OPEC+ has again delayed removal of voluntary production cuts



Source: OPEC

Fig 5: Crude oil price timeline



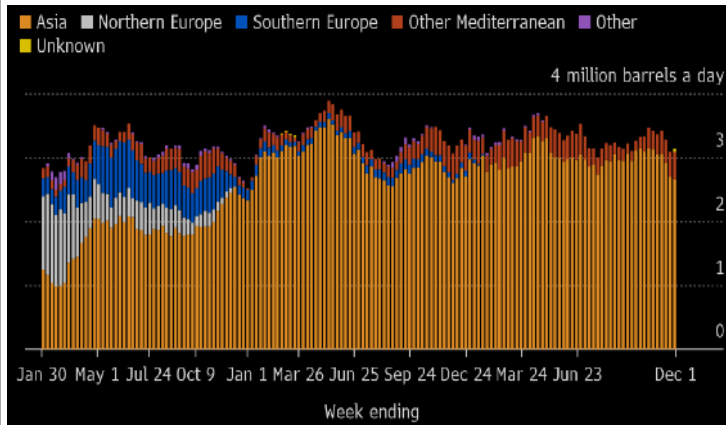
Source: Bloomberg, DAOL

□ Geopolitical risk ยังคงดำเนินไปในปี 2025E

เรามองว่าความเสี่ยงด้านภูมิรัฐศาสตร์จะยังคงเป็นปัจจัยเหวี่ยง (swing factors) สำคัญสำหรับราคาพลังงานอยู่ในปี 2025E เนื่องจากผลกระทบที่เป็นไปได้ต่ออุปทานน้ำมันโลก ทั้งนี้ สถานการณ์ในปัจจุบันของ geopolitical risk ที่ดำเนินอยู่ที่เรา มองว่าอาจส่งผลต่อราคาพลังงานได้มีอยู่ดังนี้

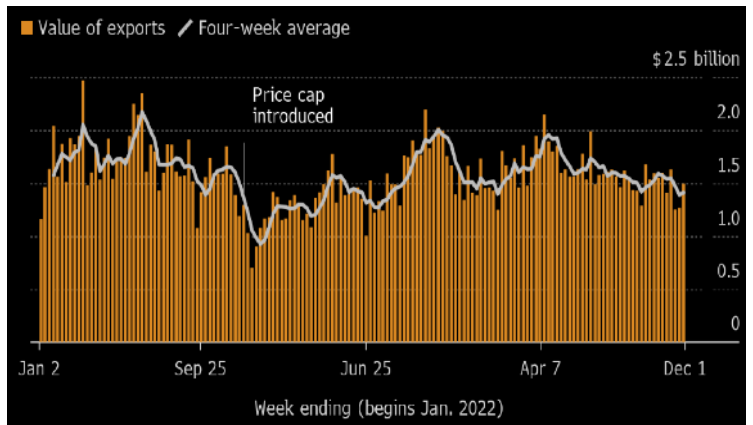
- สงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครน แม้ผลของการคว่ำบาตร (sanction) โดยชาติยุโรปส่งผลให้รัสเซียต้องปรับเส้นทางการส่งออกน้ำมันดิบไปเอเชีย (หลักๆคือ จีนและอินเดีย) แทนประเทศในยุโรปในปัจจุบัน สงครามก็ยังดำเนินต่อเนื่องมาตั้งแต่ ก.พ.2022 อย่างไรก็ดี ประธานาธิบดีทรัมป์ (ซึ่งจะเข้ารับตำแหน่งตั้งแต่ต้นปี 2025) ได้ประกาศถึงความพยายามที่จะยุติสงครามระหว่างรัสเซีย-ยูเครน ซึ่งถ้าเกิดขึ้นจริง เราเชื่อว่าต้องรอดูผลกระทบว่าจะนำไปสู่การเพิกถอน sanction ของประเทศในยุโรปและการปรับเส้นทางการส่งออกน้ำมันของรัสเซียหรือไม่ อย่างไรก็ดี เรามองว่ามีความเป็นไปได้ที่ถ้าที่ประเทศในยุโรปจะกลับมาพึ่งพิงพลังงานของรัสเซียเหมือนเช่นในอดีตก่อนการเกิดสงคราม เนื่องจากว่าอาจส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของ US ซึ่งเป็นคู่ค้าหลักในปัจจุบัน
- สงครามตะวันออกกลาง ตั้งแต่กลุ่มติดอาวุธฮามาสชาวปาเลสไตน์ (Hamas) เปิดฉากโจมตีอิสราเอลทางอากาศตั้งแต่ 7 ต.ค.2023 ได้มีการสู้รบมาอย่างต่อเนื่องในฉนวนกาซา (Gaza Strip) โดยการโจมตีในระลอกนี้ได้นำไปสู่การสังหารผู้นำของ Hamas และบานปลายกลายเป็นสงครามในภูมิภาค ซึ่งเกี่ยวเนื่องกับ เช่น อิหร่าน, กลุ่มกบฏฮูตีในเยเมน, กลุ่มฮิซบอลเลาะห์ในเลบานอน รวมถึงการที่อิสราเอลได้ส่งทหารเข้าไปในซีเรียหลังจากอดีตประธานาธิบดีของซีเรียได้อพยพหนีออกนอกประเทศไป ทั้งนี้ เราเชื่อว่าแม้จะมีข้อตกลงหยุดยิง (ceasefire deal) ระหว่างอิสราเอลกับบางคู่กรณี เช่น กลุ่มฮิซบอลเลาะห์และ Hamas (กำลังอยู่ในระหว่างการเจรจา) แต่ความไม่แน่นอนยังคงมีอยู่จากการละเมิดข้อตกลงที่อาจจะเกิดขึ้น นอกจากนี้ว่าที่ประธานาธิบดีทรัมป์ยังได้ประกาศให้ การสนับสนุนอิสราเอลอีกด้วย ทั้งนี้ เราเชื่อว่าหากทรัมป์ได้เข้ารับตำแหน่งแล้ว อาจจะผลให้การ sanction การส่งออกน้ำมันของอิหร่านกลับมาเข้มงวดมากขึ้น (อย่างเช่นที่เคยเกิดขึ้นในช่วงปลายสมัย การดำรงตำแหน่งของทรัมป์ในคราวที่แล้ว)
- ข้อขัดแย้งอื่นๆ ในช่วงที่ผ่านมาเรามีรายงานข้อขัดแย้งที่บ่อยขึ้นจากประเทศคู่กรณีอื่นๆ เช่น เกาหลีใต้-เกาหลีเหนือ และ สาธารณรัฐจีน (ไต้หวัน)-จีน ทั้งนี้ แม้เราเชื่อว่ามีความเป็นไปได้ที่สูงขึ้นที่ข้อขัดแย้งเหล่านี้อาจจะพัฒนาสู่สถานะที่มีความตึงเครียดมากขึ้น แต่เราเชื่อว่าจะมีผลกระทบที่จำกัดต่ออุปทานน้ำมันโลกมากกว่า เมื่อเทียบกับปัจจัยเสี่ยง 2 กรณีข้างต้น

