

30 April 2025

Sector: Transportation & Logistics

Asia Aviation

กำไรปกติ 1Q25E ทรงตัว, ปี 2025E ปรับผู้โดยสาร inter ลดลง

Bloomberg ticker	AAV TB
Recommendation	HOLD (previously BUY)
Current price	Bt1.38
Target price	Bt1.58 (previously Bt2.80)
Upside/Downside	+14%
Core EPS revision	2025E: -25% / 2026E: -25%

Bloomberg target price	Bt2.73
Bloomberg consensus	Buy 12 / Hold 1 / Sell 1

Stock data

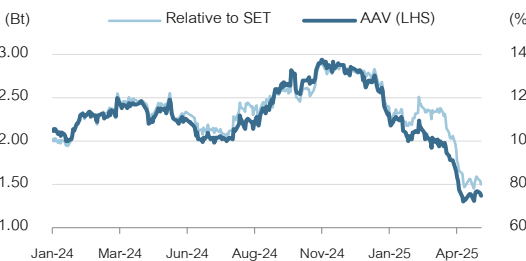
Stock price 1-year high/low	Bt2.96 / Bt1.24
Market cap. (Bt mn)	17,733
Shares outstanding (mn)	12,850
Avg. daily turnover (Bt mn)	130
Free float	36%
CG rating	Excellent
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights

FY: Dec (Bt mn)	2023A	2024A	2025E	2026E
Revenue	41,241	49,436	48,901	52,085
EBITDA	6,981	10,144	9,633	10,264
Net profit	466	3,478	2,390	2,581
EPS (Bt)	0.04	0.27	0.19	0.20
Growth	-105.5%	646.6%	-31.3%	8.0%
Core EPS (Bt)	0.01	0.23	0.19	0.20
Growth	-102.3%	1,640.5	-17.6%	8.0%
DPS (Bt)	0.00	0.00	0.00	0.00
Div. yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PER (x)	38.1	5.1	7.4	6.9
Core PER (x)	106.4	6.1	7.4	6.9
EV/EBITDA (x)	9.8	7.0	7.1	6.5
PBV (x)	2.1	1.6	1.3	1.1

Bloomberg consensus

Net profit	466	3,478	3,168	3,287
EPS (Bt)	0.04	0.27	0.25	0.26



Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-22.5%	-39.5%	-52.4%	-41.0%
Relative to SET	-22.1%	-26.7%	-33.1%	-27.0%

Major shareholders

	Holding
1. AirAsia Aviation Limited	40.71%
2. Mr. Tassapon Bijleveld	17.84%
3. Thai NVDR Co., Ltd.	10.51%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

เราปรับคำแนะนำลงเป็น “ถือ” จากเดิม “ซื้อ” และปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.58 บาท ถึง 2025E core PER ที่ 8.5 เท่า คิดเป็น -1.25SD ของค่าเฉลี่ย 5-yr average PER ช่วงก่อนโควิดในปีที่มีกำไรปกติ จากเดิม 2.80 บาท ถึง 2025E core PER ที่ 11.0 เท่า คิดเป็น -1SD เนื่องจากเราปรับประมาณการกำไรลดลง และ de-rate PER ลงจากความเสี่ยงด้านภาวะเศรษฐกิจ ทำให้การท่องเที่ยวเติบโตช้าลง ทั้งนี้ เราประเมินกำไรปกติ 1Q25E ที่ 1.25 พันล้านบาท ทรงตัว YoY, -4% QoQ จาก 1) ผู้โดยสารเติบโตช้าลงเป็น 5.6 ล้านคน (+3% YoY, +2% QoQ) จากผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ปรับตัวลดลง โดยเฉพาะจากเที่ยวบินจีน,ฮ่องกง, มาเก๊า, 2) ค่าตัวโดยสารเฉลี่ยจะลดลงเป็น 1.90-1.95 พันบาท (1Q24 = 2.11 พันบาท, 4Q24 = 1.97 พันบาท) ลดลงจากการแข่งขันที่มากขึ้น และสัดส่วนผู้โดยสารในประเทศเพิ่มขึ้น, 3) จะได้ผลบวกชดเชยจากต้นทุนน้ำมันเครื่องบินที่ลดลง YoY

เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2025E ลง 25% เป็น 2.4 พันล้านบาท -17% YoY โดยปรับลดจำนวนผู้โดยสารลงเป็น 21.3 ล้านคน +3% YoY จากเดิมที่ 22.5 ล้านคน +8% YoY หลักๆ ปรับจากผู้โดยสารระหว่างประเทศลงเป็น 7.0 ล้านคน -9% YoY (เดิมประเมิน 8.2 ล้านคน +6% YoY) แต่ยังคงผู้โดยสารในประเทศยังเติบโตตามเดิมที่ 14.3 ล้านคน +9% YoY และปรับค่าตัวโดยสารเฉลี่ยลงเป็น 1.88 พันบาท จากเดิม 1.96 พันบาท (ปี 2024 อยู่ที่ 1.97 พันล้านบาท) ตามการท่องเที่ยวที่เติบโตช้าลง

ราคาหุ้น underperform SET -22%/-27% ในช่วง 1 และ 3 เดือน จากความกังวลเกี่ยวกับความปลอดภัยในการเดินทางมาไทย, แผ่นดินไหว และสงครามการค้า ทั้งนี้ เราปรับคำแนะนำลงเป็น ถือ เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารที่ลดลงจากเดิม และค่าตัวโดยสารเฉลี่ยที่ลดลงจากการแข่งขันด้านราคาที่จะกลับมาเร็วขึ้น ส่งผลให้กำไรปกติปี 2025E ปรับตัวลดลง ซึ่ง 1Q25E จะเป็นระดับสูงสุดของปีแล้ว

Event: 1Q25E earnings preview

□ กำไรปกติ 1Q25E จะทรงตัว YoY ลดลง QoQ จากผู้โดยสารเติบโตช้าลง เราประเมินกำไรสุทธิ 1Q25E จะอยู่ที่ 1.4 พันล้านบาท ดีขึ้นจาก 1Q24 ที่ขาดทุนสุทธิ -409 ล้านบาท และ 4Q25 ที่กำไรสุทธิ 357 ล้านบาท ขณะที่หากเปรียบเทียบกำไรปกติ (ไม่รวมรายการพิเศษหลักๆ จาก FX gain/loss) 1Q25E จะมีกำไร 1.25 พันล้านบาท ทรงตัว YoY, -4% QoQ โดยเป็นผลจาก

1) จำนวนผู้โดยสารเริ่มเพิ่มขึ้นไม่มากเป็น 5.6 ล้านคน (+3% YoY, +2% QoQ) ยังเติบโตจากผู้โดยสารในประเทศที่ยังเติบโตได้ดีเป็น 3.7 ล้านคน (+9% YoY, +5% QoQ) ตามการท่องเที่ยวในประเทศที่ยังเติบโตดี และได้ส่วนแบ่งการตลาดเพิ่มขึ้น โดยมีการขยาย capacity มากขึ้น ส่วนผู้โดยสารระหว่างประเทศจะลดลงเป็น 1.9 ล้านคน (-9% YoY, -5% QoQ) โดยส่วนใหญ่ลดลงจากเที่ยวบินจีน, ฮ่องกง, มาเก๊า ที่กังวลด้านความปลอดภัยในการเดินทางมาไทย มีการลดเที่ยวบินจากการแข่งขันที่มากขึ้นและต้นทุนการให้บริการค่อนข้างสูง ส่วนอินเดียยังเติบโตได้ดีมากที่สุด 2) มีการรับเครื่องบินใหม่ในเดือน มี.ค. อีก 1 ลำ ทำให้ 1Q25E มีเครื่องบินรวม 61 ลำ 3) load factor จะอยู่ที่ 88%-89% (1Q24 = 93%, 4Q24 = 89%) ลดลงเล็กน้อย จากการเพิ่ม capacity

