

# เอเชีย เอวิเอชั่น

บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น  
จำกัด (มหาชน)

# AAV

Bloomberg AAV TB  
Reuters AAV.BK

**innovest<sup>x</sup>**  
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

## 1Q68: ดีกว่าคาดจากกำไร FX; AAV เห็น downside ต่อเป้าหมายปี 2568

AAV รายงานกำไรสุทธิ 1.4 พันลบ. ใน 1Q68 สูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ 15% จากกำไรอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง เมื่อหักรายการพิเศษออก กำไรปกติอยู่ที่ 1.3 พันลบ. เพิ่มขึ้น 6% YoY (จากต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่ลดลง) แต่ลดลง 6% QoQ (จากค่าโดยสารเฉลี่ยที่ลดลงและต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่สูงขึ้น) AAV เห็น downside ต่อเป้าหมายรายได้ปี 2568 ของบริษัทจากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก เรายังคงมุมมองระยะยาวต่อค่าโดยสารเฉลี่ยที่ลดลงและความต้องการเดินทาง และคาดว่ากำไรจะลดลง 10% ในปี 2568 เราเชื่อว่าภาพรวมอุตสาหกรรมที่เป็นลบจะยังคงกดดันราคาหุ้น AAV แม้ราคาหุ้นปรับตัวลดลงมาแล้ว 40% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมา เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ AAV โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2568 ที่ 1.7 บาท/หุ้น

**1Q68: กำไรสุทธิดีกว่าคาดจากกำไรอัตราแลกเปลี่ยน** AAV รายงานกำไรสุทธิ 1.4 พันลบ. ใน 1Q68 พ้นตัวจากขาดทุนสุทธิ 409 ลบ. ใน 1Q67 และเพิ่มขึ้นจากกำไรสุทธิ 357 ลบ. ใน 4Q67 โดยกำไรสุทธิสูงกว่าที่ตลาดคาดการณ์ไว้ 15% จากกำไรอัตราแลกเปลี่ยนที่ยังไม่เกิดขึ้นจริง เมื่อหักรายการพิเศษออก กำไรปกติอยู่ที่ 1.3 พันลบ. เพิ่มขึ้น 6% YoY (จากต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่ลดลง) แต่ลดลง 6% QoQ (จากค่าโดยสารเฉลี่ยที่ลดลงและต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่สูงขึ้น)

### รายการที่สำคัญ:

- AAV รายงานรายได้ 1.32 หมื่นลบ. ใน 1Q68 ลดลง 4% YoY และทรงตัว QoQ ปัจจัยจุดรั้งที่สำคัญคือ ค่าโดยสารเฉลี่ยที่ลดลงมาอยู่ที่ 1,945 บาท/คน (-8% YoY และ -2% QoQ) ในขณะที่จำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้นแต่เล็กน้อย (+3% YoY และ +2% QoQ) จากตลาดต่างประเทศที่อ่อนแอ
- AAV ได้รับผลบวกจากราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่ลดลง YoY ทำให้ต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงคิดเป็น ASK ลดลง 25% YoY แต่เพิ่มขึ้น 9% QoQ ใน 1Q68 ต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิงคิดเป็น 35% ของต้นทุนการดำเนินงานของ AAV

**AAV เห็น downside ต่อเป้าหมายปี 2568 ของบริษัท** AAV ตั้งเป้าการเติบโตของรายได้ที่ 15% ในปี 2568 หลักๆ ได้แรงหนุนจากจำนวนผู้โดยสารที่คาดว่าจะเพิ่มขึ้น 13% YoY มาอยู่ที่ 23-24 ล้านคน สะท้อนว่า AAV คาดว่าค่าโดยสารเฉลี่ยจะเพิ่มขึ้นได้เล็กน้อยที่ -2% YoY อย่างไรก็ตาม บริษัทเห็น downside ต่อเป้าหมายรายได้จากความไม่แน่นอนของเศรษฐกิจโลก จากการประเมินของ AAV บ่งชี้ว่าตลาดต่างประเทศอาจยังคงอ่อนแอ โดยเฉพาะตลาดจีน ซึ่งอาจจำเป็นต้องจัดสรรปริมาณที่นั่งโดยสารให้กับเส้นทางภายในประเทศมากขึ้น

**คงประมาณการกำไร** กำไร 1Q68 คิดเป็น 49% ของประมาณการกำไรเต็มปีของเรา และเรายังคงประมาณการกำไรของเราไว้เช่นเดิม สำหรับ 2Q68 เราคาดว่ากำไรปกติของ AAV จะอยู่ในระดับทรงตัว YoY (ความต้องการเดินทางที่ชะลอตัวจากเหตุแผ่นดินไหวจะถูกชดเชยโดยราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินที่ลดลง) แต่จะลดลง QoQ (จากปัจจัยฤดูกาล) เราคาดว่ากำไรปกติจะลดลง 10% ในปี 2568 โดยอิงกับค่าโดยสารเฉลี่ยที่ลดลง 2% สืบเนื่องมาจากจำนวนผู้โดยสารที่เพิ่มขึ้นในอุตสาหกรรมสายการบินและกลยุทธ์ของบริษัทที่มุ่งเน้นตลาดในประเทศซึ่งโดยปกติแล้วค่าโดยสารจะต่ำกว่าตลาดต่างประเทศ เราเชื่อว่าความต้องการเดินทางใน 2H68 ถึงปี 2569 จะขึ้นอยู่กับแนวโน้มเศรษฐกิจโลกเป็นหลัก ซึ่งจะขึ้นอยู่กับผลกระทบของภาษีนำเข้าของสหรัฐฯ ที่ยังไม่มีความแน่นอน เราคงคำแนะนำ NEUTRAL สำหรับ AAV โดยให้ราคาเป้าหมายสิ้นปี 2558 ที่ 1.7 บาท/หุ้น โดยอิงกับอัตราส่วน PE ที่ 8.4 เท่า ซึ่งเท่ากับระดับ -2SD ของ PE เฉลี่ยของหุ้นสายการบินในตลาดภูมิภาคตั้งแต่ปี 2558

