

13 February 2026

Thai Oil

กำไร 4Q25 สูงกว่าคาด; Crack spread ที่แข็งแกร่งอยู่ในราคากลางๆ

Sector: Energy

Bloomberg ticker	TOP TB				
Recommendation	HOLD (maintained)				
Current price	Bt51.50				
Target price	Bt50.00 (previously Bt40.00)				
Upside/Downside	-3%				
EPS revision	2027E: New				
Bloomberg target price	Bt42.03				
Bloomberg consensus	Buy 12 / Hold 14 / Sell 2				
Stock data					
Stock price 1-year high/low	Bt51.50 / Bt21.00				
Market cap. (Bt mn)	115,043				
Shares outstanding (mn)	2,234				
Avg. daily turnover (Bt mn)	475				
Free float	52%				
CG rating	Excellent				
SET ESG rating	AAA				
Financial & valuation highlights					
FY: Dec (Bt mn)	2024A	2025A	2026E	2027E	
Revenue	466,777	395,682	341,778	329,900	
EBITDA	22,026	17,618	22,249	23,929	
Net profit	9,959	14,584	8,791	9,787	
EPS (Bt)	4.46	6.53	3.94	4.38	
Growth	-48.8%	46.4%	-39.7%	11.3%	
Core profits	8,412	4,875	9,303	10,281	
Core EPS (Bt)	3.77	2.18	4.17	4.61	
Growth	-61.9%	-42.0%	90.9%	10.5%	
DPS (Bt)	1.90	1.80	2.00	2.10	
Div. yield	3.7%	3.5%	3.9%	4.1%	
PER (x)	11.5	7.9	13.1	11.7	
Core PER (x)	13.7	23.6	12.4	11.2	
EV/EBITDA (x)	10.5	9.0	8.2	8.1	
PBV (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	
Bloomberg consensus					
Net profit	9,959	14,584	12,331	12,568	
EPS (Bt)	4.46	6.53	5.52	5.63	
(Bt)	Relative to SET	TOP (LHS)	(%)		
52			180		
43			155		
34			130		
25			105		
16			80		
Jan-25	Mar-25	Jun-25	Aug-25	Nov-25	Feb-26

Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	32.1%	42.1%	51.5%	111.1%
Relative to SET	16.0%	29.9%	37.0%	98.8%
Major shareholders	Holding			
1. PTT PCL	48.00%			
2. Thai NVDR Co., Ltd.	7.66%			
3. The Bank of New York Mellon	2.09%			

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

TOP รายงานกำไรสุทธิ 4Q25 ที่ 2.5 พันล้านบาท (-11% YoY, +15% QoQ) สูงกว่าเราและตลาดคาดคาด 13%/7% ตามลำดับ จากอัตราการใช้กำลังการกลั่น (refinery run rate) และค่าการกลั่นตลาด (market GRM) ที่สูงกว่าคาด ทั้งนี้ บริษัทรายงานตัวเลขดำเนินงานที่สำคัญ ดังนี้

1) ธุรกิจโรงกลั่นรายงาน EBITDA ที่ 3.0 พันล้านบาท (-25% YoY, +18% QoQ) โดยลดลง YoY หลักๆ จากผลขาดทุนจากการสต็อก (stock loss net of NRV) ที่สูงขึ้น ขณะที่ดีขึ้น QoQ ตามแนวโน้ม market GRM ที่สูงขึ้น

2) ธุรกิจปีโตรเคมี (อะโรมาติกส์และโอลิฟินส์) มี EBITDA รวมที่ 838 ล้านบาท (ทรงตัว YoY, +1,115% QoQ) โดยสูงขึ้น QoQ หลังโรงงาน Aromatics กลับมาจากการปิดซ่อมบำรุง

3) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐานรายงาน EBITDA ที่ 1.3 พันล้านบาท (+37% YoY, +105% QoQ) สูงขึ้น YoY ตามแนวโน้ม P2F margin ที่ดีขึ้น ขณะที่ พื้นตัว QoQ ตามอัตราการใช้กำลังการผลิตที่สูงขึ้น เราคาคบประมาณการกำไรสุทธิปี 2026E ที่ 8.8 พันล้านบาท (-40% YoY) หลักๆจากการรับรู้ค่าความนิยมติดลบ (negative goodwill) และกำไรจากการซื้อกิจการคืนหุ้น ขณะที่ คาดว่ากำไรจะกลับมาโต 11% ในปี 2027E เป็น 9.8 พันล้านบาท หนุนโดย market GRM ที่สูงขึ้น ทั้งนี้ TOP ประกาศจ่ายเงินปันผลสำหรับผลประกอบการปี 2025 ที่ 1.0 บาทต่อหุ้น โดยจะขึ้น XD วันที่ 25 ก.พ.2026

