

17 June 2025

Sector: Transportation & Logistics

Airports of Thailand

ปรับลดกำไร FY26E จากการปรับรายได้จากคิงเพาเวอร์

Bloomberg ticker	AOT TB
Recommendation	Hold (maintained)
Current price	Bt27.25
Target price	Bt30.00 (previously Bt47.00)
Upside/Downside	+10%
EPS revision	FY25E: No change / FY26E: -28%

Bloomberg target price	Bt38.82
Bloomberg consensus	Buy 9 / Hold 13 / Sell 6

Stock data

Stock price 1-year high/low	Bt65.00 / Bt28.50
Market cap. (Bt mn)	389,285
Shares outstanding (mn)	14,286
Avg. daily turnover (Bt mn)	1,081
Free float	30%
CG rating	Excellent
ESG rating	Excellent

Financial & valuation highlights

FY: Sep (Bt mn)	FY23A	FY24A	FY25E	FY26E
Revenue	48,141	67,121	66,763	62,970
EBITDA	22,787	38,246	36,978	32,642
Net profit	8,791	19,182	17,715	13,752
EPS (Bt)	0.62	1.34	1.24	0.96
Growth	-179.3%	118.2%	-7.7%	-22.4%
Core EPS (Bt)	0.65	1.37	1.25	0.96
Growth	-190.2%	111.0%	-8.3%	-23.2%
DPS (Bt)	0.36	0.79	0.72	0.55
Div. yield	1.3%	2.9%	2.6%	2.0%
PER (x)	44.3	20.3	22.0	28.3
Core PER (x)	42.1	19.9	21.8	28.3
EV/EBITDA (x)	19.7	11.3	11.7	13.4
PBV (x)	3.5	3.1	2.9	2.9

Bloomberg consensus

Net profit	8,791	19,182	18,806	20,931
EPS (Bt)	0.62	1.34	1.32	1.47
(Bt)				(%)



Source: Aspen

Price performance	1M	3M	6M	12M
Absolute	-21.6%	-31.9%	-55.5%	-54.6%
Relative to SET	-15.0%	-27.1%	-34.2%	-40.1%

Major shareholders

1. Ministry of Finance	Holding
2. Thai NVDR Co., Ltd.	70.00%
3. South East Asia UK (Type C) Nominees Ltd.	3.04%
	2.09%

Analyst: Amnart Ngosawang (Reg. No. 029734)

เรายังแนะนำ “ถือ” แต่ปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 30.00 บาท (เดิม 47.00 บาท) ถึง DCF (WACC 7.4% และ terminal growth 3.5%) เรามองเป็นลบตามเดิมจากการประชุมนักวิเคราะห์ (16 มิ.ย.) ดังนี้ 1) AOT ยืนยันคิงเพาเวอร์ (KP) ส่งหนังสือขอเจรจาปรับสัญญาคิงเพาเวอร์ที่ 3 ฉบับ โดย AOT จะมีการศึกษาให้เสร็จสมบูรณ์ภายใน 60 วัน, 2) AOT จะยังคงเก็บรายได้จาก KP ตามสัญญาเดิมจนกว่าจะมีการเปลี่ยนแปลง ยังไม่มีการปรับลด MG ตามที่ KP เสนอ, 3) สัญญาคิงเพาเวอร์ที่ 3 ที่ทำกับ KP สามารถเปลี่ยนแปลงได้ หากเป็นไปตามข้อกำหนด ไม่ต้องผ่าน ครม. เนื่องจากไม่เกี่ยวข้องกับสัญญาร่วมลงทุน, 4) AOT จะเริ่มจากการเจรจาปรับ MG ก่อน หากตกลงกันไม่ได้จึงจะยกเลิกสัญญาและเปิดประมูลใหม่ รวมถึงจะต้องยึด bank guarantee ทั้งนี้ เราประเมิน MG ใหม่ไม่ควรจะต่ำกว่า 1.0-1.1 หมื่นล้านบาท ซึ่งเป็นจำนวนเงินที่ผู้ที่ยื่นประมูลอันดับที่ 2 เสนอในปี 2019 เพื่อไม่ให้ผู้ประมูลอันดับที่ 2 พ้องร้องบริษัทได้ (เรารวมผลกระทบจากการขอคืนพื้นที่, ยกเลิกคิงเพาเวอร์ที่ 3 และอื่นๆ)

