

BUY (Unchanged)

TP: Bt 85.00 (Unchanged)

11 JANUARY 2023

Change in Numbers

Upside : 14.5%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

ถึงเวลาขึ้นมา

เรายังคงคำแนะนำ “ซื้อ” AOT เนื่องจากนักท่องเที่ยวจีนที่กลับมาเร็วกว่าที่คาด กำไรปี FY24F แชนหน้าจุดสูงสุดเดิมในปี FY19 ไปแล้ว และหุ้นยังเป็น laggard play ในกลุ่มการท่องเที่ยว เราปรับกำไรปี FY23F ขึ้น 16% และคงราคาเป้าหมายไว้ที่ 85 บาท/หุ้น



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

หลายเหตุผลที่แนะนำ “ซื้อ”

เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” AOT ด้วยเหตุผลหลายประการ 1) หุ้นปรับตัวขึ้นเพียง 5% ตั้งแต่การกลับมาเปิดประเทศของไทยในเดือนก.ค.2022 ขณะที่หุ้นท่องเที่ยวปรับเพิ่มขึ้น 15% โดยเฉลี่ย (Exhibit 8) 2) เราเห็นปัจจัยผลักดันที่แข็งแกร่งในระยะสั้น 2 ประการจากการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนที่เร็วกว่าคาด และการสิ้นสุดมาตรการช่วยเหลือของ AOT สำหรับผู้ประกอบการในสนามบินในเดือนมี.ค. 2023 3) กำไรที่ฟื้นตัวอย่างรวดเร็วสู่ฐานสูงใหม่เป็นประวัติการณ์ที่ 3.1 หมื่นลบ. ในปี FY24F (สิ้นงวดก.ย.2024) ซึ่งสูงกว่า 2.5 หมื่นลบ. ในปี FY19 และ 4) มี valuation ที่ไม่แพงที่ 35/29 เท่า ในปีที่ฟื้นตัวจากโควิดอย่างเต็มปีในปี FY24-25F เทียบกับค่าเฉลี่ยในปี FY15-19 ที่ 40 เท่า และให้ ROE ที่ 25-26% ในปี FY24-25F เทียบกับ 17% ในปี FY19

นักท่องเที่ยวจีนฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

เราปรับคาดการณ์จำนวนนักท่องเที่ยวที่มายังไทยเป็น 28/40 ล้านคน (จาก 26/39 ล้านคน) ในปี 2023-24F เทียบกับ 40 ล้านคน ในปี 2019 จำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาอยู่ที่ 11.8 ล้านคน ในปี 2022 ซึ่งสูงกว่าคาดการณ์ของเราที่ 9 ล้านคน เราไม่คิดว่า 28 ล้านคน หรือ 70% ของระดับปี 2019 นั้นสูงไป เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่เข้ามาอยู่ที่ 59% ของระดับปี 2019 ใน 4Q22 และอยู่ที่ 72% ในเดือนธ.ค. 2022 การปรับเพิ่มของเรามีสาเหตุมาจากการยุติอย่างกะทันหันของมาตรการปิดตัวของจีน ซึ่งส่งผลให้นักท่องเที่ยวจีนกลับมาเร็วกว่าคาด นักท่องเที่ยวชาวจีนมีจำนวน 11 ล้านคน หรือ 28% ของจำนวนนักท่องเที่ยวที่มาถึงประเทศไทยในปี 2019 โดยเข้ามาเพียง 0.2-0.3 ล้านคน ในปี 2022 ขณะที่เราคาดว่าเข้ามา 5-6 ล้านคน ในปี 2023F

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เนื่องจากการกลับมาของนักท่องเที่ยวจีนในทันที และการปรับเพิ่มจำนวนนักท่องเที่ยวที่มาถึงของเราข้างต้น เราจึงปรับกำไรของ AOT ขึ้น 16% เป็น 9 พันลบ. ในปี FY23F และคงกำไรที่ 31/37 พันลบ. ในปี FY24-25F เช่นเดิม (Exhibit 2) ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน FY23F) ของเรายังคงอยู่ที่ 85 บาท/หุ้น แม้เราคาดว่าผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT ในปี FY24F จะยังคงอยู่ที่ระดับเดียวกับปี FY19 แต่เราคาดว่ากำไรปี FY24F จะสูงกว่าระดับปี FY19 ถึง 24% เนื่องจากในปี FY19 รายได้ประกันขั้นต่ำสำหรับร้านค้าปลอดอากรภายใต้สัมปทานเดิมที่สนามบินสุวรรณภูมิคิดเป็น 97 บาท/ผู้โดยสารระหว่างประเทศ ขณะที่รายได้ประกันขั้นต่ำตามสัมปทานใหม่ที่เริ่มในเดือนเมษายน 2023 เป็นต้นไป AOT จะได้ 233 บาท

