

# Airports of Thailand (AOT TB)

## รายได้ขาขึ้นหลังต้นทุนพุ่งแตะจุดสูงสุด

### ราคาหุ้นปรับฐานเป็นโอกาสสะสม

เรายังคงคำแนะนำซื้อ AOT ด้วยราคาเป้าหมายอิง DCF ที่ 77 บาท (WACC 7.0%, Tg 3.0%) คิดเป็น PE ปี 68 ที่ 37 เท่า ปัจจุบันหุ้น AOT ซื้อขายที่ Forward P/E ปี 68 ที่ 30 เท่า ต่ำกว่า P/E ย้อนหลังระดับที่ 39 เท่า ในปี 62 และ 45 เท่า ในปี 61 เราคาดว่าโมเมนตัมการฟื้นตัวของกำไรจะยังคงดำเนินต่อไปตลอดปี 67-68 โดยได้แรงหนุนจากการฟื้นตัวของจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติและรายได้สัมปทานที่สูงขึ้นหลังมาตรการช่วยเหลือผู้รับสัมปทานหมดอายุ ผลประกอบการที่น่าผิดหวังใน 1Q67 (ต.ค.-ธ.ค.66) ซึ่งต่ำกว่าประมาณการของตลาดไป 9% ถือเป็นโอกาสในการเข้าสะสมหุ้นซึ่งจะได้รับอานิสงส์จากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวชาวจีน (73% ในเดือน ก.พ. 67 เทียบกับ ก.พ.62) ดาวนไซด์ได้แก่ จำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ลดลงและการยกเลิกร้านค้าปลอดภาษีขาเข้าตามที่กระทรวงการคลังเสนอเพื่อสนับสนุนร้านค้าปลีกในท้องถิ่น

### คาดว่าต้นทุนจะเพิ่มขึ้นอย่างจำกัดจาก 1Q67 เป็นต้นไป

เราคาดว่าต้นทุนของ AOT จะทรงตัวตั้งแต่ 1Q67 เป็นต้นไป เนื่องจากสวัสดิการพนักงานและค่าเสื่อมราคา ซึ่งสาเหตุหลักมาจากเทอร์มินัล SAT1 มีแนวโน้มที่จะถึงจุดสูงสุด เราประมาณการค่าเสื่อมราคาที่เกิดขึ้นจาก SAT1 ที่ 585 ลบ./ไตรมาส ซึ่งสูงกว่าค่าการสมัครครั้งก่อนมากที่ 300 ลบ. เราประเมินรายได้เติบโตจากการฟื้นตัวอย่างต่อเนื่องของผู้โดยสารระหว่างประเทศ (การฟื้นตัวของปริมาณการจราจร 84% เทียบกับระดับปีงบประมาณ 2019) และการปรับ PSC ที่จะเกิดขึ้นในปี 68 (780 บาทต่อผู้โดยสารระหว่างประเทศจากตอนนี้ 700 บาท) เพื่อชดเชยแรงกดดันด้านต้นทุน

### แนวโน้มการเติบโตระยะยาวไม่ได้รับผลกระทบ

รายได้ระยะยาวจะได้รับแรงหนุนจากความสามารถในการดำเนินงานที่สูงขึ้นและการขยายสนามบิน เราคาดว่าความสามารถในการรองรับผู้โดยสารของสนามบินของ AOT จะเพิ่มขึ้นจาก 116 ล้านคนต่อปีเป็น 173 ล้านคนภายในปี 71 ด้วยงบลงทุน 1 แสน ลบ. ซึ่งเราคาดว่าจะมี EBITDA มากพอจนจบปี 67 เป็นต้นไปเพื่อใช้สนับสนุนโครงการเหล่านี้โดยไม่ต้องใช้แหล่งเงินทุนใดๆ AOT จะได้เข้าบริหารสนามบินอีก 3 แห่ง ได้แก่ กระบี่ อุดรธานี และบุรีรัมย์ ภายในปลายปี 67 ซึ่งขณะนี้อยู่ระหว่างรอการอนุมัติจาก CAAT

### แม้ Valuation ไม่ถูก แต่ก็ยังน่าเก็บ

แม้ว่าการเติบโตของกำไรจะแข็งแกร่งขึ้นหลังโควิด-19 ระบาด ขณะที่ช่องทางสร้างรายได้จากธุรกิจที่ไม่ใช่การบินมากขึ้นในอนาคต แต่ P/E ของ AOT ที่ 30 เท่าในปี 68 ก็น่าสนใจ โดยต่ำกว่าค่าเฉลี่ย 38-45 เท่าในช่วงก่อนเกิดโควิดในปี 61-63 เราเชื่อว่าราคาหุ้นได้สะท้อนปัจจัยลบส่วนใหญ่ไปแล้ว อาทิ ผลประกอบการไตรมาส 1Q67 ที่น่าผิดหวัง ความกังวลเกี่ยวกับการยกเลิกร้านค้าปลอดภาษีขาเข้า และมาตรการช่วยเหลือผู้รับสัมปทาน เช่น การขยายเงื่อนไขการชำระหนี้และการยกเว้นค่าธรรมเนียม

FYE Sep (THB m)	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
Revenue	16,560	48,141	66,538	77,305	83,351
EBITDA	(2,250)	23,500	40,904	51,003	56,248
Core net profit	(11,379)	9,184	22,108	30,055	34,043
Core EPS (THB)	(0.80)	0.64	1.55	2.10	2.38
Core EPS growth (%)	nm	nm	140.7	35.9	13.3
Net DPS (THB)	0.00	0.00	0.00	0.00	1.00
Core P/E (x)	nm	108.5	40.9	30.1	26.5
P/BV (x)	10.2	9.0	7.1	6.3	5.6
Net dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6
ROAE (%)	(10.6)	8.2	18.6	22.1	22.4
ROAA (%)	(6.0)	4.8	10.9	13.6	14.3
EV/EBITDA (x)	nm	42.5	21.8	17.4	15.9
Net gearing (%) (incl perps)	2.1	net cash	net cash	net cash	net cash
Consensus net profit	-	-	22,075	28,388	34,043
MIBG vs. Consensus (%)	-	-	0.2	5.9	(0.0)

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

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

# BUY

Share Price THB 63.25  
12m Price Target THB 77.00 (+22%)  
Previous Price Target THB 77.00

### Company Description

AOT operates airport business in Thailand serving both domestic and international flights. There are six airports under operations.

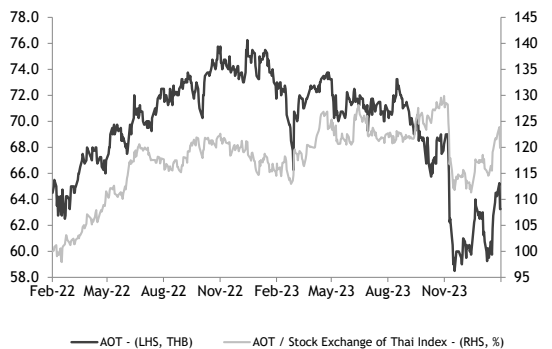
### Statistics

52w high/low (THB)	73.75/58.50
3m avg turnover (USDm)	59.4
Free float (%)	30.0
Issued shares (m)	14,286
Market capitalisation	THB903.6B USD25.0B

### Major shareholders:

Ministry of Finance	70.0%
Thai NVDR Co., Ltd.	4.2%
SOUTH EAST ASIA UK (TYPE C) NOMINEES LIM	1.5%

### Price Performance



	-1M	-3M	-12M
Absolute (%)	0	(7)	(12)
Relative to index (%)	2	(8)	5

Source: FactSet

### Terms defined

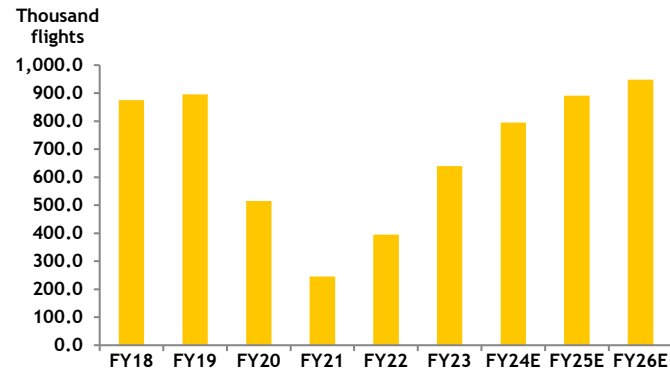
MAG - Maximum annual guarantee  
pax - Passenger number  
PSC - Passenger service charge  
BKK - Suvarnabhumi airport  
SAT1- Satellite 1 terminal  
CAAT - Civil Aviation Authority of Thailand

ESG@MAYBANK IBG  
Tear Sheet Insert

## Value Proposition

- AOT is Thailand’s leading tourism play with 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 plant, public transportation, and telecommunications.
- Three growth drivers in FY24 are; 1.) rising number of passengers and aircraft traffic at airports, 2.) hike of passenger service charge (PSC), and, incremental income from the concession business.

