

### FY3Q24 ผู้โดยสารโต 16%YoY

เรายังคงคำแนะนำ "ซื้อ" แต่ปรับมูลค่าเหมาะสมมาอยู่ที่ 68 บาท (40XP/25E) เพราะมีการปรับกำไรสุทธิในปี 25 ลง 9% เพื่อสะท้อนถึงการขอคืนพื้นที่จากทาง King Power ที่ทำให้รายได้ส่วนแบ่งผลประโยชน์ปรับตัวลดลง อย่างไรก็ตามในระยะยาวเรายังมองว่าด้วยการท่องเที่ยวที่ยังฟื้นตัวและแผนการขยายสนามบินของ AOT ที่จะช่วยให้สายการบินต่างๆ มีโอกาสเพิ่มเที่ยวบินได้มากขึ้น สำหรับแนวโน้มผลประกอบการช่วง FY3Q24 เบื้องต้นเราคาดกำไรสุทธิ 4,614 ล้านบาท (+46%YoY, -20%QoQ) โดยมีจำนวนผู้โดยสารจำนวน 28.9 ล้านคน (+16%YoY, -11%QoQ) และมีจำนวนเที่ยวบิน 181,473 เที่ยวบิน (+13%YoY, -6%QoQ)

### ผู้โดยสาร 3Q24 มีจำนวน 28.9 ล้านคน

- AOT มีจำนวนผู้โดยสารในช่วง FY3Q24 (เม.ย.-มิ.ย.) จำนวน 28.9 ล้านคน (+16%YoY, -11%QoQ) แบ่งเป็นผู้โดยสารในประเทศ 11.1 ล้านคน (+1%YoY, -10%QoQ) และผู้โดยสารระหว่างประเทศ 17.8 ล้านคน (+28%YoY, -11%QoQ) ด้านจำนวนเที่ยวบินในช่วงดังกล่าวอยู่ที่ 181,473 เที่ยวบิน (+13%YoY, -6%QoQ) การเพิ่มขึ้นจากปีก่อนเป็นไปตามทิศทางเดียวกับการท่องเที่ยวของไทยที่จำนวนนักท่องเที่ยว เดือน เม.ย.-พ.ค. 24 เพิ่มขึ้น 29%YoY
- จำนวนผู้โดยสารรวมในช่วง 9 เดือน (ต.ค.23-มิ.ย.24) มีจำนวน 90 ล้านคน คิดเป็นสัดส่วนประมาณ 75% ของประมาณการผู้โดยสารในปี 24 ที่ AOT คาดไว้ที่ระดับ 120 ล้านคน ขณะที่ในช่วง 3 เดือนสุดท้ายของปี เป็นช่วง Low seasons ของการท่องเที่ยวในประเทศ แต่จะได้รับผลดีจากการท่องเที่ยวจากต่างประเทศที่จะเป็นช่วง Summer มาชดเชย ทำให้ปีทั้งปียังมีโอกาสเป็นไปได้อยู่
- สำหรับการขอคืนพื้นที่จากทาง King Power เพื่อปรับปรุงสนามบินสุวรรณภูมิและภูเก็ต มีวัตถุประสงค์เพื่อให้อันดับของสนามบินสุวรรณภูมิปรับตัวดีขึ้นจากการจัดอันดับของต่างประเทศ ผลกระทบคือจะทำให้ส่วนแบ่งผลประโยชน์ที่ทาง King Power ชำระให้กับ AOT ปรับตัวลดลงโดยคิดจากรายได้ต่อหัวของผู้โดยสารระหว่างประเทศที่สนามบินสุวรรณภูมิและภูเก็ต ที่ลดลงจาก 234 บาท/คน และ 127 บาท/คน เหลือ 217 บาท/คนและ 106 บาท/คน ตามลำดับ ทั้งนี้ AOT คาดว่าหลังปรับปรุงจะทำให้มีการจ่ายเงินเพิ่มมาชดเชยได้
- ส่วนการยก Duty Free ขาเข้าคาดว่าผลกระทบจะคล้ายๆกับการขอคืนพื้นที่ โดยเราจะรอความชัดเจนจากทาง AOT อีกครั้ง