เราคงคำแนะนำ “ดีอี” แต่ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 50.00 บาท (จากเดิม 40.00 บาท) ของ 2026E PBV ใหม่ที่ 0.63x (ประมาณ -0.8SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีขั้นหลัง) เพื่อสะท้อนภาพรวมธุรกิจของ TOP ที่แข็งแกร่งมากขึ้นในปี 2026E

Event: 4Q25 results review

□ กำไร 4Q25 สูงกว่าคาด TOP รายงานกำไรสุทธิ 4Q25 ที่ 2.5 พันล้านบาท (-11% YoY, +15% QoQ) สูงกว่าเราและตลาดคาด 13%/7% ตามลำดับ โดยมีตัวเลขดำเนินงานที่สำคัญ ดังนี้ 1) ธุรกิจโรงกลั่นรายงาน refinery run rate ที่ 114% ทรงตัว YoY แต่พื้นจาก 82% ใน 3Q25 ในขณะที่ market GRM เข้ามาที่ USD9.4/bbl (+84% YoY, +169% QoQ) หนุนโดยส่วนต่างราคาผลิตภัณฑ์น้ำมันและราคาน้ำมันดิบ (crack spread) ที่สูง อย่างไรก็ดี TOP รายงาน stock loss (net of NRV) ที่ -3.5 พันล้านบาท เทียบกับ -2.0 พันล้านบาทใน 4Q24 และกำไร 1.5 พันล้านบาทใน 2) ธุรกิจ Aromatics รายงาน BTX run rate ที่ 76% เทียบกับ 80% ใน 4Q24 และ 39% ใน 3Q25 ขณะที่ product-to-feed margin (P2F margin) เข้ามาที่ USD51/ton (-6% YoY, +155% QoQ) 3) ธุรกิจน้ำมันหล่อลื่นพื้นฐาน (TLB) มีอัตราการผลิตที่ 90% เทียบกับ 83% ใน 4Q24 และ 54% ใน 3Q25 ในขณะที่ P2F margin อยู่ที่ USD162/ton (+17% YoY, -5% QoQ) และ 4) รายการอื่นๆ บริษัทมีขาดทุนจากการอัตราผลผลิตเปลี่ยนที่ -307 ล้านบาท เทียบกับขาดทุน -487 ล้านบาทใน 4Q24 และมีขาดทุนจากการรับรู้ค่าความนิยมที่ -996 ล้านบาท เทียบกับกำไร 230 ล้านบาท ใน 4Q24 นอกจากนี้ บริษัทมีการรับรู้ negative goodwill ของบริษัท PT Chandra Asri Pacific Tbk (CAP) เพิ่มเติมอีก 328 ล้านบาทในไตรมาสนี้

□ Market GRM มีแนวโน้มยืนสูงใน 1Q26E; รับรู้กำไรจากการซื้อกิจการคืนหุ้นเพิ่มเติม เรายังคงคาดว่า บริษัทจะเพิ่ม market GRM ที่สูงขึ้น YoY ใน 1Q26E ตามแนวโน้ม crack spread ที่ยืนสูง ขณะที่พาราเมเตอร์น้ำมันดิบ (crude premium) ขึ้นตัว นอกเหนือนี้ เราคาคบว่าบริษัทจะรับรู้กำไรจากการซื้อกิจการคืนหุ้น USD เพิ่มเติมประมาณ USD20mn-USD30mn ใน 1Q26E หลัง TOP ประกาศผลการซื้อกิจการคืนเบื้องต้น มูลค่ารวม USD550mn

Implication

□ คงประมาณการกำไรสุทธิปี 2026E ที่ 8.8 พันล้านบาท เทียบกับ 14.6 พันล้านบาทในปี 2025 โดยลดลงหลักๆจากการรับรู้ negative goodwill และกำไรจากการซื้อกิจการคืนหุ้น ขณะที่ คาดว่ากำไรจะกลับมาโต 11% ในปี 2027E เป็น 9.8 พันล้านบาท หนุนโดย market GRM ที่สูงขึ้น

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.