### AOT’s flight traffic

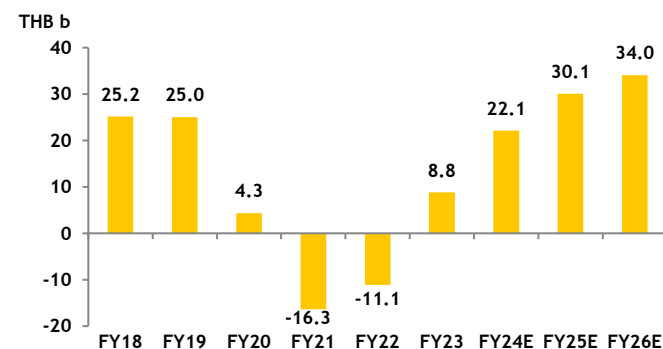


Source: Company, MST

## Financial Metrics

- AOT’s profitability is highly dependent on recovery in international arrivals as it earns THB700 in passenger service charge (PSC) for each international passenger, 7 times that from a domestic passenger
- With international passengers forecast to reach 70.8m in FY24E vs 53.9m in FY23, we expect AOT to make a profit of THB22.2b in FY24E, up from THB8.8b in FY23.
- Four-year high earnings will be supported by 1) Increasing non-aeronautical revenue as new contractual terms with concessionaire King Power kicked in on full-year basis, 2) Beneficiary of high operating leverage, and, 3) Expanding aeronautical operation along with recovery in foreign tourist arrivals and removal of aircraft parking fee discounts collected from airline operators.

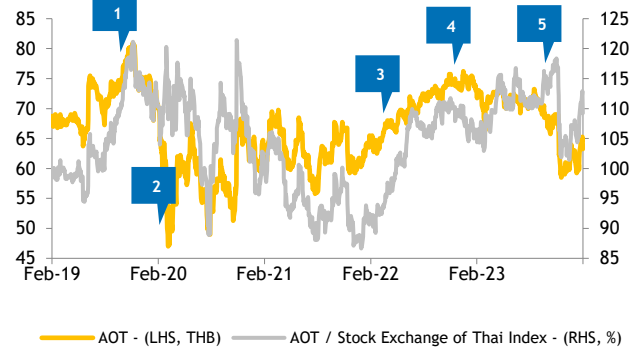
### AOT’s profitability



Source: Company

## Price Drivers

### Historical share price trend



Source: Company, MST

1. King Power bid the highest at THB23.4b for duty-free and commercial space, surpassing expectations.
2. The spread of Covid-19 in China, the start of the global pandemic.
3. Thailand international border reopening on July 2022.
4. TAT reported strong rebound in international tourists.
5. Negative sentiment from booking cancellation of flights from China, additional assistance measures for concessionaires, and impending removal of duty-free on arrivals.

## 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 <sup>1</sup>	17.1 Low Risk
Score Momentum <sup>2</sup>	+1.5
Last Updated	11 August 2023
Controversy Score <sup>3</sup> (Updated: 31 Jan 2024)	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.
- To help those affected by the pandemic, AOT: 1) cut rent by 15-50% for all its tenants (office and retail), 2) reduced landing and parking charges for airlines by 50%, and 3) extended credit terms for all suppliers by one year, all from Apr 2022- Mar 2023. We believe that this policy is sound and fair.

### 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. Especially 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. Carbon emission has been calculated from the sources within airports' operational boundary following Airport Carbon Accreditation Guidance. This has led to carbon reduction.

### Material S issues

- In 2021, the company was listed as one of the top 50 companies by ASEAN Corporate Governance Scorecard (ACGS). 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 (IOD).
- 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 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 one of the members of the Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) in 2023, 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).

<sup>1</sup>**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. <sup>2</sup>**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. <sup>3</sup>**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
	<b>Total</b>	<b>tCO2e</b>	<b>174,313</b>	<b>181,474</b>	<b>227,327</b>	<b>78,834</b>
	Scope 3 emissions	tCO2e	N/A	N/A	N/A	340,761
	<b>Total</b>	<b>tCO2e</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>N/A</b>	<b>419,595</b>
		tCO2e/passenge				
	Scope 1 & 2 emissions intensity	r	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 whether there is a standalone ESG committee or is it part of a 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 (TCFD) 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 (SDGs)</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%
<b>Impact</b>		
NA		
<b>Overall Score: 56</b>		
As per our ESG matrix, Airports of Thailand (AOT TB) has an overall score of 56.		

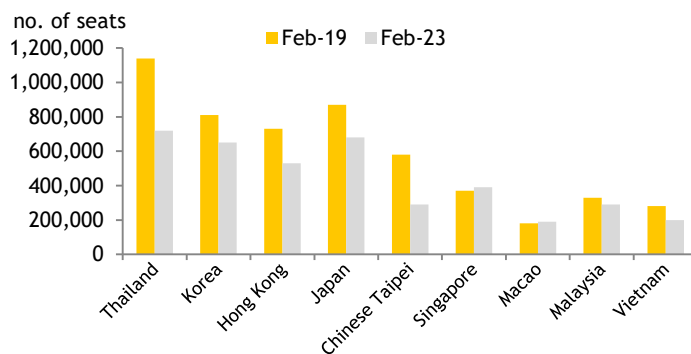
ESG score	Weights	Scores	Final Score
Quantitative	50%	20	10
Qualitative	25%	83	21
Target	25%	100	25
<b>Total</b>			<b>56</b>

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; refer to Appendix I for our ESG Assessment Scoring).

# 1. Strong Chinese tourist arrivals

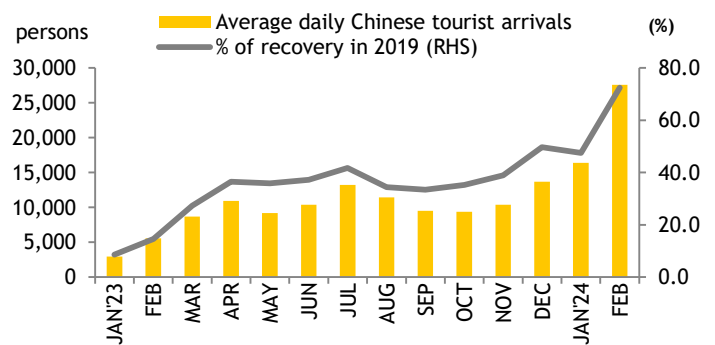
According to data from the Ministry of Tourism and Sports as at 11 Feb-24, the average daily pace of Chinese tourist arrivals continues to increase reaching 28k. This represents 73% of the Feb'19 level vs 42% in Jan'24. We expect the rebound momentum to persist throughout the year, thanks to seat capacity ramp-up by airlines, especially Chinese flag carriers. The latest data from leading provider of flight information, OAG, shows 65% recovery in terms of operating seats on Thailand-China routes (vs 50% recovery in Dec'23). We also see 5% upside to AOT's passenger target of 120m pax, as increasing supply and a potential cut in the jet fuel excise tax should help boost travel demand as a result of a decline in airfares.