**ปัจจัยเสี่ยง** 1) การชะลอตัวของเศรษฐกิจโลก 2) ราคาน้ำมันเชื้อเพลิงเครื่องบินสูงขึ้น 3) เงินบาทอ่อนค่าลง และ 4) การแข่งขันรุนแรง เรามองว่าความเสี่ยง ESG คือ ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E) และประเด็นด้านสังคม เช่น ความปลอดภัย (S)

### Forecasts and valuation

| Year to 31 Dec   | Unit   | 2023   | 2024   | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Revenue          | (Btmn) | 41,241 | 49,436 | 52,202 | 53,435 | 55,887 |
| EBITDA           | (Btmn) | 7,138  | 10,193 | 10,387 | 10,122 | 10,577 |
| Core profit      | (Btmn) | (72)   | 2,931  | 2,632  | 2,506  | 2,906  |
| Reported profit  | (Btmn) | 466    | 3,478  | 2,632  | 2,506  | 2,906  |
| Core EPS         | (Bt)   | (0.01) | 0.23   | 0.20   | 0.20   | 0.23   |
| DPS              | (Bt)   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| P/E, core        | (x)    | N.M.   | 5.6    | 6.2    | 6.6    | 5.7    |
| EPS growth, core | (%)    | N.M.   | N.M.   | (10.2) | (4.8)  | 16.0   |
| P/BV, core       | (x)    | 1.9    | 1.4    | 1.2    | 1.0    | 0.8    |
| ROE              | (%)    | (0.9)  | 29.6   | 20.7   | 16.4   | 16.2   |
| Dividend yield   | (%)    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |
| EBITDA growth    | (%)    | N.M.   | 42.8   | 1.9    | (2.6)  | 4.5    |

Source: InnovestX Research

## Tactical: NEUTRAL (3-month)

### Stock data

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| Last close (May 14) (Bt) | 1.28  |
| Target price (Bt)        | 1.70  |
| Mkt cap (Btbn)           | 16.45 |

|                                |         |
|--------------------------------|---------|
| 12-m high / low (Bt)           | 3 / 1.2 |
| Avg. daily 6m (US\$mn)         | 2.92    |
| Foreign limit / actual (%)     | 0 / 0   |
| Free float (%)                 | 36.2    |
| Outstanding Short Position (%) | 0.21    |

### Share price performance

| (%)             | 1M     | 3M     | 12M    |
|-----------------|--------|--------|--------|
| Absolute        | (7.9)  | (39.6) | (44.8) |
| Relative to SET | (13.8) | (36.9) | (37.9) |

### INVX core earnings vs consensus

| Earnings vs consensus | 2025F | 2026F  |
|-----------------------|-------|--------|
| Consensus (Bt mn)     | 2,859 | 2,998  |
| INVX vs Consensus (%) | (7.9) | (16.4) |

| Earnings momentum        | YoY  | QoQ  |
|--------------------------|------|------|
| INVX 2Q25F core earnings | Flat | Down |

### 2024 Sustainability/2023 ESG Score

|                 |      |
|-----------------|------|
| SET ESG Ratings | n.a. |
|-----------------|------|

### Bloomberg ESG Score and Rank in the sector

|                              |      |      |
|------------------------------|------|------|
| ESG Score and Rank           | 2.91 | 9/30 |
| Environmental Score and Rank | 1.87 | 9/30 |
| Social Score and Rank        | 3.39 | 7/30 |
| Governance Score and Rank    | 4.10 | 7/30 |

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

### นักวิเคราะห์

#### ระวีบุษ ปิยะเกรียงไกร

นักวิเคราะห์การลงทุนปัจจัยพื้นฐาน  
ด้านหลักทรัพย์  
0-2793-9008  
raweenuch.p@innovestx.co.th

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

AAV ให้ความสำคัญกับความยั่งยืนอย่างชัดเจน โดยมุ่งเน้นขับเคลื่อนองค์กรสู่เป้าหมายด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และบรรษัทภิบาล ตามเกณฑ์ที่บริษัทกำหนดไว้ผ่านกระบวนการและขั้นตอนที่สำคัญ การกำหนดกลยุทธ์ และแนวทางปฏิบัติ

ESG Ratings and Indices

| Bloomberg ESG Financial Materiality Score | 2.91 (2023) | CG Rating | DJSI | SETESG | SET ESG Ratings |
|-------------------------------------------|-------------|-----------|------|--------|-----------------|
| Rank in Sector                            | 9/30        | AAV       | 5    | No     | No              |

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- ไทยแอร์เอเชียมีแผนดำเนินงานให้สอดคล้องกับเป้าหมายระยะยาวขององค์กรการบินระหว่างประเทศเพื่อบรรลุเป้าหมายการปล่อยก๊าซเรือนกระจกให้เป็นศูนย์ภายในปี 2593
- ไทยแอร์เอเชียได้กำหนดกลยุทธ์เพื่อลดปริมาณการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ใน 4 แนวทางหลัก ได้แก่ 1) การจัดการฝูงบิน 2) ปฏิบัติการบินสีเขียว 3) การใช้เชื้อเพลิงอากาศยานแบบยั่งยืน และ 4) การจัดหาคาร์บอนเครดิตเพื่อชดเชยปริมาณคาร์บอนที่ปล่อยออกไป
- ในปี 2567 ไทยแอร์เอเชียลด Carbon Intensity Ratio ได้ 72 gCO2/RPK ต่อปี ผ่านปฏิบัติการบินสีเขียวและพัฒนากิจการจัดการตารางบิน ซึ่งสูงกว่าเป้าหมายของบริษัทที่ 68.8 gCO2/RPK ต่อปี