เรายังคงประมาณการกำไร FY25E ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท -8% YoY แต่ปรับกำไร FY26E ลง -28% เป็น 1.4 หมื่นล้านบาท -23% YoY เราจึงสมมติฐานว่า AOT จะมีการเจรจากับ KP ได้ข้อสรุปและเริ่มใช้ MG ใหม่ใน FY26E (เริ่ม ต.ค.25) โดยจะมีการปรับลดรายได้จาก KP ลงจากเดิม 40% ถึงข้อมูลล่าสุดที่ KP ได้เสนอขอปรับ MG จากปัจจุบันเทียบเท่ากับรายได้ 33%-34% ลดลงเป็นเทียบเท่ากับ 20% ของรายได้จากการประกอบกิจการของ KP ในสนามบิน AOT ซึ่งจะยังอยู่ในกรอบข้อกำหนดของสัญญาปัจจุบันที่มีการเสนอจ่ายส่วนแบ่งรายได้ไม่ต่ำกว่า 20% หรือคิดเป็นมูลค่าประมาณ 1.02 หมื่นล้านบาท (จากเดิม 1.7 หมื่นล้านบาท)

ราคาหุ้น underperform SET -15%/-27% ในช่วง 1 และ 3 เดือน จากความกังวลที่ KP มีการแจ้งขอเลื่อนการชำระผลตอบแทน MG รวมถึงจะมีการขอเจรจาของปรับลด MG ขณะที่แนวโน้มการท่องเที่ยวยังชะลอตัว ทั้งนี้ เรายังแนะนำ ถือ จากแนวโน้มกำไรที่จะปรับตัวลดลงจากการปรับลด MG และจะยังคงเป็นปัจจัย overhang จนกว่าจะมีความชัดเจน ในการเจรจาปรับ MG กับ KP

Event: Analyst meeting

□ เรามองเป็นลบตามเดิมจากการประชุมนักวิเคราะห์ (16 มิ.ย.) โดยมีประเด็นสำคัญ ดังนี้

1) AOT ยืนยันกับ KP ได้ส่งหนังสือถึง AOT ขอหารือแนวทางการแก้ไขสัญญาสัญญาคิงเพาเวอร์ที่ 3 ฉบับ ได้แก่ 1) สุวรรณภูมิ, 2) ดอนเมือง, 3) สนามบินภูเก็ต (ภูเก็ต, เชียงใหม่, หาดใหญ่) ซึ่งปัจจุบัน AOT ได้ตั้งคณะกรรมการ และจ้างที่ปรึกษาภายนอก เพื่อศึกษาและวิเคราะห์แนวทางการแก้ไขสัญญา โดยคาดว่าจะได้ข้อสรุปภายใน 60 วัน

2) ประเด็นที่ KP ได้ขอเปลี่ยนแปลงการจ่ายผลตอบแทนให้ AOT เป็นการจ่ายส่วนแบ่งรายได้ 20% จากยอดขาย ตั้งแต่เดือน ก.ค. 25 จากเดิมที่จ่ายแบบ Minimum Guarantee (MG) ซึ่งคิดเป็นเทียบเท่า 33% จากยอดขาย ซึ่งทาง AOT ยืนยันว่า KP จะยังคงต้องจาก MG ในอัตราเดิมไปก่อน จนกว่าจะมีการอนุมัติให้เปลี่ยนแปลง

3) สัญญาที่ทำกับ KP ไม่ได้เกี่ยวกับสัญญาร่วมลงทุน ดังนั้น AOT สามารถเปลี่ยนแปลงเงื่อนไขในสัญญาได้ โดยไม่ต้องผ่าน ครม. หากเป็นไปตามข้อกำหนดในสัญญา