**Fig 1: China's flag carrier int. markets (by seat capacity)**



Source: OAG

**Fig 2: Thailand avg. daily tourist arrivals from China**



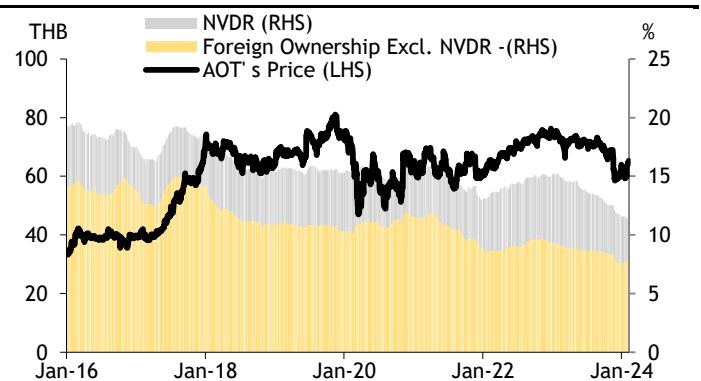
Source: Company data, MOTS (\*Data as of 11 Feb 2024)

**Fig 3: Concessionaire assistance measure timeline**

	Discounts	Exemption MAG	Extend 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		

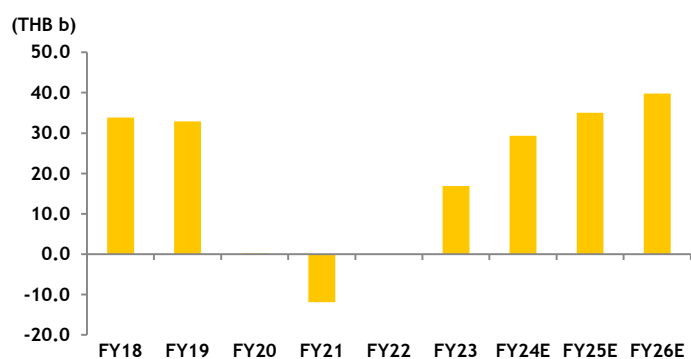
Source: Company data, MST

**Fig 4: AOT faced a heavy sell-off in the past year**



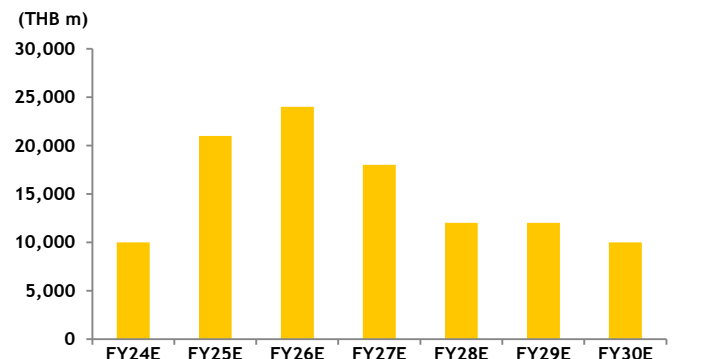
Source: Bloomberg, MST (Stock Price as of 13 Feb 2024)

**Fig 5: AOT's cash flow from operations**



Source: Company data, MST

**Fig 6: AOT's future capex allocation**



Source: Company data, MST

Fig 7: AOT's airport expansion plans

Capacity unit (Million pax)	CAPEX (THB m)	COD	Future capacity	Current capacity (m pax)	Expansion capacity	Status
<b>Existing airports expansion</b>	72,660		158	116	42	
3rd runway (BKK)	10,000	3QFY24				Constructing
East terminal (BKK)	7,830	2027		60	15	Cabinet approved
3rd phase DMK	36,830	2030	40	30	10	Cabinet approved
CNX expansion (1st phase)	10,000	2028	16.5	8	8.5	Proposing
HKT expansion (2nd phase)	8,000	2029	18	12.5	5.5	Proposing
CEI expansion (1st phase)		2028		3	3	Proposing
<b>Under management</b>	10,360		21.3			
Krabi	6,400	2H24	12			Processing
Buriram	460		2.8			
Udon Thani	3,500		6.5			
<b>On pending projects</b>			88.5			
North terminal (BKK)			15			
West terminal (BKK)			30			
Chiang Mai int. airport			21			
Phuket int. airport	80,000		22.5			
Seaplane terminal						
<b>Total</b>	<b>THB 163,020m</b>		<b>267.8</b>	<b>116</b>	<b>42</b>	

Source: Company data, MST

## 2. 1QFY24 result below street estimate

AOT report 1QFY24 (Sep-Dec'23) net profit at THB4,564m Stripping out, extra items, core profit would be THB4,646m (+966% YoY +28% QoQ), the highest level in the past 16 quarters. The YoY surge in earnings is due to low base last year. QoQ expansion is due to the high base of operating costs in 4QFY23 given a seasonal bonus payment to employees and increasing aeronautical revenue along with increasing traffic at airports. Total passenger traffic at AOT airports hit 28.9m (+25% YoY +13% QoQ) in FY23, or 79% of the level reported in 1QFY20 (Oct'19-Dec'19). Meanwhile, flight traffic reached 79% of the 1QFY20 level at 178k flights (+19%YoY +8%QoQ).

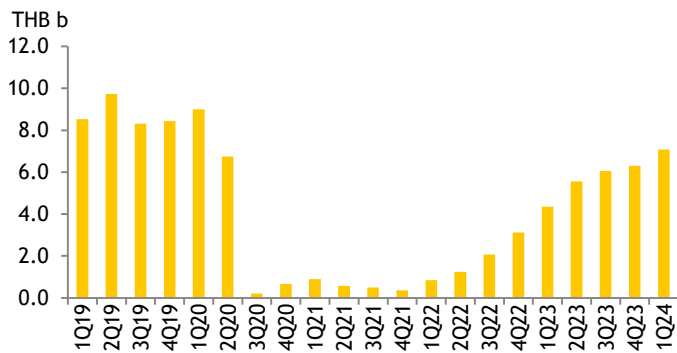
### Key highlights:

- Revenue reported at THB16b (+78% YoY +2% QoQ). YoY growth stemmed from the low base while QoQ expansion was driven by aeronautical revenue (+12% QoQ to THB7.1b) along with flight and passenger traffic that grew by 8% and 13% to 178,215 flights and 28.9m passengers, respectively.
- Non-aeronautical revenue came in at THB8.6b (+93% YoY, - 5% QoQ). QoQ drop was due to the absence of one-time extra income from state property rent of THB520m recognized in 4QFY23. Concession revenue also fell 2% QoQ to THB5.5b. But without extra income in 4QFY23, concession revenue would be up by 5% QoQ.
- Total cost was in-line with our estimate at THB9.2b (+22% YoY, - 10% QoQ). QoQ drop due to employee bonus disbursement in 4QFY23. YoY increase was due to 27% and 22% jumps in depreciation and employee benefits, respectively, mainly from the SAT-1 full-opening.
- We expect earnings to expand both QoQ and YoY in 2QFY24 thanks to a solid recovery in Chinese tourists to 72% in Feb'24 vs. Feb'19. This will benefit both non-aero and aeronautical revenues.

Fig 8: Income statement

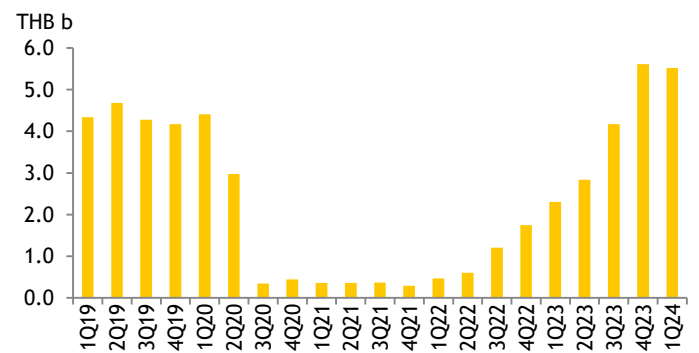
Yr-end Dec (THBm)	1QFY23	2QFY23	3QFY23	4QFY23	1QFY24	%QoQ	%YoY	FY24E	%YoY	3M as % FY24E
Total revenue	8,824	11,001	12,954	15,362	15,708	2%	78%	66,538	38%	24%
Cost of goods sold	-7,533	-7,927	-8,107	-10,214	(9,165)	-10%	22%	-35,945	6%	25%
Gross profit	1,291	3,074	4,847	5,148	6,543	27%	407%	30,592	113%	21%
SG&A	0	0	0	0	1	0%	0%	0	NM	
Operating profit	1,291	3,074	4,847	5,148	6,544	27%	407%	30,592	113%	21%
EBITDA	3,562	5,312	7,115	7,534	9,425	25%	165%	40,504	74%	23%
Other income	48	73	98	76	62	-18%	30%	400	36%	16%
EBIT	1,339	3,147	4,945	5,223	6,606	26%	393%	30,992	111%	21%
Interest expense	-728	-723	-719	-720	(692)	-4%	-5%	-2,869	-1%	24%
EBT	611	2,423	4,226	4,503	5,914	31%	868%	28,123	139%	21%
Income tax	-116	-432	-822	-865	(1,148)	33%	894%	-5,625	152%	20%
Equity income	0	0	0	0	(0)	73%	256%	0	NM	
Minority interests	-59	-71	-151	0	(119)	nm	101%	-337	20%	35%
Core profit	436	1,920	3,253	3,639	4,646	28%	966%	22,161	140%	21%
Extra items	-93	-59	-97	-207	(82)	-60%	-12%	0	NM	
Net income	343	1,861	3,156	3,432	4,564	33%	1232%	22,161	152%	21%
EPS (THB)	0.02	0.13	0.22	0.24	0.32	33%	1232%	1.55	152%	21%
<b>Ratio analysis</b>										
Gross margin (%)	14.6	27.9	37.4	33.5	41.7			45.9		
Operating margin (%)	14.6	27.9	37.4	33.5	41.7			45.8		
Net profit margin (%)	3.9	16.9	24.4	22.3	29.1			33.2		

