

Airports of Thailand (AOT TB)

เผชิญแรงกดดันจากกระแสเงินสดของ

King Power ปรับลดคำแนะนำเป็น “ขาย”

ผู้รับสัมปทานของ AOT กำลังเผชิญปัญหาสภาพคล่อง

King Power (KPD) ซึ่งเป็นผู้รับสัมปทานหลักของ AOT ในธุรกิจดิวตี้ฟรี กำลังเผชิญปัญหาสภาพคล่องและได้ขอเลื่อนการจ่ายค่า Minimum Guarantee (MAG) ออกไป 18 เดือน เรามองว่า AOT อาจได้รับผลกระทบทางการเงินจากมาตรการช่วยเหลือต่างๆ อย่างต่อเนื่อง อีกทั้งยังไม่มีคามแน่นอนว่า AOT จะสามารถรักษาระดับรายได้จากสัมปทานที่เป็นอยู่ไปตลอดอายุสัญญาหรือไม่ (สัญญาของ KPD สิ้นสุดในปีงบประมาณ 76) เราจึงปรับลดคำแนะนำ AOT เป็น “ขาย” และปรับลดราคาเป้าหมายเหลือ 42.0 บาท โดยคำนึงถึงความเป็นไปได้ที่ AOT อาจไม่สามารถต่อสัญญากับ KPD หลังปีงบ 76 ได้ (KPD เคยเสนอ MAG ที่ 2.3 หมื่นล้านบาท ในการประมูลที่เกิดขึ้นปี 62) ขณะที่ AOT ต้องเพิ่มวงเงินสินเชื่อให้แก่ผู้รับสัมปทาน และเผชิญภาวะการลงทุน (Capex) 1.4 แสนล้านบาทสำหรับการสร้างอาคารผู้โดยสารใหม่ ดาวนไฮต์เพิ่มเติม ได้แก่ การปรับลด MAG (ในรูปแบบต่อผู้โดยสาร) และความเป็นไปได้ที่สัญญาสัมปทานดิวตี้ฟรีจะถูกยกเลิก

กรณีเลวร้ายที่สุดคือการยกเลิกสัญญากับ KPD

ในกรณีเลวร้ายที่สุด AOT อาจต้องตั้งสำรองสำหรับหนี้ที่ยังไม่ได้รับชำระ ยกเลิกสัญญากับ KPD และเปิดประมูลหาผู้รับสัมปทานรายใหม่ การปรับลด MAG ต่อหัวผู้โดยสารอาจถูกนำกลับมาใช้ใหม่อีกครั้ง หลังจากพื้นที่ดิวตี้ฟรีถูกเรียกคืนในเดือน ก.ค.-ส.ค. 67 (MAG เคยถูกปรับลดลง 20% จาก 234 บาท/คน) ทั้งนี้ ทุกๆ การปรับลด MAG ลง 20 บาท/คน จะส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเราลดลง 1.1 บาท/หุ้น และกระทบต่อกำไรปีงบ 69 ที่ 3.7%

รวมเงินลงทุน 1.4 แสนล้านบาท สำหรับอาคารผู้โดยสารฝั่งใต้ของ

สนามบินสุวรรณภูมิในประมาณการ

AOT คาดว่าแผนแม่บท 10 ปีที่ปรับปรุงใหม่สำหรับการพัฒนาสนามบินสุวรรณภูมิจะแล้วเสร็จภายในเดือน เม.ย. 68 โดยอาคารผู้โดยสารฝั่งใต้เพียงแห่งเดียวจะต้องใช้เงินลงทุน 1.4 แสนล้านบาท และทำให้สนามบินสุวรรณภูมิสามารถรองรับผู้โดยสารได้ 150 ล้านคนต่อปี (เทียบกับปริมาณผู้โดยสารปี 67 ที่ 60 ล้านคน) นอกจากนี้ AOT อาจต้องใช้เงินลงทุนจำนวนมากสำหรับการสร้างสนามบินใหม่ในภูเก็ตและเชียงใหม่ ภายใต้กรณีเลวร้ายที่สุด หากโครงการสนามบินทั้งหมดได้รับการอนุมัติจากคณะรัฐมนตรี เราประเมินว่า AOT อาจต้องใช้เงินลงทุนเพิ่มเติมถึง 1.7 แสนล้านบาท ในปีงบ 70-74 ซึ่งจะส่งผลให้กระแสเงินสดอิสระ (FCF) ติดลบในช่วงดังกล่าว และทำให้มูลค่าที่เหมาะสมของ AOT ลดลง 20%

ปัจจัยบวกยังคงล่าช้าเป็นเวลานาน

เรามองว่ามีโอกาสที่กำไรปีงบ 69-70 อาจปรับเพิ่มขึ้น 5-6% จากค่าธรรมเนียมบริการผู้โดยสาร (PSC) สำหรับผู้โดยสารต่อเครื่อง และรายได้สัมปทานที่สูงขึ้นจากผู้ให้บริการภาคพื้นและขนส่งสินค้ารายใหม่ (ดูรายงานก่อนหน้าของเรา) อย่างไรก็ตาม ปัจจัยบวกเหล่านี้ยังคงถูกเลื่อนออกไปหลายครั้ง

FYE Sep (THB m)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Revenue	47,641	66,221	70,853	77,733	82,345
EBITDA	23,000	37,907	41,635	47,724	51,512
Core net profit	8,684	18,383	21,079	25,528	28,123
Core EPS (THB)	0.61	1.29	1.48	1.79	1.97
Core EPS growth (%)	nm	111.7	14.7	21.1	10.2
Net DPS (THB)	0.36	0.79	0.81	0.89	1.07
Core P/E (x)	114.7	49.7	31.9	26.3	23.9
P/BV (x)	9.0	7.4	5.0	4.6	4.2
Net dividend yield (%)	0.5	1.2	1.7	1.9	2.3
ROAE (%)	8.2	16.3	16.3	18.2	18.4
ROAA (%)	4.6	9.2	10.0	11.4	11.8
EV/EBITDA (x)	43.4	23.7	16.1	14.1	12.8
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	22,987	25,730	28,863
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	(8.3)	(0.8)	(2.6)

Boonyakorn Amornsank
boonyakorn.amornsank@maybank.com
(66) 2658 5000 ext 1394

Eric Ong
ericong@maybank.com
(65) 6231 5849

SELL

[Prior:BUY]

Share Price THB 47.00
12m Price Target THB 42.00 (-9%)
Previous Price Target THB 75.00

Company Description

AOT operates six domestic and international airports in Thailand.

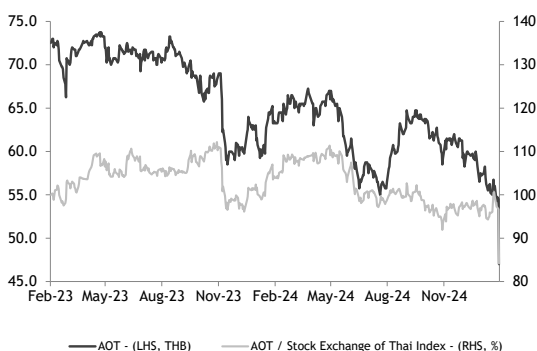
Statistics

52w high/low (THB)	67.25/47.00
3m avg turnover (USDm)	32.4
Free float (%)	30.0
Issued shares (m)	14,286
Market capitalisation	THB671.4B USD20.0B

Major shareholders:

Ministry of Finance	70.0%
Thai NVDR Co., Ltd.	3.0%
SOUTH EAST ASIA UK (TYPE C) NOMINEES LIM	2.1%

Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	(18)	(20)	(26)
Relative to index (%)	(13)	(8)	(19)

Source: FactSet

Terms defined

- MAG - Maximum annual guarantee
- pax - Passenger number
- PSC - Passenger service charge
- BKK - Suvarnabhumi airport
- SAT1- Satellite 1 terminal
- LCC- Low-cost carrier
- CAAT - Civil Aviation Authority of Thailand
- KPD- King Power Duty-Free Company Limited

ESG@MAYBANK IBG
Tear Sheet Insert

1. Investment thesis

1.1 Concessionaire facing credit crunch

AOT said at an analyst meeting on 14 Feb that it provided additional financial measures for King Power Duty Free, a concessionaire operating at its airports, by extending credit terms for a payment due Aug'24-Feb'25 for 18 months from the policy credit term of 1 month. The extension period is much longer than previous support schemes rolled out for clients during the Covid pandemic. However, AOT will charge an 18% penalty on an annualised basis (1.5% monthly basis) for the outstanding payment. However, negotiations to the reduce interest rate are underway, which could see it cut in half, but it is unlikely to be lower than the rate charged large prime bank customers (MLR +2%).

As of 1QFY25, the amount of deferred payment appeared in the financial statement under non-current trade accounts receivable is now reported at THB5.7b (+182% QoQ from THB2.0b at FY24 year end.) According to the management, more than THB4.0b of the overdue amount was from King Power. We estimate the minimum outstanding late payment will rise to THB8.0b, but more likely to increase further as we believe the liquidity problem will not be resolved by Feb'25. Despite concern over the financial impact to AOT, the company confirmed that these payment delays will not need to set provisions as it will be fully covered by bank guarantees.

The concession business contributed one-third of AOT's revenue and supportive measures for concessionaires have been an on-going practice that started with the extension of credit terms during the pandemic to duty-free space reclamations post-Covid. We expect the concession business to no longer be AOT's key earnings contributor and cash flow growth driver in the next few years.

Fig 1: Assistance measure timeline

	Duty-free space reclaimed	Discount to airlines	Exemption MAG	Extend credit term of payment	Extend assistance measures	Postpone concession date
Feb-20		x		x		
Jul-20			x		x	x
Aug-20		x				
Sep-20				x	x	
Jan-21				x		
Jul-21				x		
Aug-21				x		
Nov-21					x	x
Nov-23		x		x		
Jul-24	x					
Aug-24	x			x		

Source: Company data, MST

Fig 2: Credit term extension for airlines and concessionaires

	Airlines	Concessionaire	Extending credit term
Aug-20	x		+6 months
Jan-21	x	x	+6 months to 12 and 18 months
Jul-21	x	x	+5 months to 17 and 23 months
Aug-21	x		+9 months with 12-month instalment
Nov-23		x	+6 months with 12-month instalment
Feb-25		x	+18 months

Source: Company data, MST

1.2 Impact on valuation and worst-case scenario

We expect a minor short-term impact on AOT's profitability despite concerns over the solvency of its concessionaires. However, these events will likely impact the company's FY25-26E operating cash flow, in the case that the latest scheme will be applicable for a concession fee that will be paid until Feb'25, which is highly unlikely. We are also uncertain as to whether King Power or other bidders will offer MAG as a form of remuneration to operate duty-free and commercial businesses at the level that KPD offered when the bidding took place in FY19. We expect revenue from duty-free at BKK to fall by 60% after the current concession ends in

FY33E. AOT’s duty-free revenue in FY34E is expected to be within the mid-range between the amount that AOT received from KPD in FY19 of THB5.4b under revenue-sharing scheme and THB8.5b, which is the amount offered by ‘Lotte Duty-Free’, the 2nd contender that lost the bidding to KP during FY19.

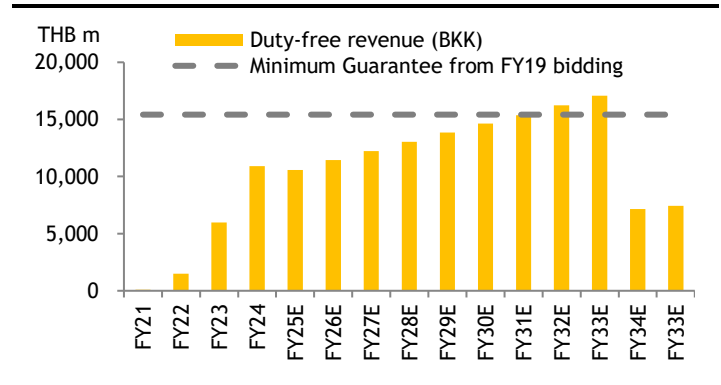
In the worst case, we estimate MAG to be cut by half in FY26E and throughout the concession contract to FY33E. This will create 20% earnings downside in FY26E and THB5.0-5.5/share impact to our fair value. Every THB20/head cut in MAG will create 3.7% earnings downside and THB1.1/share impact on our target price.