4) ค่าตัวโดยสารเฉลี่ย 1Q25E จะลดลงเป็น 1.90-1.95 พันบาท (1Q24 = 2.11 พันบาท, 4Q24 = 1.97 พันบาท) จากการแข่งขันที่กลับมามากขึ้น และสัดส่วนผู้โดยสารเที่ยวบินในประเทศมากขึ้น 5) จะได้ผลบวกจากต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงที่ลดลง (มี lag time ราว 1-2 เดือน) ซึ่งต้นทุนน้ำมันคิดเป็นค่าใช้จ่ายราว 30%-40% ของค่าใช้จ่ายรวม โดยราคาน้ำมันเครื่องบินเฉลี่ย 1Q25 อยู่ที่ USD90.3/bbl ลดลงมาจาก 1Q24 ที่ USD102.6/bbl แต่เพิ่มขึ้นเล็กน้อยจาก 4Q24 ที่ USD88.6/bbl

□ ปรับกำไรปกติปี 2025E ลง จากผู้โดยสารที่จะได้น้อยลงจากเดิม เราปรับประมาณการกำไรปกติปี 2025E ลง 25% เป็น 2.4 พันล้านบาท -17% YoY เนื่องจาก 1) ปรับลดผู้โดยสารลงเป็น 21.2 ล้านคน +2% YoY จากเดิมที่ 22.5 ล้านคน +8% YoY หลักๆ เราปรับผู้โดยสารระหว่างประเทศลดลงเป็น 7.0 ล้านคน -9% YoY (เดิมประเมิน 8.2 ล้านคน +6% YoY) โดยเฉพาะจากผู้โดยสารเที่ยวบินจีน จะหดตัวค่อนข้างมาก รวมถึงฮ่องกงและมาเก๊า จากการแข่งขันที่มากขึ้น และต้นทุนสูง ขณะที่ผู้โดยสารเที่ยวบินอินเดีย, เวียดนาม จะยังเติบโตดี ส่วนผู้โดยสารในประเทศยังคงประเมินที่ 14.3 ล้านคน +9% YoY ยังเติบโตดี และมีการเพิ่ม capacity มากขึ้น และ 2) ปรับค่าตัวโดยสารเฉลี่ยลงเป็น 1.88 พันบาท จากเดิม 1.96 พันบาท (ปี 2024 อยู่ที่ 1.97 พันล้านบาท) จากการแข่งขันที่มากขึ้น และสัดส่วนผู้โดยสารในประเทศเพิ่มขึ้น ซึ่งจะมีค่าตัวโดยสารเฉลี่ยที่น้อยกว่าผู้โดยสารระหว่างประเทศ ทั้งนี้ เราประเมินแนวโน้ม 2Q25E กำไรปกติจะลดลง QoQ เนื่องจากเข้า low season แต่จะยังทรงตัว YoY ได้ จากผลบวกจากต้นทุนน้ำมันที่ลดลง โดยราคาน้ำมันเครื่องบิน 2Q25E YTD เฉลี่ยอยู่ที่ USD81-82/bbl เทียบ 2Q24 ที่เฉลี่ยที่ USD98.6/bbl ขณะที่เราประเมินกำไรจะลดลง YoY ใน 2H25E จากฐานสูงปีก่อน โดยผู้โดยสารจะเติบโตชะลอลง และช่วง 4Q24 ฐานต้นทุนน้ำมันเริ่มลดลงแล้ว

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

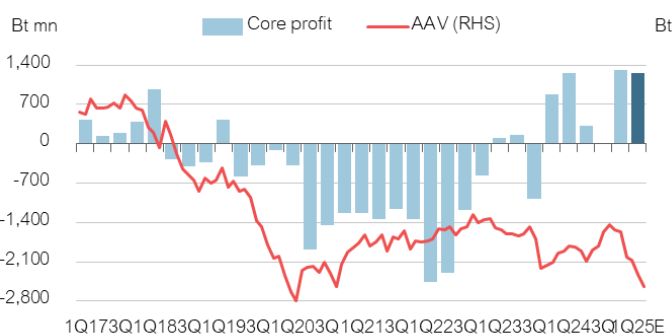
Valuation/Catalyst/Risk

เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 1.58 บาท ซึ่ง 2025E core PER ที่ 8.5 เท่า คิดเป็น -1.25SD ของค่าเฉลี่ย 5-yr average PER ช่วงก่อนโควิดในปีที่มีกำไรปกติ จากเดิม 2.80 บาท ซึ่ง 2025E core PER ที่ 11.0 เท่า คิดเป็น คิดเป็น -1SD เนื่องจากเราปรับประมาณการกำไรลดลง และปรับลด PER จากความเสี่ยงด้านภาวะเศรษฐกิจไทยและต่างประเทศอาจทำให้การเติบโตผู้โดยสารในอนาคตช้าลง