4) แนวทางการแก้ไขปัญหาจะเริ่มจากการเจรจาเรื่องการลดการจ่ายผลตอบแทน (MG) ก่อน จนถึงที่สุด หากไม่สามารถตกลงกันได้ จึงจะเลือกการยกเลิกสัญญา และเปิดประมูลใหม่ ซึ่งทาง AOT จะต้องยึด bank guarantee

5) สำหรับการลด MG จะต้องพิจารณาให้ไม่ต่ำกว่าผู้ที่ยื่นประมูลอันดับที่ 2 ในปี 2019 เพื่อไม่ให้ผู้ประมูลอันดับที่ 2 พ้องร้องบริษัทได้ โดยการประมูลในปี 2019 แบ่งเป็น i. สัญญา duty free สุวรรณภูมิ KP เสนอราคาสูงสุดที่ 1.5 หมื่นล้านบาท และที่ 2 คือ ลีดเต้ ที่ 8.5 พันล้านบาท, ii. สัญญา กิจกรรมเชิงพาณิชย์สุวรรณภูมิ KP เสนอราคาสูงสุดที่ 5.8 พันล้านบาท และที่ 2 คือ เซ็นทรัล ที่ 3.0 พันล้านบาท, iii. duty free สนามบินภูเก็ต KP เสนอราคาสูงสุดที่ 2.3 พันล้านบาท และที่ 2 คือ รอยัลคิงดอม ที่ 2.0 พันล้านบาท ทั้งนี้ หากรวมสัญญาที่ดอนเมือง และผลกระทบจากการที่ AOT ขอคืนพื้นที่ และยกเลิกคิงเพาเวอร์ที่ 3 รวมถึงจำนวนผู้โดยสารที่ไม่ได้เติบโตตามที่ประเมินไว้ ดังนั้น MG รวมทั้งหมดที่ AOT เสนอไม่ควรต่ำกว่าระดับ 1.0-1.1 หมื่นล้านบาท

□ ปรับประมาณการกำไร FY26E ลง โดยประเมินจะได้รับผลกระทบจากการปรับลดรายได้จาก KP ลงจากเดิม 40% เรายังคงประมาณการกำไร FY25E ที่ 1.8 หมื่นล้านบาท -8% YoY แต่ปรับกำไร FY26E ลง -27% เป็น 1.4 หมื่นล้านบาท -19% YoY จากผลกระทบจากการปรับลดรายได้จาก KP โดยเราประเมิน AOT จะมีการเจรจาเพื่อแก้ไขปัญหาดังกล่าวทุกสัญญาที่มีกับ KP ซึ่งเราประเมินว่ารายได้ใหม่ที่จะได้รับจาก KP จะลดลงจากเดิมประมาณ 40% ซึ่งเราอิงจากข้อมูลล่าสุดที่ KP มีการจ่ายค่าผลตอบแทนในรูปแบบ MG จะเทียบเท่ากับ 33% ของรายได้ และจะมีการ MG ให้

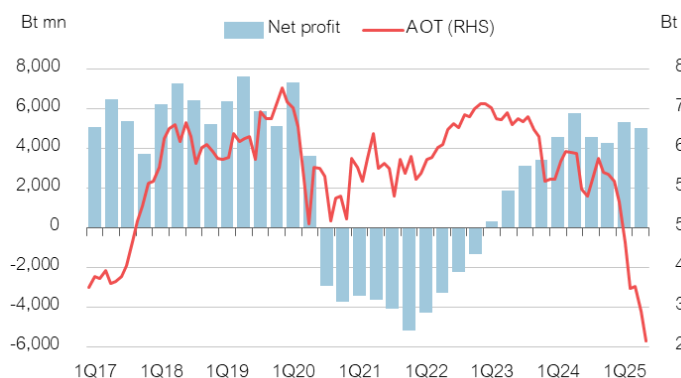
Disclaimer: This report has been prepared by DAOL SECURITIES (THAILAND). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however, DAOL SEC makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein 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.

ลดลงเทียบเท่า 20% ของรายได้ตามที่ KP สามารถจ่ายได้จริง ซึ่งจะยังเป็นไปตามข้อกำหนดของสัญญาในการประมูลเดิมที่มีการเสนอจ่ายส่วนแบ่งรายได้ให้ AOT ไม่ต่ำกว่า 20% ซึ่งจะคิดเป็นมูลค่าประมาณ 1.02 หมื่นล้านบาท (จากเดิม 1.7 หมื่นล้านบาท)

Valuation/Catalyst/Risk

เราปรับราคาเป้าหมายลงเป็น 30.00 บาท (จากเดิม 47.00 บาท) อิง DCF (WACC 7.4%, terminal growth 3.5%) เนื่องจากเรามีการปรับลดประมาณการกำไรตั้งแต่ FY26E ลงจากการปรับลดส่วนแบ่งผลประโยชน์จาก KP ลดลงจากเดิม ทั้งนี้ ยัง key risk จากการท่องเที่ยวที่ชะลอตัว และการเจรจาในการปรับการจ่ายส่วนแบ่งผลประโยชน์ MG กับ KP จะยังคงเป็น overhang จนกว่ามีความชัดเจน

Fig 1: AOT share prices vs profit (FY ending Sep)



Source: AOT, Bloomberg, DAOL

Fig 2: ประมาณการจากคิงเพาเวอร์แยกตามสนามบิน

	FY23	FY24	FY25E	FY26E
Duty free				
BKK	5,900	11,000	9,450	10,170
HKT+CNX+HDY	700	1,500	1,400	1,450
DMK	470	700	650	680
Total - Duty free	7,070	13,200	11,500	12,300
Commercial				
BKK	2,200	4,200	4,000	4,200
HKT+CNX+HDY	122	300	300	300
DMK	235	200	200	200
Total - Commercial	2,557	4,700	4,500	4,700
Total	9,627	17,900	16,000	17,000

Source: AOT, DAOL

Fig 3: Sensitivity analysis การปรับลดรายได้ Minimum Guarantee จากคิงเพาเวอร์ โดยใช้ประมาณการ FY26E ในการประเมิน

	Case 1 คงสัญญาเดิม	Case 2 ลด minimum guarantee รายได้จาก KP 10%	Case 3 ลด minimum guarantee รายได้จาก KP 20%	Case 4 ลด minimum guarantee รายได้จาก KP 30%	Case 5 ลด minimum guarantee รายได้จาก KP 40%	Case 6 ลด minimum guarantee รายได้จาก KP 50%
รายได้จาก KP (ล้านบาท)	17,000	15,300	13,600	11,900	10,200	8,500
รายได้ลดลงจากเดิม (ล้านบาท)	0	(1,700)	(3,400)	(5,100)	(6,800)	(8,500)
กำไรสุทธิลดลงจากเดิม (ล้านบาท)	0	(1,360)	(2,720)	(4,080)	(5,440)	(6,800)
กำไรสุทธิ (ล้านบาท)	19,192	17,832	16,472	15,112	13,752	11,032
กำไรลดลงจากเดิม	0.0%	-7.1%	-14.2%	-21.3%	-28.3%	-35.4%
ราคาเป้าหมาย (บาท)	47.00	42.58	38.32	34.23	30.31	26.55

Source: DAOL

Quarterly income statement

FY: Sep (Bt mn)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Sales	18,234	16,405	16,774	17,664	17,906
Cost of sales	(9,264)	(9,252)	(9,686)	(9,503)	(9,685)
Operating profit	8,970	7,153	7,089	8,161	8,221
EBITDA	10,997	9,347	9,022	10,541	10,411
Finance cost	(710)	(682)	(672)	(627)	(635)
Core profit	5,875	4,615	4,380	5,391	5,190
Net profit	5,785	4,563	4,272	5,344	5,053
EPS	0.40	0.32	0.30	0.37	0.35
Gross margin	49.2%	43.6%	42.3%	46.2%	45.9%
EBITDA margin	60.3%	57.0%	53.8%	59.7%	58.1%
Net profit margin	31.7%	27.8%	25.5%	30.3%	28.2%

Balance sheet

FY: Sep (Bt mn)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
Cash & deposits	3,798	6,091	18,487	12,010	10,099
Accounts receivable	3,785	12,184	10,767	10,110	9,119
Inventories	338	285	399	382	412
Other current assets	556	454	572	585	548
Total cur. assets	8,476	19,014	30,224	23,086	20,178
Investments	75	88	140	230	280
Fixed assets	115,705	122,876	126,123	132,065	142,592
Other assets	59,557	53,633	49,663	53,172	51,415
Total assets	183,813	195,611	206,150	208,554	214,465
Short-term loans	600	2,697	198	0	0
Accounts payable	1,056	2,086	1,767	2,151	2,253
Current maturities	2,966	7,315	6,639	4,500	4,500
Other current liabilities	9,873	11,195	14,759	14,360	14,969
Total cur. liabilities	14,495	23,293	23,363	21,011	21,722
Long-term debt	57,991	51,464	47,393	45,726	47,500
Other LT liabilities	8,808	8,676	8,995	9,019	8,998
Total LT liabilities	66,799	60,140	56,388	54,745	56,498
Total liabilities	81,294	83,433	79,751	75,756	78,219
Registered capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Share premium	12,568	12,568	12,568	12,568	12,568
Retained earnings	73,565	82,841	96,881	103,310	106,776
Others	905	771	498	498	498
Minority interests	1,195	1,713	2,166	2,136	2,117
Shares' equity	102,519	112,178	126,399	132,798	136,245

Cash flow statement

FY: Sep (Bt mn)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
Net profit	(11,088)	8,791	19,182	17,715	13,752
Depreciation	(8,932)	(8,870)	(11,404)	(11,961)	(12,635)
Chg in working capital	19,848	16,952	33,278	8,219	21,129
CF from operations	(171)	16,873	41,056	13,973	22,245
Capital expenditure	(9,585)	(11,575)	(13,076)	(6,019)	(10,603)
Others	8,648	16	5,784	5,607	(1,724)
CF from investing	(936)	(11,559)	(13,128)	(412)	(12,327)
Free cash flow	(1,108)	5,314	27,929	13,560	9,918
Net borrowings	(2,123)	(676)	(7,355)	(5,517)	1,774
Equity capital raised	0	0	0	0	0
Dividends paid	(8)	(18)	(5,151)	(11,286)	(10,286)
Others	(1,442)	(2,326)	(3,027)	(3,234)	(3,317)
CF from financing	(3,573)	(3,020)	(15,533)	(20,037)	(11,829)
Net change in cash	(4,681)	2,293	12,396	(6,477)	(1,911)

Forward P/BV band



Income statement

FY: Sep (Bt mn)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
Sales	16,560	48,141	67,121	66,763	62,970
Cost of sales	(24,808)	(30,911)	(36,749)	(38,305)	(39,621)
Gross profit	(8,248)	17,230	30,373	28,458	23,350
EBITDA	(2,114)	22,787	38,246	36,978	32,642
Depre. & amortization	(8,932)	(8,870)	(11,404)	(11,961)	(12,635)
Equity income	(0)	(0)	(1)	0	0
Other income	266	271	512	557	517
EBIT	(10,095)	14,654	27,635	25,850	20,707
Finance costs	(2,930)	(2,890)	(2,757)	(2,734)	(2,817)
Income taxes	2,888	(2,235)	(4,903)	(4,568)	(3,438)
Net profit before MI	(10,137)	9,528	19,975	18,548	14,452
Minority interest	(112)	(281)	(460)	(650)	(700)
Core profit	(10,249)	9,247	19,515	17,898	13,752
Extraordinary items	(839)	(457)	(333)	(183)	0
Net profit	(11,088)	8,791	19,182	17,715	13,752