Fig 6: Four-week average crude shipments from Russia (2022-2024)



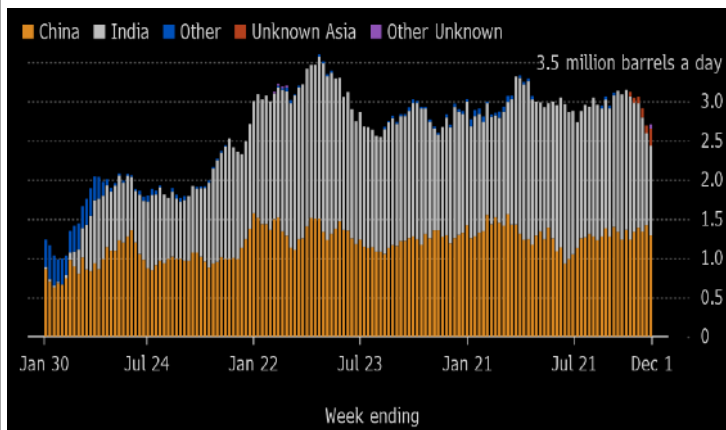
Source: Bloomberg

Fig 7: Russia's gross income from seaborne crude exports (2022-2024)



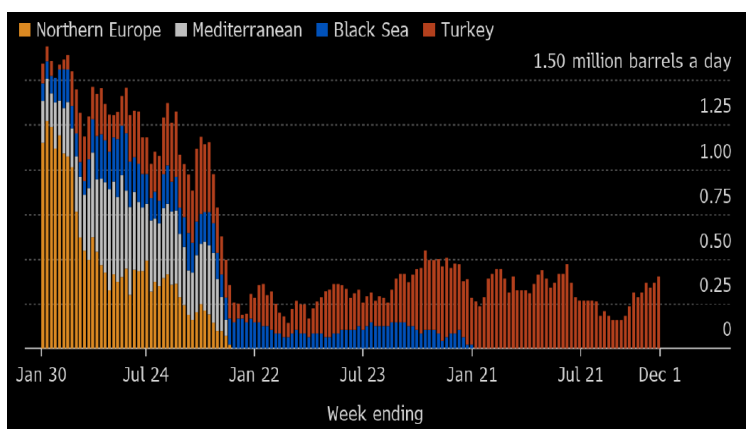
Source: Bloomberg

Fig 8: Russia's crude shipments to Asia (2022-2024)



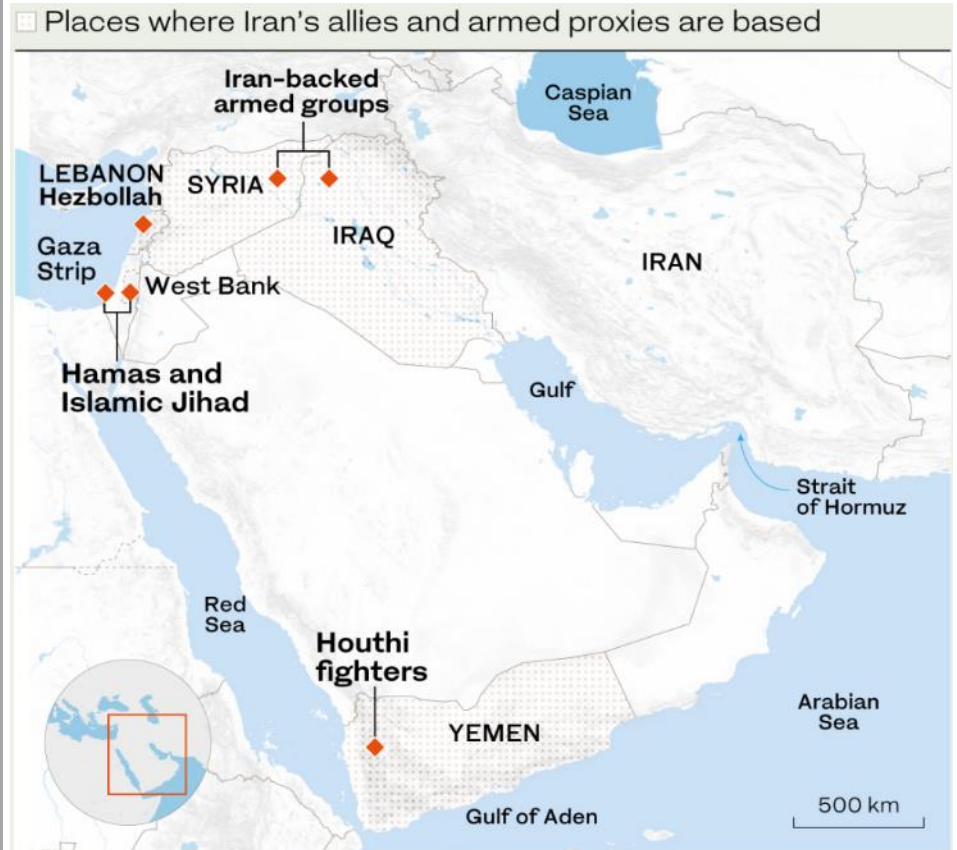
Source: Bloomberg

Fig 9: Russia's crude shipments to Europe and Turkey (2022-2024)