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ไทยแอร์เอเชีย มีการปฏิบัติงานในทุกมิติให้เป็นไปตามข้อบังคับที่กำหนดขึ้น โดย กพท. ICAO มาตรฐานความปลอดภัยระดับโลก IATA Operational Safety Audit (IOSA) และ ISO 9001:2015
- ไทยแอร์เอเชียมีเป้าหมายในการพัฒนาความผูกพันและการรักษาพนักงาน โดยมีอัตราหมุนเวียนของพนักงานไม่เกินร้อยละ 5 ในแต่ละปี และการไม่มีการสูญเสียพนักงานในตำแหน่งงานที่สำคัญเพื่อป้องกันการส่งผลกระทบต่อภารกิจของบริษัท ในปี 2567 อัตราพนักงานลาออกโดยสมัครใจ เท่ากับร้อยละ 6.1 จากจำนวนพนักงานทั้งหมด ไม่เป็นไปตามเป้าหมายของบริษัท
- ไทยแอร์เอเชีย ยังคงมุ่งเน้นต่อการรักษาและพัฒนาความสัมพันธ์ชุมชนท้องถิ่นในโครงการ Journey D ในปี 2567 ไทยแอร์เอเชียจัดกิจกรรม Journey D 2 ครั้งที่บ้านมุงเหนือ จังหวัดพิษณุโลก

ประเด็นด้านบรรษัทภิบาล (G)

- บริษัทผู้ค้าของ บจ. ไทยแอร์เอเชีย ได้ผ่านกระบวนการจัดหาและพิจารณาศักยภาพตามความต้องการ และสอดคล้องกับนโยบายของการบริษัทฯ เพื่อให้แน่ใจว่าการสรรหาผู้ค้าและจัดหาผลิตภัณฑ์ที่เกี่ยวข้องเป็นไปอย่างยั่งยืนและเป็นธรรม บจ. ไทยแอร์เอเชีย ได้นำหลักจรรยาบรรณดำเนินธุรกิจของผู้ค้า Supplier Code of Conduct (SCOC) ที่จัดทำร่วมกันโดยสายการบินในกลุ่ม Capital A (AirAsia Berhad ในชื่อเดิม) และมีการเปิดเผยจรรยาบรรณดำเนินธุรกิจของผู้ค้าดังกล่าวต่อสาธารณะผ่านเว็บไซต์ Capital A
- ณ วันที่ 31 ธ.ค. 2567 AAV มีกรรมการบริษัทจำนวนทั้งสิ้น 12 ท่าน ประกอบด้วยกรรมการอิสระจำนวน 4 ท่าน (33.33% ของกรรมการทั้งหมด)
- ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ
- ผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 40.7% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

|                                                      | 2022             | 2023        |
|------------------------------------------------------|------------------|-------------|
| <b>ESG Financial Materiality Score</b>               | <b>2.96</b>      | <b>2.91</b> |
| <b>Environment Financial Materiality Score</b>       | <b>1.44</b>      | <b>1.87</b> |
| Emissions Reduction Initiatives                      | Yes              | Yes         |
| Climate Change Policy                                | Yes              | Yes         |
| Energy Efficiency Policy                             | Yes              | Yes         |
| GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)                     | 662,781,431.56   |             |
| GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)      | 0.67             | 1.73        |
| Total Energy Consumption ('000 MWh)                  | 2,705,065,814.76 |             |
| Environmental Supply Chain Management                | Yes              | Yes         |
| <b>Social Financial Materiality Score</b>            | <b>4.26</b>      | <b>3.39</b> |
| Human Rights Policy                                  | Yes              | Yes         |
| Consumer Data Protection Policy                      | Yes              | Yes         |
| Quality Assurance and Recall Policy                  | Yes              | Yes         |
| Health and Safety Policy                             | Yes              | Yes         |
| Employee Training (hours)                            | 10,289           | 24,810      |
| Lost Time Incident Rate (per 100 employees)          | 0.22             | 0.23        |
| Women in Workforce (%)                               | 36.30            | 38.61       |
| Employee Turnover (%)                                | —                | —           |
| <b>Governance Financial Materiality Score</b>        | <b>3.80</b>      | <b>4.10</b> |
| Board Size (persons)                                 | 12               | 12          |
| Number of Independent Directors (persons)            | 4                | 4           |
| Number of Non Executive Directors on Board (persons) | 4                | 9           |
| Number of Women on Board (persons)                   | 1                | 1           |