Fig 3: Sensitivity of potential cut in duty-free MGA (Not factored in)

MAG per pax (THB per int. pax)	FY26 core profit forecast (THB m)	Upside/downside (%)	Fair value (THB/share)
186	25,528	0.0%	42.0
166	24,578	-3.7%	40.9
146	23,627	-7.4%	39.8
126	22,677	-11.2%	38.7
106	21,727	-14.9%	37.6
86	20,777	-18.6%	36.5
66	19,826	-22.3%	35.4

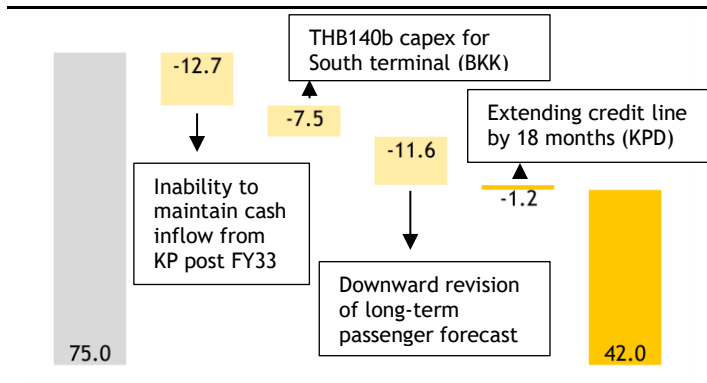
Source: Company data, MST

Fig 4: AOT’s duty-free revenue in BKK (factored in)



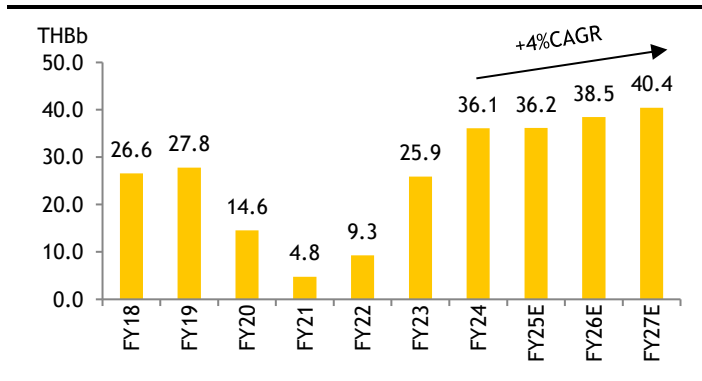
Source: Company data, MST

Fig 5: Our AOT target price cut



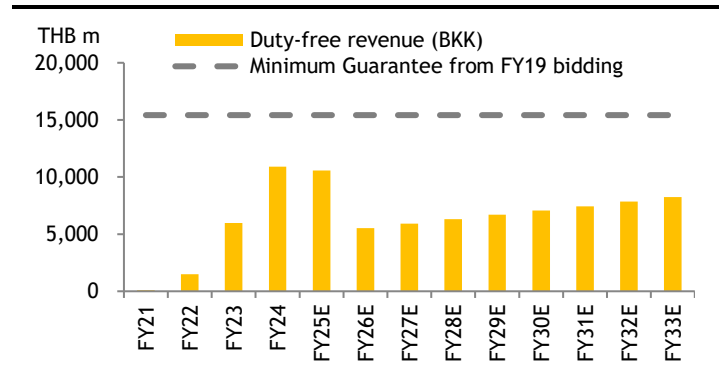
Source: Company data, MST

Fig 6: Non-aeronautical revenue



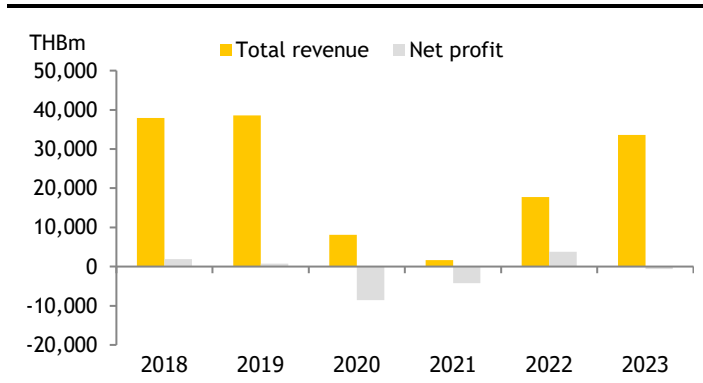
Source: Company data, MST

Fig 7: Worst-case scenario



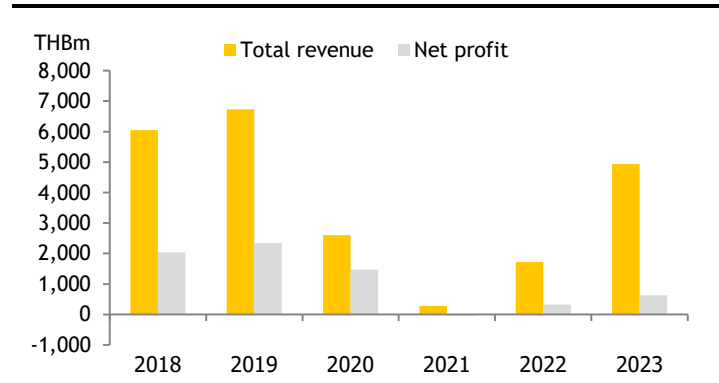
Source: Company data, MST

Fig 8: King Power’s duty free revenue



Source: Company data, MST

Fig 9: King Power’s Suvarnabhumi (BKK) revenue



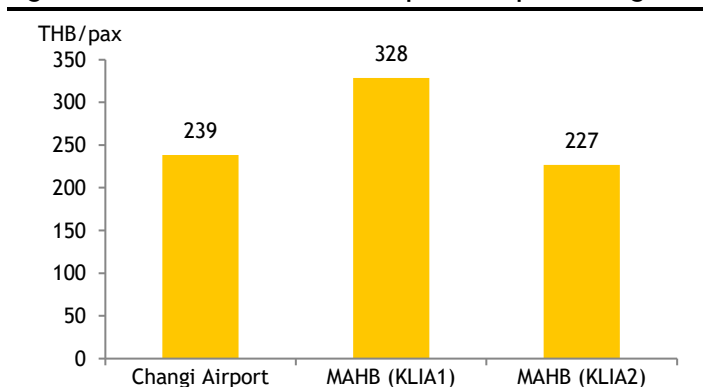
Source: Company data, MST

2. Upside has been subject to delay

1.1 PSC collection for transit-transfer international passengers

Management expects studies on a proposed passenger service charge (PSC) collection from transit/transfer passengers to be completed by July'25 before submission to CAAT for approval. We expect transit-transfer passengers departing from AOT airports to be levied PSC starting in mid-FY26. Assuming that transit-transfer passengers make up 10% of total departing international passengers and a PSC of THB150-300 per passenger, we see 2-4% upside to our FY26 core profit forecast. We believe our PSC assumption is competitive compared with key regional counterparts such as airports in Malaysia and Changi Airport in Singapore which levy PSCs of MYR29-42 and SGD9/passenger, respectively.

Fig 10: PSC for transit and transfer pax on departure flights



Source: Changi Airport, MST

Fig 11: Sensitivity of PSC uplift from transit-transfer pax

PSC charged in THB/pax	PSC revenue from transfer-transit pax in FY26 ()	Upside (%) to FY26E profit
150	541	2.1%
175	631	2.5%
200	721	2.8%
225	811	3.2%
250	901	3.5%
300	1,082	4.3%

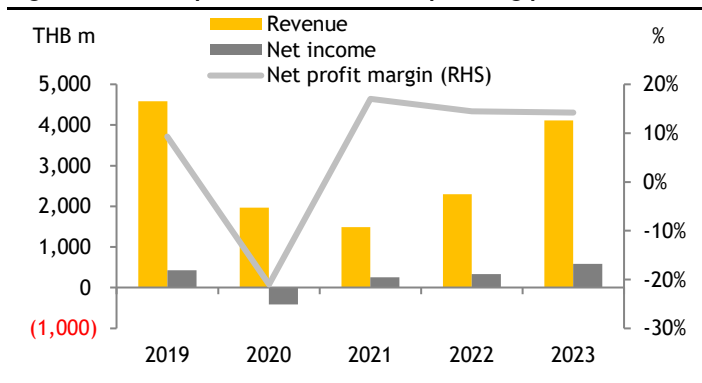
Source: Company data, MST

In addition, the study of a potential hike in the PSC for all departing passengers should be completed at the same time, according to management. We estimate 2.2% earnings upside in FY26 for every THB20/pax increase in PSC collected from international passengers against our base-case assumption of a THB780/pax for FY26. From our global peer analysis, the PSC levied by AOT is still below its regional counterparts with comparable standards like Changi Airport in Singapore, Hong Kong International Airport, and several main airports in Japan.

2.1 Higher concession revenue from new ground and cargo operators at BKK

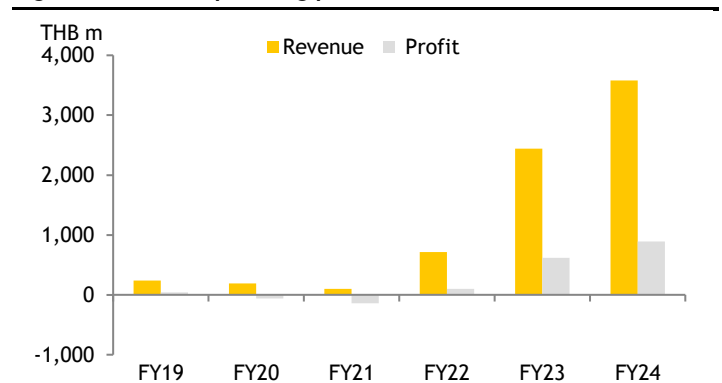
We expect earnings upside of THB0.3-THB1.1b, or 1-4% of our FY27 earnings forecast, from upcoming concession revenue as there are several ground service operators looking to work and extend their contract with AOT at BKK. Currently, there are two key companies that operate ground-handling and cargo services at BKK: Wingspan Services (JV with Thai Airways [THAI TB, CP THB3.32, Not Rated]) and Bangkok Flight Services. (JV with Bangkok Airways PCL [BA TB, CP THB19.50, BUY, THB28.50 TP]). Wingspan Services has the longest remaining concession until 2040. Concessions for Bangkok Flight Services will reach maturity in Sept'26. AOT Ground Aviation Services Co., Ltd. (AOTGA), a subsidiary of AOT will likely start working at BKK in Oct'26.

Fig 12: Ground operators estimated operating performance



Source: BA PCL, DBD, MST

Fig 13: AOTGA's operating performance



Source: Company data, MST

Fig 14: Earnings upside sensitivity from ground business bidding

% of remuneration will be paid from ground service operators (% of revenue)	Estimated shared revenue from three ground and cargo operators (THB m)	Upside (%) to FY27 profit (THB28.1b)
10%	458	0.0%
15%	687	0.8%
20% (base case)	917	1.6%
25%	1,146	2.5%
30%	1,375	3.3%
35%	1,604	4.1%

Source: Company data, MST (Three operators; BFS, Lufthansa)

3. Factoring in capex from South terminal

AOT plans to complete its revised 10-year master plan (2025-2035) for the development of Suvarnabhumi Airport (BKK) with an investment of THB160-170b in coming months. The new South terminal will able to handle 70m passengers per year, more than double BKK’s current capacity. Management said during the analyst meeting that AOT expected to build South Terminal at BKK as its base case. Therefore, we factor in THB140b capex into our DCF-based valuation.