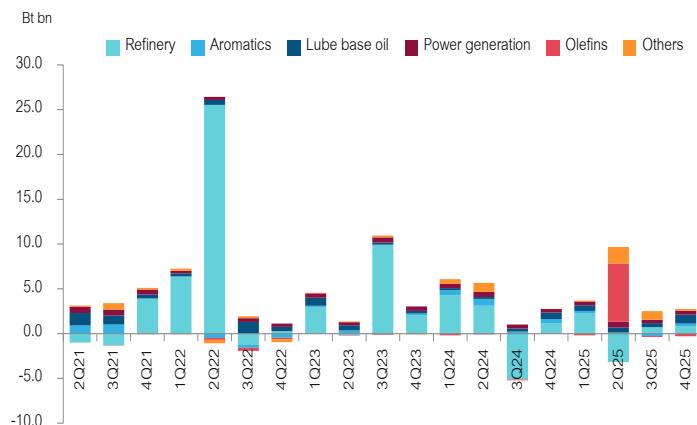
Valuation/Catalyst/Risk

เราได้วิเคราะห์ค่าเป้าหมายใหม่ที่ 50.00 บาท (จากเดิม 40.00 บาท) ดัง 2026E PBV ใหม่ที่ 0.63x (ประมาณ -0.8SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีขั้นหลัง) เพิ่มจาก 0.50x (ประมาณ -1.2SD ต่ำกว่าค่าเฉลี่ย PBV 5 ปีขั้นหลัง) เพื่อสะท้อนภาพรวมโรงกลั่นที่แข็งแกร่งและสถานะทางการเงินของ TOP ที่มั่นคงในปี 2026E

Fig 1: 4Q25 results review

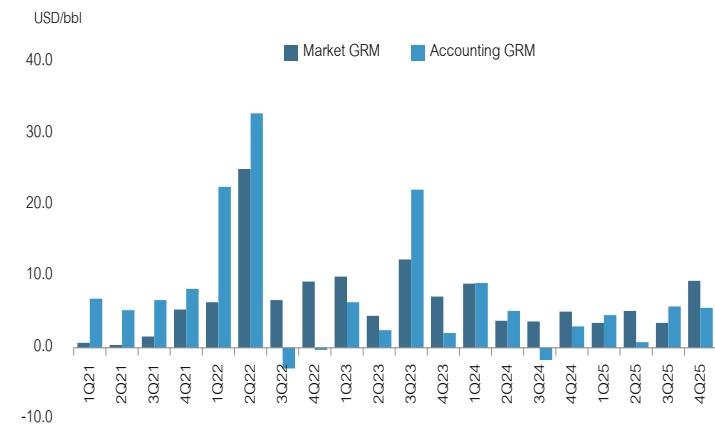
FY: Dec (Bt mn)	4Q25	4Q24	YoY	3Q25	QoQ	2025	2024	YoY
Revenue	109,357	112,536	-2.8%	80,098	36.5%	395,682	466,777	-15.2%
COGS	(103,149)	(107,178)	3.8%	(77,927)	-32.4%	(382,005)	(450,010)	15.1%
Gross profit	6,208	5,359	15.8%	2,171	185.9%	13,677	16,767	-18.4%
SG&A	(1,391)	(1,132)	-22.8%	(831)	-67.4%	(4,056)	(3,874)	-4.7%
EBITDA	5,981	6,472	-7.6%	3,897	53.5%	17,618	22,026	-20.0%
Other inc./exps	350	452	-22.4%	381	-8.2%	1,781	1,739	2.4%
Interest expenses	(708)	(986)	28.2%	(835)	15.3%	(3,494)	(4,052)	13.8%
Income tax	(459)	(723)	36.6%	(498)	7.9%	(2,131)	(2,283)	6.7%
Core profit	3,433	3,053	12.5%	546	529.1%	4,875	8,412	-42.0%
Net profit	2,458	2,767	-11.2%	2,147	14.5%	14,584	9,959	46.4%
EPS (Bt)	1.10	1.24	-11.2%	0.96	14.5%	6.53	4.46	46.4%
Gross margin	5.7%	4.8%		2.7%		3.5%	3.6%	
EBITDA margin	5.5%	5.8%		4.9%		4.5%	4.7%	
Net margin	2.2%	2.5%		2.7%		3.7%	2.1%	

Fig 2: Quarterly net profits breakdown



Source: TOP, DAOL

Fig 3: Quarterly market/accounting GRM trend



Source: TOP, 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.

Quarterly income statement						Forward PBV band					
(Bt mn)	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	x	2.0	1.6	1.3	0.9	0.6
Sales	112,536	106,788	99,440	80,098	109,357	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
Cost of sales	(107,178)	(101,633)	(99,295)	(77,927)	(103,149)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7
Gross profit	5,359	5,155	144	2,171	6,208	1.1	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
SG&A	(1,132)	(812)	(1,022)	(831)	(1,391)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5
EBITDA	6,472	6,462	1,278	3,897	5,981	0.9	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
Finance costs	(986)	(969)	(982)	(835)	(708)	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
Core profit	2,821	2,989	(2,093)	546	3,433	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2
Net profit	2,767	3,504	6,476	2,147	2,458	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
EPS	1.24	1.57	2.90	0.96	1.10	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0
Gross margin	4.8%	4.8%	0.1%	2.7%	5.7%	0.4	0.3	0.2	0.1	0.0	-0.1
EBITDA margin	5.8%	6.1%	1.3%	4.9%	5.5%	0.3	0.2	0.1	0.0	0.0	-0.1
Net profit margin	2.5%	3.3%	6.5%	2.7%	2.2%	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.1
Balance sheet						Income statement					
FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E	FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Cash & deposits	28,432	29,042	62,568	37,529	21,133	Sales	469,244	466,777	395,682	341,778	329,900
Accounts receivable	33,508	29,813	27,995	24,181	23,341	Cost of sales	(436,164)	(450,010)	(382,005)	(323,143)	(310,434)
Inventories	52,656	40,577	32,104	27,157	26,089	Gross profit	33,080	16,767	13,677	18,634	19,467
Other current assets	10,776	12,789	7,632	6,592	6,363	SG&A	(3,521)	(3,874)	(4,056)	(5,581)	(5,337)
Total cur. assets	125,371	112,222	130,299	95,460	76,926	EBITDA	35,454	22,026	17,618	22,249	23,929
Investments	47,116	43,529	46,198	41,729	40,613	Depre. & amortization	7,799	8,106	8,065	9,196	9,799
Fixed assets	217,479	224,153	218,461	249,777	267,114	Equity income	84	(132)	(1,131)	(171)	(165)
Other assets	30,026	29,107	32,326	27,922	26,952	Other income	1,339	2,008	2,064	1,777	1,715
Total assets	419,993	409,010	427,284	414,889	411,604	EBIT	29,560	12,893	9,621	13,053	14,130
Short-term loans	13,259	7,901	3,834	7,330	6,999	Finance costs	(4,089)	(4,052)	(3,494)	(2,929)	(2,731)
Accounts payable	50,184	51,579	76,392	64,621	62,079	Income taxes	(4,672)	(2,283)	(2,131)	(2,380)	(2,623)
Current maturities	0	0	0	0	0	Net profit before MI	19,585	9,981	14,638	8,837	9,832
Other current liabilities	10,058	8,182	10,163	8,779	8,473	Minority interest	(142)	(22)	(54)	(47)	(45)
Total cur. liabilities	73,501	67,663	90,389	80,730	77,551	Core profit	22,080	8,412	4,875	9,303	10,281
Long-term debt	149,858	146,896	111,982	106,948	102,165	Extraordinary items	(2,637)	1,547	9,710	(513)	(495)
Other LT liabilities	28,322	28,266	31,882	27,539	26,582	Net profit	19,443	9,959	14,584	8,791	9,787
Total LT liabilities	178,180	175,162	143,863	134,486	128,747						
Total liabilities	251,681	242,826	234,252	215,216	206,298						
Registered capital	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338						
Paid-up capital	22,338	22,338	22,338	22,338	22,338						
Share premium	10,699	10,699	10,699	10,699	10,699						
Retained earnings	143,848	144,984	155,540	159,869	164,958						
Others	(14,061)	(17,313)	(37,703)	(35,485)	(35,031)						
Minority interests	2,744	2,739	21,079	21,126	21,171						
Shares' equity	165,568	163,446	171,953	178,547	184,135						
Cash flow statement						Key ratios					
FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E	FY: Dec (Bt mn)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Net profit	19,443	9,959	14,584	8,791	9,787	Growth YoY					
Depreciation	7,799	8,106	8,065	9,196	9,799	Revenue	-11.4%	-0.5%	-15.2%	-13.6%	-3.5%
Chg in working capital	(8,368)	13,280	42,242	(3,355)	(709)	EBITDA	-4.7%	-37.9%	-20.0%	26.3%	7.5%
Others	(2,917)	862	397	61	13	Net profit	-40.5%	-48.8%	46.4%	-39.7%	11.3%
CF from operations	15,957	32,207	65,288	14,692	18,890	Core profit	-38.4%	-61.9%	-42.0%	90.9%	10.5%
Capital expenditure	(16,130)	(12,554)	84	(40,512)	(27,136)	Profitability ratio					
Others	7,782	3,588	(2,669)	4,468	1,117	Gross profit margin	7.0%	3.6%	3.5%	5.5%	5.9%
CF from investing	(8,348)	(8,966)	(2,586)	(36,044)	(26,019)	EBITDA margin	7.6%	4.7%	4.5%	6.5%	7.3%
Free cash flow	7,609	23,241	62,702	(21,352)	(7,129)	Core profit margin	4.7%	1.8%	1.2%	2.7%	3.1%
Net borrowings	(10,634)	(8,319)	(38,982)	(1,538)	(5,114)	Net profit margin	4.1%	2.1%	3.7%	2.6%	3.0%
Equity capital raised	0	0	0	0	0	ROA	4.6%	2.4%	3.4%	2.1%	2.4%
Dividends paid	(5,249)	(8,823)	(3,351)	(4,461)	(4,698)	ROE	11.7%	6.1%	8.5%	4.9%	5.3%
Others	(4,539)	(3,262)	16,291	2,312	544	Stability					
CF from financing	(20,422)	(20,404)	(26,043)	(3,687)	(9,267)	D/E (x)	1.52	1.49	1.36	1.21	1.12
Net change in cash	(12,814)	2,837	36,660	(25,039)	(16,396)	Net D/E (x)	0.90	0.89	0.47	0.54	0.58
						Interest coverage ratio	7.23	3.18	2.75	4.46	5.17
						Current ratio (x)	1.71	1.66	1.44	1.18	0.99
						Quick ratio (x)	0.84	0.87	1.00	0.76	0.57
						Per share (Bt)					
						Reported EPS	8.71	4.46	6.53	3.94	4.38
						Core EPS	9.89	3.77	2.18	4.17	4.61
						Book value	74.17	73.22	77.03	79.98	82.49
						Dividend	3.40	1.90	1.80	2.00	2.10
						Valuation (x)					
						PER	5.91	11.54	7.88	13.08	11.75
						Core PER	5.21	13.67	23.58	12.36	11.18
						P/BV	0.69	0.70	0.67	0.64	0.62
						EV/EBITDA	6.76	10.48	8.99	8.17	8.07
						Dividend yield	6.6%	3.7%	3.5%	3.9%	4.1%

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

Corporate governance report of Thai listed companies 2025

CG rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

Score	Symbol	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีเดิม
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)

ผลสำรวจจากการกำกับดูแลกิจกรรมบริษัทฯด้วยคะแนนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทฯดูแลที่เป็นในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ อีม เอ ไอ ("บริษัทฯดูแลเบี้ยน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจกรรมของบริษัทฯดูแลเบี้ยน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจกรรมของบริษัทฯดูแลเบี้ยน ถ้าทั้มมิได้ใช้ข้อมูลภายนอกของบริษัทฯดูแลเบี้ยนในการประเมิน ตั้งนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จะไม่ได้เป็นการรับรองของผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทฯดูแลเบี้ยน และไม่ใช่เป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทฯดูแลเบี้ยนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทฯดูแลเบี้ยนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทฯดูแลทรัพย์ ดาวโจน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้เป็นผู้ให้ข้อมูลนี้ แต่เป็นผู้จัดทำข้อมูลนี้

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

- “ซื้อ” เนื่องจากคาดว่าปีต่อไป หุ้นจะเติบโตต่อเนื่อง คาดว่าหุ้นจะมีผลตอบแทนต่อเนื่องตั้งแต่ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ถือ” เนื่องจากคาดว่าปีต่อไป หุ้นจะเติบโตต่อเนื่อง คาดว่าหุ้นจะมีผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- “ขาย” เนื่องจากคาดว่าปีต่อไป หุ้นจะลดลงต่อเนื่อง คาดว่าหุ้นจะมีผลตอบแทนต่ำกว่า 0% (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเดี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น 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. 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.

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

DAOL SEC มีภารกิจที่สำคัญที่มีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับโลก โดยทาง DAOL SEC ให้ความใส่ใจกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินค่า ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้านดังนี้

- การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment) หมายถึง การที่บริษัทมีนิยามรายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างดี เช่น ใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการพัฒนาพื้นที่สีเขียวและสิ่งแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทที่ว่าบริษัทต้นทุน มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไหร่
- การจัดการด้านสังคม (Social) การที่บริษัทมีนิยามการบริหารทัพพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนคู่ค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้รับประโยชน์อย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่บการเงิน ช่วงสัปดาห์ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท 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

สำหรับบริษัทที่ไม่ข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ 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 ดาวโจนส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณะข้อมูลที่ถูกต้อง แต่ไม่ได้มีเจตนาให้ข้อมูลใดๆ ให้ก่อให้เกิดความเสี่ยงหรือความเสียหายใดๆ ที่อาจส่งผลกระทบต่อผลประโยชน์ของนักลงทุน บริษัทหลักทรัพย์ ดาวโจนส์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสี่ยงใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้ข้อมูลนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม 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.