

## EBITDA ครึ่งปีหลังจะดีขึ้น HoH

เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 249 บาท อิง 9.2xEV/EBITDA'23E (ค่าเฉลี่ย 10 ปี) กำไรปกติไตรมาส 2/23 อยู่ที่ 7.2 พันล้านบาท (+8% YoY, +7% QoQ) ผลจากการปรับลดค่าใช้จ่าย การขายและบริหาร (SG&A) ผลประกอบการดังกล่าวสอดคล้องกับ คาดการณ์ เราจึงยังคงประมาณการกำไรปกติทั้งปี 2023 ที่ 2.8 หมื่น ล้านบาท (+7%YoY) การประชุมนักวิเคราะห์ให้บรรยากาศกลาง ๆ ตอนนี้อยู่รอการอนุมัติดีล TTTBB จาก กสทช. และคาดว่าจะการปิดดีล จะเลื่อนไปเป็นช่วงไตรมาส 3/23 หรือ 4/23 แทน นอกจากนี้ แม้จะมี มูลค่าลูกค้าแพ็คเกจดาต้าไม่อื่นขนาดใหญ่ (25% ของลูกค้าบริการมือถือทั้งหมด) แต่ยังมีรายได้เฉลี่ยต่อเลขหมาย (ARPU) ที่ทรงตัว YoY และ QoQ ได้ เพราะภูมิภาคการแข่งขันที่ดีขึ้น ทั้งนี้ ผู้บริหารยังคง เป้าหมาย EBITDA ปี 2023 ที่หลักหน่วยระดับต้นถึงกลาง แม้ครึ่งปี แรกจะโตต่ำที่ 2.7% YoY ก็ตาม โดยรวมแล้วบริษัทยังคงเน้นกลุ่ม ลูกค้ามูลค่าสูง (ลูกค้าประจำและทำกำไรได้) มากกว่าการเพิ่มจำนวน ลูกค้ากลุ่มใดก็ได้ ทั้งนี้ บริษัทประกาศจ่ายเงินปันผลระหว่างกาลที่ 4.0 บาท/หุ้น ขึ้น XD วันที่ 18 ส.ค. 2023

## การประชุมนักวิเคราะห์

- ดีล TTTBB ยังอยู่ระหว่างการรออนุมัติจาก กสทช. และคาดว่าจะการ ปิดดีลจะเลื่อนไปเป็นช่วงครึ่งหลังปี 2023 โดยเรายังคง สมมติฐาน upside ที่ 3%-14% จากดีลนี้ คำนวณด้วยวิธีคิดลด เงินสด (DCF) จากประมาณการชุดเดิม
- แม้ TTTBB จะมีผลขาดทุน แต่บริษัทสามารถระบุถึงประโยชน์ร่วม และศักยภาพในการลดต้นทุน และเชื่อว่าผลขาดทุนดังกล่าวจะอยู่ในวงจำกัดหากดีลเข้าซื้อได้รับการอนุมัติ ปัจจุบันบริษัทกำลังรอ ผลการประชุมวิสามัญผู้ถือหุ้น (EGM) ของ JASIF ในวันที่ 23 ส.ค. 2023 ที่ผู้ถือหุ้นจะตัดสินใจว่าจะยกเลิกสัญญาประกันค่าเช่าหรือไม่ (ราว 20% ของใบแก้วนำแสงที่เช่าอยู่ในปัจจุบัน)
- ผู้บริหารยังคงเป้าหมาย EBITDA ปี 2023 ที่หลักหน่วยระดับต้นถึง กลาง แม้ครึ่งปีแรกจะโตต่ำที่ 2.7% YoY ก็ตาม ทั้งนี้เป็นเพราะไตรมาส 4/23 จะมีการเปิดตัวมือถือรุ่นใหม่และมีจำนวนลูกค้าเพิ่มขึ้น ตาม (แพ็คเกจที่ทำกำไรได้มากขึ้น) ขณะที่เราประเมินว่า EBITDA ทั้งปี 2023 จะโตเป็น 9.2 หมื่นล้านบาท (ทรงตัว YoY) ทั้งนี้ กำไร ครึ่งแรกปี 2023 คิดเป็น 50% ต่อประมาณการ EBITDA ทั้งปีของเรา
- บริษัทไม่คิดว่า GULF (ผู้ถือหุ้น ADVANC ทางอ้อมในสัดส่วน 19%) จะเสนอซื้อหุ้นจากผู้ถือหุ้นเดิม (tender offer) เพราะจะ ทำให้ดีลซับซ้อนยิ่งขึ้น

## คงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 249 บาท

มูลค่าพื้นฐานอิง 26.5xPE'23E ขณะที่เลือก ADVANC เป็นหุ้นเด่นใน กลุ่มโทรคมนาคมไทย เพราะศักยภาพการทำกำไรที่เหนือชั้น และ ความสามารถในการลงทุนในโครงสร้างพื้นฐานอนาคต

## BUY

Fair price: Bt249.00

Upside (Downside): +13%

## Key Statistics

Bloomberg Ticker	ADVANC TB
Current Price (Bt)	220.00
Market Cap. (Bt m)	666,222.98
Shares Issued (m)	2974
Par Value (Bt)	1.00
52-week High/low (Bt)	228.00 / 181.50
Foreign Limit/actual (%)	48.30 / 35.99
NVDR Shareholders (%)	7.31
Free float (%)	36.24
Number of retail holders	46,945
Dividend policy (%)	>70% of profit semiannually
Industry	Technology
Sector	ICT
CG Rate 2021	
Thai CAC	Certified

## Major Shareholders (%) 10 March 2023

Intouch Holdings PCL	40.44
Singtel Strategic Investments Pte Ltd.	23.31
Thai NVDR	7.54
Citibank Nominees Singapore Pte Ltd.	2.34
Social Security Office	1.96

Year End (Dec.)	2021A	2022A	2023E	2024E
Revenue (Bt m)	181,333	185,485	191,865	200,580
Net profit (Bt m)	26,922	26,011	27,927	28,993
NP Growth (%)	(2)	(3)	7	4
EPS (Bt)	9.05	8.75	9.39	9.75
PER (x)	24.3	25.2	23.4	22.6
BPS (Bt)	27.5	28.9	30.8	32.6
PBV (x)	8.0	7.6	7.1	6.8
DPS (Bt)	7.69	7.69	7.43	7.98
Div. Yield (%)	3.5	3.5	3.4	3.6
ROA (%)	7.6	7.7	8.6	9.2
ROE (%)	32.9	30.3	30.5	29.9

Source: Pi estimate

Analyst: Kavee Chukitkasem

Registration No.002463

Email: Kavee.ch@pi.financial

Assistant Analyst: Yugi Takeshima

## Result Summary

(Bt m)	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	%QoQ	%YoY
Revenue	45,273	46,234	48,699	46,712	44,774	(4.1)	(1.1)
Cost of sales	(30,399)	(31,696)	(33,399)	(31,702)	(29,704)	(6.3)	(2.3)
<b>Gross profit</b>	<b>14,874</b>	<b>14,538</b>	<b>15,300</b>	<b>15,010</b>	<b>15,070</b>	<b>0.4</b>	<b>1.3</b>
SG&A	(5,718)	(5,669)	(5,522)	(5,601)	(4,947)	(11.7)	(13.5)
Other (exp)/inc	255	84	39	102	65	(36.0)	(74.5)
<b>EBIT</b>	<b>9,411</b>	<b>8,954</b>	<b>9,817</b>	<b>9,511</b>	<b>10,188</b>	<b>7.1</b>	<b>8.3</b>
Finance cost	(1,323)	(1,294)	(1,294)	(1,250)	(1,333)	6.6	0.8
Other inc/(exp)	26	23	22	33	25	(23.9)	(4.3)
<b>Earnings before taxes</b>	<b>8,114</b>	<b>7,683</b>	<b>8,545</b>	<b>8,294</b>	<b>8,880</b>	<b>7.1</b>	<b>9.4</b>
Income tax	(1,467)	(1,410)	(1,747)	(1,597)	(1,723)	7.9	17.4
<b>Earnings after taxes</b>	<b>6,646</b>	<b>6,273</b>	<b>6,797</b>	<b>6,697</b>	<b>7,157</b>	<b>6.9</b>	<b>7.7</b>
Equity income	(6)	(9)	(5)	(2)	2	(248.5)	(136.5)
Minority interest	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	78.0	130.7
<b>Earnings from cont. operations</b>	<b>6,640</b>	<b>6,263</b>	<b>6,792</b>	<b>6,694</b>	<b>7,158</b>	<b>6.9</b>	<b>7.8</b>
Forex gain/(loss) & unusual items	(335)	(231)	571	62	22	(64.5)	(106.6)
<b>Net profit</b>	<b>6,305</b>	<b>6,032</b>	<b>7,363</b>	<b>6,757</b>	<b>7,180</b>	<b>6.3</b>	<b>13.9</b>
EBITDA	22,603	22,176	22,935	22,666	23,379	3.1	3.4
Recurring EPS (Bt)	2.23	2.11	2.28	2.25	2.41	6.9	7.8
Reported EPS (Bt)	2.12	2.03	2.48	2.27	2.41	6.3	13.9
<b>Profits (%)</b>	<b>2Q22</b>	<b>3Q22</b>	<b>4Q22</b>	<b>1Q23</b>	<b>2Q23</b>	<b>chg QoQ</b>	<b>chg YoY</b>
EBITDA margin	49.9	48.0	47.1	48.5	52.2	3.7	2.3
Operating margin	20.8	19.4	20.2	20.4	22.8	2.4	2.0
Net margin	13.9	13.0	15.1	14.5	16.0	1.6	2.1

