

BUY (Unchanged)

TP: Bt 3.00

(From: Bt 2.60)

Change in Numbers

Upside : 12.8%

25 SEPTEMBER 2024

Asia Aviation Pcl (AAV TB)

ลมใต้ปีก

นักท่องเที่ยวที่มายังไทยที่แข็งแกร่ง ค่าโดยสารที่สูงต่อเนื่องจากการขาดแคลนอุปทานของอุตสาหกรรม และราคาน้ำมันอากาศยานที่ลดลง ทำให้เราต้องปรับกำไรและราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 3 บาท ด้วยเป็นหนึ่งในสายการบินที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในภูมิภาค เราจึงมองว่าที่ 2025-26F PE ที่ 11/13 เท่า นั้นน่าสนใจ vs ค่าเฉลี่ยของสายการบินอื่นที่ 12-13 เท่า แนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANANARAK

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 3 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

สภาพแวดล้อมของอุตสาหกรรมสายการบินแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดยจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางมายังไทยเติบโตที่ 32% y-y ใน 8M24 เป็น 91% ของระดับปี 2019 ค่าโดยสารเครื่องบินที่สูงต่อเนื่อง เนื่องจากการหยุดชะงักของอุปทานอย่างต่อเนื่อง ส่งผลให้จำนวนการส่งมอบเครื่องบินใหม่ต่ำกว่าจำนวนที่กำหนดไว้ก่อนหน้านี้ในปี 2024 ราว 11% และราคาเชื้อเพลิงอากาศยานที่ลดลง 17% y-y ในไตรมาสนี้ ทำให้เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติของ AAV ขึ้น 6/7/7% ในปี 2024-26F และด้วยปรับมาใช้ฐาน 2025F ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 3 บาท/หุ้น (จาก 2.6 บาท) เราจึงคงคำแนะนำ "ซื้อ" ด้วยปัจจัยผลักดันราคาหุ้นมาจาก 1) กำไรที่แข็งแกร่งต่อเนื่องใน 2H24F 2) เรามองว่ามีมูลค่าที่น่าสนใจแม้เราประเมินอย่างระมัดระวัง โดยคาดว่ากำไรจะลดลงในปี 2025-26F และ 3) งบดุลแข็งแกร่งขึ้น และมีความกังวลน้อยลงต่อการเผชิญกับความเสี่ยงด้านสินเชื่อ

แนวโน้มแข็งแกร่งต่อเนื่องใน 2H24F

ไตรมาส 3 เป็นช่วงที่การท่องเที่ยวไทยตกต่ำที่สุด และโดยปกติ AAV จะมีผลขาดทุน อย่างไรก็ตาม แม้จะเกิดอุทกภัยครั้งใหญ่ในภาคเหนือของไทย ตั้งแต่เดือนสิงหาคม แต่การปรับขีดความสามารถในการให้บริการอย่างรวดเร็วของ AAV เพื่อให้สอดคล้องกับความต้องการและการแข่งขันที่ไม่รุนแรง ทำให้ load factor ของบริษัท ยังคงอยู่ในระดับสูงที่เกือบ 90% ในไตรมาสนี้ (เทียบกับ 90% ใน 3Q23 และ 81% ใน 3Q19) และค่าโดยสารเฉลี่ยเกือบ 1,900 บาทต่อเที่ยว (เทียบกับ 1,720 บาท ใน 3Q23 และ 1,457 บาท ใน 3Q19) ดังนั้น เราจึงคาดว่า AAV จะขาดทุนเล็กน้อยที่ 58 ลบ. ใน 3Q24F (เทียบกับขาดทุน 802 ลบ. ใน 3Q23) ด้วยเป็นช่วงฤดูท่องเที่ยวของไทยและได้ประโยชน์จากราคาน้ำมันอากาศยานที่ลดลง เราคาดว่า AAV จะทำกำไรได้ 1.4 พันลบ. ใน 4Q24F เพิ่มขึ้น 241% y-y

มูลค่ายังคงน่าสนใจ

แม้ว่าเราจะคาดว่ากำไรของ AAV จะลดลง 10-14% y-y ในปี 2025-26F เนื่องจากการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นเมื่อคู่แข่งเริ่มขยายความสามารถในการให้บริการ ส่งผลให้ load factor ลดลงจาก 89% ในปี 2024F เป็น 87/86% ในปี 2025-26F และค่าโดยสารเฉลี่ยลดลง 4/3% y-y แต่เรามองว่ามีมูลค่าของ AAV ยังน่าสนใจที่ 11/13 เท่า 2025-26F PEs เทียบกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 12-13 เท่า