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยคำนวณในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2020           | 2021            | 2022           | 2023          | 2024         | 2025F        | 2026F        | 2027F        |
|-----------------------|---------------|----------------|-----------------|----------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 13,634         | 3,828           | 17,553         | 41,241        | 49,436       | 52,202       | 53,435       | 55,887       |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 20,484         | 11,223          | 23,533         | 36,812        | 40,879       | 43,701       | 45,080       | 46,948       |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>(6,850)</b> | <b>(7,395)</b>  | <b>(5,980)</b> | <b>4,430</b>  | <b>8,557</b> | <b>8,502</b> | <b>8,354</b> | <b>8,939</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 1,851          | 1,236           | 1,711          | 2,967         | 3,187        | 3,393        | 3,473        | 3,633        |
| Other income          | (Btmn)        | 750            | 730             | 344            | 1,069         | 755          | 940          | 908          | 950          |
| Interest expense      | (Btmn)        | (1,800)        | (1,899)         | (2,219)        | (2,291)       | (2,596)      | (2,577)      | (2,466)      | (2,434)      |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>(9,788)</b> | <b>(10,001)</b> | <b>(9,680)</b> | <b>(146)</b>  | <b>3,497</b> | <b>3,210</b> | <b>3,056</b> | <b>3,543</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 660            | 1,741           | 2,452          | 74            | (566)        | (578)        | (550)        | (638)        |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 0              | 0               | 0              | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Minority interests    | (Btmn)        | 3,903          | 5,310           | 184            | 0             | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>(5,018)</b> | <b>(4,614)</b>  | <b>(7,044)</b> | <b>(72)</b>   | <b>2,931</b> | <b>2,632</b> | <b>2,506</b> | <b>2,906</b> |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | 254            | (2,034)         | (986)          | 538           | 547          | 0            | 0            | 0            |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>(4,764)</b> | <b>(6,647)</b>  | <b>(8,030)</b> | <b>466</b>    | <b>3,478</b> | <b>2,632</b> | <b>2,506</b> | <b>2,906</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | (1,634)        | (2,668)         | (1,347)        | 7,138         | 10,193       | 10,387       | 10,122       | 10,577       |
| <b>Core EPS (Bt)</b>  | <b>(Btmn)</b> | <b>(1.03)</b>  | <b>(0.90)</b>   | <b>(0.61)</b>  | <b>(0.01)</b> | <b>0.23</b>  | <b>0.20</b>  | <b>0.20</b>  | <b>0.23</b>  |
| Net EPS (Bt)          | (Bt)          | (0.98)         | (1.30)          | (0.69)         | 0.04          | 0.27         | 0.20         | 0.20         | 0.23         |
| DPS (Bt)              | (Bt)          | 0.00           | 0.00            | 0.00           | 0.00          | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 0.00         |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2020          | 2021          | 2022          | 2023          | 2024          | 2025F         | 2026F         | 2027F         |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 2,760         | 7,673         | 5,236         | 10,005        | 15,502        | 14,675        | 15,444        | 17,834        |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 6,230         | 5,277         | 4,185         | 4,083         | 4,337         | 3,564         | 3,157         | 2,751         |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>67,978</b> | <b>71,208</b> | <b>64,685</b> | <b>67,794</b> | <b>75,373</b> | <b>74,699</b> | <b>75,990</b> | <b>78,906</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 38,659        | 45,060        | 43,012        | 43,062        | 45,001        | 42,986        | 41,286        | 40,786        |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 17,823        | 17,560        | 21,893        | 25,023        | 29,066        | 27,428        | 26,714        | 25,724        |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 29,346        | 35,637        | 34,104        | 33,538        | 33,366        | 31,697        | 31,197        | 32,197        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>50,617</b> | <b>54,380</b> | <b>56,731</b> | <b>59,382</b> | <b>63,994</b> | <b>60,687</b> | <b>59,473</b> | <b>59,483</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 485           | 988           | 1,216         | 1,285         | 1,285         | 1,285         | 1,285         | 1,285         |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>17,360</b> | <b>16,829</b> | <b>7,954</b>  | <b>8,412</b>  | <b>11,379</b> | <b>14,012</b> | <b>16,518</b> | <b>19,423</b> |
| <b>BVPS (Bt)</b>            | <b>(Bt)</b>   | <b>2.94</b>   | <b>3.95</b>   | <b>0.69</b>   | <b>0.68</b>   | <b>0.89</b>   | <b>1.09</b>   | <b>1.29</b>   | <b>1.51</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2020           | 2021         | 2022           | 2023       | 2024       | 2025F     | 2026F      | 2027F        |
|-------------------------------|---------------|----------------|--------------|----------------|------------|------------|-----------|------------|--------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | (5,018)        | (4,614)      | (7,044)        | (72)       | 2,931      | 2,632     | 2,506      | 2,906        |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 6,355          | 5,434        | 6,114          | 4,992      | 4,099      | 4,600     | 4,600      | 4,600        |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | (898)          | (4,347)      | 564            | 6,239      | 7,463      | 8,014     | 6,039      | 1,253        |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | 12,064         | 1,284        | (590)          | (926)      | (842)      | (4,739)   | (5,109)    | (525)        |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (14,031)       | 7,314        | (4,531)        | (4,821)    | (5,663)    | (3,218)   | (500)      | 1,000        |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(2,865)</b> | <b>4,250</b> | <b>(4,556)</b> | <b>492</b> | <b>957</b> | <b>56</b> | <b>430</b> | <b>1,728</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2020   | 2021    | 2022   | 2023  | 2024 | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------------|------|--------|---------|--------|-------|------|-------|-------|-------|
| Gross margin          | (%)  | (50.2) | (193.2) | (34.1) | 10.7  | 17.3 | 16.3  | 15.6  | 16.0  |
| Operating margin      | (%)  | (63.8) | (225.4) | (43.8) | 3.5   | 10.9 | 9.8   | 9.1   | 9.5   |
| EBITDA margin         | (%)  | (12.0) | (69.7)  | (7.7)  | 17.3  | 20.6 | 19.9  | 18.9  | 18.9  |
| EBIT margin           | (%)  | (58.6) | (211.6) | (42.5) | 5.2   | 12.3 | 11.1  | 10.3  | 10.7  |
| Net profit margin     | (%)  | (34.9) | (173.6) | (45.7) | 1.1   | 7.0  | 5.0   | 4.7   | 5.2   |
| ROE                   | (%)  | (29.3) | (26.8)  | (50.0) | (0.9) | 29.6 | 20.7  | 16.4  | 16.2  |
| ROA                   | (%)  | (7.7)  | (6.6)   | (10.4) | (0.1) | 4.1  | 3.5   | 3.3   | 3.8   |
| Net D/E               | (x)  | 2.2    | 2.4     | 5.3    | 5.0   | 3.8  | 3.0   | 2.4   | 2.0   |
| Interest coverage     | (x)  | (0.9)  | (1.4)   | (0.6)  | 3.1   | 3.9  | 4.0   | 4.1   | 4.3   |
| Debt service coverage | (x)  | (0.1)  | (0.2)   | (0.1)  | 0.6   | 0.7  | 0.7   | 0.8   | 1.0   |
| Payout Ratio          | (%)  | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0   | 0.0  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

### Main Assumption

| FY December 31            | Unit       | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F | 2026F | 2027F |
|---------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Load factor               | (%)        | 76.0  | 68.0  | 84.0  | 90.0  | 91.0  | 90.0  | 90.0  | 90.0  |
| No. of passengers         | (mn)       | 9.5   | 2.9   | 10.0  | 18.9  | 20.8  | 22.8  | 23.5  | 24.7  |
| Average fare              | (Bt/pax)   | 1,199 | 1,090 | 1,431 | 1,780 | 1,967 | 1,922 | 1,910 | 1,913 |
| No. of aircrafts (ending) | (units)    | 62.0  | 60.0  | 54.0  | 56.0  | 60.0  | 65.0  | 65.0  | 65.0  |
| Jet fuel price            | (US\$/bbl) | 46    | 74    | 124   | 105   | 95    | 90    | 86    | 84    |
| FX                        | (Bt/US\$)  | 31.3  | 32.0  | 35.1  | 35.0  | 35.3  | 35.3  | 35.3  | 35.3  |

## Financial statement

### Profit and Loss Statement

| FY December 31        | Unit          | 2Q23           | 3Q23           | 4Q23         | 1Q24         | 2Q24         | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         |
|-----------------------|---------------|----------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Total revenue         | (Btmn)        | 10,036         | 9,662          | 12,457       | 13,794       | 11,485       | 10,931       | 13,226       | 13,225       |
| Cost of goods sold    | (Btmn)        | 9,038          | 9,635          | 10,236       | 11,160       | 9,985        | 9,631        | 10,103       | 10,267       |
| <b>Gross profit</b>   | <b>(Btmn)</b> | <b>998</b>     | <b>27</b>      | <b>2,221</b> | <b>2,634</b> | <b>1,500</b> | <b>1,300</b> | <b>3,123</b> | <b>2,958</b> |
| SG&A                  | (Btmn)        | 652            | 905            | 729          | 690          | 673          | 859          | 965          | 920          |
| Other income          | (Btmn)        | 372            | 244            | 283          | 234          | 206          | 172          | 143          | 230          |
| Interest expense      | (Btmn)        | (549)          | (596)          | (652)        | (630)        | (631)        | (652)        | (683)        | (682)        |
| <b>Pre-tax profit</b> | <b>(Btmn)</b> | <b>89</b>      | <b>(1,310)</b> | <b>1,141</b> | <b>1,513</b> | <b>331</b>   | <b>18</b>    | <b>1,635</b> | <b>1,591</b> |
| Corporate tax         | (Btmn)        | 89             | (1,310)        | 1,141        | 1,513        | 331          | 18           | 1,635        | 1,591        |
| Equity a/c profits    | (Btmn)        | 0              | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| Minority interests    | (Btmn)        | 0              | 0              | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| <b>Core profit</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>100</b>     | <b>(1,044)</b> | <b>965</b>   | <b>1,230</b> | <b>265</b>   | <b>57</b>    | <b>1,379</b> | <b>1,299</b> |
| Extra-ordinary items  | (Btmn)        | (1,113)        | (651)          | 1,849        | (1,640)      | (180)        | 3,389        | (1,022)      | 89           |
| <b>Net Profit</b>     | <b>(Btmn)</b> | <b>(1,013)</b> | <b>(1,695)</b> | <b>2,814</b> | <b>(409)</b> | <b>84</b>    | <b>3,446</b> | <b>357</b>   | <b>1,387</b> |
| EBITDA                | (Btmn)        | 1,890          | 414            | 3,099        | 3,107        | 1,929        | 1,721        | 3,435        | 3,368        |
| <b>Core EPS</b>       | <b>(Btmn)</b> | <b>0.01</b>    | <b>(0.09)</b>  | <b>0.08</b>  | <b>0.10</b>  | <b>0.02</b>  | <b>0.00</b>  | <b>0.11</b>  | <b>0.10</b>  |
| Net EPS               | (Bt)          | (0.08)         | (0.14)         | 0.23         | (0.03)       | 0.01         | 0.27         | 0.03         | 0.11         |

### Balance Sheet

| FY December 31              | Unit          | 2Q23          | 3Q23          | 4Q23          | 1Q24          | 2Q24          | 3Q24          | 4Q24          | 1Q25          |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Total current assets        | (Btmn)        | 7,446         | 9,511         | 10,005        | 12,514        | 13,548        | 13,795        | 15,502        | 16,725        |
| Total fixed assets          | (Btmn)        | 4,120         | 4,083         | 4,083         | 4,076         | 4,052         | 4,067         | 4,337         | 4,319         |
| <b>Total assets</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>66,074</b> | <b>67,740</b> | <b>67,794</b> | <b>70,536</b> | <b>72,527</b> | <b>72,995</b> | <b>75,373</b> | <b>77,582</b> |
| Total loans                 | (Btmn)        | 43,869        | 44,901        | 43,062        | 44,210        | 45,325        | 41,951        | 45,001        | 45,746        |
| Total current liabilities   | (Btmn)        | 23,589        | 25,830        | 25,023        | 27,401        | 28,621        | 29,425        | 29,066        | 30,449        |
| Total long-term liabilities | (Btmn)        | 34,395        | 35,483        | 33,538        | 34,283        | 34,936        | 31,122        | 33,366        | 32,777        |
| <b>Total liabilities</b>    | <b>(Btmn)</b> | <b>58,773</b> | <b>62,134</b> | <b>59,382</b> | <b>62,532</b> | <b>64,440</b> | <b>61,461</b> | <b>63,994</b> | <b>64,815</b> |
| Paid-up capital             | (Btmn)        | 1,216         | 1,216         | 1,285         | 1,285         | 1,285         | 1,285         | 1,285         | 1,285         |
| <b>Total equity</b>         | <b>(Btmn)</b> | <b>7,301</b>  | <b>5,607</b>  | <b>8,412</b>  | <b>8,003</b>  | <b>8,087</b>  | <b>11,534</b> | <b>11,379</b> | <b>12,767</b> |
| <b>BVPS</b>                 | <b>(Bt)</b>   | <b>0.60</b>   | <b>0.46</b>   | <b>0.68</b>   | <b>0.62</b>   | <b>0.63</b>   | <b>0.90</b>   | <b>0.89</b>   | <b>0.99</b>   |

### Cash Flow Statement

| FY December 31                | Unit          | 2Q23         | 3Q23         | 4Q23       | 1Q24       | 2Q24        | 3Q24      | 4Q24       | 1Q25         |
|-------------------------------|---------------|--------------|--------------|------------|------------|-------------|-----------|------------|--------------|
| Core Profit                   | (Btmn)        | 100          | (1,044)      | 965        | 1,230      | 265         | 57        | 1,379      | 1,299        |
| Depreciation and amortization | (Btmn)        | 1,251        | 1,128        | 1,306      | 964        | 967         | 1,051     | 1,117      | -            |
| Operating cash flow           | (Btmn)        | 1,059        | 438          | 1,859      | 2,415      | 1,665       | 1,332     | 2,051      | 1,556        |
| Investing cash flow           | (Btmn)        | (276)        | (162)        | (235)      | (100)      | (254)       | (140)     | (348)      | (269)        |
| Financing cash flow           | (Btmn)        | (1,259)      | (556)        | (1,317)    | (2,003)    | (1,429)     | (1,095)   | (1,136)    | (1,957)      |
| <b>Net cash flow</b>          | <b>(Btmn)</b> | <b>(477)</b> | <b>(279)</b> | <b>307</b> | <b>311</b> | <b>(18)</b> | <b>97</b> | <b>567</b> | <b>(670)</b> |

### Key Financial Ratios

| FY December 31        | Unit | 2Q23   | 3Q23   | 4Q23 | 1Q24  | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24 | 1Q25 |
|-----------------------|------|--------|--------|------|-------|------|------|------|------|
| Gross margin          | (%)  | 9.9    | 0.3    | 17.8 | 19.1  | 13.1 | 11.9 | 23.6 | 22.4 |
| Operating margin      | (%)  | 3.4    | (9.1)  | 12.0 | 14.1  | 7.2  | 4.0  | 16.3 | 15.4 |
| EBITDA margin         | (%)  | 18.8   | 4.3    | 24.9 | 22.5  | 16.8 | 15.7 | 26.0 | 25.5 |
| EBIT margin           | (%)  | 6.4    | (7.4)  | 0.0  | 15.5  | 8.4  | 6.1  | 17.5 | 17.2 |
| Net profit margin     | (%)  | (10.1) | (17.5) | 22.6 | (3.0) | 0.7  | 31.5 | 2.7  | 10.5 |
| ROE                   | (%)  | 5.1    | (64.7) | 55.1 | 60.0  | 13.2 | 2.3  | 48.1 | 43.0 |
| ROA                   | (%)  | 0.6    | (6.2)  | 5.7  | 7.1   | 1.5  | 0.3  | 7.4  | 6.8  |
| Net D/E               | (x)  | 5.8    | 7.8    | 5.0  | 5.3   | 5.4  | 3.5  | 3.8  | 3.5  |
| Interest coverage     | (x)  | 3.4    | 0.7    | 4.8  | 4.9   | 3.1  | 2.6  | 5.0  | 4.9  |
| Debt service coverage | (x)  | 0.2    | 0.0    | 0.3  | 0.3   | 0.2  | 0.2  | 0.3  | 0.3  |

### Key statistics

| FY December 31            | Unit       | 2Q23  | 3Q23  | 4Q23  | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  |
|---------------------------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Load factor               | (%)        | 89.0  | 90.0  | 90.0  | 93.0  | 91.0  | 90.0  | 89.0  | 87.0  |
| No. of passengers         | (mn)       | 4.6   | 4.6   | 5.1   | 5.5   | 5.0   | 4.9   | 5.5   | 5.6   |
| Average fare              | (Bt/pax)   | 1,755 | 1,720 | 2,029 | 2,109 | 1,920 | 1,847 | 1,975 | 1,945 |
| No. of aircrafts (ending) | (units)    | 54.0  | 54.0  | 56.0  | 56.0  | 57.0  | 59.0  | 60.0  | 61.0  |
| Jet fuel price            | (US\$/bbl) | 92    | 110   | 108   | 103   | 99    | 92    | 88    | 90    |
| FX                        | (Bt/US\$)  | 34.5  | 35.2  | 35.6  | 35.7  | 36.7  | 34.8  | 34.0  | 34.0  |

**Figure 1: AAV earnings review**

| (Bt mn)                     | 1Q24         | 2Q24       | 3Q24         | 4Q24         | 1Q25         | %YoY        | %QoQ         |
|-----------------------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| Revenue                     | 13,794       | 11,485     | 10,931       | 13,226       | 13,225       | (4.1)       | (0.0)        |
| Gross profit                | 2,634        | 1,500      | 1,300        | 3,123        | 2,958        | 12.3        | (5.3)        |
| EBITDA                      | 3,107        | 1,929      | 1,721        | 3,435        | 3,368        | 8.4         | (1.9)        |
| <b>Core profit</b>          | <b>1,230</b> | <b>265</b> | <b>57</b>    | <b>1,379</b> | <b>1,299</b> | <b>5.5</b>  | <b>(5.8)</b> |
| <b>Net profit</b>           | <b>(409)</b> | <b>84</b>  | <b>3,446</b> | <b>357</b>   | <b>1,387</b> | <b>N.M.</b> | <b>289.0</b> |
| EPS (Bt/share)              | (0.03)       | 0.01       | 0.27         | 0.03         | 0.11         | N.M.        | 289.0        |
| <b>Balance Sheet</b>        |              |            |              |              |              |             |              |
| Total Assets                | 70,536       | 72,527     | 72,995       | 75,373       | 77,582       | 10.0        | 2.9          |
| Total Liabilities           | 62,532       | 64,440     | 61,461       | 63,994       | 64,815       | 3.7         | 1.3          |
| Total Equity                | 8,003        | 8,087      | 11,534       | 11,379       | 12,767       | 59.5        | 12.2         |
| BVPS (Bt/share)             | 0.62         | 0.63       | 0.90         | 0.89         | 0.99         | 59.5        | 12.2         |
| <b>Financial Ratio</b>      |              |            |              |              |              |             |              |
| Gross Margin (%)            | 19.1         | 13.1       | 11.9         | 23.6         | 22.4         |             |              |
| EBITDA margin (%)           | 22.5         | 16.8       | 15.7         | 26.0         | 25.5         |             |              |
| Net Profit Margin (%)       | (3.0)        | 0.7        | 31.5         | 2.7          | 10.5         |             |              |
| ROA (%)                     | 7.1          | 1.5        | 0.3          | 7.4          | 6.8          |             |              |
| ROE (%)                     | 60.0         | 13.2       | 2.3          | 48.1         | 43.0         |             |              |
| D/E (X)                     | 5.5          | 5.6        | 3.6          | 4.0          | 3.6          |             |              |
| <b>Statistics</b>           |              |            |              |              |              |             |              |
| Passengers carried (mn)     | 5.5          | 5.0        | 4.9          | 5.5          | 5.6          | 2.6         | 1.6          |
| Load factor (%)             | 93.0         | 91.0       | 90.0         | 89.0         | 87.0         | (6.0)       | (2.0)        |
| ASK (mn seat-km)            | 6,278        | 5,856      | 5,996        | 6,640        | 6,713        | 6.9         | 1.1          |
| RPK (mn passenger-km)       | 5,787        | 5,247      | 5,233        | 5,752        | 5,657        | (2.2)       | (1.7)        |
| Seat average fare (Bt)      | 2,109        | 1,920      | 1,847        | 1,975        | 1,945        | (7.8)       | (1.5)        |
| No. of aircrafts            | 56           | 57         | 59           | 60           | 61           | 8.9         | 1.7          |
| Revenues per ASK (RASK, Bt) | 2.20         | 1.96       | 1.82         | 1.99         | 1.97         | (10.5)      | (1.0)        |
| Cost per ASK (CASK, Bt)     | 1.96         | 1.89       | 1.82         | 1.73         | 1.73         | (11.7)      | 0.0          |
| Fuel cost per ASK (Bt)      | 0.80         | 0.67       | 0.64         | 0.55         | 0.60         | (25.0)      | 9.1          |
| Cost ex fuel per ASK (Bt)   | 1.16         | 1.22       | 1.18         | 1.18         | 1.13         | (2.6)       | (4.2)        |
| RASK-CASK (Bt)              | 0.24         | 0.07       | 0.00         | 0.26         | 0.24         | (0.0)       | (7.7)        |

Source: InnovestX Research

**Figure 2: Valuation summary** (price as of May 14, 2025)

|                | Rating  | Price<br>(Bt/Sh) | Target<br>(Bt/Sh) | ETR<br>(%) | P/E (x)     |             |             | EPS growth (%) |              |              | P/BV (x)   |            |            | ROE (%)     |             |             | Div. Yield (%) |            |            | EV/EBITDA (x) |            |            |
|----------------|---------|------------------|-------------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|----------------|------------|------------|---------------|------------|------------|
|                |         |                  |                   |            | 24A         | 25F         | 26F         | 24A            | 25F          | 26F          | 24A        | 25F        | 26F        | 24A         | 25F         | 26F         | 24A            | 25F        | 26F        | 24A           | 25F        | 26F        |
| AAV            | Neutral | 1.28             | 1.7               | 32.8       | 5.6         | 6.2         | 6.6         | n.m.           | (10)         | (5)          | 1.4        | 1.2        | 1.0        | 30          | 21          | 16          | 0.0            | 0.0        | 0.0        | 5.8           | 5.7        | 5.6        |
| AOT            | Neutral | 37.50            | 47.0              | 27.3       | 27.5        | 29.7        | 31.8        | 111.0          | (7.6)        | (6.5)        | 4.3        | 4.1        | 3.9        | 16.4        | 13.9        | 12.4        | 2.1            | 2.0        | 1.9        | 13.3          | 13.5       | 14.2       |
| <b>Average</b> |         |                  |                   |            | <b>16.5</b> | <b>18.0</b> | <b>19.2</b> | <b>111.0</b>   | <b>(8.9)</b> | <b>(5.6)</b> | <b>2.9</b> | <b>2.6</b> | <b>2.5</b> | <b>23.0</b> | <b>17.3</b> | <b>14.4</b> | <b>1.1</b>     | <b>1.0</b> | <b>0.9</b> | <b>9.6</b>    | <b>9.6</b> | <b>9.9</b> |

Source: InnovestX Research

**ข้อสงวนสิทธิ์:**

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าจะเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ นักลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกรกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ กรัสด์เพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหุ้นบริษัท เอส เอช โอเทล ความเห็น ข่าวกฎหมาย บทวิเคราะห์ ราคา ข้อความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่ต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้อข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้อข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาของตนในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มีข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้กับเฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขยาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดงหรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2565 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2024 Companies with CG Rating**

**Companies with Excellent CG Scoring**

AAV, ABM, ACE, ACG, ADVANC, AE, AF, AGE, AH, AIT, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, ANAN, AOT, AP, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BJC, BKIH, BLA, BPP, BR, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BTW, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CHASE, CHEWA, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CRD, CREDIT, CSC, CV, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, ECL, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FPI, FPT, FVC, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INTUCH, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITCL, ITTHI, IVL, JAS, JTS, K, KBANK, KCC, KCE, KCG, KEX, KKP, KSL, KTB, KTC, KTMS, KUMWEL, LALIN, LANNA, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LPN, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, M-CHAI, MCOT, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, MVP, NCH, NER, NKI, NOBLE, NRF, NSL, NTSC, NVD, NWR, NYT, OCC, OR, ORI, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PEER, PG, PHOL, PIMO, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PORT, PPP, PPS, PR9, PRG, PRIME, PRM, PRTR, PSH, PSL, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RATCH, RBF, RPC, RPH, RS, RT, RWI, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SDC, SEAFCO, SEAOL, SELIC, SENA, SENX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKE, SKR, SM, SMPC, SNC, SNNP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SR, SSC, SSF, SSP, SSSC, STA, STEC, STGT, STI, SUC, SUN, SUTHA, SVI, SYMC, SYNEX, SYNTEC, TASCOT, TBN, TCMC, TEAMG, TEGH, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THG\*, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TK, TKS, TKT, TLI, TM, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TPIPL, TPIPP, TPS, TQM, TQR, TRP, TRUBB, TRUE, TRV, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TV, TVDH, TVO, TVT, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UKEM, UPF, UPOIC, UV, VARO, VGI, VIH, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, ZEN

**Companies with Very Good CG Scoring**

2S, AAI, ADB, AEONTS, AHC, AIRA, APCO, APCS, APURE, ARIP, ARROW, ASIAN, ATP30, AUCT, AYUD, BA, BBIK, BC, BE8, BH, BIZ, BOL, BSBM, BTC, CH, CI, CIG, CM, COCOCO, COMAN, CPI, CSS, DTCENT, EVER, FE, FORTH, FSMART, FSX, FTI, GEL, GIFT, GPI, HUMAN, IFS, INSURE, JCK, JDF, JMART, KGI, KJL, KTIS, KUN, L&E, LHK, MATCH, MBAX, MEGA, METCO, MICRO, NC, NCAP, NCL, NDR, ONEE, PATO, PDG, PJW, POLY, PQS, PREB, PROUD, PSG, PSP, PSTC, PT, PTECH, PYLON, QLT, RABBIT, RCL, SAPPE, SECURE, SFLEX, SFT, SINO, SMT, SPCG, SPVI, STANLY, STPI, SUPER, SUSCO, SVOA, SVT, TACC, TAE, TCC, TEKA, TFM, TITLE, TKN, TMD, TNR, TPA, TPCH, TPCS, TPLAS, TPOLY, TRT, TURTLE, TVH, UBA, UP, UREKA, VCOM, VIBHA, VRANDA, WARRIX, WIN, WP

**Companies with Good CG Scoring**

A5, ADD, AIE, ALUCON, AMC, AMR, ARIN, ASEFA, ASIA, ASN, BIG, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLC, BVG, CEN, CGH, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHOTI, CITY, CMC, CPANEL, CSP, DEXON, DOD, DPAINT, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, ESTAR, ETL, FNS, GBX, GENCO, GTB, GYT, ICN, IIG, IMH, IRCP, J, JCKH, JMT, JPARK, JR, JSP, JUBILE, KBS, KCAR, KIAT, KISS, KK, KWC, LDC, LEO, MCA, META, MGC, MITSIB, MK, NAM, NOVA, NTV, NV, OGC, PACO, PANEL, PHG, PIN, PRAPAT, PRI, PRIN, PROEN, PROS, PTC, READY, ROCTEC, SABUY, SALEE, SAMCO, SANKO, SCI, SE, SE-ED, SINGER, SISB, SKN, SKY, SMD100, SMIT, SORKON, SPG, SST, STC, STOWER, STP, SVR, SWC, TAKUNI, TC, TFI, TMC, TMI, TNP, TOPP, TRU, UEC, UOBKH, VL, WAVE, WFX, WIJK, XO, XPG, YUASA, ZAA

**Corporate Governance Report**

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

To recognize well performers, the list of companies attaining “Good”, “Very Good” and “Excellent” levels of recognition (Not including listed companies qualified in the “no announcement of the results” clause from 1 January 2023 to 28 October 2024) is published.

\*บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีส่วนดำเนินการกำกับดูแลกิจการ เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังถึงข้อดังกล่าวประกอบด้วย

**Anti-corruption Progress Indicator**

**Certified (ได้รับรับรอง)**

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

**Declared (ประกาศเจตนา)**

ACE, ALT, AMARIN, AMC, ANI, APCO, ASAP, B52, BLAND, BYD, CFARM, CHASE, CHG, DEXON, DITTO, EAST, EVER, FLOYD, GREEN, HL, HUMAN, ICN, IHL, IP, ITC, JDF, JMART, K, KJL, LDC, LIT, MITSIB, MJD, MOSHI, NEX, NTSC, PLE, PLUS, POLY, PQS, PRI, PRIME, PROEN, PROUD, PTC, RT, S, SAWAD, SCAP, SCGD, SFT, SHR, SINGER, SINO, SJWD, SKE, SNNP, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TMI, TPAC, TPP, TQM, UOBKH, UREKA, VNG, WELL, WIN, XPG

**N/A**

24CS, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALUCON, AMARC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASEFA, ASIA, ASIMAR, ASN, ATP30, AU, AUCT, AURA, BA, BBIK, BG, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BIOTEC, BIS, BIZ, BJC, BJCHI, BKA, BKD, BKGI, BKIH, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BPS, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTC, BTNC, BTW, BUI, BVG, CCET, CCP, CEYE, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CREDIT, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTCL, DV8, EASON, EE, EFORL, EKH, EMC, ESTAR, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GABLE, GENCO, GFC, GL, GLAND, GLOCON, GLORY, GRAMMY, GRAND, GTB, GTV, GYT, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, IT, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, J, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JMT, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MAGURO, MANRIN, MASTER, MATI, MCA, M-CHAI, MCS, MDX, MEB, MEDEZE, METCO, MGC, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MK, ML, MORE, MOTHER, MPJ, MST, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NSL, NTV, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ORN, PACO, PAF, PANEL, PCC, PCE, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMG, PMTA, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, S11, SABUY, SAF, SAFARI, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SANKO, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKN, SKY, SLP, SMART, SMD100, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCMC, TCOAT, TEAM, TEAMG, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUJ, TIGER, TITLE, TK, TKC, TLI, TM, TMAN, TMC, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTA, TTI, TTT, TTW, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UBE, UMI, UMS, UNIQ, UP, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VL, VPO, VRANDA, VS, WARRIX, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WP, XBIO, XYZ, YGG, YONG, ZAA, ZIGA

**Explanations**

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of January 15, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.