Fig 9: AOT's aeronautical revenue (quarterly)



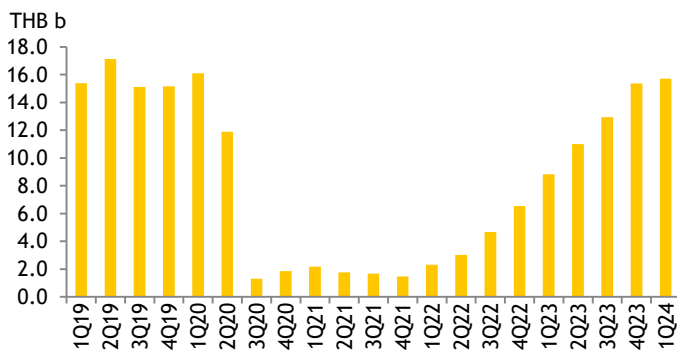
Source: Company data, MST

Fig 10: AOT's concession revenue (quarterly)



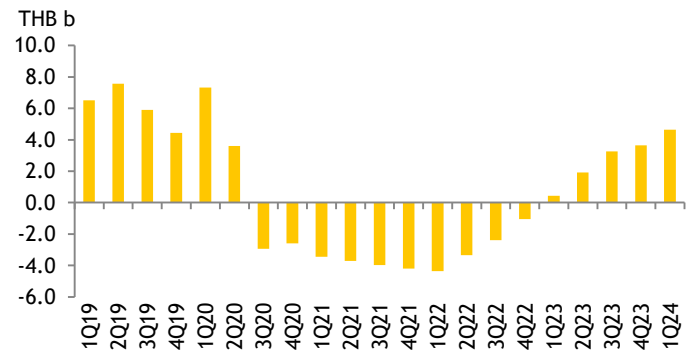
Source: Company data, MST

Fig 11: AOT's core revenue (quarterly)



Source: Company data, MST

Fig 12: AOT's core profit (quarterly)



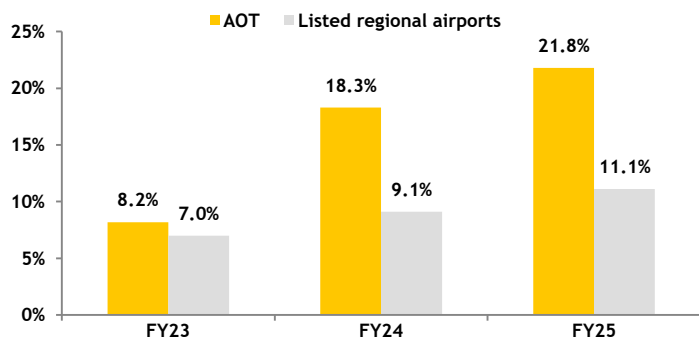
Source: Company data, MST

### 3. Valuation

#### Recommend BUY with target price of THB77

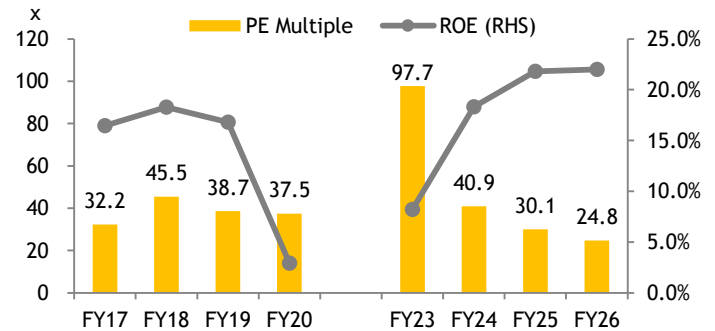
Our DCF-based TP of THB77.0 (7.0% WACC, 3.0% terminal growth) implies 37x FY25E PE. AOT is currently trading at a forward P/E of 41x FY24, close below its historical P/E at 39x in FY19 and 45x in FY18. However, the PE multiple should contract to 30x in FY25 amid earnings growth on foreign tourist recovery and higher concession revenue. While its valuation remains at a premium to other regional airports, AOT has much better profitability and higher revenue contribution from non-aeronautical revenue, as reflected in its FY25E ROE at 22% vs. peers at 11%.

Fig 13: Projected return on equity (ROE) at superior level



Source: Bloomberg, MST

Fig 14: AOT's ROE and P/E are mismatched



Source: Bloomberg, MST (Stock Price as of 12 Feb 2024)

Fig 15: DCF target price calculation

AOT: Forecast by MST (THB m)	FY24	FY25	FY26	FY27	FY28	FY29	FY30	FY31	FY32	FY33	FY34	FY35
EBIT	30,925	40,848	45,858	50,375	54,727	58,858	63,560	68,254	72,895	77,439	81,842	86,057
Less: corporate tax	(6,185)	(8,170)	(9,172)	(10,075)	(10,945)	(11,772)	(12,712)	(13,651)	(14,579)	(15,488)	(16,368)	(17,211)
NOPAT	24,740	32,679	36,686	40,300	43,781	47,086	50,848	54,603	58,316	61,951	65,473	68,846
Add: Depreciation & amortization	9,979	10,154	10,390	10,621	10,726	10,959	11,282	11,607	11,937	12,271	12,608	12,950
Less: lease liabilities	(6,312)	(6,417)	(6,526)	(6,638)	(6,753)	(6,871)	(6,994)	(7,119)	(7,249)	(7,382)	(7,520)	(7,662)
Change in net working capital	696	(1,580)	(951)	(872)	(796)	(855)	(924)	(926)	(922)	(910)	(891)	(472)
Less: CAPEX	(10,100)	(21,100)	(24,100)	(18,100)	(12,100)	(12,100)	(10,100)	(10,100)	(10,100)	(10,100)	(10,100)	(10,100)
Free Cash Flow	19,003	13,735	15,499	25,311	34,858	38,219	44,112	48,065	51,982	55,830	59,571	63,562
Terminal value												1,646,350
PV of FCF	19,003	12,840	13,543	20,675	26,616	27,280	29,432	29,978	30,307	30,427	30,349	30,271
PF of TV												784,050
FCFF and Terminal Value	1,084,771											
Cash	19,119											
Debt	4,343											
Equity value	1,099,547											
Shares on issue (m)	14,286											
Target Stock price (THB)	77.0											
WACC calculation assumption	AOT											
Market value of Debt (THB m)	4,343											
Corporate Tax rate (%)	20.0%											
Rf	3.0%											
Market equity risk premium	7.4%											
Leveraged Beta	1.0											
Cash+ST Inv on balance sheets (THB m)	19,119											
Terminal growth rate (%)	3.0%											
Kd	2.0%											
Equity weight	61%											
Debt weight	39%											
WACC	7.0%											

Source: Company data, MST



Fig 16: Regional airport peers

Ticker	Name	Rating	Price (LC)	TP (LC)	Mkt Cap (USDm)	P/E (x)		P/BV (x)		ROE (%)		EPS Growth (%)	
						FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E	FY23E	FY24E
<u>Asian/China</u>													
MAHB MK	Malaysia Airports	NR	7.6	8.1	2,750	17.7	15.6	1.7	1.6	9.6	10.2	451.2	13.5
694 HK	Beijing Capital Intl Airport	NR	2.4	3.3	1,425	21.0	6.8	0.6	0.6	3.9	7.5	113.8	210.4
357 HK	Hainan Meilan Intl	NR	6.1	10.0	375	6.5	3.6	0.5	0.5	8.7	14.4	363.6	79.1
600009 CH	Shanghai Intl	NR	30.9	43.7	10,941	21.0	15.1	1.8	1.6	8.7	10.6	219.0	39.0
600004 CH	Guangzhou Baiyun Intl	NR	9.1	14.9	3,049	15.4	12.5	1.2	1.1	7.5	8.9	233.3	22.7
000089 CH	Shenzhen Airport	NR	6.3	7.6	1,822	29.3	20.5	1.1	1.1	3.9	5.4	138.9	42.9
<i>Average</i>						23.3	16.2	1.6	1.5	7.0	9.1	201.1	54.5
<b>AOT TB</b>	<b>Airports of Thailand</b>		<b>63.25</b>	<b>77.0</b>	<b>25,835</b>	<b>40.9</b>	<b>30.1</b>	<b>7.0</b>	<b>6.2</b>	<b>18.3</b>	<b>21.8</b>	<b>151.5</b>	<b>35.9</b>