มีฐานรายได้ใหม่ตั้งแต่เดือนเม.ย.2023

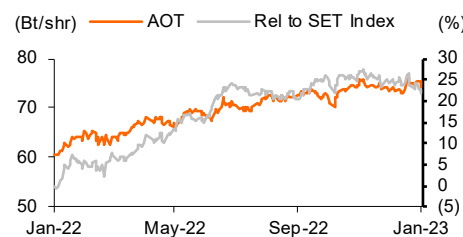
AOT เสนอมาตรการช่วยเหลือจิง เพาเวอร์ ผู้รับสัมปทานพื้นที่ปลอดอากร โดยยกเว้นการเก็บประกันรายได้ขั้นต่ำที่สนามบินสุวรรณภูมิ 1.54 หมื่นลบ. ต่อปี และรับส่วนแบ่งรายได้เพียง 20% มาตรการนี้มีกำหนดสิ้นสุดในเดือนมี.ค.2023 และตั้งแต่เดือนเม.ย.2023 เป็นต้นไป AOT จะได้รับประกันรายได้ขั้นต่ำ 233 บาทต่อผู้โดยสารระหว่างประเทศ เราคาดว่ารายได้สัมปทานพื้นที่ปลอดอากรของ AOT ที่สนามบินสุวรรณภูมิจะเพิ่มขึ้นเป็น 6/12/14 พันลบ. ในปี FY23-25F จาก 1.5 พันลบ. ในปี FY22, 94 ลบ. ในปี FY21 และ 5.1 พันลบ. ในปี FY19

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	16,560	47,573	76,876	87,500
Net profit	(11,088)	9,157	30,503	36,844
Norm profit	(11,288)	9,157	30,503	36,844
Consensus NP	—	11,172	28,852	35,656
Diff frm cons (%)	—	(18.0)	5.7	3.3
Prev. Norm profit	—	7,895	30,341	37,757
Chg frm prev (%)	—	16.0	0.5	(2.4)
Norm EPS (Bt)	(0.8)	0.6	2.1	2.6
Norm EPS grw (%)	na	na	233.1	20.8
Norm PE (x)	na	115.8	34.8	28.8
EV/EBITDA (x)	na	45.3	20.5	17.4
P/BV (x)	10.5	9.6	8.0	7.1
Div yield (%)	0.0	0.0	1.7	2.1
ROE (%)	na	8.6	25.2	26.3
Net D/E (%)	3.0	8.9	(9.3)	(17.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 11-Jan-23 (Bt)	74.25
Market Cap (US\$ m)	31,799.8
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	48.4
12M Price H/L (Bt)	76.25/60.25
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ



Ex 1: Thailand's Tourist Arrivals

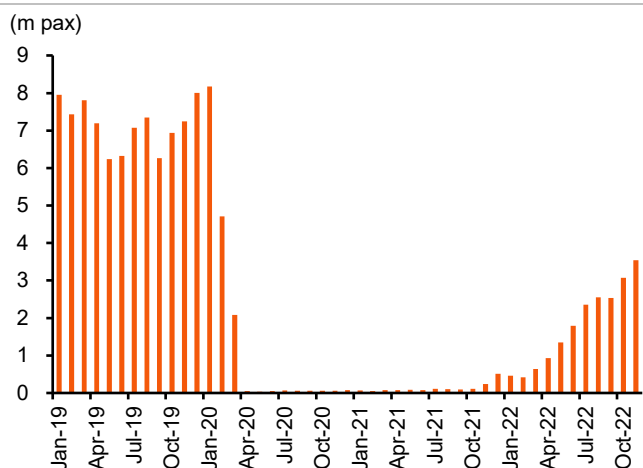
	2019	2020	2021	2022F	2023F	2024F
Foreign tourists (m tourists)						
New	39.9	6.7	0.4	11.8	28.0	39.9
Old				9.0	26.0	39.0
Change (%)				31.1	7.7	2.3