ฐานะการเงินแข็งแกร่ง

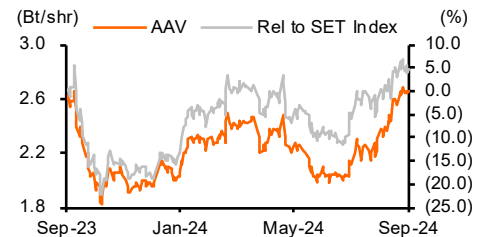
หลังเพิ่มทุน 1.4 หมื่นลบ. ในปี 2021 และผลการดำเนินงานดีขึ้นอย่างมีนัยสำคัญ เราจึงมีความกังวลน้อยลงต่อการชำระหนี้และหุ้นกู้ของ AAV ที่ 1/1.5/3.3 พันลบ. ที่จะครบกำหนดในปี 2024-26F เราคาดว่า EBITDA อยู่ที่ 9-10 พันลบ. ในปี 2024-26F เทียบกับ 244 ลบ. ในปี 2019 เมื่ออุตสาหกรรมอยู่ในสถานการณ์อุปทานล้นตลาด ซึ่งทำให้เงินทุนของบริษัทฯ จาก 8.0 พันลบ. ใน 2Q24 เพิ่มขึ้นเป็น 1.7 หมื่นลบ. ในปลายปี 2026F และอัตราส่วนหนี้สินต่อผู้ถือหุ้นจาก 0.9 เท่า เปลี่ยนเป็นมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิ นอกจากนี้เรายังคาดว่าขาดทุนสะสมที่ 9.0 พันลบ. ใน 2Q24 จะพลิกมาเป็นกำไรสะสม 345 ลบ. ในปี 2026F

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ฯ จากัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าจะทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	41,241	50,876	52,478	54,328
Net profit	466	3,391	3,030	2,596
Consensus NP	—	1,606	2,668	3,504
Diff frm cons (%)	—	111.2	13.6	(25.9)
Norm profit	110	3,366	3,030	2,596
Prev. Norm profit	—	3,169	2,837	2,438
Chg frm prev (%)	—	6.2	6.8	6.5
Norm EPS (Bt)	0.01	0.26	0.24	0.20
Norm EPS grw (%)	na	2,970.2	(10.0)	(14.3)
Norm PE (x)	311.7	10.2	11.3	13.2
EV/EBITDA (x)	6.4	3.9	3.7	3.7
P/BV (x)	4.1	2.9	2.3	2.0
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	1.3	33.3	22.8	16.1
Net D/E (%)	87.7	35.9	9.4	(4.6)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Sep-24 (Bt)	2.66
Market Cap (US\$ m)	1,045.1
Listed Shares (m shares)	12,850.0
Free Float (%)	36.1
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.5
12M Price H/L (Bt)	2.68/1.82
Sector	Transportation
Major Shareholder	AirAsia Group 41%

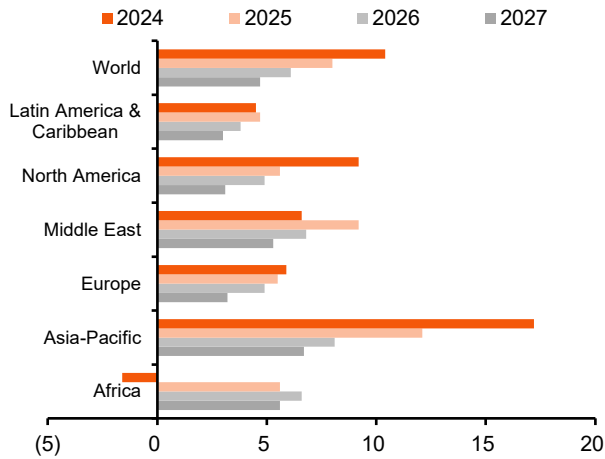
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