Key ratios

FY: Sep (Bt mn)	FY22	FY23	FY24	FY25E	FY26E
Growth YoY					
Revenue	133.7%	190.7%	39.4%	-0.5%	-5.7%
EBITDA	n.m.	n.m.	67.8%	-3.3%	-11.7%
Net profit	n.m.	n.m.	118.2%	-7.7%	-22.4%
Core profit	n.m.	n.m.	111.0%	-8.3%	-23.2%
Profitability ratio					
Gross profit margin	-49.8%	35.8%	45.3%	42.6%	37.1%
EBITDA margin	-12.8%	47.3%	57.0%	55.4%	51.8%
Core profit margin	-61.9%	19.2%	29.1%	26.8%	21.8%
Net profit margin	-67.0%	18.3%	28.6%	26.5%	21.8%
ROA	-5.6%	4.7%	9.5%	8.6%	6.4%
ROE	-10.0%	8.2%	15.4%	13.5%	10.1%
Stability					
D/E (x)	0.79	0.74	0.63	0.57	0.57
Net D/E (x)	0.60	0.55	0.43	0.38	0.38
Interest coverage ratio	(3.45)	5.07	10.02	9.45	7.35
Current ratio (x)	0.58	0.82	1.29	1.10	0.93
Quick ratio (x)	0.56	0.80	1.28	1.08	0.91
Per share (Bt)					
Reported EPS	(0.78)	0.62	1.34	1.24	0.96
Core EPS	(0.72)	0.65	1.37	1.25	0.96
Book value	7.18	7.85	8.85	9.30	9.54
Dividend	0.00	0.36	0.79	0.72	0.55
Valuation (x)					
PER	n.m.	44.28	20.29	21.98	28.31
Core PER	n.m.	42.10	19.95	21.75	28.31
P/BV	3.80	3.47	3.08	2.93	2.86
EV/EBITDA	n.m.	19.71	11.27	11.71	13.37
Dividend yield	0.0%	1.3%	2.9%	2.6%	2.0%

Source: AOT, DAOL

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)

ผลสำรวจการกำกับดูแลกิจการบริษัทจดทะเบียนที่แสดงไว้เป็นผลที่ได้จากการสำรวจและประเมินข้อมูลของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และตลาดหลักทรัพย์ เอ็ม เอ ไอ ("บริษัทจดทะเบียน") เปิดเผยต่อสาธารณะ และเป็นข้อมูลที่ผู้ลงทุนทั่วไปสามารถเข้าถึงได้ ผลสำรวจดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอข้อมูลในมุมมองของบุคคลภายนอกต่อมาตรฐานการกำกับดูแลกิจการของบริษัทจดทะเบียน โดยไม่ได้เป็นการประเมินผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน อีกทั้งมิได้ใช้ข้อมูลภายในของบริษัทจดทะเบียนในการประเมิน ดังนั้น ผลสำรวจที่แสดงนี้จึงไม่ได้เป็นการรับรองถึงผลการปฏิบัติงานหรือการดำเนินงานของบริษัทจดทะเบียน และไม่ถือเป็นการให้คำแนะนำในการลงทุนในหลักทรัพย์ของบริษัทจดทะเบียนหรือคำแนะนำใดๆ ผู้ใช้ข้อมูลจึงควรใช้วิจารณญาณของตนเองในการวิเคราะห์และตัดสินใจในการใช้ข้อมูลใดๆ 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 รวมถึงสนับสนุนผู้ค้าให้มีการปฏิบัติตามต่อแรงงานอย่างเหมาะสม และเปิดโอกาสให้ชุมชนที่บริษัทมีความเกี่ยวข้องได้เติบโตอย่างยั่งยืน ซึ่งเราใช้เกณฑ์คะแนนจาก Bloomberg โดยการสำรวจรายงานต่างๆ ที่ไม่ใช้งบการเงิน ข่าวสารต่างๆ ที่เกี่ยวข้องกับบริษัท และกิจกรรมทาง NGO

❑ **บรรษัทภิบาล (Governance)** การที่บริษัทมีการกำกับดูแลกิจการที่ดี ดำเนินงานอย่างโปร่งใส มีแนวทางการบริหารความเสี่ยงที่ชัดเจนต่อต้านทุจริตและคอร์รัปชัน 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 และมีได้มีเจตนาเชิญชวนหรือชี้แนะให้ซื้อหรือขายหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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