Sources: TAT, Thanachart estimates

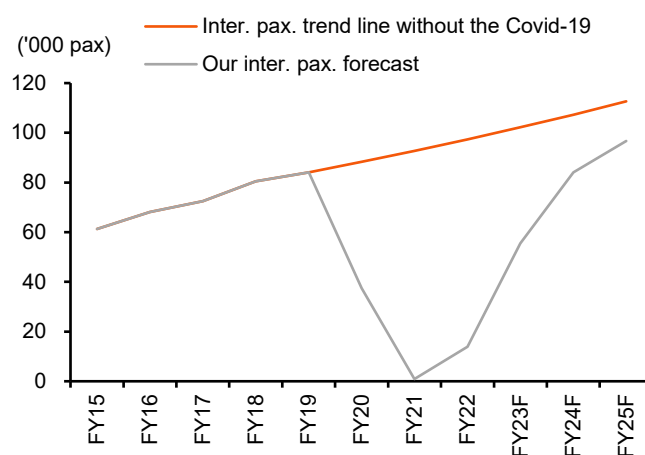
Ex 2: Key Assumption Changes

	FY20	FY21	FY22	FY23F	FY24F	FY25F
International passengers (m pax.)						
New	37.5	0.9	13.9	55.5	84.0	96.7
Old				50.4	84.0	96.7
Change (%)				10.0	—	—
Normalized earnings (Bt bn)						
New	5.4	(15.3)	(11.3)	9.2	30.5	36.8
Old				7.9	30.3	37.8
Change (%)				16.0	0.5	(2.4)

Sources: Company data, Thanachart estimates

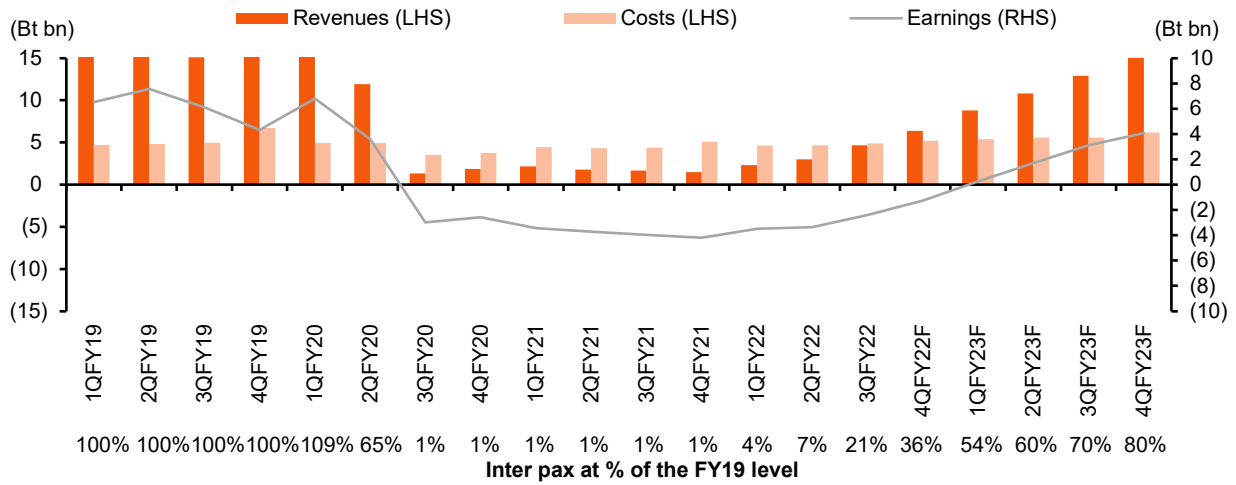
Ex 3: AOT's International passengers

Source: Company data

Ex 4: Our International Passenger Forecasts

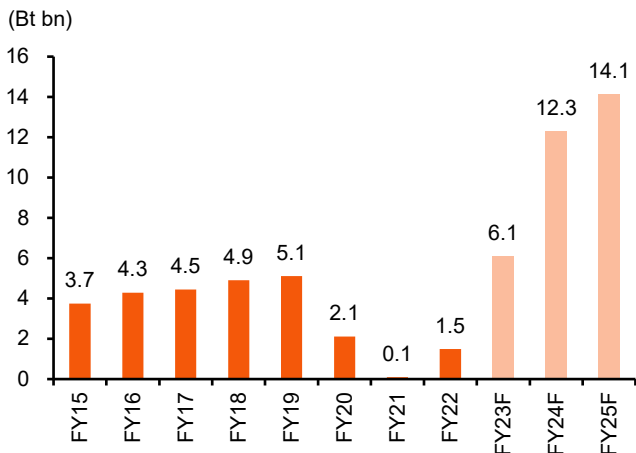
Sources: Company data, Thanachart estimates