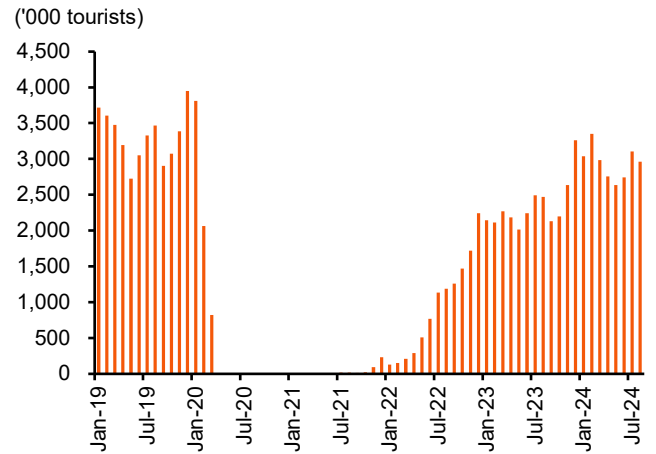


Ex 1: IATA's Passenger Growth Forecasts



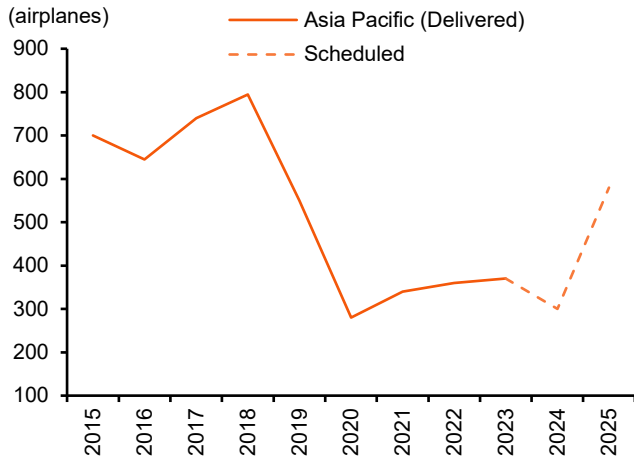
Sources: IATA

Ex 2: Thailand's Tourist Arrivals



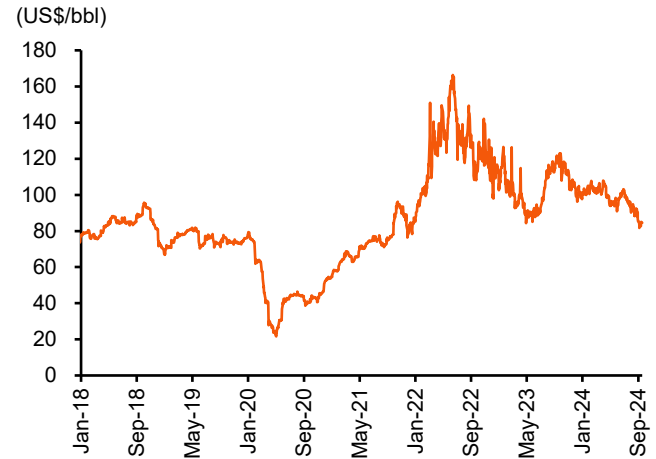
Source: Tourism Authority Of Thailand

Ex 3: Asia-Pacific's New Aircraft Deliveries



Sources: IATA

Ex 4: Jet Fuel Price



Source: Bloomberg

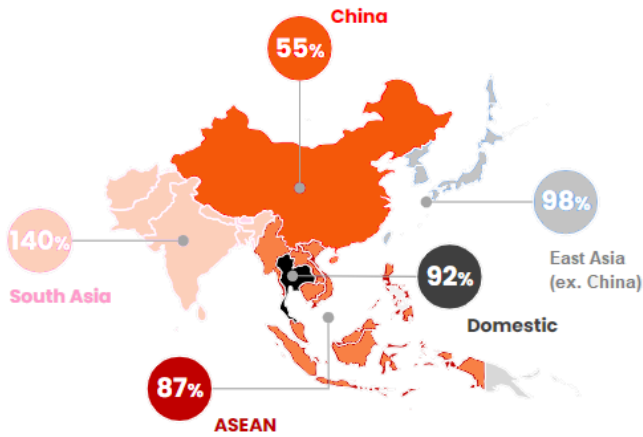
Ex 5: Key Assumption Changes

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Gross margin (%)						
- New	(193.2)	(34.1)	10.7	15.7	15.0	13.9
- Old				15.4	14.6	14.0
- Change (ppt)				0.3	0.4	(0.1)
Jet fuel price (US\$/bbl)						
- New	74	124	104	90	87	87
- Old				102	99	95
- Change (%)				(11.8)	(12.1)	(8.4)
Normalized profit (Bt m)						
- New	(4,785)	(5,193)	110	3,366	3,030	2,596
- Old				3,169	2,837	2,438
- Change (%)				6.2	6.8	6.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

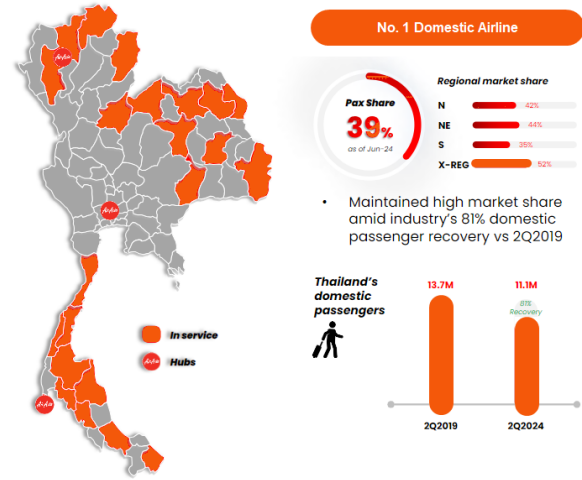
Ex 6: AAV's Flights As % Of The 2019 Level

(vs 2019)



Source: Company data

Ex 7: AAV's Domestic Market



Source: Company data

Ex 8: AAV's International Market

Top destinations in focus

CHINA
19% of inter pax

80 weekly flights¹

Drivers: Bilateral free-visa with **Thai passenger proportion surging to over 20%** since Mar-24, up from 5-10% pre-pandemic

Plan: **Cautiously expand capacity** with profit-focused

INDIA
9% of inter pax

48 weekly flights¹

Drivers: **Strong trend of Indians visiting Thailand**, surpassing pre-COVID levels by 6%
More **potential seat unlock** in the next season

Plan: **Capture opportunity from potential seat quota unlock** (HKT-CCU 7x / HKT-MAA 3x / DMK-HYD 4x)

TW-JP 5th FREEDOM

(new routes)

11 weekly flights¹

Drivers: Existing high air travel demand between **Taiwan & Japan** with potential higher international fares with shorter distance

Plan: August and September: Taipei-Okinawa and Kaohsiung-Narita → already see 78-89% booking