Source: Company data, Bloomberg

FYE 30 Sep	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Key Metrics</b>					
P/E (reported) (x)	nm	118.4	40.9	30.1	26.5
Core P/E (x)	nm	108.5	40.9	30.1	26.5
P/BV (x)	10.2	9.0	7.1	6.3	5.6
P/NTA (x)	10.2	9.0	7.1	6.3	5.6
Net dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6
FCF yield (%)	nm	0.6	2.2	1.7	1.9
EV/EBITDA (x)	nm	42.5	21.8	17.4	15.9
EV/EBIT (x)	nm	68.2	28.8	21.8	19.5

**INCOME STATEMENT (THB m)**

Revenue	16,560.0	48,140.9	66,537.8	77,305.1	83,351.1
EBITDA	(2,249.7)	23,500.5	40,904.2	51,002.9	56,247.8
Depreciation	(8,741.2)	(8,731.2)	(9,832.8)	(10,004.5)	(10,236.0)
Amortisation	(190.5)	(139.1)	(145.9)	(149.9)	(153.9)
EBIT	(11,181.5)	14,630.2	30,925.4	40,848.4	45,857.9
Net interest income /(exp)	(2,973.0)	(2,929.8)	(2,869.5)	(2,861.6)	(2,852.4)
Associates & JV	(0.2)	(0.2)	0.0	0.0	0.0
Exceptionals	80.9	(456.5)	0.0	0.0	0.0
Other pretax income	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Pretax profit	(14,073.8)	11,243.7	28,055.9	37,986.8	43,005.5
Income tax	2,887.6	(2,235.0)	(5,611.2)	(7,597.4)	(8,601.1)
Minorities	(111.8)	(280.7)	(336.7)	(334.3)	(361.2)
Discontinued operations	(80.9)	456.5	0.0	0.0	0.0
Reported net profit	(11,298.0)	8,727.9	22,108.1	30,055.2	34,043.2
Core net profit	(11,378.9)	9,184.4	22,108.1	30,055.2	34,043.2

**BALANCE SHEET (THB m)**

Cash & Short Term Investments	3,797.7	6,091.0	19,118.8	19,920.0	17,644.4
Accounts receivable	3,784.8	12,183.8	11,156.3	12,773.4	13,767.3
Inventory	337.5	285.1	302.1	311.5	320.1
Reinsurance assets	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Property, Plant & Equip (net)	115,704.7	122,876.0	126,826.9	141,711.4	159,473.0
Intangible assets	1,275.7	1,164.0	1,118.0	1,068.1	1,014.2
Investment in Associates & JVs	13.2	13.1	13.1	13.1	13.1
Other assets	58,899.4	52,998.1	53,170.7	53,347.8	53,529.4
<b>Total assets</b>	<b>183,812.9</b>	<b>195,611.1</b>	<b>211,705.9</b>	<b>229,145.2</b>	<b>245,761.5</b>
ST interest bearing debt	2,599.0	4,212.4	3,190.5	3,272.8	3,272.8
Accounts payable	1,056.3	2,086.3	1,771.9	1,818.1	1,869.1
Insurance contract liabilities	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
LT interest bearing debt	3,314.4	1,646.3	1,152.4	576.2	0.0
Other liabilities	74,325.0	75,488.0	76,243.0	77,005.0	77,775.0
<b>Total Liabilities</b>	<b>81,294.3</b>	<b>83,432.9</b>	<b>82,357.5</b>	<b>82,672.2</b>	<b>82,917.1</b>
Shareholders Equity	101,324.0	110,464.8	127,298.3	144,088.7	160,098.8
Minority Interest	1,194.6	1,713.4	2,050.1	2,384.4	2,745.6
<b>Total shareholder equity</b>	<b>102,518.6</b>	<b>112,178.2</b>	<b>129,348.4</b>	<b>146,473.0</b>	<b>162,844.4</b>
<b>Total liabilities and equity</b>	<b>183,812.9</b>	<b>195,611.1</b>	<b>211,705.9</b>	<b>229,145.2</b>	<b>245,761.5</b>

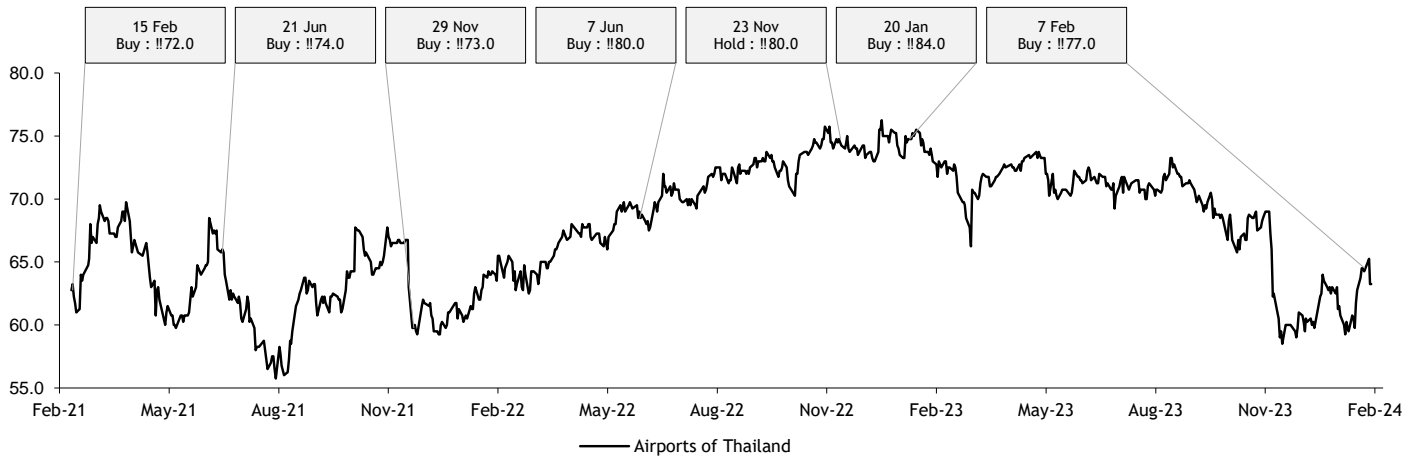
**CASH FLOW (THB m)**

Pretax profit	(14,073.8)	11,243.7	28,055.9	37,986.8	43,005.5
Depreciation & amortisation	8,931.8	8,870.3	9,978.8	10,154.5	10,389.9
Adj net interest (income)/exp	(2,973.0)	(2,929.8)	(2,869.5)	(2,861.6)	(2,852.4)
Change in working capital	(247.3)	(8,463.3)	696.1	(1,580.4)	(951.5)
Cash taxes paid	0.0	(2,235.0)	(5,611.2)	(7,597.4)	(8,601.1)
Other operating cash flow	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Cash flow from operations	(2,678.1)	17,505.6	30,312.5	36,159.2	41,071.9
Capex	(9,384.6)	(11,592.3)	(10,000.0)	(21,000.0)	(24,000.0)
Free cash flow	(12,062.6)	5,913.3	20,312.5	15,159.2	17,071.9
Dividends paid	(8.0)	(18.2)	(5,274.5)	(13,264.8)	(18,033.1)
Equity raised / (purchased)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Perpetual securities	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0
Change in Debt	(1,576.3)	(12.7)	(1,515.8)	(493.9)	(576.2)
Other invest/financing cash flow	8,965.8	(3,589.0)	(494.3)	(599.4)	(739.2)
Effect of exch rate changes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net cash flow	(4,681.1)	2,293.4	13,027.8	801.1	(2,275.5)