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



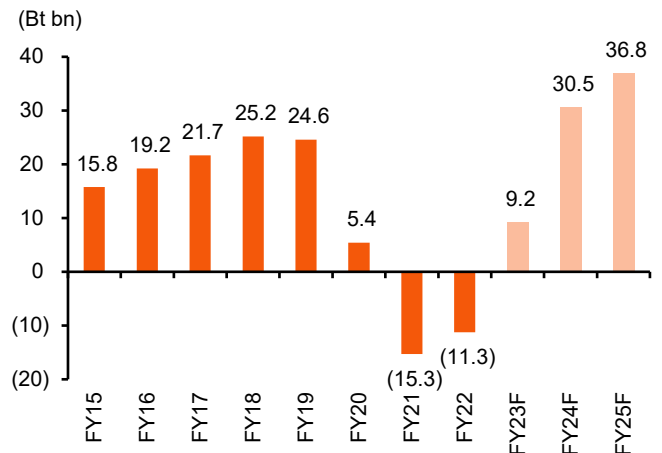
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: AOT's Duty-free Concession Rev. At BKK



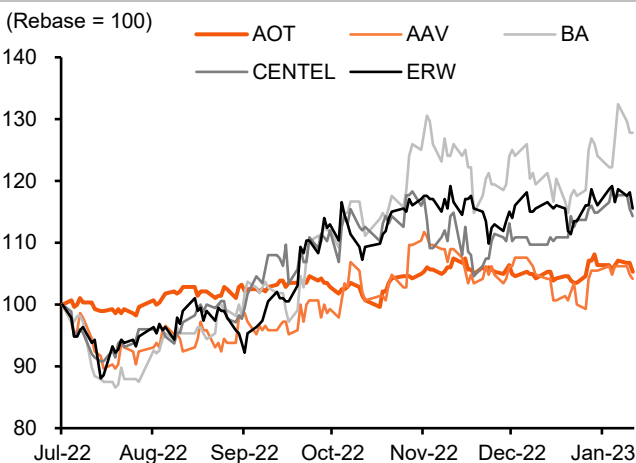
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Our Yearly Earnings Forecasts



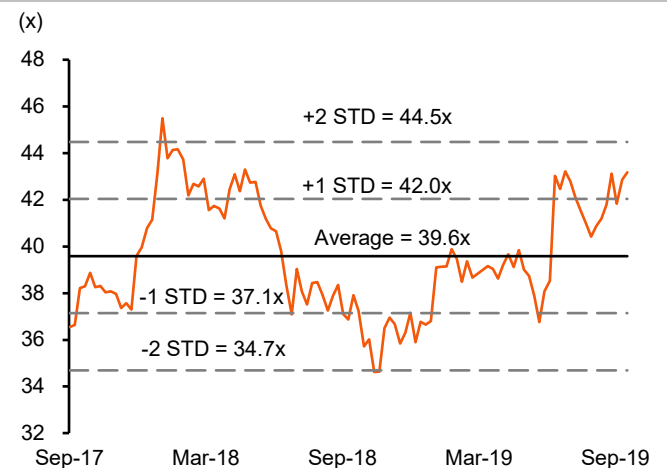
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: AOT Is A Laggard Play



Source: Bloomberg

Ex 9: PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Company data

Ex 10: 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	23,658	51,019	59,330	64,883	70,456	79,198	85,667	92,166	99,548	107,351	115,982	—
Free cash flow	683	34,684	37,593	33,030	27,855	42,921	61,351	60,950	71,099	73,611	76,804	2,643,352
PV of free cash flow	682	30,164	30,093	24,550	19,223	27,497	36,494	33,663	35,060	33,550	32,361	642,478
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	1,215,290											
Net debt (FY22)	3,058											
Minority interest	1,195											
Equity value	1,211,037											
# of shares (m)	14,286											
Equity value/share (Bt)	85.0											