Source: Bloomberg

Fig 10: Axis of resistance in the Middle East



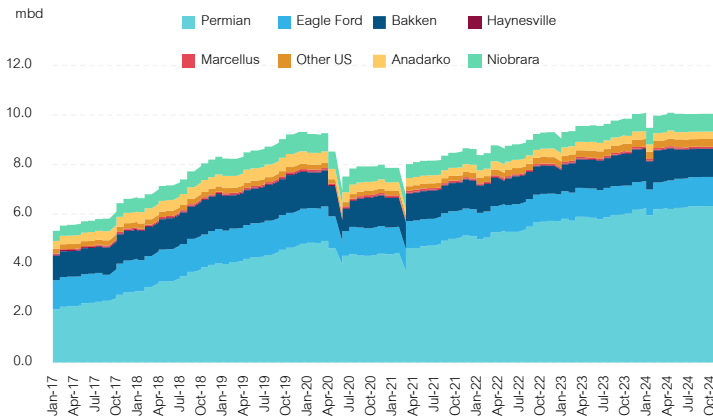
Source: Arab News, AFP Map data, OSM, NASA, Nature Earth

□ นโยบายของทรัมป์อาจจะนำไปสู่การผลิตน้ำมันในประเทศและการส่งออก LNG ที่สูงขึ้นของ US แต่อาจจะทำให้อุปทานน้ำมันจากตะวันออกกลางลดลง

หนึ่งในนโยบายด้านพลังงานที่สำคัญของว่าที่ประธานาธิบดีทรัมป์ คือ การพยายามผลักดันให้ราคาพลังงานลดลงครึ่งหนึ่งภายในระยะเวลา 18 เดือนเพื่อเป็นการลดเงินเฟ้อของ US ผ่านนโยบาย “Drill, baby, drill” โดยการผลักดันให้ผู้ผลิตน้ำมันเพิ่มการผลิตน้ำมันในประเทศและส่งออก LNG มากขึ้น โดยเราเชื่อว่านโยบายนี้จะส่งผลต่อราคาน้ำมันไม่มากนักเนื่องจากเราเชื่อว่าผู้ผลิตน้ำมันใน US จะไม่เร่งเพิ่มการผลิตมากนักเนื่องจาก 1) ปริมาณการผลิตน้ำมันของ US ได้สูงขึ้นมาอย่างต่อเนื่องนับตั้งแต่ปี 2020 เป็นต้นมา และ 2) ระดับราคาน้ำมันดิบ US ในปัจจุบัน (WTI อยู่ที่ต่ำกว่า USD70.0/bbl) สูงกว่าจุดคุ้มทุน (breakeven) ในช่วง USD62.0/bbl-USD65.0/bbl ไม่มากนัก อย่างไรก็ตามนโยบายของทรัมป์จะส่งผลต่อราคาก๊าซธรรมชาติ (gas price) ใน US เนื่องจากผู้ผลิตสามารถส่งออก LNG ได้มากขึ้น ลดความกดดันต่ออุปทานภายในประเทศ ทั้งนี้ upside ต่อ gas price นี้อาจจะถูกจำกัดการกีดกันทางการค้าที่อาจเกิดขึ้นได้

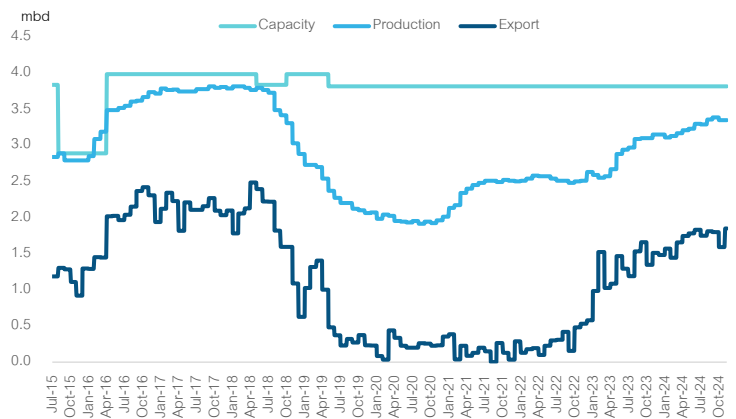
ทั้งนี้ เรามองว่าการกลับมาเป็นประธานาธิบดีของทรัมป์อาจจะมี upside ต่อแนวโน้มราคาน้ำมันดิบได้หาก US กลับมาเข้มงวดกับการ sanction การส่งออกน้ำมันของอิหร่านอีกครั้ง โดยปัจจุบัน อิหร่านมีการส่งออกน้ำมันอยู่ที่ 1.9 mbd เทียบกับ 0.2 mbd ในเดือน ธ.ค.2020 (ช่วงปลายการดำรงตำแหน่งของทรัมป์ในรอบที่แล้ว) ขณะที่ มีปริมาณการผลิตน้ำมันที่ 3.4 mbd เทียบกับ 2.0 mbd ในช่วงเวลาเดียวกัน

Fig 11: Key US oil production fields



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 12: Iran's historical oil capacity/production/export



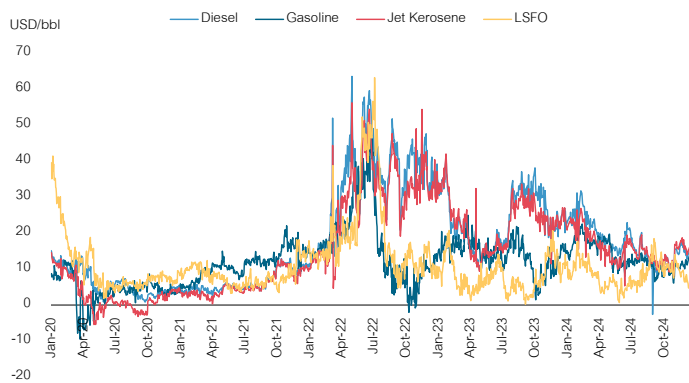
Source: Bloomberg, DAOL

□ คาดโรงกลั่นจะกลับมารายงานกำไรสุทธิใน 4Q24E จาก crack spread ที่ฟื้นตัวและ stock loss ที่ต่ำลง