### FY3Q24 คาดกำไรโต 46%YoY แต่ลดลง 20%QoQ

ผลประกอบการงวด FY3Q24 เราคาดว่า AOT จะมีกำไรสุทธิ 4,614 ล้านบาท (+46%YoY, -20%QoQ) เทียบกับปีก่อนยังคงเติบโตได้ดีตามจำนวนผู้โดยสารและเที่ยวบินที่เพิ่มขึ้น ส่วนการลดลงจากไตรมาสก่อนหน้าเป็นผลตามฤดูกาลที่เริ่มเข้าสู่ช่วง Low Seasons

### ยังคงแนะนำ "ซื้อ" เพราะเป็นผู้ได้รับผลดีจากการท่องเที่ยว

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" โดยมองว่า AOT เป็นผู้ที่ได้รับผลดีจากการท่องเที่ยวที่ยังคงเติบโตอย่างต่อเนื่องรวมถึงการขยายสนามบินทั้งที่ดอนเมืองและสุวรรณภูมิจะช่วยเพิ่มศักยภาพในการรองรับเที่ยวบินในอนาคตได้ อย่างไรก็ตามหากกำไรสุทธิในช่วง FY3Q24 ออกมาตามคาดจะทำให้กำไรในช่วง FY9M24 คิดเป็นสัดส่วนเพียง 63% ของกำไรทั้งปีที่เราคาดไว้ สาเหตุหลักมาจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่สูงเกินคาด เราจึงปรับกำไรทั้งปีลง 16% เหลือ 19,946 ล้านบาท (+127%YoY) ส่วนปี 25 ปรับลด 8% มาอยู่ที่ 24,259 ล้านบาท (+22%YoY)

### BUY

Fair price: Bt 68

Upside (Downside): +20%

#### Key Statistics

Bloomberg Ticker	AOT TB
Current Price (Bt)	56.8
Market Cap. (Bt m)	810,713
Shares issued (mn)	14,286
Par value (Bt)	1.00
52 Week high/low (Bt)	73.75/56.50
Foreign limit/ actual (%)	30/7.43
NVDR Shareholders (%)	3.0
Free float (%)	30.0
Number of retail holders	102,112
Dividend policy (%)	25
Industry	Services
Sector	Transportation&Logistics
First Trade Date	11 March 2004
CG Rate	▲▲▲▲▲
Thai CAC	-
SET ESG Rating	A

#### Major Shareholders

Ministry of Finance	70.0
Thai NVDR Company limited	4.2
South East Asia UK (Type C)	1.5
State Street Europe Limited	1.1
Social Security Office	1.1

#### Key Financial Summary

Year End (Sep)	2022A	2023A	2024E	2025E
Revenue (Bt m)	16,560	48,141	66,714	73,616
Net Profit (Bt m)	-11,088	8,791	19,946	24,259
NP Growth (%)	N.M.	N.M.	127%	22%
EPS (Bt)	-0.78	0.62	1.40	1.70
PER (x)	N.M.	117.7	40.6	33.4
BPS (Bt)	7.2	7.9	8.9	9.7
PBV (x)	9.3	9.2	6.4	5.8
DPS (Bt)	0.00	0.36	0.84	1.02
Div. Yield (%)	0.0%	0.5%	1.5%	1.8%
ROA (%)	-6.0%	4.5%	9.9%	11.6%
ROE (%)	-10.8%	7.8%	15.7%	17.4%