Fig 1: 1Q25E earning preview

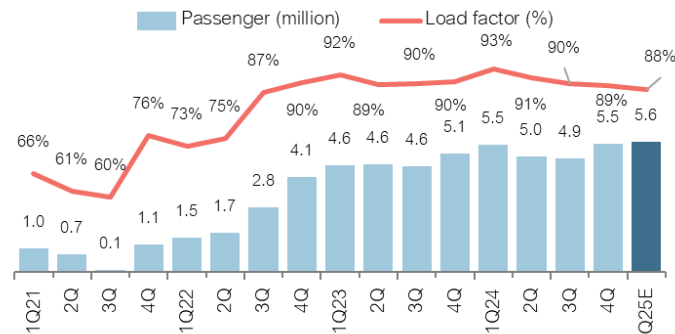
FY: Dec (Bt mn)	1Q25E	1Q24	YoY	4Q24	QoQ	2025E	2024	YoY
Revenues	12,920	13,794	-6%	13,226	-2%	48,901	49,436	-1.1%
CoGS	(9,793)	(11,242)	-13%	(10,021)	-2%	(40,910)	(40,879)	0.1%
Gross profit	3,127	2,551	23%	3,205	-2%	7,990	8,557	-6.6%
SG&A	(970)	(608)	60%	(1,047)	-7%	(3,229)	(3,187)	1.3%
EBITDA	3,405	3,097	10%	3,426	-1%	9,633	10,144	-5.0%
Other inc./exps	118	234	-49%	106	11%	716	718	-0.3%
Interest expenses	(708)	(630)	12%	(683)	4%	(2,615)	(2,596)	0.7%
Income tax	(343)	128	n.m.	(1)	34,069%	(561)	(703)	-20%
Core profit	1,254	1,258	0%	1,311	-4%	2,390	2,902	-18%
Net profit	1,374	(409)	n.m.	357	285%	2,390	3,478	-31%
EPS (Bt)	0.11	(0.03)	n.m.	0.03	285%	0.19	0.27	-31%
Gross margin	24.2%	18.5%		24.2%		16.3%	17.3%	
Net margin	10.6%	-3.0%		2.7%		4.9%	7.0%	

Fig 2: AAV share prices vs profits



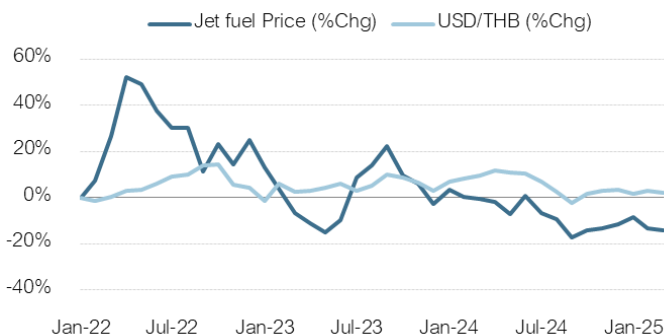
Source: AAV, Aspen, DAOL

Fig 3: Passenger vs load factor



Source: AAV, DAOL

Fig 4: Jet fuel price vs USD/THB



Source: Bloomberg, DAOL

Fig 5: ปรับประมาณการกำไรสุทธิใหม่

	2023	2024	Previous forecast		Revised forecast	
			2025E	2026E	2025E	2026E
Total passenger (millions)	18.9	20.8	22.5	23.5	21.3	22.3
Domestic (millions)	7.0	7.7	8.2	8.6	7.0	7.4
International (millions)	11.9	13.1	14.3	14.9	14.3	14.9
Avg. fare (Bt)	1,780	1,967	1,960	1,930	1,870	1,840
Avg. Jet fuel price (USD/bbl)	105.0	95.4	88.0	85.0	86.0	84.0
Core Profit (Bt mn)	167	2,902	3,240	3,510	2,390	2,581