หลังจากรายงานผลประกอบการที่อ่อนแอใน 3Q24 เนื่องจากการรับรู้ผลขาดทุนจากสต็อก (stock loss) จากผลกระทบของแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่อ่อนตัวลงแรงและส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันสำเร็จรูปและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) ที่อ่อนแอแล้ว เราเชื่อว่าผลประกอบการของกลุ่มโรงกลั่นน่าจะผ่านจุดต่ำสุดไปแล้วและจะกลับมารายงานกำไรสุทธิได้ใน 4Q24E หลักๆ จาก 1) ค่าการกลั่นตลาด (market GRM)/ค่าการกลั่นพื้นฐาน (operating GRM) ที่ฟื้นตัวตาม crack spread โดยเฉพาะในกลุ่มผลิตภัณฑ์กึ่งหนักกึ่งเบา (middle distillate) ที่ดีขึ้น และ 2) stock loss ที่เป็นไปได้ที่ลดลงจากแนวโน้มราคาน้ำมันดิบที่มีความผันผวนลดลงระหว่างไตรมาส โดยล่าสุดราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าน้ำมันดิบ Brent เฉลี่ยอยู่ที่ USD74.2/bbl เทียบกับ ราคาเฉลี่ย USD78.6/bbl ใน 3Q24 และ USD85.0/bbl ใน 2Q24

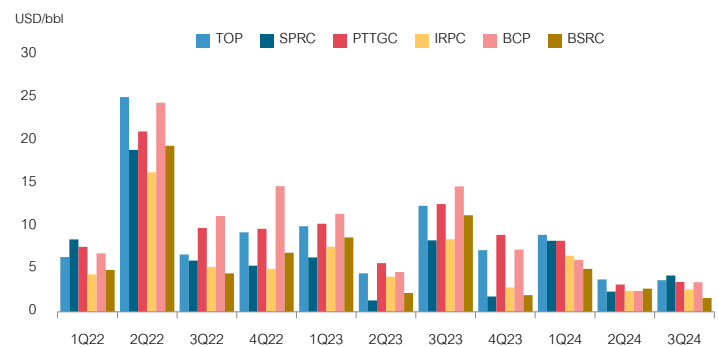
ทั้งนี้ SG GRM ใน 4Q24E ล่าสุดเฉลี่ยอยู่ที่ USD5.3/bbl (+47% QTD) สอดคล้องกับ crack spread ของทุกผลิตภัณฑ์ที่ฟื้นตัว นำโดย jet fuel cracks เฉลี่ยอยู่ที่ USD15.0/bbl (+15% QTD), diesel cracks เฉลี่ยอยู่ที่ USD14.9/bbl (+9% QTD) gasoline cracks เฉลี่ยสูงขึ้นเป็น USD11.6/bbl (+4% QTD) ส่วน LSFO cracks เฉลี่ยปรับตัวสูงขึ้นเล็กน้อย 2% QTD เป็น USD6.4/bbl ในขณะเดียวกัน พรีเมียมน้ำมันดิบ (crude premium) มีแนวโน้มสูงขึ้น QoQ แต่ยังคงลดลง YoY โดย Murban premium เฉลี่ยสูงขึ้นเป็น USD1.6/bbl เทียบกับ USD1.3/bbl ใน 3Q24 แต่ยังคงลดลง YoY จาก USD3.3/bbl ใน 4Q23 ส่วน Arab light cruder premium อยู่ที่ USD1.7/bbl ใน 4Q24 (-55% YoY, -16% QoQ)

Fig 13: Singapore Dubai crack spread trend



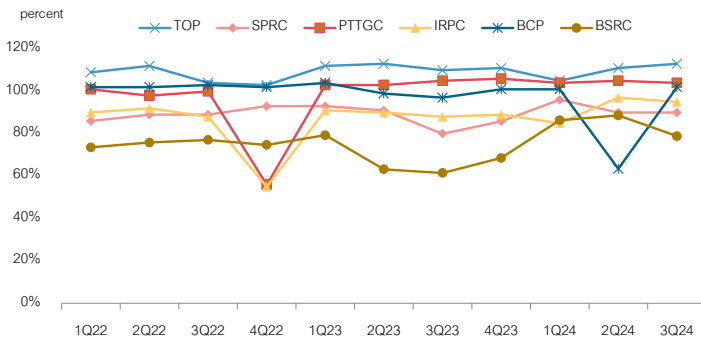
Source: Bloomberg, DAOL

Fig 14: Quarterly market/operating GRM trend



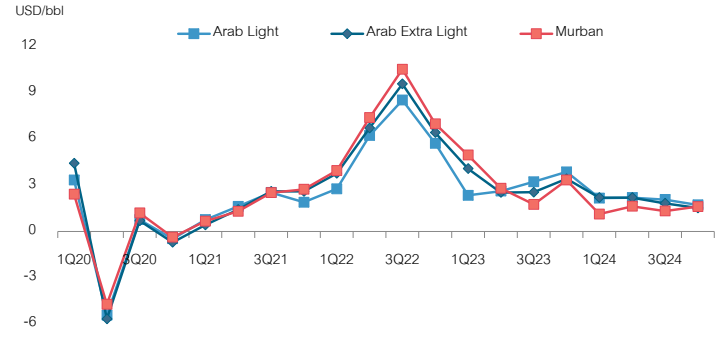
Source: TOP, SPRC, PTTGC, IRPC, BCP, BSRC, DAOL

Fig 15: Quarterly crude run by company



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

Fig 16: Crude premium trend



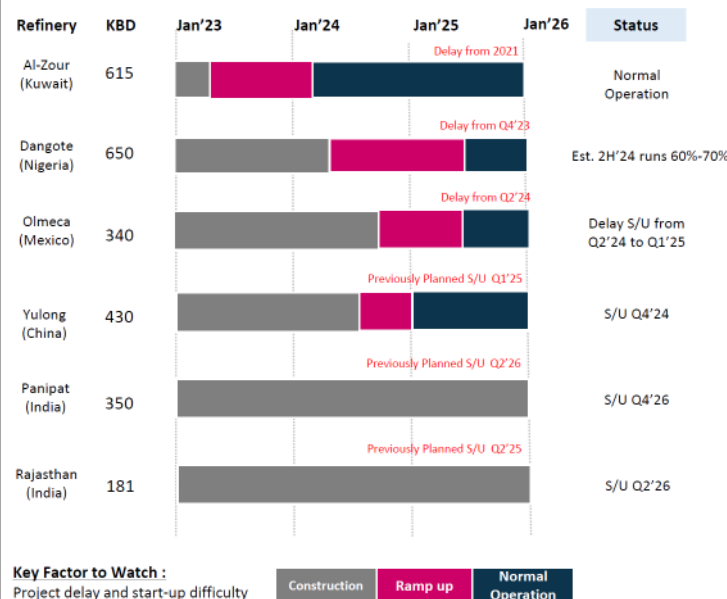
Source: TOP, DAOL

□ ภาพรวม crack spread น่าจะกลับมาฟื้นตัวในปี 2025E จากอุปสงค์ที่ดีขึ้นท่ามกลางอุปทานใหม่; โควตาส่งออกจีนน่าจะใกล้เคียงเดิมในปี 2025E