FYE 30 Sep	FY22A	FY23A	FY24E	FY25E	FY26E
<b>Key Ratios</b>					
<b>Growth ratios (%)</b>					
Revenue growth	133.7	190.7	38.2	16.2	7.8
EBITDA growth	nm	nm	74.1	24.7	10.3
EBIT growth	nm	nm	111.4	32.1	12.3
Pretax growth	nm	nm	149.5	35.4	13.2
Reported net profit growth	nm	nm	153.3	35.9	13.3
Core net profit growth	nm	nm	140.7	35.9	13.3
<b>Profitability ratios (%)</b>					
EBITDA margin	nm	48.8	61.5	66.0	67.5
EBIT margin	nm	30.4	46.5	52.8	55.0
Pretax profit margin	nm	23.4	42.2	49.1	51.6
Payout ratio	0.0	0.0	0.0	0.0	42.0
<b>DuPont analysis</b>					
Net profit margin (%)	nm	18.1	33.2	38.9	40.8
Revenue/Assets (x)	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
Assets/Equity (x)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.5
ROAE (%)	(10.6)	8.2	18.6	22.1	22.4
ROAA (%)	(6.0)	4.8	10.9	13.6	14.3
<b>Liquidity &amp; Efficiency</b>					
Cash conversion cycle	72.0	46.3	46.8	41.2	42.8
Days receivable outstanding	80.7	59.7	63.1	55.7	57.3
Days inventory outstanding	4.1	3.3	2.9	3.0	3.0
Days payables outstanding	12.8	16.7	19.3	17.5	17.5
Dividend cover (x)	nm	nm	nm	nm	2.4
Current ratio (x)	0.6	0.8	1.4	1.5	1.4
<b>Leverage &amp; Expense Analysis</b>					
Asset/Liability (x)	2.3	2.3	2.6	2.8	3.0
Net gearing (%) (incl perps)	2.1	net cash	net cash	net cash	net cash
Net gearing (%) (excl. perps)	2.1	net cash	net cash	net cash	net cash
Net interest cover (x)	na	5.0	10.8	14.3	16.1
Debt/EBITDA (x)	nm	0.2	0.1	0.1	0.1
Capex/revenue (%)	56.7	24.1	15.0	27.2	28.8
Net debt/ (net cash)	2,115.8	(232.3)	(14,775.9)	(16,070.9)	(14,371.6)

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 ได้อ้างอิงมาจากแหล่งข้อมูลที่ได้รับยอมรับว่ามีคุณภาพ เชื่อถือได้ แต่ไม่ได้เป็นการรับรองจาก Maybank Investment Bank Berhad และ (บริษัทย่อยและในเครือ) รวมเรียก "Maybank IBG" ผลที่ตามมาทั้งในส่วนของความแม่นยำ หรือเรียบเรียงสมบูรณ์จึงไม่ได้เป็นความรับผิดชอบจากทาง Maybank IBG ดังนั้น 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 กับผู้ถือหลักทรัพย์นั้น 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 หรือทำการซื้อขายได้สำหรับนักลงทุนทุกระดับ นักลงทุนควรใช้วิจารณญาณอย่างยิงในการนำคำแนะนำ หรือคำเตือนต่างๆ ที่ได้จากเว็บไซต์นี้มาใช้ เนื่องจากความแตกต่างทางด้านภูมิศาสตร์ของแต่ละบุคคล และระยะเวลาในการได้รับบทวิเคราะห์นี้

### มาเลเซีย

ความเห็นหรือคำแนะนำที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้เป็นผลการประเมินจากด้านเทคนิค และปัจจัยพื้นฐาน โดยความเห็นทางด้านเทคนิคอาจมีความแตกต่างจากปัจจัยพื้นฐาน เนื่องจากการประเมินด้านเทคนิคได้ใช้วิธีที่แตกต่างกัน 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 แต่เป็นการรับผิดชอบต่อจำกัดความเขตตามกฎหมายที่กำหนด

### 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) มี 2 ทีม คือ ฝ่ายวิจัย สำหรับนักลงทุนในประเทศ (MST Retail Research) และ ฝ่ายวิจัยนักลงทุนสถาบันต่างประเทศ (MST Institutional Research) อันมีเหตุผลมาจากลักษณะที่แตกต่างในด้าน ลักษณะผู้ลงทุน วัตถุประสงค์ และ กลยุทธ์ ทำให้คำแนะนำ และ/หรือ ราคาเป้าหมายอาจมีความแตกต่างกัน โดย MST Retail Research มีวัตถุประสงค์ที่จะทำบทวิเคราะห์เพื่อสนับสนุนข้อมูลการลงทุนแก่นักลงทุนในประเทศ (ท่านสามารถดูรายละเอียดได้จาก <http://kelive.maybank-ke.co.th>) ในขณะที่ MST Institutional Research สำหรับนักลงทุนสถาบันต่างประเทศเท่านั้น ทั้งนี้ MST Retail Research จัดทำทั้งรายงานฉบับภาษาไทยและภาษาอังกฤษ โดยฉบับภาษาอังกฤษของรายงานนี้เป็นฉบับแปลของบทวิเคราะห์ภาษาไทย

MST ขอสงวนสิทธิ์ในการเผยแพร่รายงานบทวิเคราะห์ของ MST Retail research แก่นักลงทุนสถาบันที่ขอมา อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์บางส่วนจาก MST Retail Research ซึ่งจัดทำเป็นภาษาไทยก่อน อาจถูกแปลเป็นภาษาอังกฤษ ดังนั้นความล่าช้าอาจเกิดขึ้นในการส่งรายงานบทวิเคราะห์ฉบับภาษาอังกฤษให้กับนักลงทุนสถาบัน

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

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

การเปิดเผยการประเมินดัชนีชี้วัดความคืบหน้าการป้องกันความเสี่ยงที่เกี่ยวข้องกับการทุจริตคอร์รัปชัน (Anti-corruption Progress Indicators) ของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทยที่จัดทำโดยสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งมีการเปิดเผยโดยสำนักงานคณะกรรมการกำกับหลักทรัพย์และตลาดหลักทรัพย์นี้ เป็นการดำเนินการตามนโยบายและตามแผนพัฒนาความยั่งยืนสำหรับบริษัทจดทะเบียน โดยผลการประเมินดังกล่าว สถาบันที่เกี่ยวข้องอาศัยข้อมูลที่ได้รับการยอมรับจากบริษัทจดทะเบียนตามบริษัทจดทะเบียนได้ระบุในแบบแสดงข้อมูลเพื่อการประเมิน Anti-Corruption ซึ่งอ้างอิงข้อมูลมาจากแบบแสดงรายการข้อมูลประจำปี (แบบ 56-1) รายงานประจำปี (แบบ 56-2) หรือในเอกสารหรือรายงานอื่นที่เกี่ยวข้องของบริษัทจดทะเบียนนั้น แล้วแต่กรณี ดังนั้น ผลการประเมินดังกล่าวจึงเป็นการนำเสนอในมุมมองของสถาบันที่เกี่ยวข้องซึ่งเป็นผู้เปิดเผย โดยมิได้เป็นการประเมินการปฏิบัติของบริษัทจดทะเบียนในตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย และมีได้ใช้ข้อมูลภายในเพื่อการประเมิน เนื่องจากผลการประเมินดังกล่าวเป็นเพียงผลการประเมิน ณ วันที่ปรากฏในผลการประเมินเท่านั้น ดังนั้น ผลการประเมินจึงอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว หรือรับรองความถูกต้องครบถ้วนของผลการประเมินดังกล่าวแต่อย่างใด

### สหรัฐอเมริกา

บทวิเคราะห์ฉบับนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ในสหรัฐฯ ("US") สำหรับลูกค้าสถาบันในสหรัฐฯ เป็นสำคัญ (ตามคำนิยามใน Rule 15a-6 ภายใต้กฎหมาย Securities Exchange Act of 1934) โดย Maybank Securities USA Inc ("MSUS") เท่านั้น ซึ่งถือเป็น Broker-Dealer ที่ได้จดทะเบียนในสหรัฐฯ (ตามกฎหมาย Section 15 ของ Securities Exchange Act of 1934) ทั้งนี้ความรับผิดชอบในการเผยแพร่รายงานฉบับนี้ อยู่ภายใต้ Maybank MSUS ในสหรัฐฯ เท่านั้น รายงานฉบับนี้ไม่สามารถจัดตั้งถิ่นฐานได้ หาก Maybank IBG ไม่อนุญาต หรือภายใต้ข้อกำหนดกฎหมายหรือหลักเกณฑ์ที่ไม่สามารถจัดตั้งถิ่นฐานได้ ทั้งนี้ผู้ได้รับรายงานฉบับนี้จะต้องทำความเข้าใจด้วยว่า MSUS ได้นำเสนอบทวิเคราะห์นี้ภายใต้หลักเกณฑ์ของการลงทุนที่เกี่ยวข้องกับกฎหมาย และหลักเกณฑ์การกำกับ

## อังกฤษ

เอกสารฉบับนี้ได้ถูกเผยแพร่โดย บริษัท Maybank Securities (London) จำกัด ("MSUK") ซึ่งได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority และ Informational Purposes เท่านั้น เอกสารฉบับนี้ไม่ได้มีเจตนาที่จะเผยแพร่แก่บุคคลที่ถูกระบุว่าเป็นนักลงทุนรายย่อย (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:** เอกสารฉบับนี้ได้จัดทำและเผยแพร่ในประเทศมาเลเซีย โดย Maybank Investment Bank Berhad (15938-H) ซึ่งเป็นในกลุ่มเดียวกับ Bursa Malaysia Berhad และเป็นผู้ออกใบอนุญาต Capital Market and Services ที่ออกโดย The Securities Commission ในประเทศมาเลเซีย **สิงคโปร์:** เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นและเผยแพร่ในประเทศสิงคโปร์ โดย MRPL (จดทะเบียนเลขที่ 197201256N) ภายใต้การกำกับดูแล Monetary Authority of Singapore **อินโดนีเซีย:** PT Maybank Securities ("PTMSI") (จดทะเบียนเลขที่ KEP-251/PM/1992) เป็นสมาชิกของ Indonesia Stock Exchange และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ BAPEPAM LK **ไทย:** MST (จดทะเบียนเลขที่ 0107545000314) เป็นสมาชิกของ The Stock Exchange of Thailand และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของกระทรวงการคลัง และกสท. **ฟิลิปปินส์:** MATRKES (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 Broker (จดทะเบียนเลขที่ INM 000011708) and as Research Analyst (Reg No: INH000000057) **สหรัฐฯ:** Maybank KESUSA เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาตและอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ FINRA – Broker ID 27861 **อังกฤษ:** Maybank KESL (จดทะเบียนเลขที่ 2377538) เป็นสมาชิกที่ได้รับอนุญาต และอยู่ภายใต้การกำกับดูแลของ The Financial Services Authority

### Disclosure of Interest

**มาเลเซีย:** Maybank IBG และตัวแทนที่เกี่ยวข้อง อาจมีสถานะหรือมีความเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์ในเวลาใดเวลาหนึ่ง และอาจมีกิจกรรมที่มากขึ้นในฐานะ market maker หรือ อาจเป็นผู้รับประกันการจำหน่าย หรือเกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้ และอาจเป็นผู้ให้บริการด้านวาณิชธนกิจ, ให้คำปรึกษา หรือบริการอื่นๆ ที่เกี่ยวข้องกับหลักทรัพย์นี้

**สิงคโปร์:** ณ วันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2567, Maybank Research Pte. Ltd และนักวิเคราะห์ที่วิเคราะห์หลักทรัพย์นี้ไม่มีส่วนได้เสียกับการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

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

**ฮ่องกง:** ณ วันที่ 15 กุมภาพันธ์ 2567, MIB Securities (Hong Kong) Limited และนักวิเคราะห์ที่ได้รับอนุญาต ไม่มีส่วนได้เสีย ในการให้คำแนะนำหลักทรัพย์ที่ปรากฏในบทวิเคราะห์ฉบับนี้

ช่วง 3 ปีที่ผ่านมา Maybank IBG อาจมี หรือ ให้บริการแก่ผู้จัดการ หรือ ผู้ร่วมจัดการในการเสนอขายหลักทรัพย์ดังกล่าว หรือ ณ ปัจจุบัน อาจให้บริการแก่หลักทรัพย์ในตลาดแรก หรือหน่วยงานที่ได้มีการอ้างอิงในบทวิเคราะห์ฉบับนี้ 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 หรือหลักทรัพย์อ้างอิงอื่นๆ นักลงทุนที่ให้ความสนใจในการลงทุนตราสารประเภทนี้ จะต้องเข้าใจและวิเคราะห์ถึงตราสารประเภทนี้ด้วยตนเอง และปรึกษากับผู้เชี่ยวชาญของตนในส่วนของความเสี่ยงที่อาจเกิดขึ้นจากการลงทุนในตราสารประเภทนี้

ทั้งนี้ไม่ว่าส่วนใดส่วนหนึ่งของรายงานฉบับนี้ ไม่อนุญาตให้มีการคัดลอก, จัดทำสำเนา, ลอกเลียน หรือในความหมายที่ใกล้เคียง หรือการเผยแพร่ด้วยตนเอง โดยไม่ได้รับความเห็นชอบจาก Maybank IBG

## Definition of Ratings

Maybank IBG Research uses the following rating system

<b>BUY</b>	Return is expected to be above 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>HOLD</b>	Return is expected to be between 0% to 10% in the next 12 months (including dividends)
<b>SELL</b>	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 2023**

						Score Range	Number of Logo	Description
7UP	BBL	CPW	HTC	MFC	PRINC	90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
AAI	BC	CRC	ICC	MFEC	PRM	80-89	▲▲▲▲	Very Good
AAV	BCH	CRD	ICHI	MILL	PRTR	70-79	▲▲▲	Good
ABM	BCP	CSC	ICN	MINT	PSH	60-69	▲▲	Satisfactory
ACE	BCPG	CSS	III	MONO	PSL	50-59	▲	Pass
ACG	BDM5	CV	ILINK	MOONG	PT	Lower than 50	No logo given	N/A
ADB	BEC	DCC	ILM	MSC	PTC			
ADD	BEM	DDD	IMH	MST	PTT			
ADVANC	BEYOND	DELTA	IND	MTC	PTTEP			
AEONTS	BGC	DEMCO	INET	MTI	PTTGC			
AF	BGRIM	DMT	INTUCH	NC	Q-CON			
AGE	BH	DOHOME	IP	NCH	QH			
AH	BIZ	DRT	IRC	NCL	QTC			
AHC	BJC	DUSIT	IRPC	NDR	RATCH			
AIRA	BJCHI	EA	ITC	NER	RBF			
AIT	BKI	EASTW	ITEL	NKI	RPH			
AJ	BLA	ECL	IVL	NOBLE	RS			
AKP	BOL	ECL	JAS	NRF	RT			
AKR	BPP	EE	JTS	NTV	S			
ALLA	BRI	EGCO	KBANK	NVD	S&J			
ALT	BROOK	EPG	KCC	NWR	SA			
AMA	BRR	ERW	KCE	NYT	SABINA			
AMARIN	BTS	ETC	KEX	OCC	SAK			
AMATA	BTW	ETE	KKP	ONEE	SAMART			
AMATAV	BWG	FE	KSL	OR	SAMTEL			
ANAN	BYD	FLOYD	KTB	ORI	SAPPE			
AOT	CBG	FN	KTC	OSP	SAT			
AP	CENDEL	FPI	KTMS	OTO	SBNEXT			
APCO	CFRESH	FPT	KUMWEL	PAP	SC			
APCS	CHASE	FSX	KUN	PATO	SCB			
ARIP	CHEWA	FVC	LALIN	PB	SCC			
ARROW	CHG	GBX	LANNA	PCSGH	SCCC			
ASEFA	CHOW	GC	LH	PDG	SCG			
ASK	CIMBT	GCAP	LHFG	PDJ	SCGP			
ASP	CIVIL	GENCO	LIT	PG	SCM			
ASW	CK	GFPT	LOXLEY	PHOL	SDC			
ATP30	CKP	GGC	LPN	PIMO	SEAFCO			
AUCT	CM	GLAND	LRH	PJW	SEAOIL			
AWC	CNT	GLOBAL	LST	PLANB	SECURE			
AYUD	COLOR	GPSC	M	PLAT	SELIC			
B	COM7	GRAMMY	MAJOR	PLUS	SENA			
BA	COTTO	GULF	MALEE	PM	SENX			
BAFS	CPALL	GUNKUL	MATCH	POLY	SFT			
BAM	CPAXT	HANA	MBK	PORT	SGC			
BANPU	CPF	HARN	MC	PPP	SGF			
BAY	CPI	HENG	M-CHAI	PPS	SGP			
BBGI	CPL	HMPRO	MCOT	PR9	SHR			
BBIK	CPN	HPT	MEGA	PRG	SICT			
▲▲▲▲▲								
2S	BSBM	EFORL	IT	KWC	PIN	SCI	SUPER	VRANDA
A5	BTG	EKH	J	KWM	PQS	SCN	SVOA	WAVE
AIE	CEN	ESSO	JCKH	LDC	PREB	SE	SWC	WFX
ALUCON	CGH	ESTAR	JDF	LEO	PRI	SE-ED	TCC	WIK
AMR	CH	EVER	JKN	LHK	PRIME	SFLEX	TEKA	WIN
APURE	CHIC	FORTH	JMART	MACO	PROEN	SINGER	TFM	WP
ARIN	CI	FSMART	JUBILE	METCO	PROS	SKN	TMILL	XO
AS	CIG	FTI	K	MICRO	PROUD	SONIC	TNP	
ASIA	CMC	GEL	KCAR	MK	PSTC	SORKON	TPLAS	
ASIAN	COMAN	GPI	KGI	MVP	PTECH	SPVI	TPOLY	
ASIMAR	CSP	HEALTH	KIAT	NCAP	PYLON	SSP	TRC	
ASN	DOD	HUMAN	KISS	NOVA	RCL	SST	TRU	
AURA	DPAINT	IFS	KK	NTSC	SALEE	STANLY	TRUBB	
BR	DV8	INSET	KTIS	PACO	SANKO	STP	TSE	
▲▲▲▲▲								
24CS	CHARAN	GTB	JSP	MUD	PMTA	SAMCO	TC	UTP
AMANAH	CHAYO	GTV	KBS	NATION	PPM	SAWAD	TEAM	VARO
AMARC	CHOTI	GYT	KGEN	NNCL	PRAKIT	SCAP	TFI	VPO
AMC	CITY	HL	KJL	NPK	PRAPAT	SCP	TIGER	W
APP	CMAN	HTECH	L&E	NSL	PRECHA	SIAM	TITLE	WARRIX
ASAP	CMR	HYDRO	LEE	NV	PRIN	SKE	TKC	WORK
BCT	CRANE	IIG	MASTER	OGC	PSG	SKY	TMI	WPH
BE8	CWT	INGRS	MBAX	PAF	RABBIT	SMART	TNH	YONG
BIG	DHOUSE	INSURE	MEB	PCC	READY	SMD	TPA	ZIGA
BIOTEC	DTCENT	IRCP	MENA	PEACE	RJH	SMIT	TPAC	
BLESS	EASON	ITD	META	PICO	RSP	SOLAR	TRITN	
BSM	FNS	ITNS	MGT	PK	RWI	SPA	UBA	
BVG	FTE	JCK	MITSIB	PL	S11	STECH	UMI	
CAZ	GIFT	JMT	MJD	PLANET	SAAM	STPI	UMS	
CCET	GJS	JR	MOSHI	PLE	SAF	SVR	UOBKH	