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)	23F (x)	24F (x)	23F (%)	24F (%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	69.9	na	na	na	1.4	1.3	33.4	9.3	0.2	1.8
Shenzhen Airport Co	000089 CH	China	99.8	na	na	na	1.4	1.3	23.3	16.1	0.3	0.8
Xiamen Int'l Airport	600897 CH	China	523.5	49.1	15.2	10.2	1.2	1.2	6.2	4.6	4.9	7.4
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	na	150.5	87.8	35.0	3.7	3.4	38.2	23.4	0.4	0.8
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	232.0	31.8	12.6	9.6	1.0	0.9	12.1	10.5	0.6	3.5
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	na	163.5	117.0	44.4	3.9	3.7	19.0	12.7	0.3	0.6
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	7.1	10.9	14.4	13.0	3.2	3.0	10.1	9.4	3.3	3.6
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	(81.7)	37.5	17.6	70.3	1.7	1.9	12.5	12.0	2.8	6.4
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	na	233.1	115.8	34.8	9.6	8.0	45.3	20.5	0.0	1.7
Average			141.8	96.6	54.3	31.0	3.0	2.7	22.2	13.2	1.4	3.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS

Based on 11 Jan-23 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการบริหารท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค
- อุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในประเทศไทยอีกด้วย

CONSENSUS COMPARISON

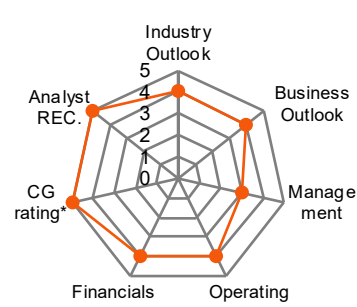
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	78.57	85.00	8%
Norm profit 23F (Bt m)	11,172	9,157	-18%
Norm profit 24F (Bt m)	28,852	30,503	6%
Consensus REC	BUY: 14	HOLD: 10	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี FY23F ของเราน่าจะดีกว่าตลาด เนื่องจากเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังต่อการฟื้นตัวของผู้โดยสาร
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 8% เนื่องจากเรายังคงมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาวของ AOT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Rating Scale

Very Strong	5
Strong	4
Good	3
Fair	2
Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

- ธุรกิจท่าอากาศยานมีการแข่งขันรุนแรง ท่าอากาศยานหลายแห่งในเอเชียกำลังลดค่าธรรมเนียม เพื่อดึงดูดสายการบิน
- การระบาดของโรคเป็นปัจจัยเสี่ยงกดดันอุตสาหกรรม

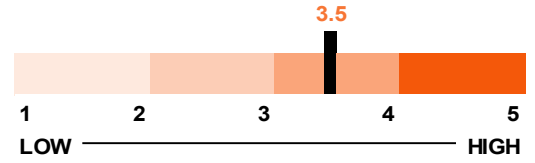
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

AOT บริหารสนามบิน 6 แห่ง โดยอยู่ในกรุงเทพฯ 2 แห่ง และในจังหวัดท่องเที่ยว 4 แห่ง ครอบคลุมผู้โดยสารกว่า 85% ของประเทศไทย เราให้คะแนน ESG ของเราสำหรับ AOT ค่อนข้างดีที่ 3.5 เนื่องจากการปฏิบัติตามมาตรฐานอุตสาหกรรมอย่างเคร่งครัด ซึ่งรวมถึงไปรับรอง 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	64.40	44.8	76.50	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
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- 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 ได้รับการรองรับ 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 เรื่องเกี่ยวกับปัญหาสิ่งแวดล้อมและส่วนใหญ่ได้รับการแก้ไขแล้ว

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 ได้รับรางวัลสถานที่ทำงานดีเด่นด้านความปลอดภัย 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)