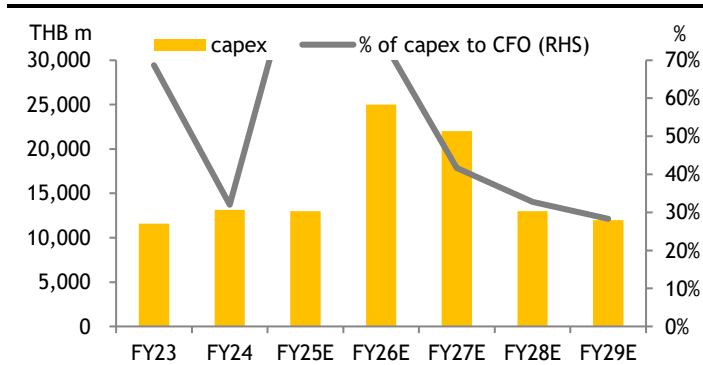
Fig 15: Sensitivity of our fair value to varying capex spend

	capex (THBm)	Fair value (THB/shr)	Downside to TP
*Best case	0	49.5	+18%
South terminal	140,000	42.0	0%
South terminal + 4 th runway	160,000	40.9	-3%
South terminal + 4 th runway + Andaman int. airport	220,000	36.9	-12%
Worst case			
South terminal + 4 th runway + Andaman and Lanna airports	290,000	33.4	-20%

Source: Company data, MST

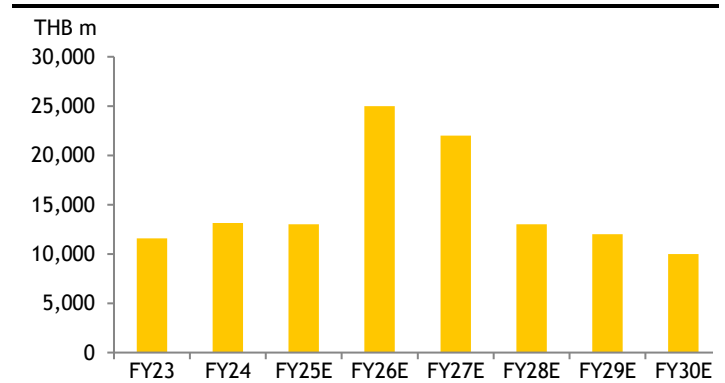
(*Best case: All four new projects will not include in AOT capex guidance)

Fig 16: AOT’s capex and % of CFO (approved projects)



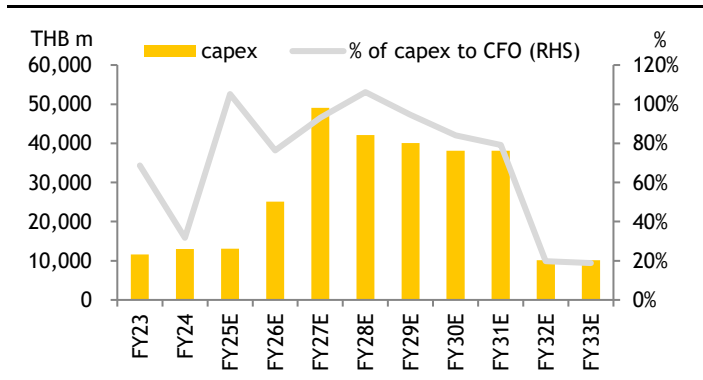
Source: Company data, MST

Fig 17: AOT’s current capex guidance



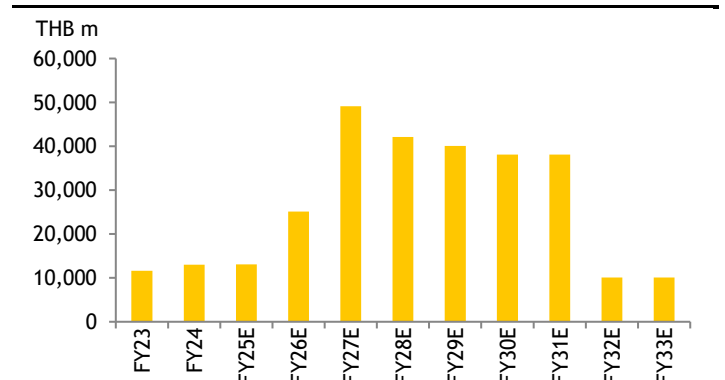
Source: Company data, MST

Fig 18: AOT’s capex and % of CFO (including South terminal capex)



Source: Company data, MST

Fig 19: Estimated capex if all projects in master plan approved



Source: Company data, MST

Fig 20: AOT's airport expansion plans

Capacity unit (million pax)	Capex (THB m)	COD	Current capacity (m pax)	Expansion Capacity (m pax)	Status
Existing airport expansion	65,830		116	42	
East terminal (BKK)	11,000	2027	60	15	Cabinet approved
3rd phase DMK	36,830	2030	30	10	Cabinet approved
CNX expansion (1st phase)	10,000	2028	8	8.5	Proposing
HKT expansion (2nd phase)	8,000	2029	12.5	5.5	Proposing
CEI expansion (1st phase)		2028	3	3	Proposing
Under management	10,360			21.3	
Krabi	6,400	2H24		12	Processing
Buriram	460			2.8	
Udon Thani	3,500			6.5	
On pending projects	319,000			176.5	
4th runway (BKK)	20,000	2030			
North terminal (BKK)	41,260	2028		30	
West terminal (BKK)	9,000	TBC		30	
South terminal (BKK)	140,000	2031		70	
Lanna int. airport	70,000	2031		24	
Andaman int. airport (Phangnga)	80,000	2031		22.5	
Seaplane terminal	TBC	TBC			
Total	395,190		116	239.8	

Source: Company data, MST

4. Earnings revision and 1Q25FY result review

4.1 Trim FY25E earnings by 11%

We revise down our core profit forecasts for both FY24-25 by 11%, as we factor in the impact of a slowdown recovery in the domestic economy and lower-than-expected concession revenue, mainly from none duty-free revenue. Therefore, total FY25-26E revenue declines 3-4%. We also revise up our total costs by 2% during the same periods, mainly from increasing employee benefits and more staff hirings to serve airport expansions. Gross profit margin is assumed to drop to 44.3% from 41.4% in FY25E, and to 45.0% in FY26E (vs our previous forecast of 48.0%), respectively.

Fig 21: Forecast revisions

	Revised		Previous		% Chg.	
	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
Sales (THB m)	70,853	77,733	73,188	80,787	-3.2%	-3.8%
Total costs (THB m)	41,503	42,735	40,761	42,034	1.8%	1.7%
Gross profit margin (%)	41.4	45.0	44.3	48.0	-2.9	-2.9
EBITDA	41,635	47,724	44,916	51,707	-7.3%	-7.7%
Interest expense (THB m)	2,817	2,810	2,862	2,852	-1.6%	-1.5%
Core profit (THB m)	21,079	25,528	23,621	28,692	-10.8%	-11.0%
Net profit (THB m)	21,079	25,528	23,621	28,692	-10.8%	-11.0%
Core EPS (THB)	1.48	1.79	1.65	2.01	-10.8%	-11.0%
EPS (THB)	1.48	1.79	1.65	2.01	-10.8%	-11.0%

Source: Company data, MST

Fig 22: Key assumptions

	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
International passenger (million)	53.9	72.7	83.5	90.5	96.8
YoY growth (%)	288	35	15	8	7
Domestic passenger (million)	46.2	46.6	48.0	49.5	50.9
YoY growth (%)	41	1	3	3	3
Total number of passenger (million)	100.1	119.3	131.6	140.0	147.7
YoY growth (%)	114	19	10	6	6
Number of international aircraft	321,053	416,187	478,459	518,231	554,096
Number of domestic aircraft	318,874	316,501	325,996	335,776	345,849
Total number of aircraft	639,927	732,688	804,456	854,007	899,945
YoY growth (%)	62	14	10	6	5
Average charge per aircraft (THB)	11,694	15,366	16,596	16,927	17,266
PSC for International pax (THB)	700	715	730	780	780
PSC for domestic pax (THB)	100	115	130	130	130

Source: Company data, MST

4.2 1QFY25 earnings review

AOT reported 1QFY25 (Oct-Dec) net profit of THB5.3b. Excluding extra and FX items, core profit would be THB5.4b (+16% YoY, +55% QoQ). The result came in-line with our estimate, but 6% below market estimates. Core revenue came in 4% below market expectation.

- The YoY increase in earnings should stem from continued recovery in aircraft and passenger traffic. Total passenger traffic at AOT airports reached 33.6m, or 92% of the level reported in 1Q20 (Oct-Dec'19). Meanwhile, flight traffic reached 89% of the 1Q20 level at 200,386 flights (+12% YoY, +9% QoQ).
- Revenue was reported at THB17.7b (+12% YoY, +11% QoQ), driven by aeronautical revenue (+24% YoY, +14% QoQ). However, non-aeronautical revenue expanded by a much smaller margin (+3% YoY +9% QoQ) given the impact of duty-free space reclamation. This stems from partial removal of outbound duty-free space effective 1Jul'24 and cessation of duty-free on arrival from 1 Aug'24.

- Total costs remained high at THB10.3b (+12% YoY -4% QoQ) as staff expenses and depreciation continued to increase by 16% YoY and 6% YoY, respectively. QoQ drop was due to an abnormal high for maintenance expense booked in 4QFY24.
- Given it operates a business with high operating leverage, EBITDA margin expanded QoQ to 59.6% from 51.8% in 4Q24.
- We expect earnings to expand YoY and QoQ in 2QFY25 due to the high season for Thai tourism.

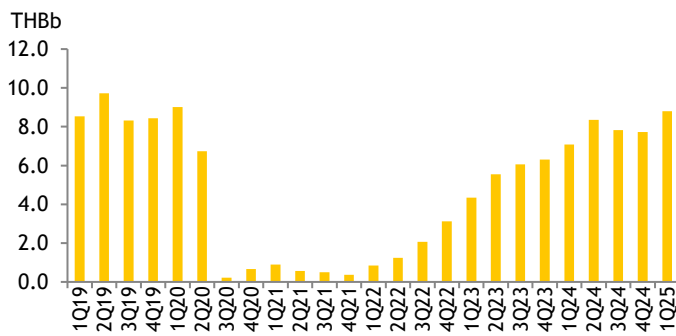
Fig 23: Quarterly earnings

Yr-end Dec (THBm)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	%QoQ	%YoY	FY25E	%YoY	%FY25E
Total revenue	15,708	18,234	16,405	15,874	17,664	11%	12%	70,853	7%	25%
Total costs	(9,165)	(10,066)	(10,106)	(10,762)	(10,282)	-4%	12%	(41,602)	4%	25%
Gross profit	6,543	8,168	6,299	5,113	7,382	44%	13%	29,251	12%	25%
EBITDA	9,424	11,087	9,267	8,229	10,520	28%	12%	41,534	20%	25%
Other income	62	109	96	213	218	2%	251%	400	-17%	55%
EBIT	6,605	8,277	6,396	5,326	7,600	43%	15%	29,651	11%	26%
Interest expense	(692)	(710)	(682)	(672)	(627)	-7%	-9%	(2,817)	2%	22%
EBT	5,913	7,567	5,713	4,654	6,973	50%	18%	26,835	13%	26%
Income tax	(1,148)	(1,504)	(1,175)	(1,076)	(1,415)	32%	23%	(5,360)	9%	26%
Equity income	(0)	0	(0)	(0)	1	nm	nm	0	nm	nm
Minority interests	(119)	(-188)	(55)	(98)	(167)	71%	40%	(472)	3%	35%
Core profit	4,645	5,875	4,483	3,479	5,391	55%	16%	21,002	14%	26%
Extra items	(82)	(90)	80	792	(47)	nm	-43%	0	nm	nm
Net income	4,563	5,785	4,563	4,272	5,344	25%	17%	21,002	9%	25%
EPS (THB)	0.32	0.40	0.32	0.30	0.37	25%	17%	1.47	9%	25%

Ratio analysis										
Gross margin (%)	41.7	44.8	38.4	32.2	41.8			41.3		
Operating profit margin (%)	60.0	60.8	56.5	51.8	59.6			58.6		
Net profit margin (%)	29.0	31.7	27.8	26.9	30.3			29.6		

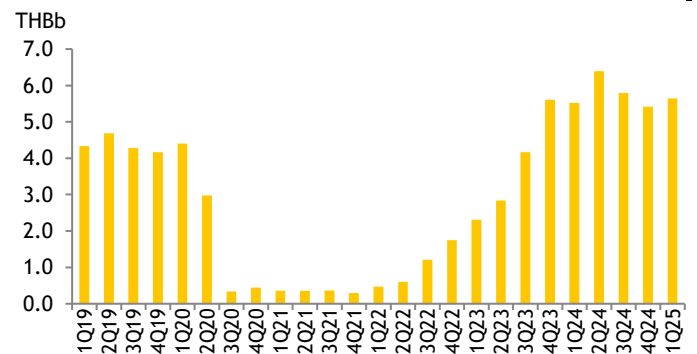
Source: Company data, MST

Fig 24: AOT's aeronautical revenue



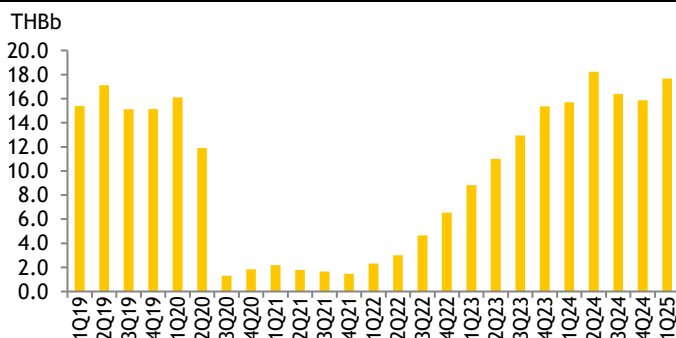
Source: Company data, MST

Fig 25: AOT's concession revenue



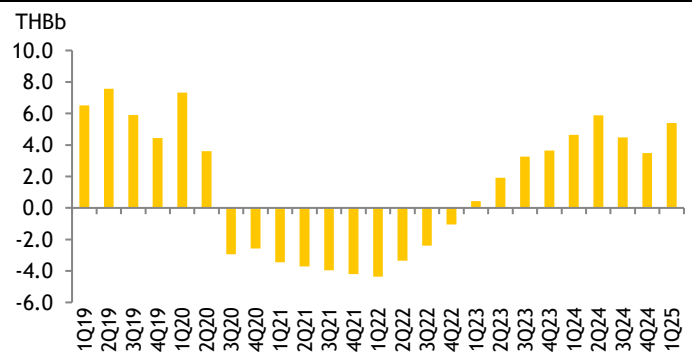
Source: Company data, MST

Fig 26: AOT's total revenue



Source: Company data, MST

Fig 27: AOT's core profit



Source: Company data, MST

5. Valuation

We cut AOT's target price to THB42.0 from THB75.0 as we factor in the impact of any inability to extend its contract with KPD post FY33E (offered THB23b MAG in FY19 for FY20-FY32 duty-free and commercial retail contracts), increasing credit-lines for concessionaires and THB140b capex for upcoming South terminal. After a 14% sell-off on 14 Feb, the stock price is now trading at 31.9x forward PE in 2025E, a slight premium relative to Asian peers at 30.6x. Despite having a higher ROE at 16% vs. peers at 5%, the stock deserves to trade on par with the regional average given its lower EPS growth in FY25-26E at 15-21% compared with Asian peers at 38-52%.

Fig 28: DCF target price calculation

Y	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
AOT: Forecast by MST (THB m)	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32	FY33	FY34	FY35
EBIT	29,750	35,428	38,737	42,834	46,781	50,707	54,520	58,334	61,971	49,734	52,254
Less: corporate tax	(5,950)	(7,086)	(7,747)	(8,567)	(9,356)	(10,141)	(10,904)	(11,667)	(12,394)	(9,947)	(10,451)
NOPAT	23,800	28,342	30,989	34,268	37,425	40,565	43,616	46,667	49,577	39,787	41,804
Add: Depreciation & amortization	11,885	12,297	12,775	12,806	12,798	12,757	12,735	12,729	12,739	12,763	12,800
Less: lease liabilities	(6,256)	(6,394)	(6,502)	(6,613)	(6,727)	(6,845)	(6,966)	(7,091)	(7,220)	(7,353)	(7,489)
Change in net working capital	(17,262)	(1,623)	15,292	(817)	(864)	(822)	(808)	(814)	(789)	2,032	(188)
Less: CAPEX	(13,100)	(25,100)	(49,100)	(42,100)	(40,100)	(38,100)	(38,100)	(10,100)	(10,100)	(10,100)	(10,100)
Free Cash Flow	(932)	7,522	3,455	(2,456)	2,532	7,555	10,476	41,390	44,207	37,129	36,826
Terminal value											949,313
PV of FCFF	(932)	7,030	3,018	(2,005)	1,932	5,388	6,982	25,783	25,737	20,203	18,728
PF of TV											482,799
FCFF and Terminal Value	594,643										
Cash	6,353										
Debt	1,033										
Equity value	599,962										
Shares on issue (m)	14,286										
Target Stock price (THB)	42.0										
WACC calculation assumption	AOT										
Corporate Tax rate (%)	20.0%										
Rf	3.0%										
Market equity risk premium	7.4%										
Leveraged Beta	1.0										
Terminal growth rate (%)	3.0%										
Kd	2.0%										
Equity weight	61%										
Debt weight	39%										
WACC	7.0%										

Source: Company data, MST

Fig 29: Regional airport peers

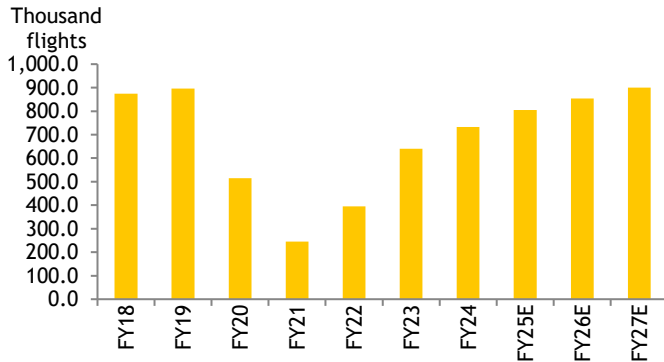
Ticker	Name	Rating	Price (LC)	TP (LC)	Mkt Cap (USDm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)		EPS Growth (%)	
						FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E	FY25E	FY26E
Asian/China													
694 HK	Beijing Capital Intl Airport	NR	8.0	2.9	1,706	87.2	21.0	0.8	0.8	2.1	4.5	122.1	316.1
357 HK	Hainan Meilan Intl	NR	33.0	8.1	485	18.0	9.9	0.9	0.8	7.1	10.6	194.9	82.3
600009 CH	Shanghai Intl	NR	9.3	36.6	11,316	31.4	25.0	1.9	1.7	6.3	7.3	43.9	25.9
600004 CH	Guangzhou Baiyun Intl	NR	6.8	11.7	3,024	19.4	25.8	1.1	1.1	6.3	5.1	21.6	(25.1)
000089 CH	Shenzhen Airport	NR	7.6	7.7	1,925	21.7	19.2	1.2	1.1	5.5	6.1	50.2	12.7
AIA AU	AUCKLAND INTL AIRPORT LTD	NR	4,842.0	7.7	8,171	43.0	0.0	1.4	0.0	3.3	0.0	4.8	na
9706 JP	JAPAN AIRPORT TERMINAL CO	NR	2.9	6,838.8	2,961	21.8	0.0	2.5	0.0	11.9	0.0	29.4	na
Average						30.6	23.4	1.4	1.2	5.0	5.4	52.1	38.1
AOT TB	Airports of Thailand	SELL	47.0	42.0	19,971	31.9	26.3	5.0	4.6	15.8	17.4	14.7	21.1

Source: Company data, Bloomberg

Value Proposition

- AOT is Thailand’s leading tourism play due to its near-monopoly status. AOT has six airports under current operation, which handle 80% of Thailand’s air traffic.
- The company has lower operational and regulatory risks relative to other concession-based sectors like power plants, public transportation, and telecommunications.
- Three growth drivers in FY25 are: 1) rising number of passengers and aircraft traffic at airports; 2) hike in PSC, and; 3) incremental income from the concession business.

AOT’s flight traffic

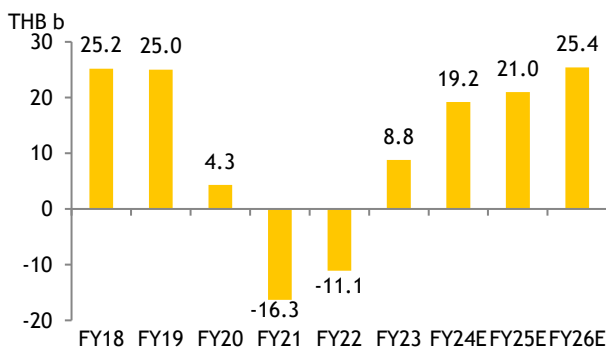


Source: Company, MST

Financial Metrics

- AOT’s profitability is highly dependent on recovery in international arrivals as it earns THB730 (effective 1 Apr’24) in PSC for each international passenger.
- With international passengers forecast to reach 83.5m in FY25E vs 72.7m in FY24, we expect AOT to make a profit of THB21.0b in FY25E, up from THB18.4b in FY24.
- Five-year high earnings will be supported by 1) expanding aeronautical operation along with recovery in foreign tourist arrivals and removal of aircraft parking fee discounts collected from airlines, 2) beneficiary of higher operating leverage

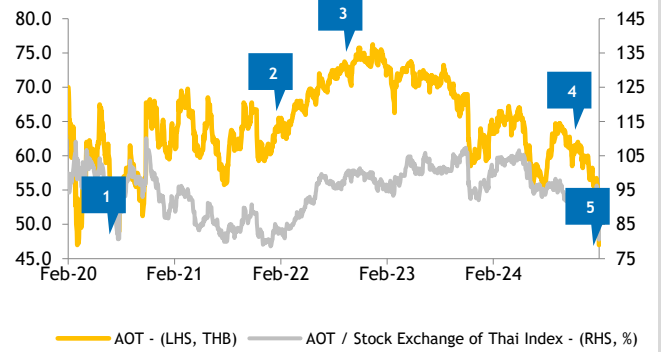
AOT’s profitability



Source: Company

Price Drivers

Historical share price trend



Source: Company, Maybank IBG Research

1. The spread of Covid-19 in China, the start of the global pandemic.
2. Thailand international border reopening on July 2022.
3. TAT reported strong rebound in international tourists.
4. Negative sentiment from booking cancellation of flights from China, additional assistance measures for concessionaires, and impending removal of duty-free on arrivals.
5. Liquidity risk arise from inability of airport concessionaires to pay concession fees to AOT

Swing Factors

Upside

- Better-than-expected number of foreign tourist growth that can lead to higher revenue.
- Potential adjustment of PSC, which could be higher than expectation.
- Weaker THB could lead to more tourist arrivals.