Source: AAV, DAOL

Quarterly income statement

(Bt mn)	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24
Sales	12,457	13,794	11,485	10,931	13,226
Cost of sales	10,236	11,242	9,985	9,631	10,021
Gross profit	2,221	2,551	1,500	1,300	3,205
SG&A	729	608	673	859	1,047
EBITDA	3,016	3,097	1,916	1,704	3,426
Finance costs	652	630	631	652	683
Core profit	877	1,258	321	11	1,311
Net profit	2,814	(409)	84	3,446	357
EPS	0.22	(0.03)	0.01	0.27	0.03
Gross margin	17.8%	18.5%	13.1%	11.9%	24.2%
EBITDA margin	24.2%	22.5%	16.7%	15.6%	25.9%
Net profit margin	22.6%	-3.0%	0.7%	31.5%	2.7%

Balance sheet

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Cash & deposits	798	1,285	2,105	2,053	1,956
Accounts receivable	854	1,199	1,354	1,190	1,235
Inventories	401	508	591	403	417
Other current assets	3,184	7,013	11,452	9,148	9,623
Total cur. assets	5,236	10,005	15,502	12,796	13,231
Investments	0	0	0	0	0
Fixed assets	4,185	4,083	4,337	5,822	6,265
Other assets	55,264	53,706	55,535	57,585	57,699
Total assets	64,686	67,794	75,373	76,203	77,195
Short-term loans	1,493	1,250	1,750	1,100	1,100
Accounts payable	1,464	1,893	1,051	1,365	1,412
Current maturities	8,159	9,101	9,886	9,379	9,238
Other current liabilities	10,778	12,779	16,379	15,289	14,837
Total cur. liabilities	21,893	25,023	29,066	27,133	26,587
Long-term debt	34,104	33,538	33,366	33,700	32,458
Other LT liabilities	734	821	1,562	1,600	1,800
Total LT liabilities	34,838	34,358	34,928	35,300	34,258
Total liabilities	56,731	59,382	63,994	62,433	60,845
Registered capital	1,216	1,285	1,285	1,285	1,285
Paid-up capital	1,216	1,285	1,285	1,285	1,285
Share premium	14,668	15,800	15,800	15,800	15,800
Retained earnings	(9,130)	(8,672)	(5,705)	(3,315)	(734)
Others	1,200	0	0	0	(0)
Minority interests	0	0	0	0	0
Shares' equity	7,954	8,412	11,379	13,770	16,350

Cash flow statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Net profit	(8,030)	466	3,478	2,390	2,581
Depreciation	6,114	4,992	4,099	4,146	4,507
Chg in working capital	(6,769)	1,639	1,454	(773)	982
Others	9,249	(858)	(1,568)	(942)	(2,477)
CF from operations	564	6,239	7,463	4,821	5,593
Capital expenditure	3,276	(931)	(637)	(1,435)	(1,692)
Others	(3,866)	5	(205)	0	0
CF from investing	(590)	(926)	(842)	(1,435)	(1,692)
Free cash flow	(26)	5,313	6,621	3,386	3,901
Net borrowings	(7,135)	(4,209)	(4,987)	(822)	(1,383)
Equity capital raised	3,000	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	0
Others	(396)	(612)	(676)	(2,615)	(2,616)
CF from financing	(4,531)	(4,821)	(5,663)	(3,438)	(3,999)
Net change in cash	(4,562)	487	820	(51)	(97)

Source: AAV, DAOL

Forward PBV band



Income statement

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Sales	17,553	41,241	49,436	48,901	52,085
Cost of sales	(23,533)	(36,812)	(40,879)	(40,910)	(43,767)
Gross profit	(5,980)	4,430	8,557	7,990	8,319
SG&A	(1,711)	(2,967)	(3,187)	(3,140)	(3,229)
EBITDA	(1,230)	6,981	10,144	9,633	10,264
Depre. & amortization	(6,114)	(4,992)	(4,099)	(4,146)	(4,507)
Equity income	0	0	0	0	0
Other income	737	966	638	636	667
EBIT	(6,954)	2,462	6,057	5,566	5,842
Finance costs	(2,190)	(2,291)	(2,596)	(2,615)	(2,616)
Income taxes	2,452	(61)	(703)	(561)	(645)
Net profit before MI	(6,693)	110	2,758	2,390	2,581
Minority interest	184	0	0	0	0
Core profit	(6,803)	167	2,902	2,390	2,581
Extraordinary items	(1,227)	299	576	0	0
Net profit	(8,030)	466	3,478	2,390	2,581