Sources: Thanachart, Company data

INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Sales	7,086	16,560	47,573	76,876	87,500
Cost of sales	18,186	19,485	23,221	25,332	27,240
Gross profit	(11,100)	(2,925)	24,352	51,544	60,259
% gross margin	-156.7%	-17.7%	51.2%	67.0%	68.9%
Selling & administration expenses	6,099	8,522	10,466	11,147	12,250
Operating profit	(17,199)	(11,447)	13,886	40,397	48,010
% operating margin	-242.7%	-69.1%	29.2%	52.5%	54.9%
Depreciation & amortization	9,027	8,932	9,772	10,622	11,320
EBITDA	(8,172)	(2,515)	23,658	51,019	59,330
% EBITDA margin	-115.3%	-15.2%	49.7%	66.4%	67.8%
Non-operating income	630	313	325	478	546
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,973)	(2,930)	(2,742)	(2,709)	(2,459)
Pre-tax profit	(19,542)	(14,064)	11,469	38,166	46,097
Income tax	(4,173)	(2,888)	2,294	7,633	9,219
After-tax profit	(15,369)	(11,176)	9,175	30,533	36,878
% net margin	-216.9%	-67.5%	19.3%	39.7%	42.1%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(0)	0	0	0
Minority interests	50	(112)	(18)	(30)	(34)
Extraordinary items	(1,003)	200	0	0	0
NET PROFIT	(16,322)	(11,088)	9,157	30,503	36,844
Normalized profit	(15,319)	(11,288)	9,157	30,503	36,844
EPS (Bt)	(1.1)	(0.8)	0.6	2.1	2.6
Normalized EPS (Bt)	(1.1)	(0.8)	0.6	2.1	2.6

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)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
ASSETS:					
Current assets:	21,499	8,476	10,779	30,081	39,164
Cash & cash equivalent	17,103	3,822	6,000	25,000	33,500
Account receivables	3,637	3,785	3,910	4,212	4,795
Inventories	0	0	0	0	0
Others	759	869	869	869	869
Investments & loans	6	13	13	13	13
Net fixed assets	112,157	115,705	126,207	124,015	124,751
Other assets	61,424	59,619	60,736	61,925	63,187
Total assets	195,086	183,813	197,736	216,034	227,115
LIABILITIES:					
Current liabilities:	13,610	14,495	14,195	12,874	13,141
Account payables	930	1,056	1,259	1,735	2,239
Bank overdraft & ST loans	27	600	796	0	0
Current LT debt	3,159	2,966	2,268	1,266	1,029
Others current liabilities	9,495	9,873	9,873	9,873	9,873
Total LT debt	6,080	3,314	12,852	11,391	5,831
Others LT liabilities	61,974	63,485	58,995	58,695	58,395
Total liabilities	81,664	81,294	86,042	82,959	77,367
Minority interest	1,078	1,195	1,213	1,243	1,276
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	837	905	905	905	905
Retained earnings	84,653	73,565	82,722	104,074	120,714
Shareholders' equity	112,344	101,324	110,480	131,833	148,472
Liabilities & equity	195,086	183,813	197,736	216,034	227,115

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Earnings before tax	(19,542)	(14,064)	11,469	38,166	46,097
Tax paid	4,173	2,888	(2,294)	(7,633)	(9,219)
Depreciation & amortization	9,027	8,932	9,772	10,622	11,320
Chg In working capital	(1,290)	(22)	77	174	(78)
Chg In other CA & CL / minorities	4,614	2,802	2,400	2,280	2,166
Cash flow from operations	(3,018)	535	21,425	43,609	50,285
Capex	(11,055)	(12,479)	(20,275)	(8,430)	(12,057)
Right of use	(35,809)	4,540	300	300	300
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	642	(7)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	38,357	(4,449)	(8,308)	(4,068)	(4,029)
Cash flow from investments	(7,866)	(12,396)	(28,283)	(12,198)	(15,785)
Debt financing	(2,001)	(1,488)	9,036	(3,260)	(5,796)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(2,714)	(8)	0	(9,151)	(20,204)
Warrants & other surplus	(10,856)	76	0	0	0
Cash flow from financing	(15,571)	(1,420)	9,036	(12,410)	(26,000)
Free cash flow	(14,072)	(11,944)	1,150	35,179	38,229

We assume AOT's capex at Bt168bn over FY23-32F for its capacity expansion

VALUATION

FY ending Sep	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Normalized PE (x)	na	na	115.8	34.8	28.8
Normalized PE - at target price (x)	na	na	132.6	39.8	33.0
PE (x)	na	na	115.8	34.8	28.8
PE - at target price (x)	na	na	132.6	39.8	33.0
EV/EBITDA (x)	na	na	45.3	20.5	17.4
EV/EBITDA - at target price (x)	na	na	51.7	23.6	20.0
P/BV (x)	9.4	10.5	9.6	8.0	7.1
P/BV - at target price (x)	10.8	12.0	11.0	9.2	8.2
P/CFO (x)	(351.5)	1,981.7	49.5	24.3	21.1
Price/sales (x)	149.7	64.1	22.3	13.8	12.1
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	1.7	2.1
FCF Yield (%)	(1.3)	(1.1)	0.1	3.3	3.6
(Bt)					
Normalized EPS	(1.1)	(0.8)	0.6	2.1	2.6
EPS	(1.1)	(0.8)	0.6	2.1	2.6
DPS	0.0	0.0	0.0	1.3	1.5
BV/share	7.9	7.1	7.7	9.2	10.4
CFO/share	(0.2)	0.0	1.5	3.1	3.5
FCF/share	(1.0)	(0.8)	0.1	2.5	2.7

35/29x FY24-25F PEs look attractive vs. its average of 40x in FY17-19

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
Growth Rate					
Sales (%)	(77.3)	133.7	187.3	61.6	13.8
Net profit (%)	na	na	na	233.1	20.8
EPS (%)	na	na	na	233.1	20.8
Normalized profit (%)	na	na	na	233.1	20.8
Normalized EPS (%)	na	na	na	233.1	20.8
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(156.7)	(17.7)	51.2	67.0	68.9
Operating margin (%)	(242.7)	(69.1)	29.2	52.5	54.9
EBITDA margin (%)	(115.3)	(15.2)	49.7	66.4	67.8
Net margin (%)	(216.9)	(67.5)	19.3	39.7	42.1
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	0.0	0.1	(0.1)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	na	na	5.1	14.9	19.5
Interest coverage - EBITDA (x)	na	na	8.6	18.8	24.1
ROA - using norm profit (%)	na	na	4.8	14.7	16.6
ROE - using norm profit (%)	na	na	8.6	25.2	26.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	na	8.7	25.2	26.3
- asset turnover (x)	0.0	0.1	0.2	0.4	0.4
- operating margin (%)	na	na	29.9	53.2	55.5
- leverage (x)	1.4	1.8	1.8	1.7	1.6
- interest burden (%)	117.9	126.3	80.7	93.4	94.9
- tax burden (%)	na	na	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	#N/A	7.2	7.2	7.2	7.7
ROIC (%)	(15.7)	(11.0)	10.6	26.8	32.1
NOPAT (Bt m)	(17,199)	(11,447)	11,109	32,317	38,408
invested capital (Bt m)	104,506	104,382	120,396	119,489	121,833

Sources: Company data, Thanachart estimates

Despite the COVID crisis for two years, AOT's 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, non 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 stated 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 an 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.

90-100	▲▲▲▲▲	Excellent
80-89	▲▲▲▲	Very Good
70-79	▲▲▲	Good
60-69	▲▲	Satisfactory
50-59	▲	Pass
Below		N/A

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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 57 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2301A, ADVANC16C2302A, AOT16C2305A, AOT16C2302A, BANPU16C2303A, BANPU16C2302A, BBL16C2305A, BGRIM16C2301A, BGRIM16C2302A, BH16C2304A, BH16C2303A, BLA16C2302A, BTS16C2301A, CBG16C2301A, CBG16C2301B, CBG16C2302A, COM716C2302A, CPN16C2303A, CPN16C2301A, CRC16C2303A, DOHOME16C2301A, DOHOME16C2303A, EA16C2303A, ESSO16C2303A, ESSO16C2302A, GPSC16C2301A, GPSC16C2302A, GULF16C2301A, GULF16C2302A, GULF16C2302B, GUNKUL16C2301A, GUNKUL16C2302A, HANA16C2301A, HANA16C2303A, IVL16C2301A, JMART16C2303A, JMT16C2302A, KBANK16C2304A, KBANK16C2301A, KBANK16C2302A, KCE16C2303A, KCE16C2301A, KCE16C2301B, KCE16C2302A, KTB16C2303A, MINT16C2301A, MINT16C2302A, MTC16C2301A, PTTEP16C2303A, RCL16C2303A, SAWAD16C2302A, SCB16C2301A, SCGP16C2303A, SET5016P2303B, SET5016P2303A, SET5016C2303A, VGI16C2301A (underlying securities are (ADVANC, AOT, BANPU, BBL, BGRIM, BH, BLA, BTS, CBG, COM7, CPN, CRC, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTB, MINT, MTC, PTTEP, RCL, SAWAD, SCB, SCGP, SET50, VGI)). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.33 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่นางอติวีณี ไตลัดคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: ** "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ของ บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566" ที่ออกโดย บริษัท สวนอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสิทธิสัญญา

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, เติบเรื่อ

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา ศรทรง

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 ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี 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

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

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