บริษัทวิจัยตลาดพลังงาน Energy Aspects คาดว่าอุปสงค์น้ำมัน middle distillate (รวมถึง jet และ gasoil) จะเติบโตในปี 2025E (รวมกันประมาณ +0.5 mbd YoY)หนุนโดยอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้นและเศรษฐกิจในเอเชียที่เติบโต อย่างไรก็ตาม การเติบโตของ gasoline แม่น่าจะเห็นอุปสงค์ที่สูงขึ้นในปี 2025E แต่ก็มีแนวโน้มถูกกดดันจากอุปทานใหม่ที่เข้ามาหลักๆ จากโรงกลั่นที่เพิ่งเปิดใหม่ คือ Dangote และ Olmeca (ซึ่งมีสัดส่วนการผลิต gasoline ที่สูง) ทั้งนี้ มีการประเมินว่าอุปสงค์น้ำมันทั่วโลกจะยังคงเติบโตมากกว่าอุปทานสุทธิใหม่ (อุปทานใหม่หักด้วยอุปทานเดิมที่ปิดไป) ในปี 2025E

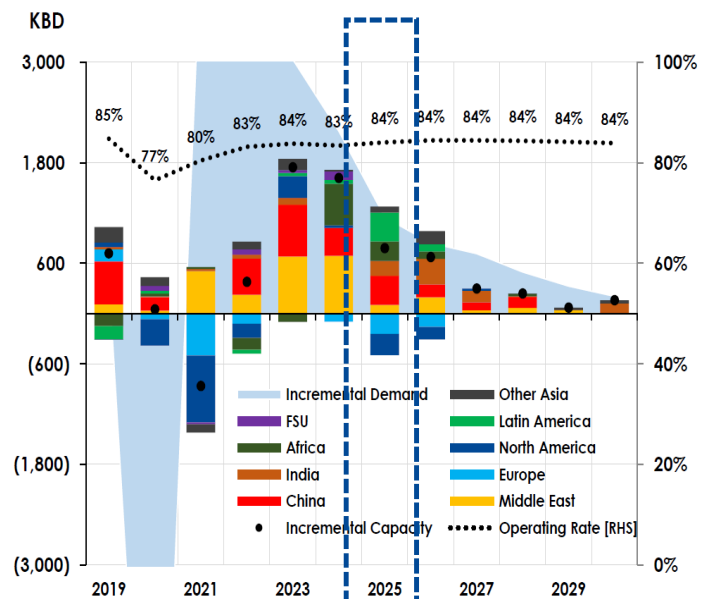
สำหรับภาพรวมการส่งออกของจีน เราเชื่อว่าจีนจะคงโควตาการส่งออกผลิตภัณฑ์น้ำมันในปี 2025E ไว้ที่ระดับใกล้เคียงกับปี 2024 ที่ 54 mt (แบ่งเป็นผลิตภัณฑ์ gasoline, gasoil, jet fuel รวมกันที่ 41 mt และ LSFO ที่ 13 mt) เนื่องจากระดับ diesel cracks ที่อยู่ในระดับที่ไม่สูงมาก

Fig 17: Timeline of new refinery startups



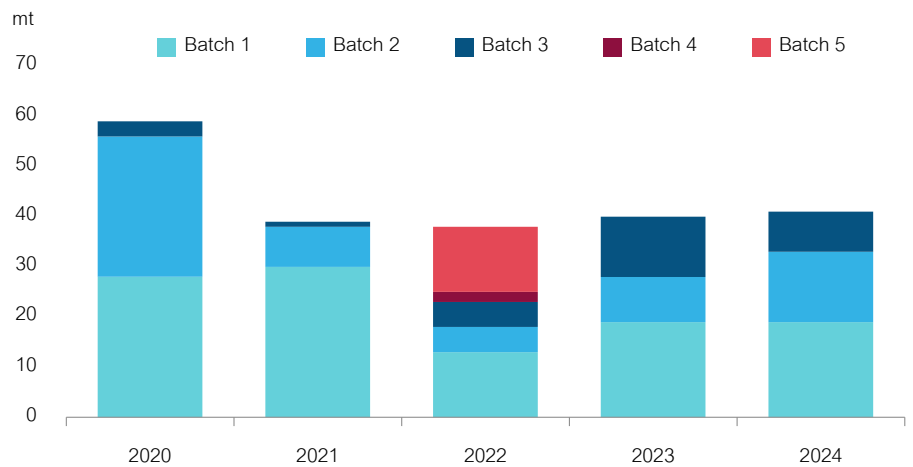
Source: FACTs Semi Annual Reports (Apr'24), FACTs AWRO (May'24) Energy Aspect

Fig 18: Global Effective CDU Addition VS Additional Demand



Source: FACTs Semi Annual Reports (Apr'24), FACTs AWRO (May'24) Energy Aspect

Fig 19: China's export allowance (clean refined fuel)