Source : Pi Research

### สรุปผลประกอบการไตรมาส 2/23

- กำไรปกติไตรมาส 2/23 อยู่ที่ 7.2 พันล้านบาท (+8% YoY, +7% QoQ) หนุนจากการขยายตัวของ EBITDA และการปรับลด SG&A (SG&A ต่อยอดขายไตรมาส 2/23 ที่ 11.1% ไตรมาส 1/23 ที่ 12.1% ไตรมาส 2/22 ที่ 12.7%) นับเป็นผลประกอบการที่สอดคล้องคาดการณ์ของเรา
- ยอดขายไตรมาส 2/23 อยู่ที่ 4.5 หมื่นล้านบาท (ทรงตัว YoY, -4% QoQ) ยอดขายหดตัว QoQ จากยอดขายมือถือที่ปรับลดลง เพราะช่วง low season ในไตรมาส 2/23 ส่วนรายได้บริการหลัก (มือถือ บรอดแบนด์ และลูกค้าที่ไม่ใช่กลุ่มองค์กร) พบว่ามีรายได้โตเล็กน้อยเป็น 3.4 หมื่นล้านบาท (ทรงตัว YoY และ QoQ)
- ช่วงปิดไตรมาส 2/23 บริษัทมีลูกค้าบริการเครือข่ายมือถือที่ 45.3 ล้านราย (-1.88 แสนราย YoY, -8.05 แสนราย QoQ) ด้วย ARPU บริการเครือข่ายมือถือโดยรวมที่ 214 บาท (-0.7% YoY, +1.7% QoQ) แม้ฐานลูกค้าจะลดลงเยอะ แต่หลัก ๆ มาจากกลุ่มแพ็คเกจที่ไม่ค่อยทำกำไรหรือกลุ่มลูกค้าชั่วคราว (นักท่องเที่ยว คนเข้าเมือง ฯลฯ) ทำให้ ARPU ยังโตได้แม้จำนวนลูกค้าจะลดลง ทั้งนี้ รายได้บริการหลักออกมาอยู่ที่ราว 3.0 หมื่นล้านบาท (ทรงตัว YoY และ QoQ)
- EBITDA margin ไตรมาส 2/23 โต 2.3ppts YoY เป็น 52.2% (+3.7ppts QoQ) นอกจากจะลด SG&A ลงได้ค่อนข้างใหญ่ บริษัทยังสามารถรักษาต้นทุนอื่น ๆ ในระดับเดิมและกระตุ้นรายได้บริการหลักได้ไปพร้อม ๆ กัน

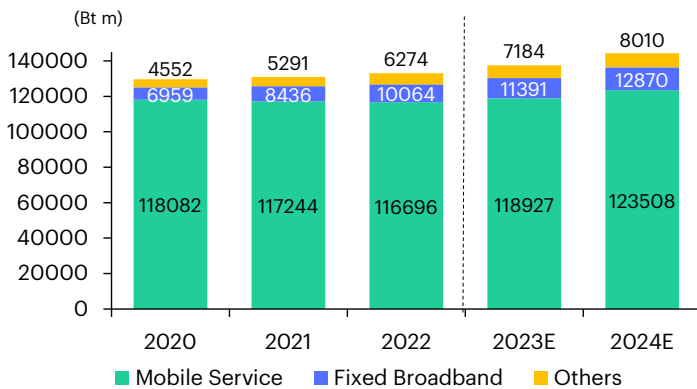
## Fair Value Methodology

EV/ EBITDA Valuation	2023
EBITDA	92,193
Target EV/ EBITDA	9.21
EV	849,102
Cash	11,700
Debt	78,914
Lease Liabilities	40,853
Shares Outstanding	2,974
MCAP	74,1034
<b>Fair Price</b>	<b>249</b>