VIETNAM

16% of inter pax

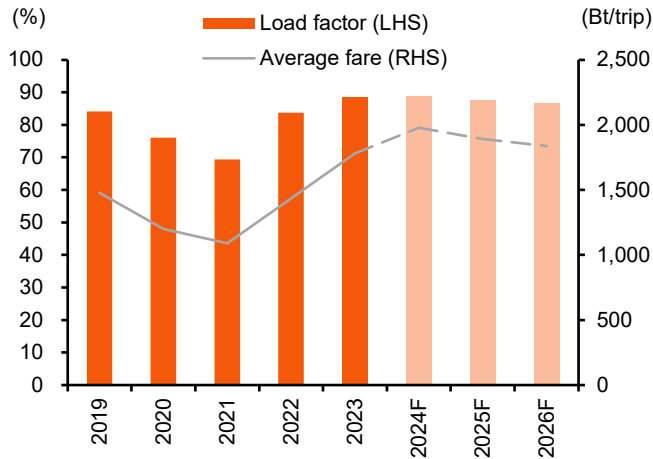
67 weekly flights¹

Drivers: **Vietnam reigns as a top destination for Thai travellers**
Thai AirAsia has #1 market share at 28% between Vietnam-Thailand

Plan: **Maintain competitive pricing** with potential new routes and **introduce the inaugural flight to Phu Quoc**

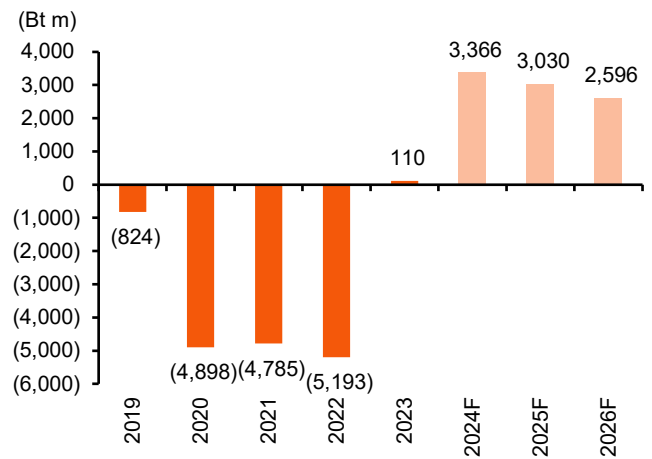
Source: Company data

Ex 9: AAV's Load Factor And Average Airfare



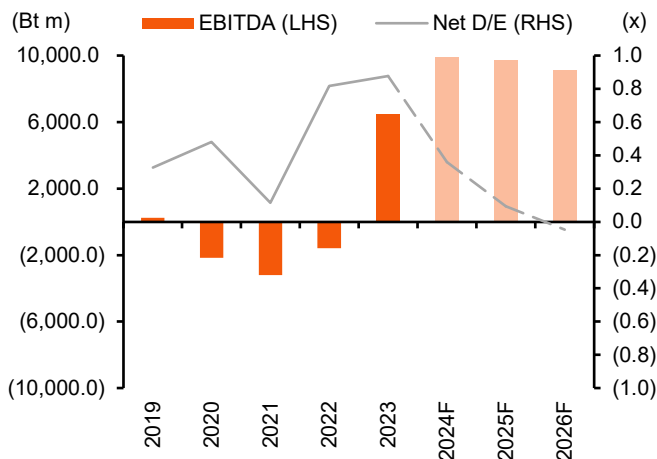
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: AAV's Normalized Earnings



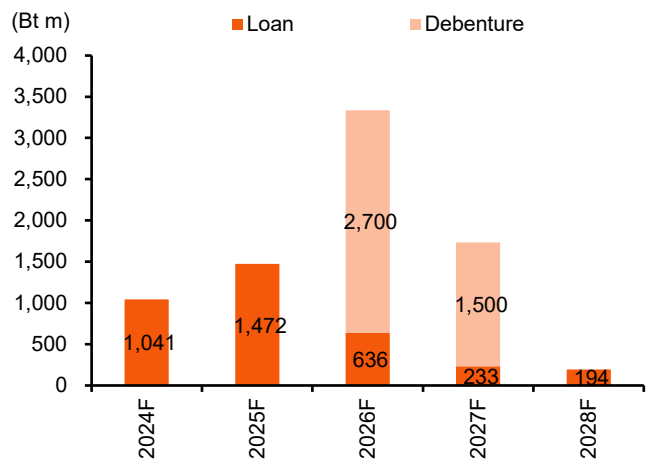
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: AAV's EBITDA And Net D/E Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: AAV's Debt Repayment Schedule



Source: Company data

Ex 13: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2025F

(Bt m)	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	Terminal Value
EBITDA	6,620	6,171	6,322	6,158	6,204	6,149	6,169	6,178	6,179	6,169	—
Free cash flow	4,592	3,953	3,837	3,715	3,768	3,716	3,737	3,748	3,747	3,736	43,358
PV of free cash flow	4,580	3,250	2,860	2,510	2,308	2,064	1,824	1,651	1,490	1,341	15,558
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	10.3										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	39,434										
Net debt (2024F)	1,396										
Minority interest	—										
Equity value	38,038										
# of shares (m)*	12,850										
Target price/share (Bt)	3.00										

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Air Arabia PJSC	AIRARABI UH	UAE	(14.5)	0.0	9.6	9.6	1.6	1.5	4.9	4.5	7.0	7.3
EasyJet PLC	EZJ LN	UK	43.4	11.4	8.3	7.5	1.2	1.1	2.8	2.6	2.4	3.0
Singapore Airlines	SIA SP	Singapore	(23.2)	(30.3)	9.5	13.6	1.3	1.3	5.2	5.7	4.9	3.8
Eva Airways Corp	2618 TT	Taiwan	12.0	(23.5)	8.4	11.0	1.6	1.6	2.9	3.2	5.5	4.4
China Southern (China)	600029 CH	China	na	278.4	60.4	16.1	2.5	2.2	8.8	7.9	0.1	0.5
Air China (China)	601111 CH	China	na	468.0	118.9	21.0	2.7	2.3	9.6	8.1	0.1	0.3
Asia Aviation	AAV TB*	Thailand	2,970.2	(10.0)	10.2	11.3	2.9	2.3	3.9	3.7	0.0	0.0
Average			597.6	99.1	32.2	12.9	2.0	1.8	5.4	5.1	2.9	2.8

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using Normalized EPS

Based on 25 September 2024 closing prices

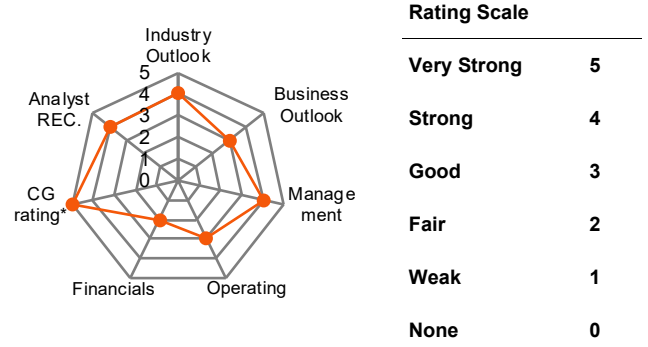
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ถือหุ้น 100% ใน Thai AirAsia ผู้นำในการให้บริการสายการบินราคาประหยัดในประเทศไทย ปัจจุบันบริษัท บริหารเครื่องบิน 54 ลำ โดยมีศูนย์ปฏิบัติการการบิน 4 แห่งในประเทศไทย ซึ่งได้แก่ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ท่าอากาศยานดอนเมือง ภูเก็ต และเชียงใหม่ พื้นที่ให้บริการ คือ ภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และมีระยะเวลาของเที่ยวบินจากศูนย์ปฏิบัติการการบินไม่เกิน 4 ชั่วโมง

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- เป็นหนึ่งในสายการบินราคาประหยัดที่มีต้นทุนต่ำที่สุดในเอเชีย
- โมเดลการสร้างรายได้มาจากการขายเส้นทางและรายได้จากบริการเสริม
- การเป็นสมาชิกใน AirAsia group ทำให้บริษัทฯ ได้ประโยชน์ในเชิงของการเพิ่มอำนาจการต่อรอง เพิ่มโอกาสที่จะขายตัวแก่ลูกค้า (cross-selling) และการประหยัดจากขนาด (economies of scale)

O — Opportunity

- ภูมิภาคเอเชียเป็นหนึ่งในตลาดสายการบินราคาประหยัดที่มีการเติบโตเร็วที่สุดในโลก
- ประเทศไทยเป็นจุดหมายปลายทางยอดนิยมอันดับต้นๆของนักท่องเที่ยว
- พื้นที่ให้บริการครอบคลุมบางส่วนของจีน และอินเดีย ประเทศที่มีประชากรมากที่สุดเป็นอันดับ 1 และ 2 ของโลก

W — Weakness

- เครื่องบินทุกลำเป็นเครื่องบินเช่า ซึ่งเป็นสาเหตุให้ค่าใช้จ่ายดำเนินงานสูง
- ให้บริการในพื้นที่จำกัด และมีระยะเวลาของเที่ยวบินจากศูนย์ปฏิบัติการการบินไม่เกิน 4 ชั่วโมง
- ฐานะทางการเงินอ่อนแอ เนื่องจากวิกฤติโควิด-19 ที่ยืดเยื้อ

T — Threat

- ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน
- อุตสาหกรรมการบินมีการแข่งขันรุนแรง ขณะที่ความต้องการท่องเที่ยวยังขึ้นอยู่กับสถานการณ์เศรษฐกิจโลก
- การขนส่งโดยวิธีอื่น เช่น รถไฟความเร็วสูง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	3.14	3.00	-4%
Net profit 24F (Bt m)	1,606	3,391	111%
Net profit 25F (Bt m)	2,668	3,030	14%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 1	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราในปี 2024 สูงกว่าตัวเลขที่ตลาดคาดถึง 110% เนื่องจากเราสมมติให้มีกำไรจากอัตราแลกเปลี่ยนจำนวนมากใน 2H24F เนื่องจากเงินบาทที่แข็งค่า
- อย่างไรก็ตามราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าของตลาด 4% เนื่องจากเราคาดการณ์ว่ากำไรจะลดลงในระยะยาว