Key ratios

FY: Dec (Bt mn)	2022	2023	2024	2025E	2026E
Growth YoY					
Revenue	358.5%	135.0%	19.9%	-1.1%	6.5%
EBITDA	n.m.	n.m.	45.3%	-5.0%	6.6%
Net profit	n.m.	n.m.	646.6%	-31.3%	8.0%
Core profit	n.m.	n.m.	1,640.5%	-17.6%	8.0%
Profitability ratio					
Gross profit margin	-34.1%	10.7%	17.3%	16.3%	16.0%
EBITDA margin	-7.0%	16.9%	20.5%	19.7%	19.7%
Core profit margin	-38.8%	0.4%	5.9%	4.9%	5.0%
Net profit margin	-45.7%	1.1%	7.0%	4.9%	5.0%
ROA	-10.5%	0.2%	3.8%	3.1%	3.3%
ROE	-85.5%	2.0%	25.5%	17.4%	15.8%
Stability					
D/E (x)	7.13	7.06	5.62	4.53	3.72
Net D/E (x)	5.50	5.22	3.95	3.21	2.62
Interest coverage ratio	(3.17)	1.07	2.33	2.13	2.23
Current ratio (x)	0.24	0.40	0.53	0.47	0.50
Quick ratio (x)	0.22	0.38	0.51	0.46	0.48
Per share (Bt)					
Reported EPS	(0.66)	0.04	0.27	0.19	0.20
Core EPS	(0.56)	0.01	0.23	0.19	0.20
Book value	0.65	0.65	0.89	1.07	1.27
Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Valuation (x)					
PER	n.m.	38.07	5.10	7.42	6.87
Core PER	n.m.	106.37	6.11	7.42	6.87
P/BV	2.11	2.11	1.56	1.29	1.08
EV/EBITDA	n.m.	9.76	7.02	7.12	6.49
Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

Corporate governance report of Thai listed companies 2025

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

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

สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้นี้ เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยแพร่สาธารณะ และเป็นข้อมูลสำหรับผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินการทางธุรกิจของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวกับบริษัทจดทะเบียนที่แสดงในผลสำรวจนี้

ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความครบถ้วนและถูกต้องของผลสำรวจดังกล่าว

DAOL SEC: ความหมายของคำแนะนำ

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

หมายเหตุ ผลตอบแทนที่คาดหวังอาจเปลี่ยนแปลงตามความเสี่ยงของตลาดที่เพิ่มขึ้น หรือลดลงในขณะนั้น

IOD disclaimer

The Corporate Governance Report (CGR) of Thai listed Companies is based on a survey and assessment of information that companies listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment ("listed companies") disclose to the public. The CGR is a presentation of information from the perspective of outsiders on the standards of corporate governance of listed companies. It is not any assessment of the actual practices of the listed companies, and the CGR does not use any non-public information. The CGR is not therefore an endorsement of the practices of the listed companies. It is not a recommendation for investment in any securities of any listed companies or any recommendation whatsoever. Investors should exercise their own judgment to analyze and consider any information relating to the listed companies presented in this CGR report. No representation or warranty is made by the Institute of Directors or any of its personnel as to the completeness or accuracy of the CGR report or the information used.

DAOL SEC's stock rating definition

- BUY** The stock presents a good buying opportunity as it appears undervalued and/or will appreciate in the medium term. A return of the stock, excluding dividend, is expected to exceed 10%.
- HOLD** The stock lacks a catalyst in the medium to long term, and there is uncertainty regarding earnings growth. A return of the stock is expected to be between 0% and 10%.
- SELL** The stock appears overvalued and/or will perform poorly in the medium to long term, while there is major challenge at a company.

Notes: The expected returns may be subject to change at any time without notice.

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

DAOL SEC มีการจัดทำ ESG Rating (ESG: Environment, Social, Governance) เพื่อบ่งบอกว่าบริษัทมีการกำกับดูแลกิจการและมีความรับผิดชอบต่อสิ่งแวดล้อมและสังคมระดับใด โดยทาง DAOL SEC ให้ความสำคัญกับการลงทุนในบริษัทที่มีการพัฒนาที่ยั่งยืน จึงได้จัดทำเกณฑ์ในการให้คะแนน ESG สำหรับหุ้นที่เรา Cover อยู่ สำหรับหลักเกณฑ์ในการประเมินคะแนน ESG ของ DAOL SEC ทำการพิจารณาจาก 3 ด้าน ดังนี้

❑ **การจัดการด้านสิ่งแวดล้อม (Environment)** หมายถึง การที่บริษัทมีนโยบายและกระบวนการทำงานในองค์กรเพื่อจัดการสิ่งแวดล้อมอย่างชัดเจนและใช้ทรัพยากรอย่างมีประสิทธิภาพ รวมถึงมีการฟื้นฟูสภาพแวดล้อมทางธรรมชาติที่ได้รับผลกระทบจากการดำเนินธุรกิจ ซึ่งเราใช้เกณฑ์ด้านรายได้ของบริษัทว่าบริษัทนั้นๆ มีสัดส่วนรายได้ที่ส่งผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อมเท่าไร

❑ **การจัดการด้านสังคม (Social)** การที่บริษัทมีนโยบายการบริหารทรัพยากรบุคคลอย่างเป็นธรรมและเท่าเทียม มีการส่งเสริมและพัฒนาพนักงานอย่างต่อเนื่องและมีคุณภาพ รวมถึงสนับสนุนลูกค้าให้มีการปฏิบัติต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนกับบริษัทมีความเกี่ยวข้องให้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช่งานการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกันกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชั่น ตลอดจนดูแลผู้มีส่วนได้เสีย ซึ่งรวมถึงการจ่ายภาษีให้แก่ภาครัฐอย่างโปร่งใส ซึ่งเราใช้เกณฑ์พิจารณาจาก CG rating ของสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย (IOD)

ESG Rating ที่ DAOL SEC ประเมินมี 5 ระดับ ได้แก่

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

สำหรับบริษัทที่มีข้อมูลไม่เพียงพอในการประเมินจะได้ rating เป็น n.a.

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

DAOL SEC believes environmental, social and governance (ESG) practices will help determine the sustainability and future financial performance of companies. We thus incorporate ESG into our valuation model.

❑ **Environmental** criteria consider how the company safeguards the environment and conserves natural resources. DAOL SECURITIES (THAILAND) calculates how much revenue derives from a business operation that can be harmful to the environment.

❑ **Social** criteria examine how it manages relationships with employees, suppliers, customers, and the communities where it operates. It also consists of employee welfare. DAOL SECURITIES (THAILAND) analyzes the company's non-financial statement reports (news and announcements), including NGO-related activities, retrieved from Bloomberg.

❑ **Governance** ensures a company uses accurate and transparent accounting method, internal controls, risk assessments, shareholder rights, and anti-corruption policies. DAOL SECURITIES (THAILAND) relates the IOD's CG rating system.

DAOL SECURITIES (THAILAND)'S ESG Scale of Ratings

Excellent (5)	Very Good (4)	Good (3)	Satisfactory (2)	Pass (1)
---------------	---------------	----------	------------------	----------

DAOL SECURITIES (THAILAND) assigns an "n.a." to notify an insufficient information.

Disclaimer: บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยบริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) มีวัตถุประสงค์เพื่อนำเสนอและเผยแพร่บทวิเคราะห์ให้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจของนักลงทุนทั่วไป โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของข้อมูลที่ได้เปิดเผยต่อสาธารณชนอันเชื่อถือได้ และไม่ได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด ดังนั้น บริษัทหลักทรัพย์ ดาโอ (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) จะไม่รับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ที่เกิดขึ้นจากการใช้บทวิเคราะห์ฉบับนี้ทั้งทางตรงและทางอ้อม และขอให้นักลงทุนใช้ดุลพินิจพิจารณาอย่างรอบคอบก่อนการตัดสินใจลงทุน

Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. DAOL SEC has no intention to solicit investors to buy or sell any securities in this report. In addition, DAOL SEC does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making decisions. All rights are reserved. This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without the permission of DAOL SEC. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making decisions. 5