### คงมูลค่าพื้นฐาน 249 บาท

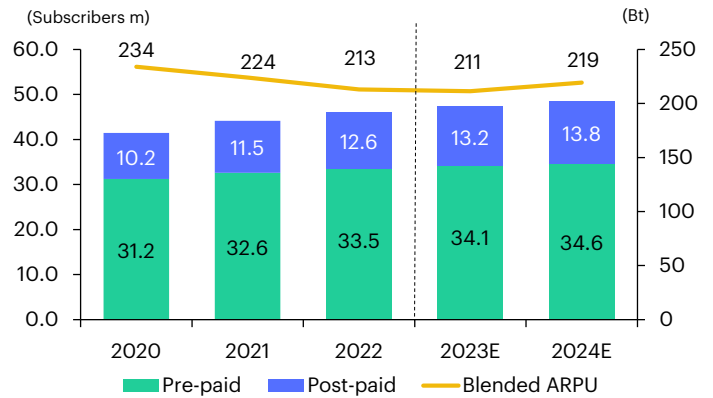
เราคงคำแนะนำ "ซื้อ" มูลค่าพื้นฐาน 249 บาท เพราะผลประกอบการครึ่งแรกปี 2023 ออกมาสอดคล้องกับคาดการณ์ของเรา ควรบันทึกว่าประมาณการของเรายังไม่รวมดีล TTTBB เข้ามา

### Core Service Revenue Forecast



Source: Company data, Pi

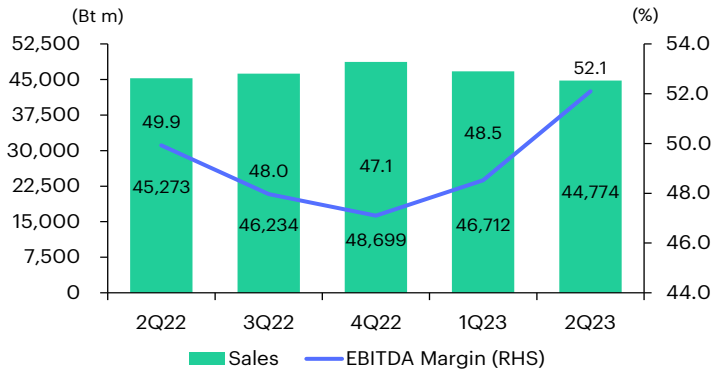
### Mobile Subscriber & ARPU Forecast



Source: Company data, Pi

Supplementary Information

Revenue and EBITDA Margin (5-Quarter)



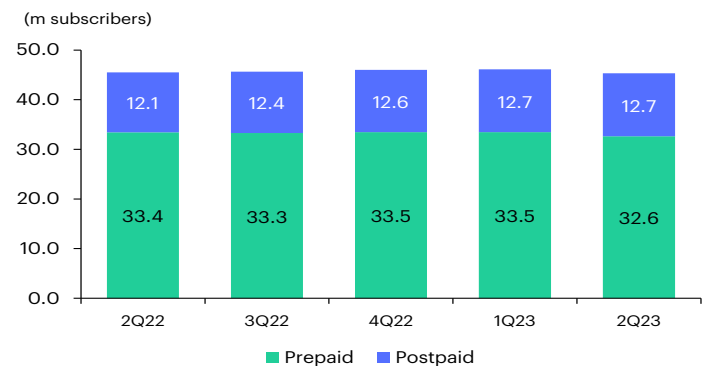
Source: Company data, Pi

ADVANC 10-Year EV/EBITDA



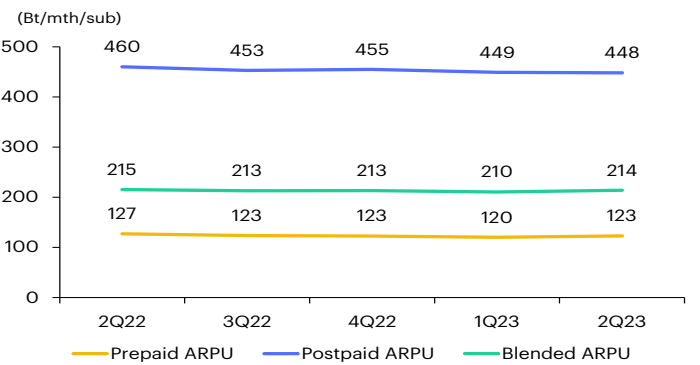
Source: Company data, Pi, Bloomberg

Subscriber breakdown



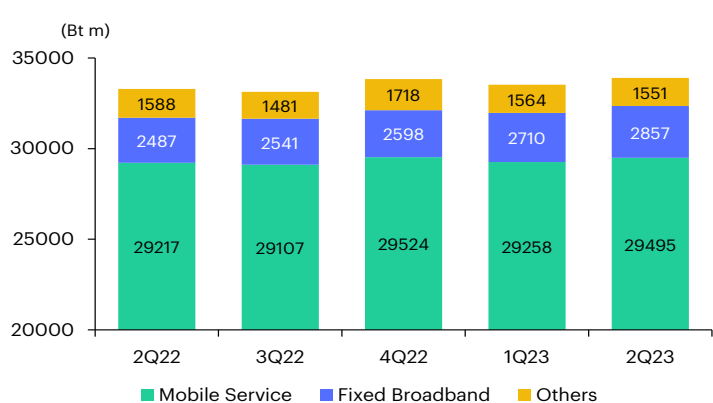
Source: Company data, Pi

ARPU Breakdown



Source: Company data, Pi

Core Service Revenue Breakdown



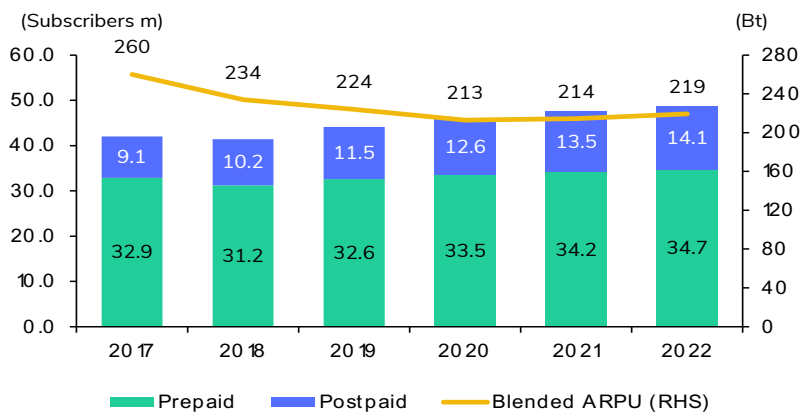
Source: Company data, Pi

## Revenue Breakdown

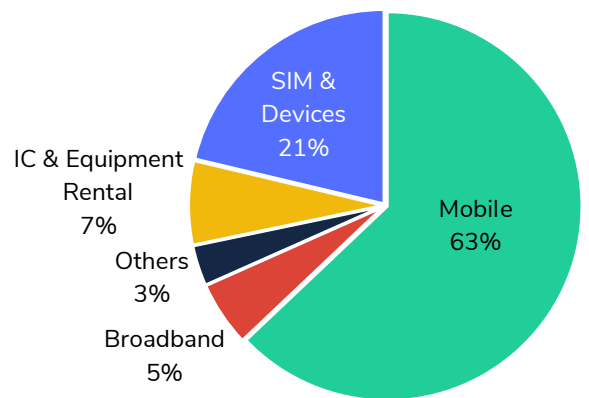
รายได้ของบริษัท มาจาก 3 ธุรกิจหลัก:

- (1) **บริการเครือข่ายโทรศัพท์มือถือ** คิดเป็น 63% ของรายได้ปี 2022 บริษัทมีผู้ใช้บริการทั้งหมด 46 ล้านรายทั่วประเทศ โดยมีผู้ใช้บริการที่ชำระล่วงหน้า (ระบบเติมเงิน) คิดเป็นสัดส่วน 73% ของผู้ใช้บริการทั้งหมด และส่วนที่เหลือเป็นผู้ใช้บริการแบบชำระภายหลัง (แบบระบบรายเดือน) ธุรกิจบริการเครือข่ายมือถือมีรายได้เฉลี่ยต่อเลขหมาย (ARPU) โดยรวมที่ 213 บาท นอกจากนี้ยังยอดขายของ **SIM และอุปกรณ์มือถือ** ซึ่งโดยปกติจะรวมอยู่กับบริการหรือเสนอให้กับลูกค้าแยกต่างหากมีสัดส่วน 21% ของรายได้ทั้งหมด
- (2) **บริการอินเทอร์เน็ตความเร็ว (FBB)** สูงคิดเป็น 5% ของรายได้ทั้งหมด ซึ่งบริษัทให้บริการอินเทอร์เน็ตความเร็วสูงและบริการส่งสัญญาณอื่นๆบนเครือข่ายใยแก้วนำแสงของบริษัท ในปัจจุบันบริษัทมีผู้ใช้บริการ 2.2 ล้านราย มี ARPU โดยรวมที่ 407
- (3) **ธุรกิจดิจิทัลเซอร์วิสเป็นส่วนใหญ่** อีกราว 10% ซึ่งแบ่งเป็นธุรกิจแพลตฟอร์มวิดีโอ บริการคลาวด์สำหรับธุรกิจ บริการอินเทอร์เน็ตแห่งสรรพสิ่ง (IoT) ดาต้าเซ็นเตอร์ และบริการเช่าอุปกรณ์อื่น ๆ