Source: Thai Institute of Directors (IOD)

คำชี้แจง : ข้อมูล CG Score ประจำปี 2566 จาก สมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย

## Anti-Corruption Progress Indicator 2023

### Companies that have declared their intention to join CAC

ACE	BTG	DMT	ICN	LH	NER	PRI	SCB	SVT	TQM
ADB	BYD	EKH	IHL	MEGA	NEX	PROEN	SENX	TBN	TRUE
ALT	CAZ	FC	ITC	MENA	OSP	PRTR	SFLEX	TEGH	VIBHA
AMC	CBG	FSX	J	MITSIB	OTO	RBF	SIS	TIPH	W
ASW	CI	GLOBAL	JMART	MME	PLUS	RT	SKE	TKN	WPH
BLAND	CV	GREEN	JMT	MODERN	POLY	SA	SMM	TPAC	XPG
BRI	DEXON	HL	LEO	MOVE	PQS	SANKO	SVOA	TPLAS	

### Companies certified by CAC

2S	BEC	DCC	HARN	LANNA	ORI	PYLON	SMK	THRE	UEC
7UP	BEYOND	DELTA	HENG	LH	PAP	Q-CON	SMPC	THREL	UKEM
AAI	BGC	DEMCO	HMPRO	LHFG	PATO	QH	SNC	TIDLOR	UOBKH
ADVANC	BGRIM	DOHOME	HTC	LHK	PB	QLT	SNP	TIPCO	UV
AF	BKI	DRT	ICC	LPN	PCSGH	QTC	SORKON	TISCO	VCOM
AH	BLA	DUSIT	ICHI	LRH	PDG	RABBIT	SPACK	TKS	VGI
AI	BPP	EA	IFS	M	PDJ	RATCH	SPALI	TKT	VIH
AIE	BROOK	EASTW	III	MAJOR	PG	RML	SPC	TMD	WACOAL
AIRA	BRR	ECF	ILINK	MALEE	PHOL	RS	SPI	TMILL	WHA
AJ	BSBM	EGCO	ILM	MATCH	PIMO	RWI	SPRC	TMT	WHAUP
AKP	BTS	EP	INET	MBAX	PK	S&J	SRICHA	TNITY	WICE
AMA	BWG	EPG	INOX	MBK	PL	SAAM	SSF	TNL	WIJK
AMANAHA	CEN	ERW	INSURE	MC	PLANB	SABINA	SSP	TNP	XO
AMATA	CENDEL	ESTAR	INTUCH	MCOT	PLANET	SAK	SSSC	TNR	YUASA
AMATAV	CFRESH	ETC	IRPC	META	PLAT	SAPPE	SST	TOG	ZIGA
AP	CGH	ETE	ITEL	MFC	PM	SAT	STA	TOP	
APCS	CHEWA	FNS	IVL	MFEC	PPP	SC	STGT	TOPP	
AS	CHOTI	FPI	JAS	MILL	PPPM	SCB	STOWER	TPA	
ASIAN	CHOW	FPT	JKN	MINT	PPS	SCC	SUSCO	TPCS	
ASK	CIMBT	FSMART	JR	MONO	PR9	SCCC	SVI	TRT	
ASP	CM	FTE	JTS	MOONG	PREB	SCG	SYMC	TRU	
AWC	CMC	GBX	KASET	MSC	PRG	SCGP	SYNTEC	TRUE	
AYUD	CMCF	GC	KBANK	MST	PRINC	SCM	TAE	TSC	
B	COM7	GCAP	KBS	MTC	PRM	SCN	TAKUNI	TSI	
BAFS	COTTO	GEL	KCAR	MTI	PROS	SEA OIL	TASCO	TSTE	
BAM	CPALL	GFPT	KCC	NATION	PSH	SE-ED	TCAP	TSTH	
BANPU	CPAXT	GGC	KCE	NCAP	PSL	SELIC	TFG	TTB	
BAY	CPF	GJS	KGEN	NEP	PSTC	SENA	TFI	TTCL	
BBGI	CPI	GPI	KGI	NKI	PT	SGC	TFMAMA	TU	
BBL	CPL	GPSC	KKP	NOBLE	PTECH	SGP	TGE	TVDH	
BCH	CPN	GSTEEL	KSL	NRF	PTG	SIRI	TGH	TVO	
BCP	CPW	GULF	KTB	OCC	PTT	SITHAI	THANI	TWPC	
BCPG	CRC	GUNKUL	KTC	OGC	PTTEP	SKR	THCOM	U	
BE8	CSC	HANA	L&E	OR	PTTGC	SMIT	THIP	UBIS	

### 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	NNLV	QHPF	SKY	TFIF	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	TF1	VARO
ALLY	BRRGIF	DTCENT	INREIT	MATI	OISHI	RPH	SPRIME	TK	VNG
ALUCON	BTNC	DTCI	INGRS	MAX	ONEE	RSP	SQ	TKC	VPO
AMARIN	BTSGIF	EASON	INSET	M-CHAI	PACE	S	SRIPANWA	TLHPF	VRANDA
AMATAR	BUI	EE	IT	MCS	PAF	S11	SSC	TLI	WAVE
AMR	B-WORK	EGATIF	ITD	MDX	PCC	SABUY	SSPF	TNPC	WFX
ANAN	CCET	EMC	JASIF	METCO	PEACE	SAFARI	SSTRT	TNPF	WGE
AOT	CCP	ERWPF	JCK	MICRO	PERM	SAM	STANLY	TOA	WHABT
APCO	CGD	ESSO	JCT	MIDA	PF	SAMART	STEC	TPBI	WHAIR
APEX	CH	EVER	JDF	M-II	PIN	SAMCO	STECH	TPIPL	WHART
APURE	CHARAN	F&D	JWD	MIPF	PLE	SAMTEL	STHAI	TPIPP	WIN
AQ	CHAYO	FANCY	KAMART	MIT	PMTA	SAUCE	STI	TPOLY	WORK
ASAP	CHG	FMT	KBSPIF	MJD	POLAR	SAWAD	STPI	TPRIME	WORLD
ASEFA	CITY	FN	KC	MJLF	POMPUI	SAWANG	SUC	TR	WP
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 6 พฤศจิกายน 2566 มี 2 กลุ่ม คือ

- ได้ประกาศเจตนารมณ์เข้าร่วม CAC
- ได้รับการรับรอง CAC