Downside

- Sluggish recovery in Chinese economy could lead to lower Thailand foreign tourist inbounds.
- Another round of discounts and assistance measures for suppliers and concessionaires could lead to weaker cash flow from operation.
- Impending impact from permanent removal of duty-free shops for arriving passengers, which aiming to encourage foreign tourists and returning Thai travellers to support domestic shops (arrival).

Risk Rating & Score ¹	17.1 Low Risk
Score Momentum ²	+1.5
Last Updated	11 August 2023
Controversy Score ³	Category 1 - Low

Business Model & Industry Issues

- AOT is the operator of six airports in Thailand, which account for 80% of air traffic. It is the largest airport operator in the world by market capitalization. It is the gateway to Thailand and a proxy to Thai tourism.
- Due to its total exposure to tourism in Thailand, it suffered during the Covid-19 pandemic and this is one of the key risks.
- The company is looking to increase its non-aeronautical revenue the bulk of which comes from duty-free concessions. King Power is the main concessionaire for the duty-free space at the Suvarnabhumi airport.

Material E issues

- The company adheres to the International Civil Aviation Organisation: ICAO's policy to reduce noise through: 1) land-use planning and management; and 2) setting up procedures for airlines to reduce noise.
- AOT measures noise around the airports twice a year for seven consecutive days each time.
- Since 2009, AOT has set up the Compensation Fund for Impact from the Suvarnabhumi Airport to compensate households affected by the noise from airplanes, around Suvarnabhumi airport.
- In terms of managing air pollution, AOT has an air quality monitoring procedure which monitors the levels of pollutants such as carbon monoxide and nitrogen oxide.
- AOT has a water treatment system in every airport. At the Suvarnabhumi and Phuket airports, after the waste water is treated, it will be recycled and reused.
- All of AOT's airports have participated in Airport Carbon Accreditation Programme of airports Council International to take responsibility for climate change problems.

Material S issues

- In 2021, the company was listed as one of the top 50 companies by ASEAN Corporate Governance Scorecard. The event is held every two years.
- AOT was recognized in an "Excellence" level in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023 hosted by Thai Institute of Directors Association. AOT provided scholarships, educational equipment, and support in other affairs of the Border Patrol Police Schools for more than 20 years, in a total amount of THB74.7m.

Key G metrics and issues

- AOT publishes its Corporate Governance (CG) policy on its website (<https://corporate.airportthai.co.th/en/cg-2/>) to provide clarity to all stakeholders on CG issues. The company reviews its CG policy annually.
- AOT is a member of the Dow Jones Sustainability Indices in 2023; it's on both the World and Emerging Market lists.
- Due to the currently challenging business environment, AOT has helped its trade partners by: 1) cutting the rent by 15-50% for all of its tenants (office and retail) and 2) cutting the landing and parking charges for airlines by 50%, all from Apr 2020-Mar 2023.
- AOT implements a strict "no-gift policy".
- The company has a clear succession plan for all senior management members.
- EY Office is AOT's auditor. AOT paid THB6.8m for the audit fee in FY22.
- With regard to the board of directors' structure, AOT has a policy that: 1) there should not be less than 5 members but not more than 15, 2) there should be at least one third independent directors but no less than 3 members, 3) at least half of the directors should reside in Thailand and 4) at least one director should be an expert in the field of accounting and finance.
- Currently, there are 16 board members, of which 5 are women and 10 are independent directors - more than one third required by SET.
- AOT paid THB15.7m to the board of directors, which was 0.2% of revenues in FY21.
- AOT maintains several communication channels (through email, post, call centre, and website) for stakeholders to complain, comment or raise CG concerns. The message will be sent to the related office who will report to the follow-up committee (Complaints Monitoring Committee).

¹**Risk Rating & Score** - derived by Sustainalytics and assesses the company's exposure to unmanaged ESG risks. Scores range between 0 - 50 in order of increasing severity with low/high scores & ratings representing negligible/significant risk to the company's enterprise value, respectively, from ESG-driven financial impacts. ²**Score Momentum** - indicates changes to the company's score since the last update - a **negative** integer indicates a company's improving risk score; a **positive** integer indicates a deterioration. ³**Controversy Score** - reported periodically by Sustainalytics in the event of material ESG-related incident(s), with the impact severity scores of these events ranging from Category 0-5 (0 - no reports; 1 - negligible risks; ...; 5 - poses serious risks & indicative of potential structural deficiencies at the company).

Quantitative Parameters (Score: 20)						
	Particulars	Unit	2020	2021	2022	MAHB (2021)
E	Scope 1 emissions	tCO2e	3,202	2,499	2,820	2,171
	Scope 2 emissions	tCO2e	171,111	178,974	224,507	76,662
	Total	tCO2e	174,313	181,474	227,327	78,834
	Scope 3 emissions	tCO2e	N/A	N/A	N/A	340,761
	Total	tCO2e	N/A	N/A	N/A	419,595
	Scope 1 & 2 emissions intensity	tCO2e/passenger	0.0015	0.0037	0.0112	0.02
	Energy consumption intensity	kwh/passenger	9.260	24.021	16.810	11.8
	Water consumption intensity	m3/passenger	0.294	0.102	0.048	0.2202
	Waste generated intensity	kg/passenger	1.312	0.380	0.184	0.32
	% of waste diverted away from landfill	%	6.09%	4.34%	1.93%	26.50%
Solar energy generated - BKK	MWh	N/A	218,109.66	218,109.66	17,399	
S	% of women in workforce	%	40.0%	39.9%	39.8%	35.0%
	% of women in management roles	%	47.5%	47.6%	49.9%	0.076%
	Lost Time Injury Frequency Rate (LTIFR)	rate	0.73	0.11	0.22	N/A
	Employee attrition rate	%	1.08%	1.19%	1.97%	6.3%
	Employee training per employee	hours	7.28	3.35	5.54	37.10
	Fatality (Employees + Contractors)		2	2	1	N/A
G	Management salary as % of revenue	%	0.60%	0.29%	0.10%	0.23%
	Independent directors on the Board	%	64%	73%	63%	55%
	Female directors on the Board	%	21%	33%	33%	45%

Qualitative Parameters (Score: 83)	
a) Is there an ESG policy in place and is there a standalone ESG committee or is it part of the risk committee?	<i>Yes, there is an ESG policy. There is a standalone Corporate Governance Committee that is not part of the Risk Committee. The Corporate Governance Committee is in charge of drafting and revising the ESG Policy.</i>
b) Is the senior management salary linked to fulfilling ESG targets?	<i>Yes, there are 3 KPI indicators related to ESG targets that can be used to set the salary of the senior management.</i>
c) Does the company follow the task force of climate related disclosures framework for ESG reporting?	<i>AOT followed the Sustainable Development Master Plan for the fiscal years 2016-2019, the Extended Plan for the fiscal years 2020-2023, and the Sustainable Development Policy to organize projects and activities in compliance with the United Nations Sustainable Development Goals.</i>
d) Does the company have a mechanism to capture Scope 3 emissions - which parameters are captured?	<i>NA</i>
e) What are the 2-3 key carbon mitigation/water/waste management strategies adopted by the company?	<i>The AOT plans to substitute more than 4,000 taxis and limousines, as well as 3,400 vehicles for supporting airport operations, with EVs. The company also aims to set up solar cells on buildings and runways to offset 20% of overall electricity consumption in the first two years, which would increase to 50% within four years and 100% within 10 years.</i>
f) Does carbon offset form part of the net zero/carbon neutrality target of the company?	<i>AOT has outlined its strategy to achieve carbon neutrality goal by 2030 and net zero carbon emission by 2032.</i>

Target (Score: 100)		
Particulars	Target	Achieved
Reduce Scope 1 & 2 GHG emissions (tonnes) per passenger by 20% by 2023 compared with 2013	-20%	N/A
To achieve LTIFR for employees by 2026	0	0.22
Number of runway accidents caused by operational errors made by employees (case per 1,000 flights)	0	0
% of residential buildings and structures that are vulnerable annually to noise pollution in proximity being compensated within an agreed timeframe	100%	100%
Impact		
NA		
Overall Score: 69		
As per our ESG matrix, Petronas Chemicals Group (PCHEM MK) has an overall score of 69.		

ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	20	10
Qualitative	25%	83	21
Target	25%	100	25
Total			56

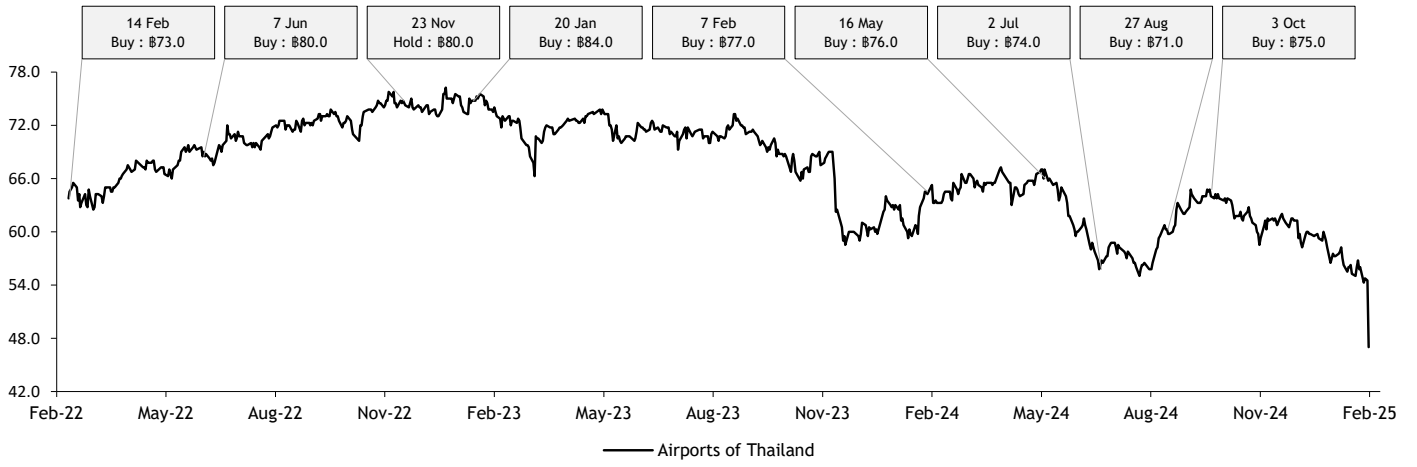
As per our ESG assessment, AOT has an established framework, internal policies, and tangible mid/long-term targets but needs to make headway in improving its quantitative "E" metrics. AOT's overall ESG score is 56, which makes its ESG rating above average in our view (average ESG rating = 50).