### Mobile Subscriber Breakdown (2022)



### Revenue breakdown by segment (2022)



Source : Pi Research, company data

## Summary Financials

Balance Sheet (Bt m)						Cashflow Statement (Bt m)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
Cash & equivalents	12,739	9,014	11,700	15,661	15,326	CF from operation	86,634	81,405	86,706	95,019	100,492
Accounts receivable	16,552	17,902	18,982	19,793	20,959	CF from investing	(45,352)	(42,996)	(38,005)	(43,762)	(41,406)
Inventories	2,104	3,839	3,756	3,970	4,221	CF from financing	(46,963)	(42,139)	(48,675)	(50,053)	(52,065)
Other current assets	4,170	3,583	3,726	3,876	4,031	Net change in cash	(5,681)	(3,730)	26	1,204	7,021
<b>Total current assets</b>	<b>35,566</b>	<b>34,338</b>	<b>38,164</b>	<b>43,300</b>	<b>44,537</b>						
Invest. in subs & others	983	994	1,244	1,494	1,744						
Fixed assets - net	263,364	252,726	239,120	226,747	216,574						
Other assets	56,308	48,986	47,163	44,498	39,994						
<b>Total assets</b>	<b>356,222</b>	<b>337,044</b>	<b>325,691</b>	<b>316,039</b>	<b>302,848</b>						
Short-term debt	-	5,000	-	-	-						
Accounts payable	45,055	42,457	43,302	45,399	48,249						
Other current liabilities & spectrum	46,813	48,884	43,422	46,051	37,024						
<b>Total current liabilities</b>	<b>91,868</b>	<b>96,341</b>	<b>86,724</b>	<b>91,450</b>	<b>85,273</b>						
Long-term debt	73,697	63,914	66,131	62,905	60,324						
Other liabilities & spectrum payables	108,832	90,972	81,199	64,789	54,367						
<b>Total liabilities</b>	<b>274,397</b>	<b>251,227</b>	<b>234,055</b>	<b>219,144</b>	<b>199,965</b>						
Paid-up capital	2,974	2,974	2,974	2,974	2,974						
Premium-on-share	22,506	22,552	22,552	22,552	22,552						
Others	(884)	(513)	(513)	(513)	(513)						
Retained earnings	57,103	60,675	66,493	71,748	77,733						
Non-controlling interests	126	128	130	133	136						
<b>Total equity</b>	<b>81,825</b>	<b>85,816</b>	<b>91,636</b>	<b>96,895</b>	<b>102,883</b>						
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>356,222</b>	<b>337,044</b>	<b>325,691</b>	<b>316,039</b>	<b>302,848</b>						
Income Statement (Bt m)						Valuation					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	181,333	185,485	191,865	200,580	211,767	EPS (Bt)	9.05	8.75	9.39	9.75	10.30
Cost of goods sold	(121,453)	(126,172)	(129,927)	(137,109)	(145,295)	Core EPS (Bt)	9.27	8.76	9.39	9.75	10.30
<b>Gross profit</b>	<b>59,880</b>	<b>59,313</b>	<b>61,938</b>	<b>63,471</b>	<b>66,473</b>	DPS (Bt)	7.69	7.69	7.43	7.98	8.29
SG&A	(21,846)	(22,486)	(23,178)	(24,286)	(25,684)	BVPS (Bt)	27.5	28.9	30.8	32.6	34.6
Other income / (expense)	1,055	532	452	475	498	EV per share (Bt)	240.5	240.1	238.3	235.9	235.1
<b>EBIT</b>	<b>39,089</b>	<b>37,359</b>	<b>39,213</b>	<b>39,660</b>	<b>41,287</b>	PER (x)	24.3	25.2	23.4	22.6	21.4
Depreciation	53,374	52,902	52,981	57,227	61,873	Core PER (x)	23.7	25.1	23.4	22.6	21.4
<b>EBITDA</b>	<b>92,463</b>	<b>90,261</b>	<b>92,193</b>	<b>96,887</b>	<b>103,160</b>	PBV (x)	8.0	7.6	7.1	6.8	6.4
Finance costs	(5,626)	(5,230)	(5,102)	(4,286)	(3,969)	EV/EBITDA (x)	7.7	7.9	7.7	7.2	6.8
Non-other income / (expense)	217	126	135	175	235	Dividend Yield (%)	3.5	3.5	3.4	3.6	3.8
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>33,680</b>	<b>32,255</b>	<b>34,246</b>	<b>35,549</b>	<b>37,553</b>						
Income taxes	(5,970)	(6,168)	(6,233)	(6,470)	(6,835)						
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>27,711</b>	<b>26,087</b>	<b>28,013</b>	<b>29,079</b>	<b>30,718</b>						
Equity income	(141)	(36)	(83)	(83)	(86)						
Non-controlling interests	(2)	(3)	(3)	(3)	(3)						
<b>Core Profit</b>	<b>27,568</b>	<b>26,048</b>	<b>27,927</b>	<b>28,993</b>	<b>30,629</b>						
FX Gain/Loss & Extraordinary items	(646)	(37)	-	-	-						
<b>Net profit</b>	<b>26,922</b>	<b>26,011</b>	<b>27,927</b>	<b>28,993</b>	<b>30,629</b>						
EPS (Bt)	9.05	8.75	9.39	9.75	10.30						
Profitability Ratios (%)						Financial Strength Ratios					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
Gross profit margin	33.0	32.0	32.3	31.6	31.4	Current ratio (x)	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5
EBITDA margin	51.0	48.7	48.1	48.3	48.7	Quick ratio (x)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
EBIT margin	21.6	20.1	20.4	19.8	19.5	Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.9	0.8	0.7	0.6	0.6
Net profit margin	14.8	14.0	14.6	14.5	14.5	Net Debt/Equity (x)	0.7	0.7	0.6	0.5	0.4
ROA	7.6	7.7	8.6	9.2	10.1	Interest coverage (x)	6.9	7.1	7.7	9.3	10.4
ROE	32.9	30.3	30.5	29.9	29.8	Inventory day (days)	7	9	10	10	10
						Receivable day (days)	35	34	36	36	36
						Payable day (days)	129	127	121	121	121
						Cash conversion cycle	(87)	(84)	(75)	(75)	(75)
Growth (% YoY)											
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
Revenue	5	2	3	5	6	Revenue	5	2	3	5	6
EBITDA	3	(2)	2	5	6	EBITDA	3	(2)	2	5	6
EBIT	2	(4)	5	1	4	EBIT	2	(4)	5	1	4
Core profit	0	(6)	7	4	6	Core profit	0	(6)	7	4	6
Net profit	(2)	(3)	7	4	6	Net profit	(2)	(3)	7	4	6
EPS	(2)	(3)	7	4	6	EPS	(2)	(3)	7	4	6