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

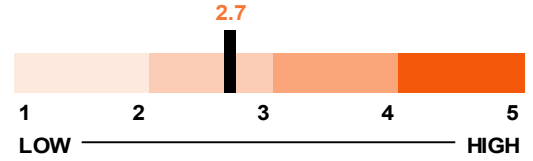
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวที่ต่ำกว่าคาดเป็น downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา
- ค่าใช้จ่ายน้ำมันเป็นหนึ่งในต้นทุนหลักของไทยแอร์เอเชีย ราคาน้ำมันเครื่องบินที่สูงกว่าที่คาดจะเป็น downside risk ต่อกำไรของเรา
- ค่าโดยสารที่ต่ำกว่าที่คาดไว้เนื่องจากการแข่งขันที่รุนแรงจะเป็น downside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

AAV ถือหุ้น 100% ใน Thai AirAsia (TAA) ซึ่งเป็นสายการบินต้นทุนต่ำชั้นนำของไทยที่มุ่งเน้นการให้บริการความถี่สูงในเส้นทางบินระยะสั้นระหว่างประเทศและภายในประเทศ การดำเนินงานของบริษัทฯ ปกป้องก๊าซเรือนกระจก อย่างไรก็ตาม เราให้คะแนน ESG ที่ 2.74 อยู่ในระดับปานกลางสะท้อนถึงความพยายามและมาตรการในการบรรเทาผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
AAV	-	-	-	-	57.05	38.09	-	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "term of use" in the following back page.

Factors

Our Comments

ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)

- นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม
- การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า
- การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก
- การบริหารจัดการน้ำ
- การบริหารจัดการของเสีย

- ไทยแอร์เอเชียได้พัฒนากลยุทธ์เพื่อลดคาร์บอนและตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2050 โดยการปรับปรุงฝูงบินให้เป็นเครื่องบิน Airbus A321neo รุ่นล่าสุด และปฏิบัติตามข้อกำหนดทั้งหมดของ CORSIA จากองค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO)
- โดยดำเนินการบูรณาการปฏิบัติการที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมอย่างต่อเนื่องและปรับปรุงการจัดการตารางการบิน ไทยแอร์เอเชียได้ลดอัตราส่วนความเข้มข้นของคาร์บอนลงเหลือ 5gCO₂/RPK ต่อปีในปี 2023 (เทียบกับเป้าหมายการลดลง 3gCO₂/RPK ต่อปี) นอกจากนี้ยังได้เริ่มเจรจากับพันธมิตรด้านเชื้อเพลิงในประเทศเกี่ยวกับแผนการผลิตเชื้อเพลิงการบินอย่างยั่งยืน (SAF) พร้อมทั้งติดตามความก้าวหน้าในเรื่องการรับรอง CORSIA สำหรับโครงการคาร์บอนในประเทศไทย
- บริษัทฯ ได้บรรลุเป้าหมายที่ตอนเมืองในการรีไซเคิลขยะที่ไม่เป็นอันตรายทั้งหมดในปี 2023
- นอกจากนี้ยังสามารถบรรลุเป้าหมายการใช้น้ำไม่เกิน 60 ลิตรต่อเที่ยวบินในปี 2023 โดยปริมาณการใช้น้ำเฉลี่ยอยู่ที่ 57.5 ลิตรต่อเที่ยวบิน

ด้านสังคม (SOCIAL)

- การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน
- การดูแลพนักงาน
- สุขอนามัยและความปลอดภัย
- ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์
- การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม

- นโยบายด้านสุขภาพและความปลอดภัยของไทยแอร์เอเชียเป็นไปตามระเบียบข้อบังคับระดับชาติและระดับโลก รวมถึงมาตรฐานสากล ระบบการจัดการความปลอดภัยเป็นไปตามข้อกำหนดขององค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) และสอดคล้องกับนโยบายความปลอดภัยของรัฐ (SSP)
- ได้รับการรับรองระบบการจัดการคุณภาพ ISO 9001:2005 ในปี 2023 ไม่มีการเสียชีวิตในการทำงานในหมู่พนักงานหรือผู้รับเหมาของ Thai AirAsia และไม่มีพนักงานหรือผู้รับเหมาของ Thai AirAsia เป็นโรคที่จากการทำงาน
- มีการดำเนินงานตรงเวลาในอัตรา 83% ในปี 2023 (เทียบกับเป้าหมาย 90%) ความพึงพอใจของพนักงานที่วัดโดยคะแนน Net Promoter Score อยู่ที่ 32 (เทียบกับเป้าหมาย 50) ในขณะที่บรรลุเป้าหมายการบริการลูกค้าด้วยคะแนน Net Promoter Score 59% (เทียบกับเป้าหมาย 50%)

ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ

(GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)

- โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท
- จริยธรรมและความโปร่งใส
- ความยั่งยืนของธุรกิจ
- การบริหารความเสี่ยง
- นวัตกรรม

- AAV มีคณะกรรมการบริหาร (BOD) 12 คน โดยในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 4 คน และเป็นผู้หญิงหนึ่งคน
- ไทยแอร์เอเชีย ได้รับรางวัลสายการบินต้นทุนต่ำที่ดีที่สุดในโลกจาก Skytrax นอกจากนี้ยังได้รับการจัดทะเบียนเป็นหนึ่งในบริษัทในรายการ Thailand Sustainability Investment (THIS)
- คณะกรรมการตรวจสอบของ AAV ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 3 ท่าน เพื่อทำหน้าที่ตรวจสอบงบการเงินระบบควบคุมภายใน การบริหารความเสี่ยง และการปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับของรัฐบาล
- บริษัทฯ ได้แต่งตั้ง EY Office Limited เป็นผู้สอบบัญชีอิสระของบริษัท

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	17,553	41,241	50,876	52,478	54,328
Cost of sales	23,533	36,812	42,895	44,629	46,802
Gross profit	(5,980)	4,430	7,981	7,849	7,526
% gross margin	-34.1%	10.7%	15.7%	15.0%	13.9%
Selling & administration expenses	1,711	2,967	2,696	2,781	2,879
Operating profit	(7,691)	1,463	5,285	5,068	4,646
% operating margin	-43.8%	3.5%	10.4%	9.7%	8.6%
Depreciation & amortization	6,114	4,992	4,613	4,622	4,466
EBITDA	(1,577)	6,456	9,898	9,689	9,112
% EBITDA margin	-9.0%	15.7%	19.5%	18.5%	16.8%
Non-operating income	344	998	832	845	845
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,219)	(2,291)	(2,574)	(2,546)	(2,437)
Pre-tax profit	(9,567)	170	3,544	3,367	3,054
Income tax	(4,190)	61	177	337	458
After-tax profit	(5,377)	110	3,366	3,030	2,596
% net margin	-30.6%	0.3%	6.6%	5.8%	4.8%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	184	0	0	0	0
Extraordinary items	(2,837)	356	25	0	0
NET PROFIT	(8,030)	466	3,391	3,030	2,596
Normalized profit	(5,193)	110	3,366	3,030	2,596
EPS (Bt)	(0.6)	0.0	0.3	0.2	0.2
Normalized EPS (Bt)	(0.4)	0.0	0.3	0.2	0.2

We forecast AAV's normalized earnings to jump this year...

...driven by a strong passenger recovery, sustained high airfares, and falling jet fuel prices

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	5,236	10,005	14,842	14,905	14,981
Cash & cash equivalent	798	1,285	3,000	3,000	3,000
Account receivables	854	1,199	1,254	1,294	1,340
Inventories	401	508	588	611	641
Others	3,184	7,013	10,000	10,000	10,000
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,185	4,083	4,019	3,967	3,942
Other assets	55,264	53,706	53,858	52,788	50,847
Total assets	64,686	67,794	72,719	71,660	69,770
LIABILITIES:					
Current liabilities:	21,893	25,023	26,285	25,199	24,150
Account payables	1,464	1,893	1,058	1,100	1,154
Bank overdraft & ST loans	1,493	1,250	1,448	879	439
Current LT debt	1,828	2,485	869	528	263
Others current liabilities	17,109	19,394	22,911	22,691	22,294
Total LT debt	3,978	4,926	4,923	2,989	1,492
Others LT liabilities	30,860	29,433	29,708	28,638	26,697
Total liabilities	56,731	59,382	60,915	56,826	52,340
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,216	1,285	1,285	1,285	1,285
Share premium	14,668	15,800	15,800	15,800	15,800
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	1,200	0	0	0	0
Retained earnings	(9,130)	(8,672)	(5,281)	(2,251)	345
Shareholders' equity	7,954	8,412	11,804	14,834	17,430
Liabilities & equity	64,686	67,794	72,719	71,660	69,770

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	(9,567)	170	3,544	3,367	3,054
Tax paid	4,190	(61)	(177)	(337)	(458)
Depreciation & amortization	6,114	4,992	4,613	4,622	4,466
Chg In working capital	13	(23)	(970)	(20)	(22)
Chg In other CA & CL / minorities	8,002	374	529	(219)	(397)
Cash flow from operations	8,751	5,453	7,539	7,412	6,642
Capex	(1,594)	(1,541)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Right of use	(169)	(2,231)	(3,000)	(2,000)	(1,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,868)	(3,222)	(126)	(1,070)	(1,941)
Cash flow from investments	(5,631)	(6,993)	(4,626)	(4,570)	(4,441)
Debt financing	(3,465)	2,035	(1,197)	(2,843)	(2,202)
Capital increase	4,000	1,200	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	0
Warrants & other surplus	(8,217)	(1,208)	0	0	0
Cash flow from financing	(7,682)	2,027	(1,197)	(2,843)	(2,202)
Free cash flow	7,157	3,912	6,039	5,912	5,142

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	na	311.7	10.2	11.3	13.2
Normalized PE - at target price (x)	na	351.6	11.5	12.7	14.9
PE (x)	na	73.4	10.1	11.3	13.2
PE - at target price (x)	na	82.8	11.4	12.7	14.9
EV/EBITDA (x)	na	6.4	3.9	3.7	3.7
EV/EBITDA - at target price (x)	na	7.1	4.3	4.1	4.1
P/BV (x)	4.3	4.1	2.9	2.3	2.0
P/BV - at target price (x)	4.8	4.6	3.3	2.6	2.2
P/CFO (x)	3.9	6.3	4.5	4.6	5.1
Price/sales (x)	1.9	0.8	0.7	0.7	0.6
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	21.1	11.4	17.7	17.3	15.0
(Bt)					
Normalized EPS	(0.4)	0.0	0.3	0.2	0.2
EPS	(0.6)	0.0	0.3	0.2	0.2
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	0.6	0.7	0.9	1.2	1.4
CFO/share	0.7	0.4	0.6	0.6	0.5
FCF/share	0.6	0.3	0.5	0.5	0.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation still looks attractive to us at PEs of 11/13x in 2025-26F vs. its peers' 12-13x

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	358.5	135.0	23.4	3.1	3.5
Net profit (%)	na	na	628.1	(10.6)	(14.3)
EPS (%)	na	na	628.1	(10.6)	(14.3)
Normalized profit (%)	na	na	2,970.2	(10.0)	(14.3)
Normalized EPS (%)	na	na	2,970.2	(10.0)	(14.3)
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(34.1)	10.7	15.7	15.0	13.9
Operating margin (%)	(43.8)	3.5	10.4	9.7	8.6
EBITDA margin (%)	(9.0)	15.7	19.5	18.5	16.8
Net margin (%)	(30.6)	0.3	6.6	5.8	4.8
D/E (incl. minor) (x)	0.9	1.0	0.6	0.3	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.4	0.1	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	na	0.6	2.1	2.0	1.9
Interest coverage - EBITDA (x)	na	2.8	3.8	3.8	3.7
ROA - using norm profit (%)	na	0.2	4.8	4.2	3.7
ROE - using norm profit (%)	na	1.3	33.3	22.8	16.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	1.3	33.3	22.8	16.1
- asset turnover (x)	0.3	0.6	0.7	0.7	0.8
- operating margin (%)	na	6.0	12.0	11.3	10.1
- leverage (x)	4.8	8.1	7.0	5.4	4.4
- interest burden (%)	130.2	6.9	57.9	56.9	55.6
- tax burden (%)	na	64.3	95.0	90.0	85.0
WACC (%)	9.8	9.8	9.8	10.3	10.3
ROIC (%)	(34.2)	6.5	31.8	28.4	24.3
NOPAT (Bt m)	(7,691)	941	5,021	4,561	3,949
invested capital (Bt m)	14,455	15,789	16,043	16,231	16,625

Sources: Company data, Thanachart estimates

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. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ("SET") (collectively called "SET Index Series") are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised 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 (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. THIRD PARTY INFORMATION. Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. RELIANCE – ESG Book 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. CONFIDENTIALITY. This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

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 posted annually at www.moody's.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.

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

General Disclaimers And Disclosures:

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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of TNS. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which TNS or TCAP or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither TNS, TCAP nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, TNS, TCAP and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

TNS, TCAP and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. TNS, TCAP, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. TNS, TCAP or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited act as a Market Maker and Derivative Warrants Issuer. At present, TNS has issued Derivative Warrants underlying securities before making investment decisions.

Note: Thanachart Capital Pcl (TCAP) holds an 89.96% of Thanachart Securities (TNS). TCAP holds a 100% of Thanachart SPV1 Co. Ltd. TCAP and Thanachart SPV1 combinedly hold a 60% stake in THANI.

Note: Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB), are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS). Thanachart Securities Pcl is a subsidiary of Thanachart Capital Pcl (TCAP) which holds 24.35% of the shareholding in TMBThanachart Bank Pcl.

Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP), Ratchthani Leasing Public Company Limited (THANI), MBK PUBLIC COMPANY LIMITED (MBK) and PATUM RICE MILL AND GRANARY PUBLIC COMPANY LIMITED (PRG) are related companies to Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) . Since TNS covers those securities in research report, consequently TNS incurs conflicts of interest.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of “Debentures of Srisawad Corporation Public Company Limited (SAWAD) No. 4/2024 (B.E. 2567) tranche 1-3 which its maturity at 2027-29 (B.E. 2570-72), therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Note: Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) acts as an underwriter of “Debentures of MUANGTHAI CAPITAL PUBLIC COMPANY LIMITED No. 7/2024 (B.E. 2567) tranche 1-3 which its maturity at 2026-28 (B.E. 2569-71)”, therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Disclosure of Interest of Thanachart Securities

Investment Banking Relationship

Within the preceding 12 months, Thanachart Securities has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: Euroasia Total Logistics Pcl (ETL TB).

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.

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

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research, Strategy
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Telecom, Utilities
nuttapop.pra@thanachartsec.co.th

Rata Limsuthiwanoom

Auto, Industrial Estate, Media, Prop. Fund
rata.lim@thanachartsec.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Retail Market Strategy
sittichet.run@thanachartsec.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy
adisak.phu@thanachartsec.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Food & Beverage, Shipping
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Yupapan Polpornprasert

Energy, Petrochemical
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market Strategy
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

Phannarai Tiyapittayarut

Property, Retail
phannarai.von@thanachartsec.co.th

Sarachada Sornsong

Bank, Finance
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

Nariporn Klangpremsitt, CISA

Analyst, Retail Market Strategy
nariporn.kla@thanachartsec.co.th