Source: Pi Estimated

Analyst: Dome Kunprayoosawad

Registration No.10196

Email: dome.ku@pi.financial

### Earnings Preview

(Bt m)	FY3Q23	FY4Q23	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24E	%QoQ	%YoY
Revenue	12,954	15,362	15,708	18,234	16,124	(11.6)	24.5
Operating Cost	(7,448)	(9,288)	(8,547)	(9,264)	(8,823)	(4.8)	18.5
Operating Profit	5,507	6,074	7,161	8,970	7,301	(18.6)	32.6
Other income / (expense)	(562)	(850)	(556)	(693)	(661)	(4.5)	17.7
EBIT	4,945	5,223	6,605	8,277	6,640	(19.8)	34.3
Depreciation	2,170	2,311	2,819	2,810	2,810	-	29.5
EBITDA	7,115	7,534	9,424	11,087	9,450	(14.8)	32.8
Financial Cost	(719)	(720)	(692)	(710)	(700)	(1.4)	(2.6)
Earnings before taxes (EBT)	4,226	4,503	5,913	7,567	5,940	(21.5)	40.6
Income taxes	(822)	(865)	(1,148)	(1,504)	(1,164)	(22.6)	41.6
Earnings after taxes (EAT)	3,404	3,639	4,765	6,063	4,776	(21.2)	40.3
Equity income	(0)	(0)	(0)	(0)	-	(100.0)	(100.0)
Non-controlling interests	(151)	0	(119)	(188)	(161)	(14.1)	6.9
Core Profit	3,253	3,639	4,645	5,875	4,614	(21.5)	41.9
FX Gain/Loss & Extraordinary	(97)	(207)	(82)	(90)	-	(100.0)	(100.0)
Net profit	3,156	3,432	4,563	5,785	4,614	(20.2)	46.2
EPS (Bt)	0.22	0.24	0.32	0.40	0.32	(20.2)	46.2
Profits (%)	FY3Q23	FY4Q23	FY1Q24	FY2Q24	FY3Q24E	chg QoQ	chg YoY
Gross margin	42.5	39.5	45.6	49.2	45.3	(3.9)	2.8
Operating margin	38.2	34.0	42.1	45.4	41.2	(4.2)	3.0
Net margin	25.1	23.7	29.6	32.2	28.6	(3.6)	3.5

Source : Company Data, Pi Research

### กำไรได้ 16,124 ล้านบาท (+25%YoY,-12%QoQ)

- เราคาดการณ์รายได้ในช่วง FY3Q24 อยู่ที่ 16,124 ล้านบาท (+25%YoY,-12%QoQ) โดยแบ่งเป็นรายได้ในกลุ่มที่เกี่ยวข้องกับการบิน (Aero) 46% และกลุ่มที่ไม่เกี่ยวข้องกับการบิน (Non-aero) 54% ไตรมาสนี้มีการเปลี่ยนแปลงรูปแบบการรับรู้รายได้ในส่วนของการรับรู้ค่าบริการผู้โดยสารขาออก ที่ปรับมาใช้อัตรา 130 บาท/คน/เที่ยวบินสำหรับเส้นทางในประเทศ และ 730 บาท/คน/เที่ยวบิน สำหรับเที่ยวบินระหว่างประเทศ โดยเป็นการปรับโครงสร้างการรับรู้รายได้จากเดิมที่รับรู้เป็นรายได้ที่เกี่ยวข้องกับการบริการ (Non-Aero) มาเป็นรายได้ค่าบริการผู้โดยสารขาออก ซึ่งรายได้ดังกล่าวมาจากการติดตั้งอุปกรณ์อำนวยความสะดวกสำหรับผู้โดยสารอย่างระบบ CUPSS (Common Use Passenger Processing System) ที่เป็นการนำระบบตรวจบัตรโดยสารขึ้นเครื่องด้วยตัวเองมาใช้ตั้งแต่วันที่ 1 เม.ย. 24 ที่ผ่านมา
- ค่าใช้จ่ายหลักรวมอยู่ที่ 8,823 ล้านบาท (+19%YoY,-5%QoQ) เทียบกับปีก่อนเพิ่มขึ้นมากในกลุ่มค่าใช้จ่ายผลประโยชน์พนักงาน (+23%YoY) หลังเปิดอาคาร SAT-1 รวมถึงการบันทึกค่าใช้จ่ายโบนัส และค่าเสื่อมราคา (+29%YoY) ส่วนเทียบกับไตรมาสก่อนหน้าลดลงในส่วนของการจ่ายผลประโยชน์พนักงานเพราะไตรมาสก่อนมีการปรับปรุงค่าใช้จ่ายโบนัสพนักงาน

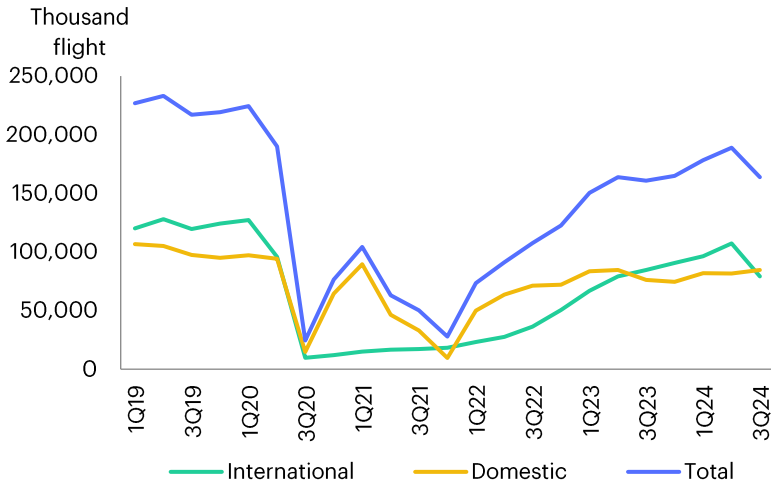
# Stock Update



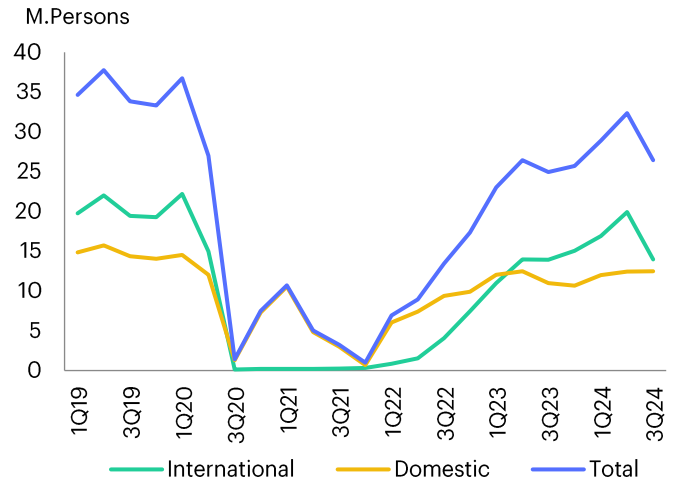
2 JULY 2024

AOT Airport of Thailand PCL

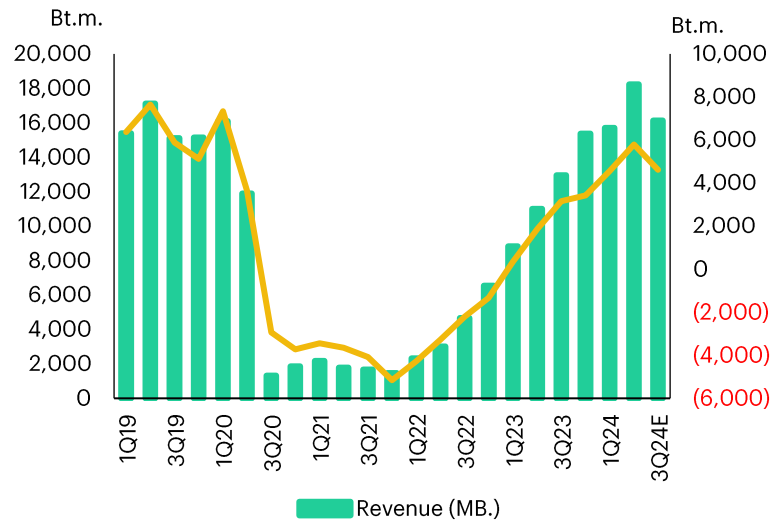
## จำนวนเที่ยวบินรายไตรมาส



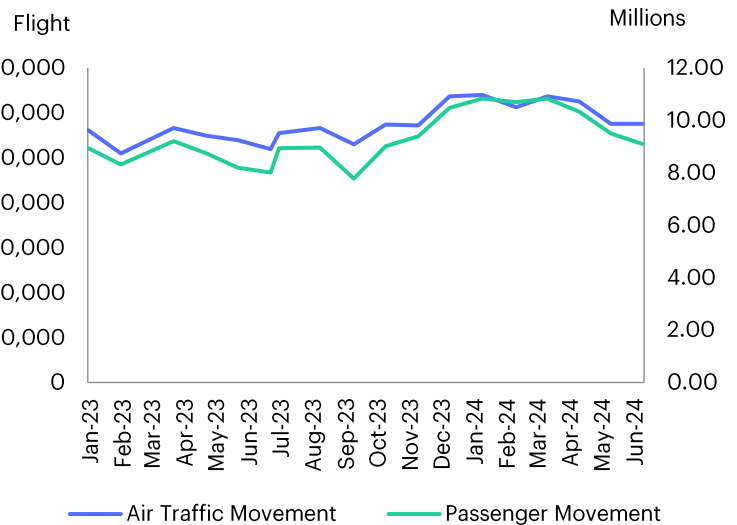
## จำนวนผู้โดยสารรายไตรมาส



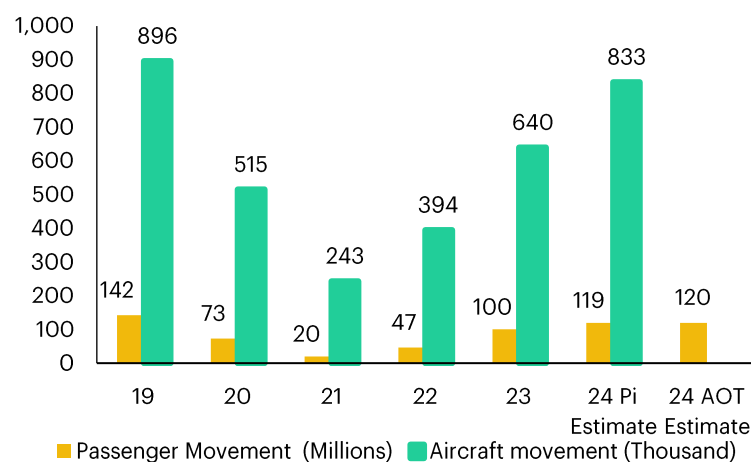
## รายได้และกำไรสุทธิรายไตรมาส



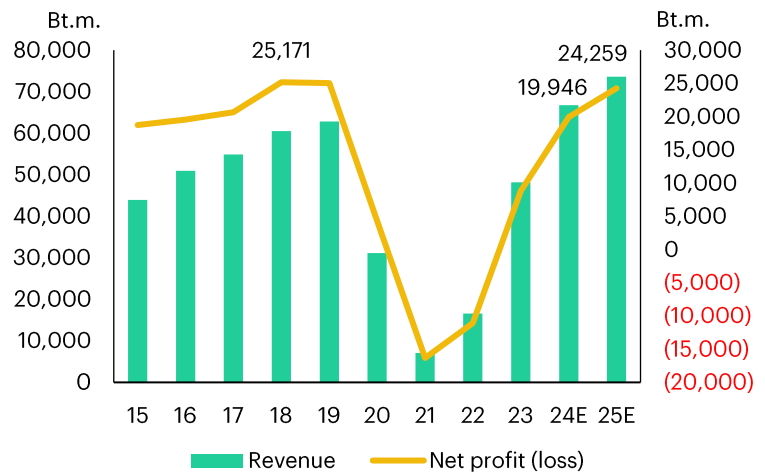
## เที่ยวบินและผู้โดยสารรายเดือน



## สมมติฐานผู้โดยสารและเที่ยวบิน



## รายได้และกำไรสุทธิรายปี



Source: Pi research, company data

### ตารางปรับประมาณการ

	Passenger (Million persons)			Revenue (MB)			Net Profit (MB)		
	Current	Previous	%CHG	Current	Previous	%CHG	Current	Previous	%CHG
2023	119	122	-1.9%	66,714	69,315	-3.8%	19,946	23,716	-15.9%
2024	135	131	3.0%	73,616	74,190	-0.8%	24,259	26,397	-8.1%

### แผนพัฒนาสนามบินดอนเมือง



## แผนแม่บท ทดม.



ท่าอากาศยานดอนเมือง  
รองรับผู้โดยสารได้  
30 ล้านคนต่อปี

- เพิ่มขีดความสามารถรองรับผู้โดยสาร 40 ล้านคนต่อปี
- พัฒนาศักยภาพให้เป็นศูนย์กลางของสายการบินต้นทุนต่ำ (Low-Cost Airlines)

© Copyright all rights reserved by Airport Development and Planning Department  
© บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน)



#### แผนแม่บทท่าอากาศยานดอนเมือง

**ปัจจุบัน**

30 ล้านคน/ปี

50 เที่ยวบิน/ชั่วโมง

- Terminal 1 (Inter)
- Terminal 2 (Dom)

**งานเอกชนร่วมลงทุน**

- อาคาร Junction Building
- อาคารจอดรถยนต์

**ระยะที่ 3**  
2566-2573

40 ล้านคน/ปี

50 เที่ยวบิน/ชั่วโมง

- Terminal 3 (Inter)
- ปรับปรุง Terminal 1 (Dom)



## โครงการพัฒนา ทดม. ระยะที่ 3

**รายละเอียดโครงการ**

- ก่อสร้างอาคารผู้โดยสารระหว่างประเทศ และปรับปรุงอาคารผู้โดยสาร 1 เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับผู้โดยสารจาก 30 ล้านคนต่อปีเป็น 40 ล้านคนต่อปี

**แผนการดำเนินงาน**

- ออกแบบและขออนุญาต ส.ค.66 - ส.ค.67
- ก่อสร้าง ก.ค.68 - ส.ค.73

**ผลการดำเนินงาน**

- ลงนามสัญญาว่าจ้างผู้ออกแบบ ก.ค.66
- ปัจจุบันอยู่ระหว่างการออกแบบ



กรม. อนุมัติงบประมาณแล้ว  
EIA ได้รับความเห็นชอบแล้ว

ปีงบประมาณ

2566	2567	2568	2569	2570	2571	2572	2573
Q1 Q2 Q3 Q4	Q1 Q2 Q3 Q4	Q1 Q2 Q3 Q4	Q1 Q2 Q3 Q4	Q1 Q2 Q3 Q4	Q1 Q2 Q3 Q4	Q1 Q2 Q3 Q4	Q1 Q2 Q3 Q4
ออกแบบ		จัดหา	ก่อสร้าง				

Source: Pi research, company data

### Summary financials

Balance Sheet (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Cash & equivalents	3,822	6,095	7,427	4,612
Accounts receivable	3,828	12,203	16,879	18,604
Inventories	338	285	667	736
Other current assets	488	430	667	736
<b>Total current assets</b>	<b>8,476</b>	<b>19,014</b>	<b>25,640</b>	<b>24,688</b>
Invest. in subs & others	13	13	13	13
Fixed assets - net	155,722	159,509	160,071	168,363
Other assets	19,601	17,075	15,364	16,331
<b>Total assets</b>	<b>183,813</b>	<b>195,611</b>	<b>201,088</b>	<b>209,395</b>
Short-term debt	2,599	4,212	970	1,879
Accounts payable	9,373	10,353	10,441	10,897
Other current liabilities	2,523	8,727	7,603	7,776
<b>Total current liabilities</b>	<b>14,495</b>	<b>23,293</b>	<b>19,014</b>	<b>20,552</b>
Long-term debt	57,991	51,464	46,020	40,222
Other liabilities	8,808	8,676	9,073	9,349
<b>Total liabilities</b>	<b>81,294</b>	<b>83,433</b>	<b>74,107</b>	<b>70,122</b>
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286
Premium-on-share	12,568	12,568	12,568	12,568
Others	905	771	771	771
Retained earnings	73,565	82,841	97,644	109,935
Non-controlling interests	1,195	1,713	1,713	1,713
<b>Total equity</b>	<b>102,519</b>	<b>112,178</b>	<b>126,981</b>	<b>139,273</b>
<b>Total liabilities &amp; equity</b>	<b>183,813</b>	<b>195,611</b>	<b>201,088</b>	<b>209,395</b>
Income Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	16,560	48,141	66,714	73,616
Operating Cost	(24,808)	(30,911)	(36,004)	(37,575)
<b>Operating Profit</b>	<b>(8,248)</b>	<b>17,230</b>	<b>30,709</b>	<b>36,041</b>
Other income / (expense)	(2,887)	(2,576)	(2,603)	(2,502)
<b>EBIT</b>	<b>(11,134)</b>	<b>14,654</b>	<b>28,106</b>	<b>33,538</b>
Depreciation	8,932	8,870	11,262	11,897
<b>EBITDA</b>	<b>(2,203)</b>	<b>23,524</b>	<b>39,368</b>	<b>45,435</b>
Financial Cost	(2,930)	(2,890)	(2,756)	(2,843)
<b>Earnings before taxes (EBT)</b>	<b>(14,064)</b>	<b>11,763</b>	<b>25,349</b>	<b>30,696</b>
Income taxes	2,888	(2,235)	(5,070)	(6,069)
<b>Earnings after taxes (EAT)</b>	<b>(11,176)</b>	<b>9,528</b>	<b>20,280</b>	<b>24,627</b>
Equity income	(0)	(0)	(0)	(0)
Non-controlling interests	(112)	(281)	(334)	(368)
<b>Core Profit</b>	<b>(11,288)</b>	<b>9,247</b>	<b>19,946</b>	<b>24,259</b>
FX Gain/Loss & Extraordinary	722	(445)	-	-
<b>Net profit</b>	<b>(10,566)</b>	<b>8,802</b>	<b>19,946</b>	<b>24,259</b>
EPS (Bt)	(0.74)	0.62	1.40	1.70

Cashflow Statement (Bt m)	2022	2023	2024E	2025E
CF from operation	795	16,873	26,589	33,954
CF from investing	(936)	(11,559)	(10,100)	(21,100)
CF from financing	(4,540)	(3,020)	(15,157)	(15,669)
<b>Net change in cash</b>	<b>(4,681)</b>	<b>2,293</b>	<b>1,332</b>	<b>(2,816)</b>

Valuation	2022	2023	2024E	2025E
EPS (Bt)	(0.74)	0.62	1.40	1.70
Core EPS (Bt)	(0.79)	0.65	1.40	1.70
DPS (Bt)	-	0.36	0.84	1.02
BVPS (Bt)	7.2	7.9	8.9	9.7
EV per share (Bt)	70.4	75.9	59.5	59.4
PER (x)	(89.8)	117.5	40.6	33.4
Core PER (x)	(84.0)	111.8	40.6	33.4
PBV (x)	9.3	9.2	6.4	5.8
EV/EBITDA (x)	(456.5)	46.1	21.6	18.7
Dividend Yield (%)	-	0.5	1.5	1.8

Profitability Ratios (%)	2022	2023	2024E	2025E
Gross profit margin	(49.8)	35.8	46.0	49.0
EBITDA margin	(13.3)	48.9	59.0	61.7
EBIT margin	(67.2)	30.4	42.1	45.6
Net profit margin	(63.8)	18.3	29.9	33.0
ROA	(5.7)	4.5	9.9	11.6
ROE	(10.3)	7.8	15.7	17.4

Financial Strength Ratios	2022	2023	2024E	2025E
Current ratio (x)	0.6	0.8	1.3	1.2
Quick ratio (x)	0.6	0.8	1.3	1.2
Int.-bearing Debt/Equity (x)	0.6	0.5	0.4	0.3
Net Debt/Equity (x)	0.6	0.4	0.3	0.3
Interest coverage (x)	(3.8)	5.1	10.2	11.8
Inventory day (days)	49	169	100	100
Receivable day (days)	4	4	4	4
Payable day (days)	(3)	(3)	(3)	(3)
Cash conversion cycle	56	176	107	107

Growth (% YoY)	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	133.7	190.7	38.6	10.3
EBITDA	(70.8)	(1,168.0)	67.4	15.4
EBIT	(32.8)	(231.6)	91.8	19.3
Core profit	(26.3)	(181.9)	115.7	21.6
Net profit	(35.7)	(183.3)	126.6	21.6
EPS	(35.7)	(183.3)	126.6	21.6

Source : Company Data, Pi Research

## Corporate Governance Report of Thai Listed Companies 2023

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD) ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินกิจการของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้ ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ฝาย จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

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

#### ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ : ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

#### IOD Disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information 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 โดยมีได้เจตนาที่จะนำไปสู่การชี้แนะแต่อย่างใด ซึ่งข้อเสนอแนะเหล่านี้ เป็นข้อคิดเห็นของนักวิเคราะห์ ซึ่งบริษัทฯ ไม่จำเป็นต้องเห็นด้วยกับข้อคิดเห็นดังกล่าวเสมอไป ทั้งนี้ นักลงทุนและผู้ใช้งายงานฉบับนี้ควรใช้วิจารณญาณส่วนตัวประกอบด้วย