Source : Pi Research



## Leadership

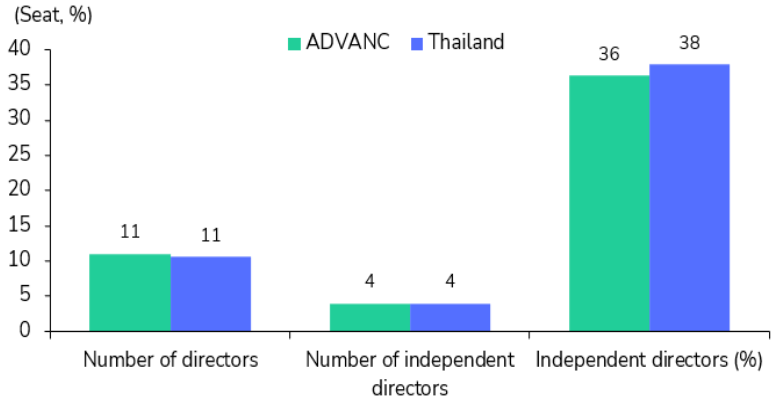


**Chairman**  
Mr. Kan Trakulhoon



**CEO**  
Mr. Somchai Lertsutiwong

### Board Composition



## Board of Directors & Key Management

Board of Directors	Position	Key Management	Position
Mr. Kan Trakulhoon	Chairman, Director, I	Mr. Somchai Lertsutiwong	CEO
Mr. Sarath Ratanavadi	Vice Chairman, Director	Mr. Mark Chong Chin Kok	Deputy CEO
Mr. Predee Daochai	Director, I, A	Mr. Tee Seeumpornroj	CFO
Mr. Gerardo C. Ablaza, Jr	Director, I, A	Ms. Kantima Lerlertyuttitham	Chief Human Resources
Mr. Krairit Euchukanonchai	Director, I, A	Mr. Goh Seow Eng	COO
Mr. Allen Lew Yoong Keong	Director	Mr. Pratthana Leelapanang	Chief Consumer Business
Mr. Somchai Lertsutiwong	Director	Mr. Tanapong Ittisakulchai	Chief Enterprise Business Officer
Ms. Jeann Low Ngiap Jong	Director	Mr. Kitti Ngarmchatetanarom	Chief Technology Officer
Ms. Yupapin Wangviwat	Director	Mr. Suppachai Panichayunon	Chief Information Officer
Mr. Arthur Lang Tao Yih	Director	Mr. Chavin Chaivatcharaporn	Company Secretary
Mr. Smith Banomyong	Director	Mr. Montri Khongkruephan	Head of Audit Business Unit
		Ms. Nattiya Poapongsakorn	Head of Investor
		Ms. Tachahat Hemakul	Head of Accounting

## CG Rating by the Thai Institute of Directors Association (Thai IOD)

### สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลที่บริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์พาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

ช่วงคะแนน	สัญลักษณ์	Description	ความหมาย
90-100		Excellent	ดีมาก
80-89		Very Good	ดี
70-79		Good	พอใช้
60-69		Satisfactory	ผ่าน
50-59		Pass	ผ่าน
< 50	No logo given	na.	na.

### ความหมายของคำแนะนำ

- "ซื้อ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนขั้นต่ำ 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ถือ"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน ต่ำกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน โดยคาดหวังผลตอบแทนระหว่าง 0% - 10% (ไม่รวมเงินปันผล)
- "ขาย"** เนื่องจากราคาปัจจุบัน สูงกว่า มูลค่าตามบัญชีพื้นฐาน (ไม่รวมเงินปันผล)

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information which 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.

### 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% - 10% over the next 6-12 months. The stock has good fundamentals, but may lack of 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 and excludes dividend yields.

รายงานฉบับนี้ จัดทำขึ้นโดยมีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอข้อมูลและบทความการวิเคราะห์ โดยใช้ข้อมูลและข่าวสารต่างๆ ที่ได้รับการเผยแพร่ต่อสาธารณะ ตลอดจนจากการสัมภาษณ์ผู้บริหารของบริษัทต่างๆ มาประกอบและได้พยายามตรวจสอบความถูกต้องอย่างระมัดระวัง แต่ก็ไม่สามารถยืนยันความถูกต้องได้อย่างสมบูรณ์ การวิเคราะห์ในรายงานฉบับนี้ได้พยายามยึดมาตรฐานบนหลักการวิเคราะห์ทางด้านปัจจัยพื้นฐานมาเป็นบทสรุปและข้อเสนอแนะ โดยมิได้เจตนาที่จะนำไปสู่การขึ้นนำแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย