

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 85.00 (Unchanged)

Upside : 18.1%

8 SEPTEMBER 2022

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

กลับมาทำกำไรมากกว่าเดิม

AOT กำลังกลับมาทำกำไรที่มากกว่าเดิม โดยเริ่มจากกลับมาทำกำไรในเดือนม.ค.-มี.ค.2023F, กำไรกลับสู่ระดับก่อนเกิดโควิดในต.ค.-ธ.ค.2023F ที่สมมติฐานผู้โดยสารระหว่างประเทศอยู่ที่ 90% ของปี FY19 และมีกำไร 124% ของปี FY19 ในปี FY24F เมื่อผู้โดยสารระหว่างประเทศอยู่ที่ระดับของปี FY19 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” AOT ราคาเป้าหมายที่ 85 บาท/หุ้น



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

กำลังกลับมาทำกำไรที่มากกว่าเดิม

บทวิเคราะห์นี้ได้รับความคิดเห็นเกี่ยวกับ ESG เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” AOT ในฐานะบริษัทที่มีมูลค่าสูงที่สุด และได้ประโยชน์จากการเริ่มต้นของการท่องเที่ยว เราได้ประเมินระยะเวลาการฟื้นตัวของกำไรของ AOT ออกเป็น 3 ช่วง 1) ด้วยจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศอยู่ที่ 55% ของระดับปี FY19 เราจึงคาดว่าจะกลับมาทำกำไรอย่างรวดเร็วใน 2QFY23F (ม.ค.-มี.ค.2023) 2) ด้วยการเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำใหม่สำหรับพื้นที่ปลอดอากรในอัตราที่สูงกว่าอัตราเดิม 2.8 เท่า เราจึงคาดว่าจะกำไรจะกลับสู่ระดับของปี FY19 ใน 1QFY24F เมื่อเราสมมติให้ผู้โดยสารระหว่างประเทศอยู่ที่ 90% ของปี FY19 3) ผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ระดับปี FY19 เราคาดว่ากำไรจะอยู่ที่ระดับ 124% ของปี FY19 ในปี FY24F นอกจากนี้เรายังคาดว่าผู้โดยสารระหว่างประเทศจะเติบโตไปอีกที่ 15/12% ในปี FY25-26F หนุนให้กำไรของ AOT อยู่ที่ 154/178% ของระดับปี FY19

กลายเป็นบริษัทที่มีกำไรสูงขึ้น

ด้วยในเดือนเม.ย.2023 มีการเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำของสัมปทานพื้นที่ปลอดอากรในระดับใหม่ที่สูงขึ้น เราจึงมองว่า AOT จะกลับมาทำกำไรได้มากขึ้น เราคาดว่ากำไรปี FY24F ของ AOT จะอยู่ที่ 124% ของระดับกำไรปี FY19, EBITDA margin อยู่ที่ 70% (เทียบกับ 58% ในปี FY19) และ ROE ที่ 26% (เทียบกับ 17% ในปี FY19) ผลตอบแทนที่สูงขึ้นนี้จะหนุนให้มูลค่าสูงขึ้น เรามองว่าการซื้อขายของ AOT ที่ PE ที่ 34 เท่า ในปี FY24F เทียบกับค่าเฉลี่ยก่อนเกิดโควิด 3 ปีที่ 40 เท่านั้นไม่แพง ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน FY23F) ของเรายังคงอยู่ที่ 85 บาท

แนวโน้มฟื้นตัวแข็งแกร่ง

ผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT ฟื้นตัวมาอยู่ที่ 38% ของระดับปี FY19 ในเดือนส.ค.2022 และเราคาดว่าอัตราส่วนนี้จะเพิ่มขึ้นเป็น 45% ในเดือนม.ค.-มี.ค.2023F ซึ่งทำให้ AOT กลับมาทำกำไร การฟื้นตัวกลับมาแข็งแกร่งกว่าที่เราคาดไว้ทั้งๆ ที่แทบจะไม่มีนักท่องเที่ยวขาจีนเลย โบรกเราคาดว่านักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามาจะอยู่ที่ 9/26/39 ล้านคน (เพิ่มขึ้นจาก 6/26/39 ล้านคน) ในปี 2022-24F ซึ่งหมายถึงระดับผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 16/60/100% ของระดับปี FY19 ในปี FY22-24F ด้วยเหตุนี้ เราจึงคาดว่า AOT จะขาดทุน 11 พันลบ. (เทียบกับ 9.2 พันลบ.ใน 9MFY22) ในปี FY22F และมีกำไร 7/30 พันลบ. ในปี FY23/24F เทียบกับ 2.5 พันลบ. ในปี FY19 และคาดว่าจะมีกำไร 38/44 พันลบ. ในปี FY25-26F เราสมมติให้ความสามารถในการรองรับเพิ่มขึ้น 15% ในเดือนเม.ย.2023 ซึ่งส่งผลให้ต้นทุนการดำเนินงานเพิ่มขึ้น 3 พันลบ. ต่อปี

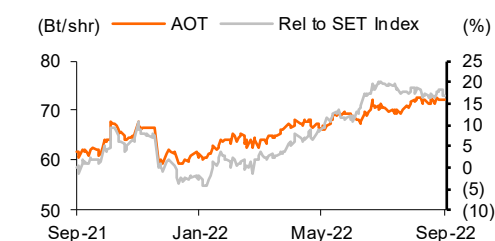
มีกำไรแม้ไม่มีนักท่องเที่ยวจีน

จากสมมติฐานจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาที่ 9/26/39 ล้านคน ในปี 2022-24F เราสมมติให้นักท่องเที่ยวจีนเริ่มกลับมาใน 2H23F แต่ยังไม่เต็มที่ ดังนั้นจึงมีความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรสุทธิปี FY23F ของเราไม่มากนัก แม้ว่าจะไม่มีนักท่องเที่ยวจีนก็ตาม นอกจากนี้เรายังคาดว่า AOT จะกลับมาทำกำไรในเดือนม.ค.-มี.ค.2023F ทั้งที่ไม่มีนักท่องเที่ยวจีน นักท่องเที่ยวจีนคิดเป็น 28% ของจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาไทยทั้งหมด 40 ล้านคน ในปี 2019

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,086	16,011	44,719	77,647
Net profit	(16,322)	(10,773)	6,887	30,336
Norm profit	(15,319)	(10,773)	6,887	30,336
Consensus NP	—	(9,743)	11,044	27,632
Diff frm cons (%)	—	na	(37.6)	9.8
Prev. Norm profit	—	(12,079)	5,630	28,213
Chg frm prev (%)	—	na	22.3	7.5
Norm EPS (Bt)	(1.1)	(0.8)	0.5	2.1
Norm EPS grw (%)	na	na	na	340.5
Norm PE (x)	na	na	149.3	33.9
EV/EBITDA (x)	na	1,524.6	41.5	18.6
P/BV (x)	9.2	10.1	9.7	8.2
Div yield (%)	0.0	0.0	0.4	1.8
ROE (%)	na	na	6.6	26.2
Net D/E (%)	(6.9)	11.0	11.8	(10.4)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

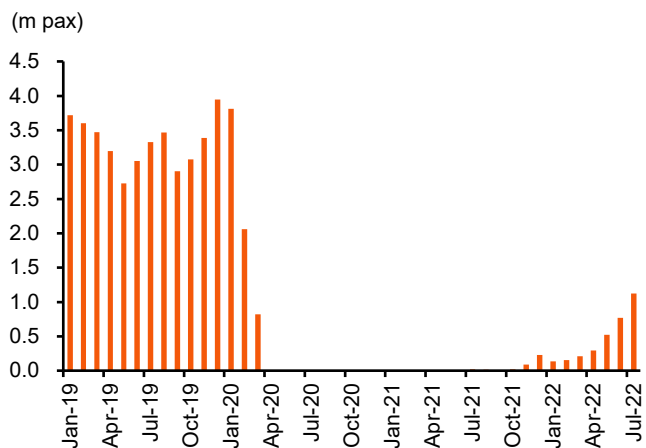
Price as of 8-Sep-22 (Bt)	72.00
Market Cap (US\$ m)	28,241.9
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	48.2
12M Price H/L (Bt)	72.75/59.25
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

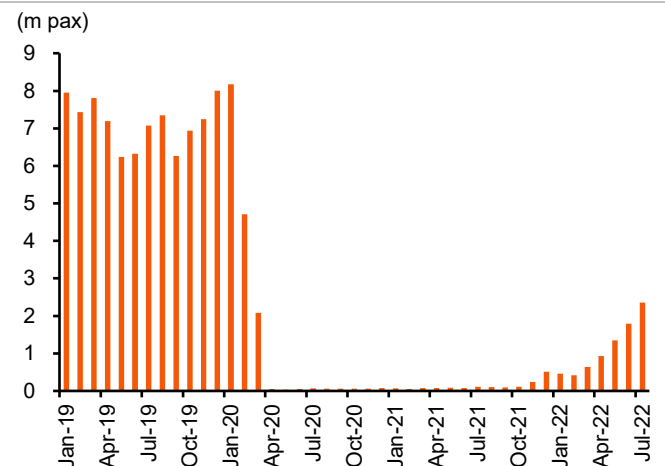
Ex 1: Key Assumption Changes

	FY19	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
International passengers (m pax.)						
New	84.1	37.5	0.1	13.4	50.4	84.1
Old				11.8	46.2	79.0
Change (%)				14.3	9.1	6.4
Aeronautical revenues (Bt bn)						
New	34.2	16.1	2.1	7.6	22.0	34.4
Old				7.0	20.6	32.7
Change (%)				8.6	6.8	5.2
Non-aeronautical revenues (Bt bn)						
New	28.6	15.0	5.0	8.4	22.7	43.2
Old				7.9	21.9	41.6
Change (%)				6.3	3.7	3.8
Normalized earnings (Bt bn)						
New	24.6	5.4	(15.3)	(10.8)	6.9	30.3
Old				(12.1)	5.6	28.2
Change (%)				na	22.3	7.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

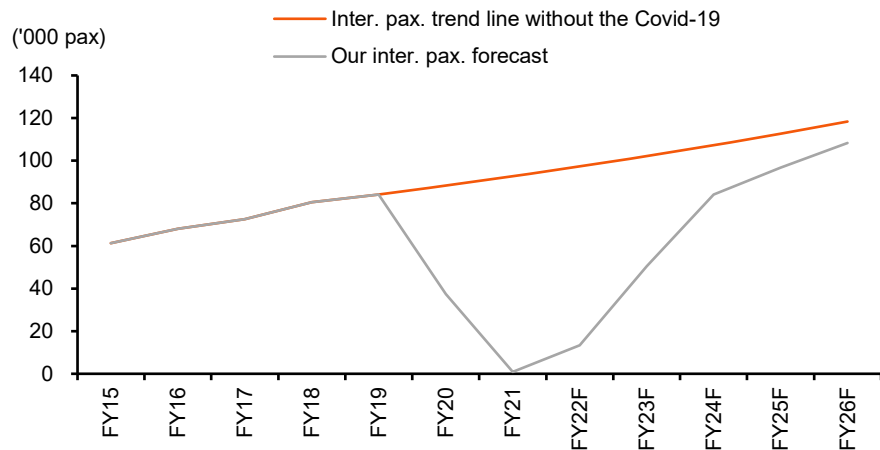
Ex 2: Thailand Tourist Arrivals

Source: Tourism Authority of Thailand

Ex 3: AOT's International Passengers

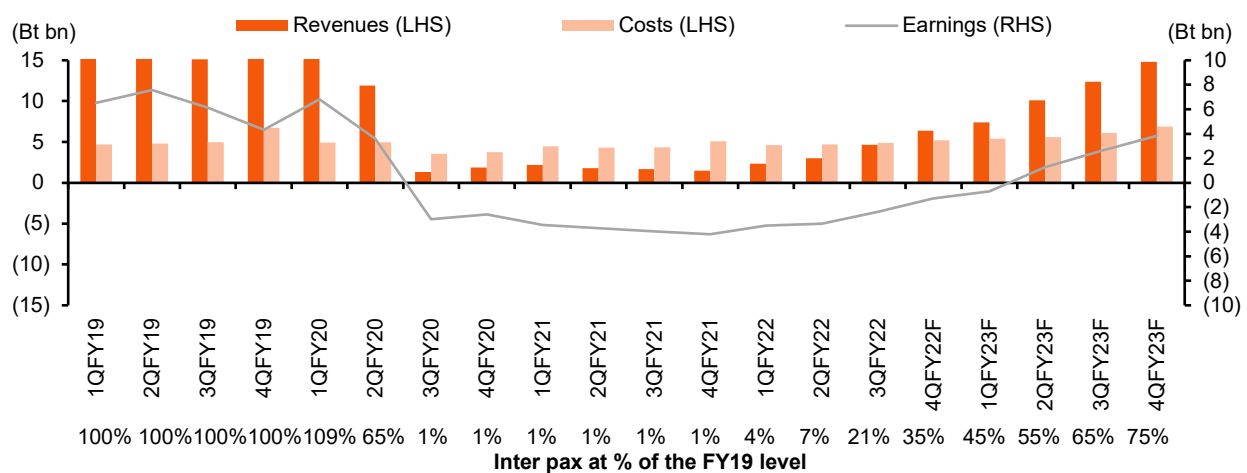
Source: Company data

Ex 4: Our International Passenger Forecast



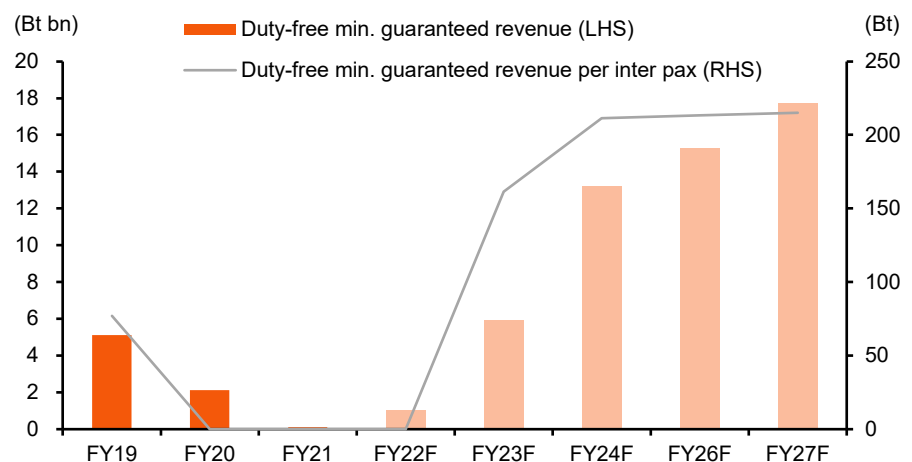
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: AOT's Quarterly Earnings Vs. International Passengers At % Of The FY19 Level

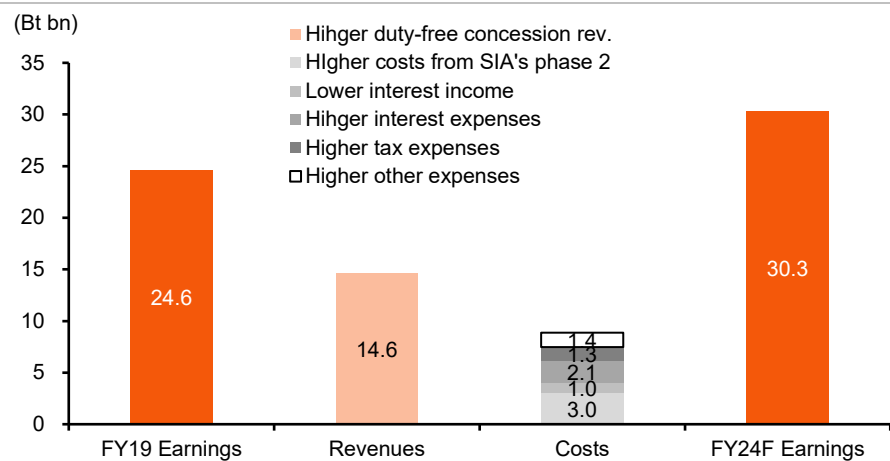


Sources: Company data, Thanachart estimates

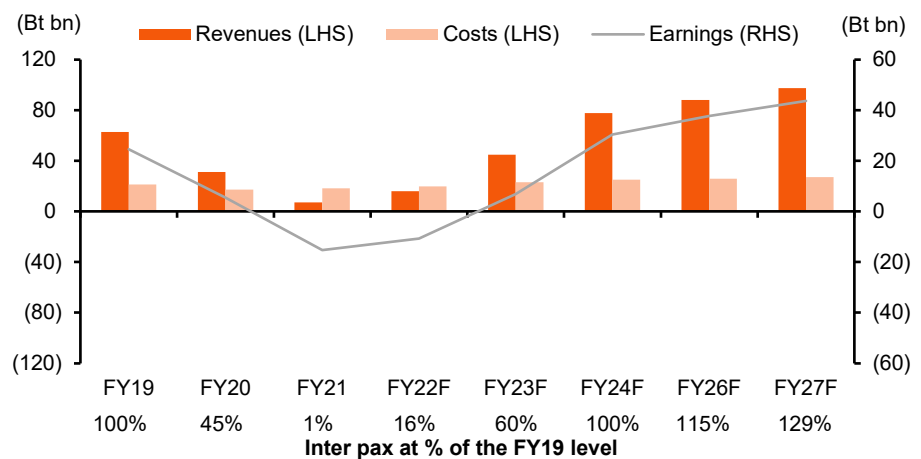
Ex 6: AOT's Concession Revenues



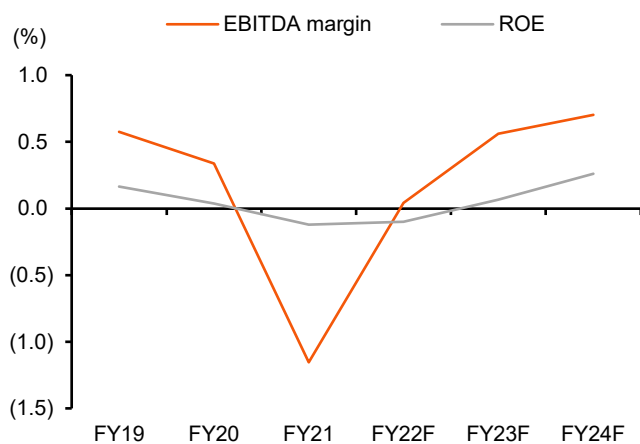
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Earnings Transition In FY24F

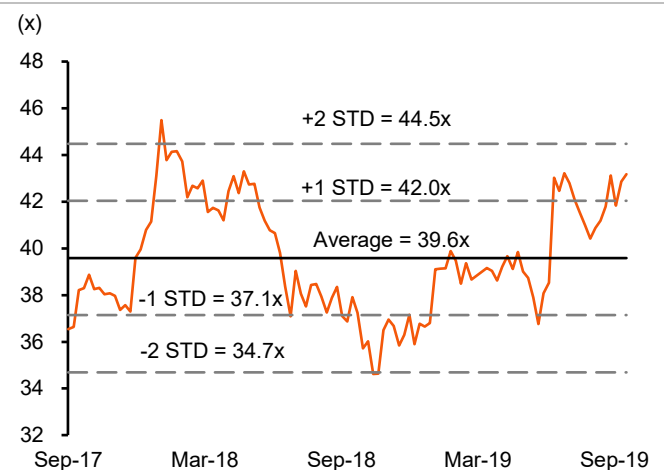
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: AOT's Yearly Earnings Vs. International Passengers At % Of The FY19 Level

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: AOT's EBITDA Margin Vs. ROE

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: AOT's PE Standard Deviation

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY23F

(Bt m)	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	22,550	51,931	60,677	68,163	74,742	87,113	93,754	100,292	107,467	115,195	123,525	—
Free cash flow	230	36,519	38,168	35,279	30,988	48,791	67,534	67,157	77,138	79,565	82,516	2,490,855
PV of free cash flow	230	31,760	30,553	26,221	21,385	31,257	40,172	37,092	38,038	36,263	34,768	655,016
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	1,221,936											
Net debt (FY22F)	11,260											
Minority interest	965											
Equity value	1,209,711											
# of shares (m)	14,286											
Equity value/share (Bt)	85.0											

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F	22F	23F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	(1.3)	82.3	na	na	1.0	1.0	na	18.6	0.0	0.6
Shenzhen Airport Co	000089 CH	China	na	na	na	151.8	1.2	1.2	114.1	20.8	0.0	0.3
Xiamen Int'l Airport	600897 CH	China	73.3	70.9	18.2	10.6	1.1	1.1	6.2	4.1	2.5	4.5
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	(1.1)	na	na	72.4	4.3	3.9	na	30.8	0.0	0.5
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	40.8	213.2	40.7	10.9	1.0	0.9	14.4	11.4	0.0	1.0
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	75.5	na	na	115.8	3.5	3.4	47.9	17.4	0.0	0.3
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	46.8	9.5	14.7	13.4	3.2	3.0	9.7	8.9	3.6	4.1
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	178.7	272.1	80.8	21.6	2.8	2.6	23.2	12.3	0.7	2.8
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	na	na	na	149.3	10.1	9.7	1,524.6	41.5	0.0	0.4
Average			59.0	129.6	38.6	68.2	3.1	3.0	248.6	18.4	0.8	1.6

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS

Based on 8 Sep 2022 closing prices

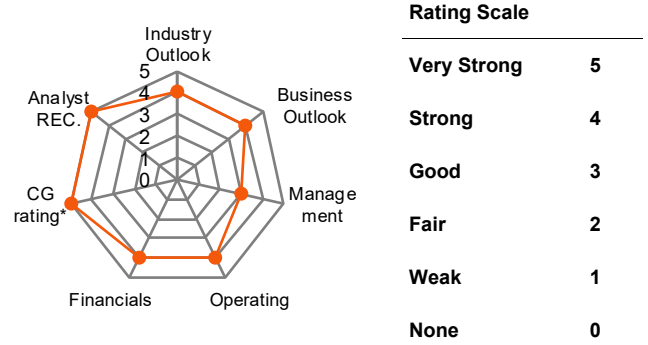
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) เป็นองค์กรรัฐวิสาหกิจ และเป็นผู้นำธุรกิจบริหารท่าอากาศยานของประเทศไทย ปัจจุบัน AOT ดำเนินธุรกิจในการบริหารท่าอากาศยานนานาชาติ 6 แห่ง ได้แก่ ท่าอากาศยานดอนเมือง ท่าอากาศยานภูเก็ต ท่าอากาศยานเชียงใหม่ ท่าอากาศยานหาดใหญ่ ท่าอากาศยานเชียงราย และ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ซึ่งทุกท่าอากาศยานให้บริการทั้งเที่ยวบินภายใน และต่างประเทศ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในวันที่ 28 ก.ย. 2006 โดยเป็นท่าอากาศยานหลักสามารถรองรับผู้โดยสารได้ 45 ล้านคน และคลังสินค้า 3 ล้านตัน ต่อปี และภายใน 1 ชั่วโมงสามารถรองรับเที่ยวบินได้ 76 เที่ยวบิน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค
- อุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในประเทศไทยอีกด้วย

W — Weakness

- รายได้ของ AOT มีความหลากหลายน้อย ซึ่งทำให้กำไรของบริษัทฯ แต่ละไตรมาสมีความผันผวนตามฤดูกาลท่องเที่ยว
- มีทิศทางที่ไม่ชัดเจน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล ซึ่งทำให้ AOT พลาดโอกาสที่จะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทย

T — Threat

- ธุรกิจท่าอากาศยานมีการแข่งขันรุนแรง ท่าอากาศยานหลายแห่งในเอเชียกำลังลดค่าธรรมเนียม เพื่อดึงดูดสายการบิน
- การระบาดของโรคเป็นปัจจัยเสี่ยงกดดันอุตสาหกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	75.16	85.00	13%
Norm profit 22F (Bt m)	(9,743)	(10,773)	na
Norm profit 23F (Bt m)	11,044	6,887	-38%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 8	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี FY22-23F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังต่อการฟื้นตัวของผู้โดยสาร
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 13% เนื่องจากเรายังคงมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาวของ AOT

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

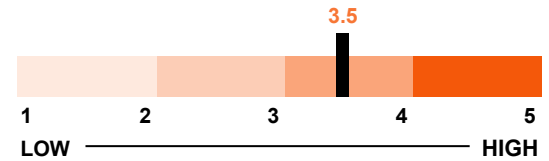
- อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทย เป็นส่วนประกอบของเศรษฐกิจโลก จึงไม่ต้องสงสัยเลยว่า การท่องเที่ยวจะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของเศรษฐกิจโลก
- หากการระบาดของโควิด-19 ไม่ลดลงภายในสิ้นปีนี้ อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมากต่อการดำเนินการเติบโตของผู้โดยสารของเรา
- การแทรกแซงทางการเมือง และการคอร์รัปชัน เป็นอีกปัจจัยกังวลหนึ่งของเรา เนื่องจาก AOT เป็นรัฐวิสาหกิจ การลงทุนใหญ่ๆ ของ AOT จึงยังคงต้องได้รับการอนุมัติจากคณะรัฐมนตรี ดังนั้นความล่าช้าในการอนุมัติโดยคณะรัฐมนตรีจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ AOT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

Source: Thanachart

AOT บริหารสนามบิน 6 แห่ง โดยอยู่ในกรุงเทพฯ 2 แห่ง และในจังหวัดท่องเที่ยว 4 แห่ง ครอบคลุมผู้โดยสารกว่า 85% ของประเทศไทย เราให้คะแนน ESG ของเราสำหรับ AOT ค่อนข้างดีที่ 3.5 เนื่องจากการปฏิบัติตามมาตรฐานอุตสาหกรรมอย่างเคร่งครัด ซึ่งรวมถึงใบรับรอง CAAT, ISO และ ICAO นอกจากนี้ยังให้ความสำคัญกับประเด็น ESG และมีเป้าหมายและการวัดผลในหลาย ๆ ด้าน

Thanachart ESG Rating



	SETTHSI Index	THSI Index	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	Arabesque S-Ray (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
AOT	YES	YES	YES	A	63.90	56.38	78.17	39.0	5.0

Sources: SETTRADE, SETTHSI Index, Thailand Sustainability Investment (THSI), The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, Arabesque S-Ray®, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors

Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- เราให้คะแนน ESG ที่ค่อนข้างดีสำหรับ AOT เนื่องจากการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลต่างๆ อย่างเคร่งครัด และมีความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าต่อประเด็น ESG แม้ว่าสนามบินจะใช้ไฟฟ้าเป็นจำนวนมาก แต่ AOT ก็ไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ออกมาเป็นจำนวนมาก
- แผนการจัดการก๊าซเรือนกระจกของ AOT ได้รับการรับรองภายใต้โครงการ Airport Carbon Accreditation (ACA) ของ Airports Council International (ACI) สนามบินภูเก็ตได้รับการรับรองในระดับที่ 1 Mapping ขณะที่สนามบินอื่นๆ ได้รับการรับรองระดับ level 3 Optimization ในการลดการปล่อย CO2
- โคมไฟเพดานสนามบินดอนเมืองเป็นถูกเปลี่ยนเป็นหลอด LED ซึ่งช่วยลดการใช้พลังงานลงได้ 767,000KWh ต่อปี AOT เตรียมติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป 4.4MW ที่สนามบิน
- การจัดการน้ำและน้ำเสียดำเนินการโดยผู้รับเหมาที่ได้รับการรับรอง ISO14001:2015 ขณะที่การควบคุมมลพิษทางเสียงของ Noise Balanced Approaches นั้นได้รับการแนะนำโดยองค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (International Civil Aviation Organization: ICAO)
- ในปี 2021 ได้รับการร้องเรียน 17 เรื่องเกี่ยวกับปัญหาล้างสิ่งแวดล้อมและส่วนใหญ่ได้รับการแก้ไขแล้ว

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- AOT ดำเนินธุรกิจตามนโยบายความปลอดภัยของท่าอากาศยาน และใช้ระบบการจัดการความปลอดภัยของ ICAO
- AOT ดำเนินการตามขั้นตอนด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยตามมาตรฐาน ISO 45001:2018 และใช้เทคโนโลยีสารสนเทศและขั้นตอนความปลอดภัยในการสื่อสารตามมาตรฐาน ISO/IEC 27001:2013
- ในปี 2021 AOT ได้รับรางวัลสถานที่ทำงานที่ดีด้านความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงานระดับชาติจากกระทรวงแรงงาน
- ในปี 2021 ได้ดำเนินกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคม จำนวน 159 กิจกรรม โดยมีค่าใช้จ่ายสนับสนุน 99 ลบ.

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ
(GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 15 คน โดย 11 คนเป็นกรรมการอิสระ และ 5 คนเป็นผู้หญิง ประธานเป็นกรรมการอิสระ
- AOT มีรายชื่ออยู่ในดัชนี Dow Jones Sustainability และอยู่ในอันดับที่ 4 จาก 105 บริษัท
- AOT ได้รับผลการประเมินคุณธรรมและความโปร่งใสในการดำเนินงานของหน่วยงานภาครัฐ (ITA) ใน "ระดับ A" จากสำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ
- มีการบริหารความเสี่ยงตาม COSO-ERM:2017 การรองรับระบบการบริหารความต่อเนื่องทางธุรกิจ ISO 22301:2019 และระบบการตรวจสอบภายในโดยสำนักงานตรวจสอบ ซึ่งรายงานโดยตรงต่อคณะกรรมการตรวจสอบ
- AOT มีแผนแม่บทด้านนวัตกรรมปี 2021-25 ที่ครอบคลุมในเรื่องประสบการณ์ของลูกค้า (Smart Journey) องค์กรดิจิทัล (Digital Organization) โครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล (Smart Infrastructure) และธรรมาภิบาลและบุคลากรที่สอดคล้องกับยุคดิจิทัล (Digital Governance and Digital Workforce)

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	31,179	7,086	16,011	44,719	77,647
Cost of sales	17,194	18,186	19,798	23,139	25,014
Gross profit	13,985	(11,100)	(3,787)	21,580	52,633
% gross margin	44.9%	-156.7%	-23.7%	48.3%	67.8%
Selling & administration expenses	8,870	6,099	7,205	9,838	11,647
Operating profit	5,115	(17,199)	(10,992)	11,742	40,986
% operating margin	16.4%	-242.7%	-68.7%	26.3%	52.8%
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	13,369	13,491
EBITDA	10,556	(8,172)	682	25,111	54,477
% EBITDA margin	33.9%	-115.3%	4.3%	56.2%	70.2%
Non-operating income	1,951	630	393	500	525
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(646)	(2,973)	(3,008)	(3,240)	(2,908)
Pre-tax profit	6,419	(19,542)	(13,607)	9,002	38,603
Income tax	1,038	(4,173)	(2,721)	1,800	7,721
After-tax profit	5,381	(15,369)	(10,886)	7,202	30,883
% net margin	17.3%	-216.9%	-68.0%	16.1%	39.8%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(0)	0	0	0
Minority interests	22	50	113	(315)	(546)
Extraordinary items	(1,083)	(1,003)	0	0	0
NET PROFIT	4,321	(16,322)	(10,773)	6,887	30,336
Normalized profit	5,403	(15,319)	(10,773)	6,887	30,336
EPS (Bt)	0.3	(1.1)	(0.8)	0.5	2.1
Normalized EPS (Bt)	0.4	(1.1)	(0.8)	0.5	2.1

We expect AOT's earnings to turn positive in FY23F...

...and jump to a record high in FY24F...

...driven by a passenger recovery and higher duty-free concession revenue

BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	50,491	21,499	25,146	25,415	35,014
Cash & cash equivalent	43,558	17,103	20,000	20,000	30,000
Account receivables	3,225	3,637	4,387	4,656	4,255
Inventories	0	0	0	0	0
Others	3,709	759	759	759	759
Investments & loans	648	6	6	6	6
Net fixed assets	110,130	112,157	118,967	128,434	125,919
Other assets	12,290	61,424	58,555	55,694	52,848
Total assets	173,559	195,086	202,673	209,548	213,787
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,333	13,610	15,196	14,352	14,404
Account payables	1,809	930	1,012	1,585	2,399
Bank overdraft & ST loans	0	27	0	0	0
Current LT debt	2,848	3,159	4,689	3,273	2,510
Others current liabilities	10,677	9,495	9,495	9,495	9,495
Total LT debt	8,245	6,080	26,571	29,454	14,225
Others LT liabilities	6,949	61,974	58,371	58,071	57,771
Total liabilities	30,527	81,664	100,138	101,877	86,400
Minority interest	796	1,078	965	1,280	1,826
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Share premium	12,568	12,568	12,568	12,568	12,568
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	500	837	837	837	837
Retained earnings	114,882	84,653	73,880	78,701	97,871
Shareholders' equity	142,236	112,344	101,571	106,392	125,561
Liabilities & equity	173,559	195,086	202,673	209,548	213,787

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	6,419	(19,542)	(13,607)	9,002	38,603
Tax paid	(1,038)	4,173	2,721	(1,800)	(7,721)
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	13,369	13,491
Chg In working capital	656	(1,290)	(668)	304	1,215
Chg In other CA & CL / minorities	(12,961)	4,573	2,400	2,280	2,166
Cash flow from operations	(1,483)	(3,058)	2,521	23,154	47,754
Capex	(11,502)	(11,055)	(15,915)	(20,275)	(8,430)
Right of use	0	(35,809)	300	300	300
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	440	642	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,361)	38,397	(6,004)	(2,580)	(2,466)
Cash flow from investments	(12,423)	(7,825)	(21,619)	(22,555)	(10,596)
Debt financing	(2,462)	(2,001)	21,994	1,467	(15,991)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(14,999)	(2,714)	0	(2,066)	(11,167)
Warrants & other surplus	(985)	(10,856)	0	0	0
Cash flow from financing	(18,446)	(15,571)	21,994	(599)	(27,158)
Free cash flow	(12,984)	(14,113)	(13,394)	2,879	39,324

We assume AOT's capex at Bt169bn over FY22-31F for its capacity expansion

VALUATION

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	190.4	na	na	149.3	33.9
Normalized PE - at target price (x)	224.7	na	na	176.3	40.0
PE (x)	238.1	na	na	149.3	33.9
PE - at target price (x)	281.0	na	na	176.3	40.0
EV/EBITDA (x)	94.4	na	1,524.6	41.5	18.6
EV/EBITDA - at target price (x)	112.0	na	1,796.9	48.9	22.0
P/BV (x)	7.2	9.2	10.1	9.7	8.2
P/BV - at target price (x)	8.5	10.8	12.0	11.4	9.7
P/CFO (x)	(693.8)	(336.3)	408.1	44.4	21.5
Price/sales (x)	33.0	145.2	64.2	23.0	13.2
Dividend yield (%)	0.3	0.0	0.0	0.4	1.8
FCF Yield (%)	(1.3)	(1.4)	(1.3)	0.3	3.8
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	(1.1)	(0.8)	0.5	2.1
EPS	0.3	(1.1)	(0.8)	0.5	2.1
DPS	0.2	0.0	0.0	0.3	1.3
BV/share	10.0	7.9	7.1	7.4	8.8
CFO/share	(0.1)	(0.2)	0.2	1.6	3.3
FCF/share	(0.9)	(1.0)	(0.9)	0.2	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

34x PEs in FY24F look attractive in our view vs. its past-3-year average of 40x in FY17-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(50.3)	(77.3)	126.0	179.3	73.6
Net profit (%)	(82.7)	na	na	na	340.5
EPS (%)	(82.7)	na	na	na	340.5
Normalized profit (%)	(78.0)	na	na	na	340.5
Normalized EPS (%)	(78.0)	na	na	na	340.5
Dividend payout ratio (%)	62.8	0.0	0.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.9	(156.7)	(23.7)	48.3	67.8
Operating margin (%)	16.4	(242.7)	(68.7)	26.3	52.8
EBITDA margin (%)	33.9	(115.3)	4.3	56.2	70.2
Net margin (%)	17.3	(216.9)	(68.0)	16.1	39.8
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.1	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	7.9	na	na	3.6	14.1
Interest coverage - EBITDA (x)	16.3	na	0.2	7.8	18.7
ROA - using norm profit (%)	2.9	na	na	3.3	14.3
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	na	6.6	26.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.6	na	na	6.9	26.6
- asset turnover (x)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.4
- operating margin (%)	22.7	na	na	27.4	53.5
- leverage (x)	1.3	1.4	1.9	2.0	1.8
- interest burden (%)	90.9	117.9	128.4	73.5	93.0
- tax burden (%)	83.8	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	4.7	(15.7)	(8.4)	8.3	27.5
NOPAT (Bt m)	4,288	(17,199)	(8,794)	9,394	32,789
invested capital (Bt m)	109,771	104,506	112,831	119,119	112,297

Sources: Company data, Thanachart estimates

Despite the COVID-19 crisis for two years, the balance sheet is still solid with low gearing

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. Arabesque S-Ray (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)

SET THSI Index (SETTHSI)

Nowadays, long-term investment tends to be more focused on sustainable companies. The financial statement performance and the consideration in environmental, social and governance (ESG) perspective are keys aspects for analysis.

SET has created a Thailand Sustainability Investment (THSI) list since 2015 for using as an alternative investment in the high performance ESG stocks for investors while, supporting the sustainable Thai companies. SET defines the sustainable companies as the companies that embrace risk management, supply chain management and innovations together with responsibility for environmental, social and governance aspects

As a result, SET has created the SETTHSI for the purpose of indicating the price of these sustainable companies that pass the market capital size and liquidity criteria.

Arabesque S-Ray®

The S-Ray data here is published with a 3 month delay. For the latest data, please contact sray@arabesque.com

Arabesque S-Ray® is a service (the "Service") provided by Arabesque S-Ray GmbH ("Arabesque S-Ray") and its branch and subsidiary companies. Arabesque S-Ray is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organized under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany. The Service is unconnected to any of the asset management activities conducted within the wider group of Arabesque companies, and is not investment advice or a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in investment services. RELIANCE - Arabesque S-Ray makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. ENQUIRIES - Any enquiries in respect of this document should be addressed to Arabesque S-Ray.

Arabesque S-Ray® - The ESG Score, ranging from 0 to 100, identifies sustainable companies that are better positioned to outperform over the long run, based on the principles of financial materiality. That is, when computing the ESG Score of a company, the algorithm will only use information that significantly helps explain future risk-adjusted performance. Materiality is applied by overweighting features with higher materiality and rebalancing these weights on a rolling quarterly basis to stay up-to-date

MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although [User ENTITY NAME's] information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

Score range	Description
CCC - B	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed [here](#).

Score range	Description	
0 to 25	First Quartile	Scores within this range indicates poor relative ESG performance and insufficient degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 25 to 50	Second Quartile	Scores within this range indicates satisfactory relative ESG performance and moderate degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 50 to 75	Third Quartile	Scores within this range indicates good relative ESG performance and above average degree of transparency in reporting material ESG data publicly.
> 75 to 100	Fourth Quartile	Score within this range indicates excellent relative ESG performance and high degree of transparency in reporting material ESG data publicly.

CG Report : by Thai Institute of Directors Association (Thai IOD), Established in December 1999, the Thai IOD is a membership organization that strives to promote professionalism in directorship. The Thai IOD offers directors certification and professional development courses, provides a variety of seminars, forums and networking events, and conducts research on board governance issues and practices. Membership comprises board members from companies ranging from large publicly listed companies to small private firms.



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an “Overweight” sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. “Underweight” is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. “Neutral” is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2210A, ADVANC16C2211A, AMATA16C2212A, AMAT16C2209A, AOT16C2212A, AOT16C2209A, BANPU16C2212A, BANPU16C2210A, BBL16C2212A, BBL16C2211A, BH16C2212B, BH16C2212A, BGRIM16C2212A, BGRI16C2209A, BLA16C2212A, BLA16C2209A, CBG16C2301A, CBG16C2210A, CENTEL16C2209A, COM716C2209A, COM716C2211A, COM716C2211B, COM716C2211C, CPALL16C2211A, DTAC16C2212A, EA16C2209A, EA16C2211A, ESSO16C2209A, ESSO16C2209B, FORTH16C2211A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GUNK16C2209A, HANA16C2209A, HANA16C2211A, IVL16C2212A, IVL16C2209A, IVL16C2211A, JMART16C2210A, JMART16C2211A, JMT16C2210A, JMT16C2211A, KBAN16C2209A, KBANK16C2211A, KCE16C2209A, KCE16C2211A, KTC16C2211A, KTC16C2209A, MINT16C2211A, MTC16C2212A, MTC16C2209A, PSL16C2212A, PTG16C2211A, PTG16C2209A, PTTEP16C2212A, PTTE16C2209A, RBF16C2209A, SAWAD16C2211A, S5016C2209A, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2211A, SCGP16C2212A, SET5016P2212A, SET5016C2209B, SET5016C2212A, SET5016P2209B, SINGER16C2212A, SPRC16C2212A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, TIDLOR16C2212A, TOP16C2211A, TRUE16C2212A, TTA16C2211A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are (ADVANC, AMATA, AOT, BANPU, BBL, BCH, BGRIM, BH, BLA, CBG, CENTEL, COM7, CPALL, DTAC, EA, ESSO, FORTH, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MINT, MTC, PSL, PTG, PTTEP, RBF, SAWAD, SCB, SET50, SCGP, SINGER, SPRC, STEC, TIDLOR, TOP, TRUE, TTA, TU, WHA)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่นางอัครวิณี ไตรลัคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีทวีเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีทวีเมนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย พิมพ์ผกา นิการกุล, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	Strategy, ประกัน, กระดาษ จักร เรืองสินัญญา Tel: 662-779-9104 chak.reu@thanachartsec.co.th	สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th
อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติ่นเรือ พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th	ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเช่า รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th
ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา สรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th	Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th
พลังงาน, ปิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th	
กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวลลี้ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th	ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์ Tel: 662-779-9107 nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สถาพร Tel: 662-779-9198 sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th