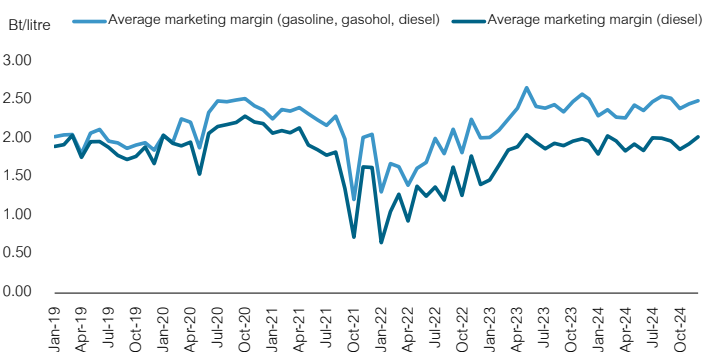
Source: TOP, Energy Aspect

□ แนวโน้ม marketing margin ทรงตัวต่ำ QTD ท่ามกลางอุปสงค์ที่สูงขึ้นตามฤดูกาลใน 4Q24E

เราคาดว่ากลุ่มค้าปลีกน้ำมันจะเห็นแนวโน้มค่าการตลาด (marketing margin) ที่ทรงตัว QoQ ใน 4Q24E โดยสำนักงานนโยบายและแผนพลังงาน (EPPO) ได้รายงาน marketing margin เฉลี่ย QTD ของ gasoline gasohol และ diesel อยู่ที่ 2.45 บาทต่อลิตร (-3% YoY, -3% QoQ) ในขณะที่ marketing margin เฉลี่ยของ diesel อย่างเดียวอยู่ที่ 2.03 บาทต่อลิตร (-2% YoY, -3% QoQ) ทั้งนี้ สำหรับภาพรวมตลาดน้ำมันภายในประเทศ มีการประเมินว่าอุปสงค์การใช้น้ำมันจะเติบโตในปี 2025E สอดคล้องกับภาพรวมของตลาดน้ำมันโลก โดย jet fuel คาดว่ายังคงเติบโตในระดับที่แข็งแกร่งที่ +14% YoY เป็น 18.5 ล้านลิตรต่อวัน (mmltd) ในปี 2025E จากแรงหนุนของอุปสงค์การท่องเที่ยวที่สูงขึ้น แม้อาจจะชะลอตัวลงเล็กน้อยจากการเติบโตที่ +18% YoY ในปี 2024E อย่างไรก็ตาม อุปสงค์ gasoil มีแนวโน้มเติบโตมากขึ้นที่ +1.0% YoY เป็น 69.4 mmltd เทียบกับ +0.1% YoY ในปี 2024E ส่วนอุปสงค์ gasoline มีแนวโน้มที่จะเติบโตขึ้น +0.9% เป็น 31.7 mmltd ในปี 2025E เทียบกับ +0.1% YoY ในปี 2024E

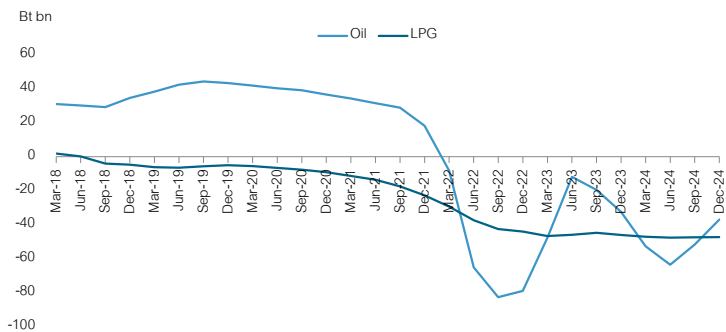
สำหรับสถานะกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (oil fuel fund) ล่าสุดสำนักงานกองทุนน้ำมันเชื้อเพลิง (OFFO) รายงานสถานะ oil fuel fund ติดลบที่ -8.43 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นวันที่ 1 ธ.ค.2024 เทียบกับ -7.86 หมื่นล้านบาท ณ สิ้นปี 2023 และระดับต่ำสุดที่ 1.33 แสนล้านบาท ณ สิ้นเดือน พ.ย.2022

Fig 20: Monthly average marketing margin



Source: EPPO, DAOL

Fig 21: Oil fund status has been improving



Source: Oil Fuel Fund Office (OFFO), DAOL

□ ความเสี่ยงด้านกฎเกณฑ์ยังคงมีอยู่ในปี 2025E

เราเชื่อว่าบริษัทพลังงานในประเทศจะยังคงเผชิญกับความเสี่ยงด้านกฎเกณฑ์ (regulatory risks) อยู่ในปี 2025E โดยปัจจุบันรัฐบาลยังมีความพยายามที่จะออกกฎหมายเพื่อเปลี่ยนโครงสร้างราคาน้ำมันเป็นกำหนดให้มีการปรับราคาน้ำมันทำได้เดือนละหนึ่งครั้ง (ไม่ใช่รายวัน) และให้ปรับราคาได้ตามความเป็นจริงของต้นทุนน้ำมัน โดยจะนำระบบ Cost plus แทนระบบอ้างอิงราคาน้ำมันต่างประเทศ ในขณะเดียวกัน รัฐบาลก็อยู่ในระหว่างการศึกษาและเตรียมร่างกฎหมายสำรองน้ำมันยุทธศาสตร์ (SPR) อยู่ โดยเบื้องต้นจะกำหนดให้สำรองน้ำมัน SPR ไว้ 90 วัน ทั้งนี้เพื่อความมั่นคงด้านพลังงานของประเทศและเป็นไปตามมาตรฐานสากล โดยปัจจุบันอยู่ในระหว่างการศึกษารูปแบบการสำรองน้ำมันซึ่งเป็นไปได้ทั้งแบบภาครัฐเป็นผู้ลงทุนเอง หรือ จะเป็นแบบรัฐร่วมลงทุนกับต่างประเทศ อย่างไรก็ตามในปัจจุบัน ประเทศไทยมีข้อกำหนดให้ผู้ค้าน้ำมันต้องสำรองน้ำมันดิบ 6% ของปริมาณการจำหน่าย และให้สำรองน้ำมันสำเร็จรูป 1% ของปริมาณการจำหน่าย โดยรวมไทยจึงมีการสำรองน้ำมัน 7% ของปริมาณการจำหน่าย (สำรองน้ำมันประมาณ 25 วัน)

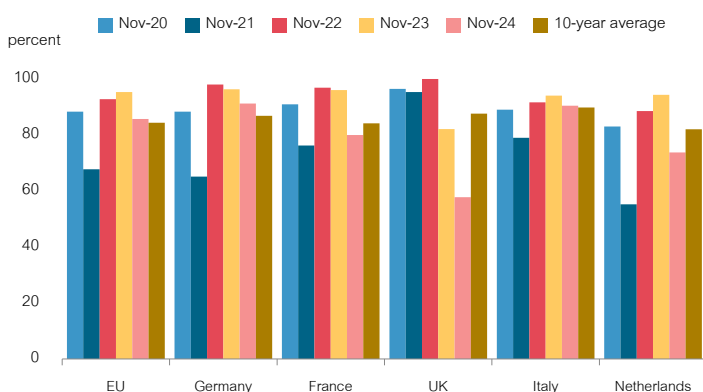
ทั้งนี้ เรามอง regulatory risks เป็นความเสี่ยงหางอวน (fat tail risk) (คือ ความเสี่ยงที่มีโอกาสเกิดขึ้นน้อยแต่หากเกิดขึ้นจะมีผลกระทบรุนแรง) ขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและการเปลี่ยนแปลงที่อาจจะกระทบต่อผลประกอบการของแต่ละบริษัท

□ ปริมาณก๊าซคงคลังที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวยังคงกดดันราคาถ่านหินและก๊าซธรรมชาติ

สมาคมผู้ประกอบการโครงสร้างพื้นฐานก๊าซแห่งยุโรป (GIE) รายงานปริมาณสำรองก๊าซของ EU โดยรวมอยู่ที่ 86% ของกำลังการกักเก็บ ณ สิ้นเดือน พ.ย. 2024 สูงกว่าค่าเฉลี่ย 10 ปีที่ 84% เล็กน้อย โดยตัวเลขปริมาณสำรองที่สูงนี้สะท้อนให้เห็นถึงอุปทานก๊าซที่มากเกินไปสำหรับความต้องการใช้ในเดือนเดียวกัน ในขณะเดียวกัน จินรายงานปริมาณถ่านหินให้ความร้อนคงคลังที่ทำเร็วรวม 25.6 ล้านตัน (mt) สูงที่สุดตั้งแต่ปี 2015 ด้วยปัจจัยข้างต้น ทำให้เราเชื่อว่าปริมาณสำรองก๊าซและถ่านหินคงคลังที่สูงนี้จะยังคงเป็นปัจจัยสำคัญที่ทำให้ราคาถ่านหินและก๊าซธรรมชาติในระดับต่ำต่อไป ในขณะที่การเคลื่อนไหวระหว่างไตรมาสอาจจะขึ้นอยู่กับปัจจัยฤดูกาล

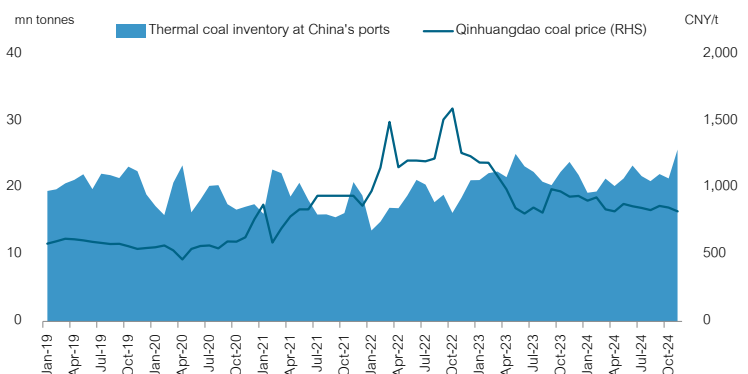
ตั้งแต่ปี 2022 ราคาพลังงานเชื้อเพลิงให้ความร้อนได้ปรับตัวลดลงอย่างต่อเนื่องสะท้อนปริมาณก๊าซคงคลังที่สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวในยุโรป โดยราคาสัญญาซื้อขายล่วงหน้าก๊าซ ฮิงแหล่ง Henry Hub QTD ใน 4Q24E เฉลี่ยอยู่ที่ USD2.8/mmbtu (-3% YoY, +27% QoQ) ในขณะที่ ราคาสัญญาซื้อขายถ่านหินล่วงหน้าฮิงแหล่ง Newcastle Coal Terminal (NewC) เฉลี่ยอยู่ที่ USD142/ton (+5% YoY, +1% QoQ)

Fig 22: EU gas in storage (select countries) (as of Nov 2024)



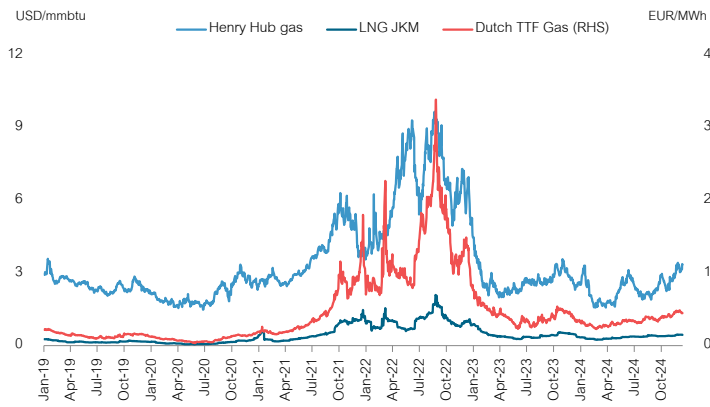
Source: Gas Infrastructure Europe (GIE), DAOL

Fig 23: China's thermal coal inventory at ports vs coal price



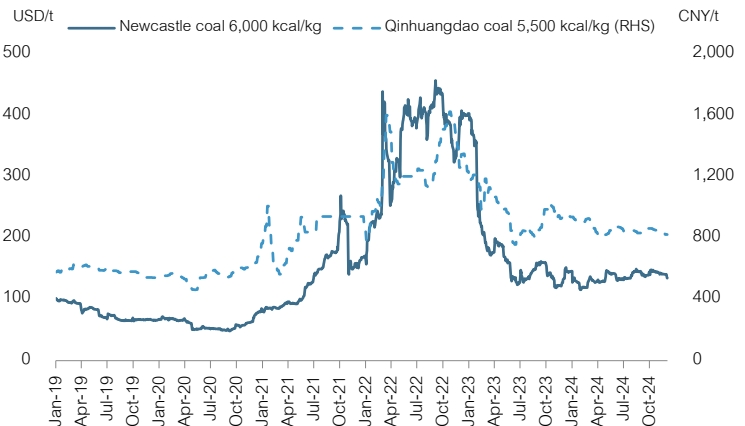
Source: Bloomberg, DAOL

Fig 24: Gas price trend (Henry Hub, LNG JKM, Dutch TTF)



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 25: Newcastle coal price vs Qinhuangdao coal price



Source: Bloomberg, DAOL

□ คำนวณ “เทากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน

เรายังคงนำหลักการลงทุน “เทากับตลาด” สำหรับกลุ่มพลังงาน โดยมีคำแนะนำและราคาเป้าหมายสำหรับหุ้นที่เราดูแลดังนี้

- **SPRC:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 8.50 บาท ถึง 2025E PBV ที่ 0.88x (ประมาณ -1.8SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV ย้อนหลัง 5 ปี) เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็น market GRM ที่ฟื้นตัว QoQ ได้ใน 4Q24E ด้วยแรงหนุนของ 1) crack spread ที่ฟื้นตัวในทุกผลิตภัณฑ์ และ 2) การรับรู้การดำเนินงานของแท่นผูกเรือน้ำลึกแบบทุนเดียวกลางทะเล (SPM) เต็มไตรมาส
- **BCP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 40.00 บาท ถึงวิธี SOTP เราเชื่อว่าบริษัทจะกลับมารายงานกำไรสุทธิได้ใน 4Q24E หนุนโดย operating GRM ที่ดีขึ้นและ stock loss ที่ต่ำลง อีกทั้ง ปริมาณขายปลีกน้ำมันน่าจะสูงขึ้นตามจำนวนวันหยุดที่เยอะในไตรมาสสุดท้าย
- **TOP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายที่ 55.00 บาท ถึง 2025E PBV ที่ 0.70x (เทียบเท่า -1.5SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีย้อนหลัง) เราเชื่อว่าบริษัทจะกลับมารายงานกำไรสุทธิได้ใน 4Q24E หนุนโดยการฟื้นตัวของ market GRM และ stock loss ที่ลดลง ในขณะที่เดียวกัน จากประเด็นที่ผู้รับเหมาช่วงยังไม่ได้รับการจ่ายเงินจากผู้รับเหมาหลัก (UJV) ของ CFP อยู่ ทำให้แรงงานก่อสร้างมีจำนวนลดลง TOP เชื่อว่าอาจจะทำให้วันเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ (COD) มีความล่าช้าออกไป อย่างไรก็ดี บริษัทยังอยู่ในช่วงการประเมินผลกระทบอยู่ ซึ่งน่าจะมีผลชัดเจนมากขึ้นในต้นปี 2025E
- **PTTEP:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2024E ที่ 180.00 บาท ถึงวิธี DCF (WACC 6.7%, TG 0%) และราคาน้ำมันดิบระยะยาวที่ USD65.0/bbl เราเชื่อว่าบริษัทจะเห็นปริมาณขายปลีกสูงสุดระดับสถิติสูงสุดใหม่ได้ใน 4Q24E จากการกลับมาดำเนินงานของโครงการในอ่าวไทยและรอบโหนดน้ำมันที่สูงของโครงการในแอฟริกาและมาเลเซีย
- **BAFS:** เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” ที่ราคาเป้าหมายปี 2025E ที่ 20.00 บาท ถึงวิธี SOTP สำหรับ 4Q24E เบื้องต้นเราคาดว่ากำไรสุทธิ YoY, QoQ หนุนโดย high season และการขยายรันเวย์ 3 แต่อาจถูกชดเชยบางส่วนจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงขึ้นตามฤดูกาล
- **BANPU:** เราคงคำแนะนำ “ขาย” ที่ราคาเป้าหมายปี 2025E ที่ 5.00 บาท ถึงวิธี SOTP เราเชื่อว่าบริษัทจะกลับมารายงานกำไรสุทธิได้ใน 4Q24E หนุนโดยราคาขายเฉลี่ย (ASP) ถ่านหินและก๊าซธรรมชาติที่สูงขึ้น QoQ จากแรงหนุนความต้องการใช้พลังงานความร้อนที่สูงขึ้นในฤดูหนาวของประเทศตะวันตกและผลขาดทุนจากอัตราแลกเปลี่ยน (FX loss) ที่เป็นไปได้ที่ลดลง
- **OR:** เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมาย 16.00 บาท ถึง 2025E PER ที่ 21.1x (ประมาณ 2.1SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PER 5 ปีย้อนหลังของกลุ่มค้าปลีก) เราเชื่อว่าบริษัทจะกลับมารายงานกำไรสุทธิได้ใน 4Q24E ตามอัตรากำไรขั้นต้นต่อลิตร (GP/litre) ที่ฟื้นตัวจาก stock loss ที่ลดลง อย่างไรก็ดี เราเชื่อว่ามีแนวโน้มเป็นไปได้ที่ OR

อาจจะทำการทบทวนแผนการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวข้องอย่างต่อเนื่อง ซึ่งอาจส่งผลให้บริษัทมีการรับรู้ผลขาดทุนจากการตั้งสำรองด้อยค่าของสินทรัพย์ (loss on impairment of assets) เพิ่มขึ้นในอนาคตหากมีบริษัทร่วมที่มีผลขาดทุนอย่างต่อเนื่อง

- **PTG:** เราคงคำแนะนำ “ถือ” ที่ราคาเป้าหมาย 10.00 บาท ถึง PER 13X (-1.0SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยย้อนหลัง 5 ปี) เราเชื่อว่าบริษัทจะรายงานกำไรที่ฟื้นตัว QoQ ใน 4Q24E หนุนโดยปริมาณขายน้ำมันที่เติบโตและ marketing margin ที่ฟื้นตัว QoQ

Fig 26+: Energy sector's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 27: SPRC's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 28: TOP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 29: BCP's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 30: PTTEP's PBV band



Source: Setsmart, 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. 12

Fig 31: BAFS's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 32: BANPU's PBV band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 33: Commerce sector's PER band



Source: Setsmart, DAOL

Fig 34: PTG's PER 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") เปิดเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงจึงมิได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน 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 ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติตามข้อกำหนดอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส 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. 15