FYE 30 Sep	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Metrics					
P/E (reported) (x)	118.4	47.0	31.9	26.3	23.9
Core P/E (x)	114.7	49.7	31.9	26.3	23.9
P/BV (x)	9.0	7.4	5.0	4.6	4.2
P/NTA (x)	9.0	7.4	5.0	4.6	4.2
Net dividend yield (%)	0.5	1.2	1.7	1.9	2.3
FCF yield (%)	0.5	3.1	nm	1.2	4.8
EV/EBITDA (x)	43.4	23.7	16.1	14.1	12.8
EV/EBIT (x)	70.6	33.9	22.5	19.0	17.0
INCOME STATEMENT (THB m)					
Revenue	47,640.9	66,221.3	70,852.9	77,733.1	82,344.7
EBITDA	23,000.5	37,907.1	41,635.3	47,724.4	51,511.6
Depreciation	(8,731.2)	(11,213.3)	(11,689.5)	(12,095.9)	(12,569.1)
Amortisation	(139.1)	(190.6)	(195.7)	(200.8)	(205.9)
EBIT	14,130.2	26,503.3	29,750.1	35,427.7	38,736.5
Net interest income / (exp)	(2,929.8)	(2,756.8)	(2,816.5)	(2,809.8)	(2,803.2)
Associates & JV	(0.2)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	43.5	699.1	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	11,243.7	24,445.0	26,933.6	32,617.8	35,933.4
Income tax	(2,235.0)	(4,903.1)	(5,380.1)	(6,515.5)	(7,177.8)
Minorities	(280.7)	(459.9)	(474.2)	(574.3)	(632.6)
Discontinued operations	(43.5)	(699.1)	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	8,727.9	19,081.9	21,079.3	25,528.1	28,123.0
Core net profit	8,684.4	18,382.8	21,079.3	25,528.1	28,123.0
BALANCE SHEET (THB m)					
Cash & Short Term Investments	6,091.0	18,486.8	6,352.9	1,744.8	18,410.3
Accounts receivable	12,183.8	10,766.7	28,305.9	29,980.4	14,744.3
Inventory	285.1	398.5	351.3	362.1	369.6
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	122,876.0	126,123.3	131,182.0	147,972.6	160,397.8
Intangible assets	1,164.0	1,141.4	1,045.7	944.9	839.0
Investment in Associates & JVs	13.1	52.5	52.5	52.5	52.5
Other assets	52,998.1	49,180.7	49,280.0	49,383.2	49,490.4
Total assets	195,611.1	206,149.8	216,570.3	230,440.5	244,303.7
ST interest bearing debt	4,212.4	814.9	615.5	615.5	197.7
Accounts payable	2,086.3	1,767.2	1,997.4	2,059.6	2,123.2
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	1,646.3	835.5	417.7	0.0	0.0
Other liabilities	75,488.0	76,333.0	77,097.0	77,868.0	78,646.0
Total Liabilities	83,432.9	79,750.9	80,127.3	80,542.7	80,967.2
Shareholders Equity	110,464.8	124,233.0	133,802.9	146,683.4	159,489.5
Minority Interest	1,713.4	2,165.9	2,640.1	3,214.3	3,847.0
Total shareholder equity	112,178.2	126,398.9	136,443.0	149,897.8	163,336.5
Total liabilities and equity	195,611.1	206,149.8	216,570.3	230,440.5	244,303.7
CASH FLOW (THB m)					
Pretax profit	11,243.7	24,445.0	26,933.6	32,617.8	35,933.4
Depreciation & amortisation	8,870.3	11,403.8	11,885.2	12,296.7	12,775.1
Adj net interest (income)/exp	2,929.8	2,756.8	2,816.5	2,809.8	2,803.2
Change in working capital	(8,463.3)	446.4	(17,261.8)	(1,623.1)	15,292.2
Cash taxes paid	(2,235.0)	(4,903.1)	(5,380.1)	(6,515.5)	(7,177.8)
Other operating cash flow	(6,492.4)	(6,407.6)	(6,746.5)	(6,978.1)	(7,137.7)
Cash flow from operations	16,872.7	41,056.3	12,537.2	32,996.1	52,933.4
Capex	(11,592.3)	(13,016.7)	(13,000.0)	(25,000.0)	(21,000.0)
Free cash flow	5,280.5	28,039.6	(462.8)	7,996.1	31,933.4
Dividends paid	(18.2)	(5,151.3)	(11,509.4)	(12,647.6)	(15,316.8)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Change in Debt	(12.7)	(4,330.7)	(617.2)	(417.7)	(417.7)
Other invest/financing cash flow	(2,956.2)	(6,161.7)	455.5	461.1	466.7
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	2,293.4	12,395.8	(12,133.9)	(4,608.2)	16,665.5

FYE 30 Sep	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
Key Ratios					
Growth ratios (%)					
Revenue growth	187.7	39.0	7.0	9.7	5.9
EBITDA growth	nm	64.8	9.8	14.6	7.9
EBIT growth	nm	87.6	12.3	19.1	9.3
Pretax growth	nm	117.4	10.2	21.1	10.2
Reported net profit growth	nm	118.6	10.5	21.1	10.2
Core net profit growth	nm	111.7	14.7	21.1	10.2
Profitability ratios (%)					
EBITDA margin	48.3	57.2	58.8	61.4	62.6
EBIT margin	29.7	40.0	42.0	45.6	47.0
Pretax profit margin	23.6	36.9	38.0	42.0	43.6
Payout ratio	58.9	59.1	54.6	49.5	54.5
DuPont analysis					
Net profit margin (%)	18.3	28.8	29.8	32.8	34.2
Revenue/Assets (x)	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	1.8	1.7	1.6	1.6	1.5
ROAE (%)	8.2	16.3	16.3	18.2	18.4
ROAA (%)	4.6	9.2	10.0	11.4	11.8
Liquidity & Efficiency					
Cash conversion cycle	46.9	48.2	86.2	120.9	83.7
Days receivable outstanding	60.3	62.4	99.3	135.0	97.8
Days inventory outstanding	3.3	3.1	3.3	3.0	3.0
Days payables outstanding	16.7	17.3	16.3	17.1	17.1
Dividend cover (x)	1.7	1.7	1.8	2.0	1.8
Current ratio (x)	0.8	1.3	1.5	1.4	1.4
Leverage & Expense Analysis					
Asset/Liability (x)	2.3	2.6	2.7	2.9	3.0
Net gearing (%) (incl perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	net cash	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	4.8	9.6	10.6	12.6	13.8
Debt/EBITDA (x)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Capex/revenue (%)	24.3	19.7	18.3	32.2	25.5
Net debt/ (net cash)	(232.3)	(16,836.4)	(5,319.7)	(1,129.3)	(18,212.6)

Source: Company; Maybank IBG Research

Historical recommendations and target price: Airports of Thailand (AOT TB)



APPENDIX I : TERMS FOR PROVISION OF REPORT, DISCLOSURES AND DISCLAIMERS

รายงานนี้ ถูกจัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ และเพื่อเป็นการให้ข้อมูลเท่านั้น มิใช่การชักจูงให้ซื้อหรือขายหุ้นที่กล่าวถึงในรายงานนี้ นักลงทุนควรพึงตระหนักไว้เสมอว่า มูลค่าของหุ้นอาจมีความผันผวน มีการเพิ่มขึ้นและลดลงได้ตลอดเวลา ความเห็น หรือคำแนะนำต่างๆ จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน ซึ่งอาจมีความแตกต่างกัน การประเมินมูลค่าที่เหมาะสมทางเทคนิค อาจใช้วิธีการที่แตกต่างจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน โดยขึ้นอยู่กับปัจจัยทางด้านราคา และมูลค่าการซื้อขาย ซึ่งแตกต่างไปจากการวิเคราะห์เชิงปัจจัยพื้นฐาน ดังนั้นผลตอบแทนของนักลงทุนจึงอาจต่ำกว่าต้นทุนได้ และผลตอบแทนจากการลงทุนในอดีตไม่สามารถสะท้อนถึงผลตอบแทนในอนาคตได้ บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้มีจุดประสงค์เพื่อแนะนำการลงทุนเพื่อบุคคลใดเป็นการเฉพาะ และเพื่อวัตถุประสงค์เฉพาะเจาะจงต่อการลงทุน ในฐานะทางการเงิน และความต้องการส่วนบุคคลของนักลงทุนที่ได้รับหรืออ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เพราะฉะนั้น นักลงทุนจึงควรใช้วิจารณญาณ ในการอ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

การจัดทำรายงานฉบับนี้ ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับการยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบร้อยสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG และ เจ้าหน้าที่ ,กรรมการ ,บริษัทร่วม และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง และ/หรือพนักงาน รวมเรียกว่า "Representatives" จะไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อการสูญเสียต่างๆ ที่เกิดขึ้นทั้งทางตรงหรือทางอ้อมจากการใช้รายงานฉบับนี้ ข้อมูล ,ความเห็น และคำแนะนำที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ตลอดเวลา โดยไม่ต้องแจ้งให้ทราบล่วงหน้า

บทวิเคราะห์นี้อาจมีการคาดการณ์ผลการดำเนินงานล่วงหน้า ซึ่งส่วนใหญ่จะเห็นได้จากการใช้คำต่างๆ เหล่านี้ เช่น "คาดว่า" "เชื่อว่า" "คาดการณ์ว่า" "มีแนวโน้มว่า" "มีแผนว่า" "ประมาณการ" หรือ การอธิบายว่า เหตุการณ์นี้ "อาจ" เกิดขึ้น หรือ เหตุการณ์นี้ "เป็นไปได้" ที่เกิดขึ้น เป็นต้น การคาดการณ์ล่วงหน้า จะอยู่บนพื้นฐานของสมมติฐานที่ตั้งขึ้นและอ้างอิงบนข้อมูลในปัจจุบัน และยังขึ้นอยู่กับความเสี่ยงและความไม่แน่นอนที่จะทำให้ผลการดำเนินงานที่แท้จริงแตกต่างไปจากที่คาดการณ์ได้อย่างมีนัยยะสำคัญ นักลงทุนจึงไม่ควรใช้การคาดการณ์ล่วงหน้านี้เป็นหลักในการตัดสินใจลงทุนหลังจากวันที่บทวิเคราะห์ถูกเผยแพร่ออกไป Maybank IBG ไม่ถือเป็นการผูกพันในการปรับประมาณการ หากมีข้อมูลใหม่หรือเหตุการณ์ที่ไม่คาดคิดขึ้น

Maybank IBG รวมถึงเจ้าหน้าที่ ,กรรมการ และพนักงาน ซึ่งรวมถึงหน่วยงานที่เกี่ยวข้องกับการจัดทำ หรือการเผยแพร่บทวิเคราะห์นี้ อาจมีส่วนร่วม หรือมีสิทธิลงทุนในหุ้นตัวนี้ หรือ มีส่วนได้เสียต่างๆ กับผู้ถือหลักทรัพย์นี้ นอกจากนี้ราคาหุ้นอาจเคลื่อนไหวไปตามสิ่งที่เสนอในบทวิเคราะห์นี้ Maybank IBG มีสิทธิใช้ข้อมูลในรายงานนี้ ก่อนที่รายงานนี้จะถูกเผยแพร่ออกไปภายใต้ขอบเขตที่กฎหมายรับรองเท่านั้น กรรมการ ,เจ้าหน้าที่ และ/หรือพนักงานของ Maybank IBG ท่านหนึ่งท่านใด หรือมากกว่าหนึ่งท่าน สามารถเป็นกรรมการในบริษัทจดทะเบียนนี้ได้

บทวิเคราะห์นี้ถูกทำขึ้นมาเพื่อลูกค้าของ Maybank IBG และห้ามนำไปแก้ไข ตัดแปลง แจกจ่าย และนำไปจัดทำใหม่ ไม่ว่าจะเป็นบางส่วน หรือเต็มฉบับ หากไม่ได้รับอนุญาตจาก Maybank IBG เป็นการล่วงหน้า ทั้งนี้ Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

บทวิเคราะห์นี้ไม่ได้ทำขึ้นมาโดยตรง หรือมีจุดประสงค์เพื่อการแจกจ่าย หรือถูกใช้โดยสาธารณชนทั่วไป หรือประชาชนทั้งหมดที่อาศัยในประเทศท้องถิ่นที่ออกหลักทรัพย์นี้ หรือในท้องถิ่น เมือง หรือประเทศอื่นๆ ที่กฎหมายในประเทศนั้นไม่อนุญาต บทวิเคราะห์นี้ทำขึ้นมาเพื่อการใช้ในในประเทศที่กฎหมายอนุญาตเท่านั้นหลักทรัพย์นี้อาจจะไม่ได้รับการรับรองการซื้อขายโดยกฎหมายทุกกฎหมาย หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนประเภท นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ดังกล่าวไว้ข้างต้นมาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคไม่ได้วิธีที่แตกต่างกัน โดยมุ่งเน้นข้อมูลด้านราคา และปริมาณการซื้อขายของหลักทรัพย์ที่ Bursa Malaysia Securities Berhad วิเคราะห์หลักทรัพย์

สิงคโปร์

รายงานฉบับนี้จะทำขึ้นบนวันและข้อมูลที่เกิดขึ้น ซึ่งอาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ บริษัท Maybank Research จำกัด ("MRPL") ในสิงคโปร์ไม่มีเงื่อนไขที่จะต้องปรับปรุงข้อมูลต่างๆ ให้แก่ผู้รับข้อมูลนี้ การเผยแพร่ในสิงคโปร์ ผู้รับรายงานฉบับนี้จะติดต่อกับ MRPL ในสิงคโปร์ ทั้งในแง่ของการแนะนำ หรือเกี่ยวข้องกับรายงานฉบับนี้ หากผู้รับรายงานฉบับนี้ไม่ได้เป็นนักลงทุน, ผู้เชี่ยวชาญทางการลงทุน หรือนักลงทุนประเภทสถาบัน (จำกัดความใน Section 4A ตามกฎหมาย Singapore Securities and Futures) ทั้งนี้ MRPL จะรับผิดชอบบนเนื้อหาที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ แต่เป็นการรับผิดชอบที่จำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

ไทย

เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นการเฉพาะ ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก จัดทำสำเนา ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเองโดยไม่ได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรเป็นการล่วงหน้าจากบริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ทั้งนี้ บริษัท หลักทรัพย์เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ("MST") จะไม่รับผิดชอบต่อผลที่ตามมาจากการกระทำของบุคคลที่ 3 ที่กระทำสิ่งที่ถูกห้ามดังกล่าว

ฝ่ายวิจัยหลักทรัพย์ของ บมจ. หลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) มีวัตถุประสงค์ในการจัดทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศและนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th> ทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อนอาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความสำคัญอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุน

MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับ หรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้ใช้บริการจากการจัดจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

การเปิดเผยผลการสำรวจของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ในเรื่องการกำกับดูแลกิจการ (Corporate Governance) นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายของสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์ โดยการสำรวจของ IOD เป็นการสำรวจและประเมินจากข้อมูล ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็มเอไอ ที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ดังนั้น ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของบุคคลภายนอก โดยไม่ได้เป็นการประเมินการปฏิบัติ และมีได้มีการใช้ข้อมูลภายใน ในการประเมิน อนึ่ง ผลการสำรวจดังกล่าว เป็นผลการสำรวจ ณ วันที่ปรากฏในรายงานการกำกับดูแลกิจการ บริษัทจดทะเบียนไทยเท่านั้น ดังนั้น ผลการสำรวจ จึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ เมย์แบงก์ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้องของ ผลการสำรวจดังกล่าวแต่อย่างใด

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงจากการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย ที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียนโดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับจากบริษัทจดทะเบียนตามที่บริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนแล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้คนภายนอก โดยมีได้มีการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Webdush Securities Inc. ("Webdush"), เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ที่ Webdush ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ หาก Webdush ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดส่งถึงท่านได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า Webdush ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด ("MSUK") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกจำกัดความเป็นนักลงทุนรายย่อย (Retail Client) ตามความหมายของ The Financial Services and Markets Act 2000 ภายในประเทศอังกฤษ ข้อสรุปใดๆ ที่เกิดจากบุคคลที่ 3 เพื่อเป็นความสะดวกแก่ผู้ได้รับเอกสารฉบับนี้เท่านั้น ทั้งนี้บริษัทฯ ไม่มีส่วนรับผิดชอบต่อความเห็น หรือความถูกต้องดังกล่าว และการเข้าถึงข้อมูลดังกล่าวเป็นความเสี่ยงของผู้รับเอกสารเท่านั้น นอกจากนี้ผู้รับเอกสารฉบับนี้ควรปรึกษาที่ปรึกษาทางภาษีของตนเองเพื่อให้เกิดความถูกต้องในการแนวทางดังกล่าว เพราะเอกสารฉบับนี้ไม่ได้ประเมินถึงกฎหมายเฉพาะทาง, บัญชี หรือที่ปรึกษาทางด้านภาษี

DISCLOSURES

Legal Entities Disclosures

มาเลเซีย: เอกสารฉบับนี้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ถือใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 198700034E) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Sekuritas ("PTMSI") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ the Financial Services Authority (Indonesia) **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** Maybank Securities Inc (จดทะเบียนเลขที่ 01-2004-00019) เป็นสมาชิกของ The Philippines Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Securities and Exchange Commission **เวียดนาม:** บริษัท Maybank Securities Limited (ใบอนุญาตเลขที่ 117/GP-UBCK) ซึ่งใบอนุญาตอยู่ภายใต้ The State Securities Commission of Vietnam **ฮ่องกง:** MIB Securities (Hong Kong) Limited (Central Entity No: AAD284) ภายใต้กำกับโดย The Securities and Futures Commission **อินเดีย:** บริษัท MIB Securities India Private จำกัด ("MIBSI") เป็นส่วนหนึ่งของ The National Stock Exchange of India Limited and the Bombay Stock Exchange and is regulated by Securities and Exchange Board of India ("SEBI") (จดทะเบียนเลขที่ INZ000010538) ทั้งนี้ MIBSI ได้จดทะเบียนกับ SEBI ประเภท 1 Merchant Banker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **อังกฤษ:** Maybank Securities (London) Ltd (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Conduct Authority

Disclosure of Interest

มาเลเซีย: Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวิเคราะห์การเงิน, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์

สิงคโปร์: ณ วันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2568, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ไทย: MST อาจมีธุรกิจที่เกี่ยวข้องหรือ มีความเป็นไปได้ที่จะเป็นผู้ออกตราสารอนุพันธ์ Derivatives Warrants บนหลักทรัพย์ที่ปรากฏอยู่ในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ ดังนั้นนักลงทุนควรใช้วิจารณญาณพิจารณาถึงประเด็นนี้ ก่อนตัดสินใจลงทุน ทั้งนี้ MST หน่วยงานที่เกี่ยวข้อง กรรมการ และ/หรือ พนักงาน อาจมีส่วนเกี่ยวข้อง และ/หรือ การเป็นผู้รับประกันการจำหน่ายในหลักทรัพย์ที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้

ฮ่องกง: ณ วันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2568, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

อินเดีย: ณ วันที่ 17 กุมภาพันธ์ 2568 และ ณ วันสิ้นเดือนก่อนวันที่ตีพิมพ์บทวิเคราะห์ฉบับนี้ MIBSI นักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง / ญาติไม่มีส่วนได้เสียทางการเงินหรือเป็นเจ้าของที่แท้จริงหรือเป็นผู้มีส่วนได้เสียในหุ้นใด ๆ หรือมีผลประโยชน์ทับซ้อนในบริษัทนั้นๆ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ในช่วงสิบสองเดือนที่ผ่านมา MIBSI และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาตหรือหน่วยงานที่เกี่ยวข้องไม่ได้รับค่าตอบแทนหรือผลประโยชน์อื่นใดจากบริษัทที่กล่าวถึงในบทวิเคราะห์หรือบุคคลที่สามที่เกี่ยวข้องกับบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เว้นแต่จะเปิดเผยเป็นอย่างอื่นในบทวิเคราะห์

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ไม่มีการอ้างอิงถึงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ หรืออาจให้บริการดังกล่าวภายใน 12 เดือนข้างหน้า ซึ่งเป็นการให้คำปรึกษา หรือบริการด้านการลงทุนที่มีนัยยะสำคัญ ที่อาจเกี่ยวข้องกับการลงทุนทางตรงหรือทางอ้อมได้

OTHERS

Analyst Certification of Independence

ความถูกต้องของมุมมองที่ผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้ เป็นการสะท้อนถึงแนวความคิด และมุมมองของนักวิเคราะห์ และรวมถึงหลักทรัพย์หรือผู้ออกหลักทรัพย์เท่านั้น ผลตอบแทนของนักวิเคราะห์ทั้งทางตรงหรือทางอ้อมของนักวิเคราะห์ ไม่ได้ขึ้นอยู่กับ การให้คำแนะนำ หรือมุมมองผ่านบทวิเคราะห์ฉบับนี้

คำเตือน

Structure Securities ซึ่งเป็นตราสารที่มีความซับซ้อน โดยเฉพาะอย่างยิ่งในส่วนของความเสี่ยงที่สูงขึ้นนั้น มีวัตถุประสงค์ที่จะเสนอขายให้แก่นักลงทุนที่มีความรู้ความเข้าใจ รวมถึงสามารถรับความเสี่ยงได้เป็นอย่างดี ทั้งนี้มูลค่าตลาดของตราสารประเภทนี้ อาจเปลี่ยนแปลงไปตามสภาพเศรษฐกิจ ตลาดเงินตลาดทุน การเมือง (รวมถึงอัตราดอกเบี้ย Spot / ล่วงหน้า และอัตราแลกเปลี่ยน), Time to Maturity, ภาวะตลาด และความผันผวน รวมถึงคุณภาพ/ ความน่าเชื่อถือของผู้ออก หรือหลักทรัพย์อ้างอิงนั้นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

BUY	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
HOLD	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
SELL	Return is expected to be below 0% in the next 12 months (including dividends)

Applicability of Ratings

The respective analyst maintains a coverage universe of stocks, the list of which may be adjusted according to needs. Investment ratings are only applicable to the stocks which form part of the coverage universe. Reports on companies which are not part of the coverage do not carry investment ratings as we do not actively follow developments in these companies.

THAI INSTITUTE OF DIRECTORS ASSOCIATION (IOD) CORPORATE GOVERNANCE REPORT RATING 2024

						Score Range	Number of Logo	Description
AAV	BR	ETE	KEX	OSP	SC	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
ABM	BRI	FLOYD	KKP	PAP	SCAP	80-89	▲▲▲▲	Very Good
ACE	BRR	FN	KSL	PB	SCB	70-79	▲▲▲	Good
ACG	BSRC	FPI	KTB	PCC	SCC	60-69	▲▲	Satisfactory
ADVANC	BTG	FPT	KTC	PCSGH	SCCC	50-59	▲	Pass
AE	BTS	FVC	KTMS	PDJ	SCG	Lower than 50	No logo given	N/A
AF	BTW	GABLE	KUMWEL	PEER	SCGD			
AGE	BWG	GC	LALIN	PG	SCGP			
AH	CBG	GCAP	LANNA	PHOL	SCM			
AIT	CENTEL	GFC	LH	PIMO	SCN			
AJ	CFRESH	GFPT	LHFG	PLANB	SDC			
AKP	CHASE	GGC	LIT	PLAT	SEAFCO			
AKR	CHEWA	GLAND	LOXLEY	PLUS	SEAOIL			
ALLA	CHOW	GLOBAL	LPN	PM	SELIC			
ALT	CIMBT	GPSC	LRH	PORT	SENA			
AMA	CIVIL	GRAMMY	LST	PPP	SENX			
AMARIN	CK	GULF	M	PPS	SGC			
AMATA	CKP	GUNKUL	MAJOR	PR9	SGF			
AMATAV	CNT	HANA	MALEE	PRG	SGP			
ANAN	COLOR	HARN	MBK	PRIME	SHR			
AOT	COM7	HENG	MC	PRM	SICT			
AP	CPALL	HMPRO	M-CHAI	PRTR	SIRI			
ASIMAR	CPAXT	HPT	MCOT	PSH	SIS			
ASK	CPF	HTC	MFC	PSL	SITHAI			
ASP	CPL	ICC	MFEC	PTT	SJWD			
ASW	CPN	ICHI	MINT	PTTEP	SKE			
AURA	CPW	III	MODERN	PTTGC	SKR			
AWC	CRC	ILINK	MONO	Q-CON	SM			
B	CRD	ILM	MOONG	QH	SMPC			
BAFS	CREDIT	IND	MOSHI	QTC	SNC			
BAM	CSC	INET	MSC	RATCH	SNNP			
BANPU	CV	INSET	MST	RBF	SNP			
BAY	DCC	INTUCH	MTC	RPC	SO			
BBGI	DDD	IP	MTI	RPH	SONIC			
BBL	DELTA	IRC	MVP	RS	SPALI			
BCH	DEMCO	IRPC	NCH	RT	SPC			
BCP	DITTO	IT	NER	RWI	SPI			
BCPG	DMT	ITC	NKI	S	SPRC			
BDMS	DOHOME	ITEL	NOBLE	S&J	SR			
BEC	DRT	ITTHI	NRF	SA	SSC			
BEM	DUSIT	IVL	NSL	SAAM	SSF			
BEYOND	EASTW	JAS	NTSC	SABINA	SSP			
BGC	ECF	JTS	NVD	SAK	SSSC			
BGRIM	ECL	K	NWR	SAMART	STA			
BJC	EGCO	KBANK	NYT	SAMTEL	STECON			
BKIH	EPG	KCC	OCC	SAT	STGT			
BLA	ERW	KCE	OR	SAV	STI			
BPP	ETC	KCG	ORI	SAWAD	SUC			
▲▲▲▲▲								
2S	AYUD	COCOCO	HUMAN	MEGA	PROUD	SINO	TFM	UP
AAI	BA	COMAN	IFS	METCO	PSG	SMT	TITLE	UREKA
ADB	BBK	CPI	INSURE	MICRO	PSP	SPCG	TKN	YCOM
AEONTS	BC	CSS	JCK	NC	PSTC	SPVI	TMD	VIBHA
AHC	BE8	DTCENT	JDF	NCAP	PT	STANLY	TNR	VRANDA
AIRA	BH	EVER	JMART	NCL	PTECH	STPI	TPA	WARRIX
APCO	BIZ	FE	KGI	NDR	PYLON	SUPER	TPCH	WIN
APCS	BOL	FORTH	KJL	ONEE	QLT	SUSCO	TPCS	WP
APURE	BSBM	FSMART	KTIS	PATO	RABBIT	SVOA	TPLAS	
ARIP	BTC	FSX	KUN	PDG	RCL	SVT	TPOLY	
ARROW	CH	FTI	L&E	PJW	SAPPE	TACC	TRT	
ASIAN	CI	GEL	LHK	POLY	SECURE	TAE	TURTLE	
ATP30	CIG	GIFT	MATCH	PQS	SFLEX	TCC	TVH	
AUCT	CM	GPI	MBAX	PREB	SFT	TEKA	UBA	
▲▲▲▲▲								
A5	BVG	EASON	J	MCA	PRI	SISB	TFI	ZAA
ADD	CEN	EE	JCKH	META	PRIN	SKN	TMC	
AIE	CGH	EFORL	JMT	MGC	PROEN	SKY	TMI	
ALUCON	CHARAN	EKH	JPARK	MITSIB	PROS	SMD	TNP	
AMC	CHAYO	ESTAR	JR	MK	PTC	SMIT	TOPP	
AMR	CHIC	ETL	JSP	NAM	READY	SORKON	TRU	
ARIN	CHOTI	FNS	JUBILE	NOVA	ROCTEC	SPG	UEC	
ASEFA	CITY	GBX	KBS	NTV	SABUY	SST	UOBKH	
ASIA	CMC	GENCO	KCAR	NV	SALEE	STC	VL	
ASN	CPANEL	GTB	KIAT	OGC	SAMCO	STOWER	WAVE	
BIG	CSP	GYT	KISS	PACO	SANKO	STP	WFX	
BIOTEC	DEXON	ICN	KK	PANEL	SCI	SVR	WIIK	
BIS	DOD	IIG	KWC	PHG	SE	SWC	XO	
BJCHI	DPAINT	IMH	LDC	PIN	SE-ED	TAKUNI	XPG	
BLC	DV8	IRCP	LEO	PRAPAT	SINGER	TC	YUASA	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2567 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

หมายเหตุ * บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข่าวด้านการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรตระหนักถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

Anti-Corruption Progress Indicator 2024

ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC

ACE	B52	EVER	IP	M-CHAI	PRI	SFT	SOLAR	TQM	WP
ALT	BKIH	FLOYD	IT	MEDEZE	PRIME	SHR	SONIC	UOBKH	
AMARIN	BPS	GFC	J	MJD	PROEN	SINGER	SUPER	UREKA	
AMC	CHASE	GREEN	JDF	MOSHI	PROUD	SINO	TBN	VL	
ANI	CHG	HL	KJL	NEX	PTC	SJWD	TMI	VNG	
APCO	DITTO	HUMAN	LDC	NTSC	S	SKE	TPAC	WELL	
ASAP	ECL	IHL	LIT	PLE	SCAP	SNNP	TPP	WIN	

ได้รับการรับรอง CAC

2S	BGC	DCC	HARN	L&E	OR	PTT	SGC	TFG	TSTH
AAI	BGRIM	DELTA	HEMP	LANNA	ORI	PTTEP	SGP	TFI	TTB
ADB	BLA	DEMCO	HENG	LH	OSP	PTTGC	SIRI	TFMAMA	TTCL
ADVANC	BPP	DEXON	HMPRO	LHFG	PAP	PYLON	SIS	TGE	TU
AE	BRI	DIMET	HTC	LHK	PATO	Q-CON	SITHAI	TGH	TURTLE
AF	BROOK	DMT	ICC	LPN	PB	QH	SKR	THANI	TVDH
AH	BRR	DOHOME	ICHI	LRH	PCSGH	QLT	SM	THCOM	TVO
AI	BSBM	DRT	ICN	M	PDG	QTC	SMT	THIP	TWPC
AIE	BTG	DUSIT	IFS	MAJOR	PDJ	RABBIT	SMPC	THRE	UBE
AIRA	BTS	EA	III	MALEE	PG	RATCH	SNC	THREL	UBIS
AJ	BWG	EASTW	ILINK	MATCH	PHOL	RBF	SNP	TIDLOR	UEC
AKP	CAZ	ECF	ILM	MBAX	PIMO	RML	SORKON	TIPCO	UKEM
AMA	CBG	EGCO	INET	MBK	PK	RS	SPACK	TIPH	UPF
AMANAH	CEN	EP	INOX	MC	PL	RWI	SPALI	TISCO	UV
AMATA	CENDEL	EPG	INSURE	MCOT	PLANB	S&J	SPC	TKN	VCOM
AMATAV	CFRESH	ERW	INTUCH	MEGA	PLANET	SA	SPI	TKS	VGI
AP	CGH	ETC	IRPC	MENA	PLAT	SAAM	SPRC	TKT	VIBHA
APCS	CHEWA	ETE	ITC	META	PLUS	SABINA	SRICHA	TMD	VIH
AS	CHOTI	FNS	ITEL	MFC	PM	SAK	SSF	TMILL	WACOAL
ASIAN	CHOW	FPI	IVL	MFEC	PPP	SAPPE	SSP	TMT	WHA
ASK	CI	FPT	JAS	MINT	PPPM	SAT	SSSC	TNITY	WHAUP
ASP	CIG	FSMART	JMART	MODERN	PPS	SC	SST	TNL	WICE
ASW	CIMBT	FSX	JR	MONO	PQS	SCB	STA	TNP	WIK
AWC	CM	FTE	JTS	MOONG	PR9	SCC	STGT	TNR	WPH
AYUD	CMC	GBX	K	MSC	PREB	SCCC	STOWER	TOG	XO
B	COM7	GC	KASET	MTC	PRG	SCG	SUSCO	TOP	YUASA
BAFS	CPALL	GCAP	KBANK	MTI	PRINC	SCGD	SVI	TOPP	ZEN
BANPU	CPAXT	GEL	KCAR	NATION	PRM	SCGP	SVOA	TPA	ZIGA
BAY	CPF	GFPT	KCC	NCAP	PROS	SCM	SVT	TPCS	BAM
BBGI	CPI	GGC	KCE	NEP	PRTR	SCN	SYMC	TPLAS	BE8
BBL	CPL	GLOBAL	KGEN	NER	PSH	SEAOIL	SYNTEC	TRT	
BCH	CPN	GPI	KGI	NKI	PSL	SE-ED	TAE	TRU	
BCP	CPW	GPSC	KKP	NOBLE	PSTC	SELIC	TAKUNI	TRUE	
BCPG	CRC	GULF	KSL	NRF	PT	SENA	TASCO	TSC	
BEC	CSC	GUNKUL	KTB	OCC	PTECH	SENX	TCAP	TSI	
BEYOND	CV	HANA	KTC	OGC	PTG	SFLEX	TEGH	TSTE	

N/A

3K-BAT	BDMS	CPNCG	GL	KTIS	MPIC	PRIN	SHR	TCCC	TTT
A	BEAUTY	CPNREIT	GLAND	KWC	M-STOR	PRO	SHREIT	TCJ	TTW
AAV	BEM	CPT	GLOCON	KYE	NC	PROSPECT	SIAM	TCOAT	TU-PF
ACC	BH	CPTGF	GRAMMY	LALIN	NCH	PTL	SIRIP	TEAM	TWP
ACG	BIG	CRANE	GRAND	LEE	NEW	QHHR	SISB	TEAMG	TWZ
AEONTS	BIOTEC	CSP	GROREIT	LHHOTEL	NFC	QHOP	SKN	TEKA	TYCN
AFC	BIZ	CSR	GVREIT	LHPF	NNCL	QHPF	SKY	TFFF	UAC
AGE	BJC	CSS	GYT	LHSC	NOVA	RAM	SLP	TFM	UMI
AHC	BJCHI	CTARAF	HFT	LOXLEY	NSL	RCL	SM	TGPRO	UNIQ
AIMCG	BKD	CTW	HPF	LPF	NTV	RICHY	SMT	TH	UP
AIMIRT	BKKCP	CWT	HTECH	LPH	NUSA	RJH	SNNP	THAI	UPOIC
AIT	BLISS	DCON	HUMAN	LST	NV	ROCK	SO	THE	URBNPF
AJA	BOFFICE	DDD	HYDROGEN	LUXF	NVD	ROH	SOLAR	THG	UTP
AKR	BR	DIF	IFEC	MACO	NYT	ROJNA	SPCG	THL	UVAN
ALLA	BROCK	DREIT	IMPACT	MANRIN	OHTL	RPC	SPG	TIF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VPO
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VRANDA
AMARIN	BTSIGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	WAVE
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WFX
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WGE
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WHABT
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHAIR
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STECON	TPBI	WHART
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WORK
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WORLD
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	
ASIA	CIVIL	FORTH	KDH	MK	POPF	SCAP	SUN	TRC	
ASIMAR	CK	FTI	KEX	ML	PORT	SCI	SUPER	TRITN	
AURA	CKP	FTREIT	KIAT	MNIT	POST	SCP	SUPEREIF	TRUBB	
B52	CMAN	FUTUREPF	KISS	MNIT2	PPF	SDC	SUTHA	TSE	
BA	CMR	GAHREIT	KKC	MNRF	PRAKIT	SEAFKO	SYNEX	TSR	
BAREIT	CNT	GENCO	KPNPF	MOSHI	PRECHA	SFP	TC	TTI	
BCT	CPH	GIFT	KTBSTMR	M-PAT	PRIME	SHANG	TCC	TTLPF	

Source : Thai Institute of Directors

คำชี้แจง ข้อมูลบริษัทที่เข้าร่วมโครงการแนวร่วมปฏิบัติของภาคเอกชนไทยในการต่อต้านทุจริต (Thai CAC) ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย ข้อมูล ณ วันที่ 20 พฤศจิกายน 2567 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนาสมัครเข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC