

BUY (Unchanged)

TP: Bt 28.00

(From: Bt 27.00)

Change in Numbers

Upside : 26.1%

18 December 2024

Bangkok Airways Pcl (BA TB)

สูงขึ้นอีกปี

การขาดแคลนเครื่องบินที่เกิดขึ้น ทำให้เราปรับกำไร และราคาเป้าหมายของ BA ขึ้น เป็น 28 บาท นอกจากนี้ โมเดลธุรกิจที่แข็งแกร่งของ BA ที่เห็นเส้นทางที่มีลักษณะผูกขาดที่สมุย และการกระจายความเสี่ยงไปยังธุรกิจสนามบิน และธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสนามบิน ทำให้มูลค่าหน้าสนใจที่ 6-7 เท่า 2025-26F PE เทียบกับค่าเฉลี่ยของคู่แข่งที่ 12 เท่า คงคำแนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANARAK
662-779-9119
saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายเป็น 28 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"
เราปรับประมาณการกำไรของ BA ในปี 2024F ขึ้น 13/16% ในปี 202-26F เนื่องจากปัญหาเครื่องบินขาดแคลนในประเทศไทย ทำให้เราสมมติให้ load factors เพิ่มขึ้น 1-2pp ในปี 2025-26F และปรับขึ้นค่าโดยสาร 3% ส่งผลให้ราคาเป้าหมายปีฐาน 2025F เพิ่มขึ้นเป็น 28 บาทต่อหุ้น (จาก 27 บาท) และเราคงคำแนะนำ "ซื้อ" BA เราชอบโมเดลธุรกิจของบริษัท เนื่องจาก 1) 40-50% ของกำไรในปี 2024-26F มาจากธุรกิจสายการบิน ซึ่งรายได้ส่วนใหญ่มาจากเส้นทางบินสมุยซึ่งเป็นเส้นทางผูกขาด 2) 30-40% มาจากธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสนามบิน ซึ่งมีเสถียรภาพและทำกำไรได้มากกว่า และ 3) 20% มาจากรายได้เงินปันผลจากการถือหุ้น 4.6% ในบริษัท กรุงเทพดุสิตเวชการ จำกัด (มหาชน) (BDMS "ซื้อ")

ธุรกิจสายการบินยังคงแข็งแกร่ง

BA คาดว่าค่าโดยสาร และ load factors จะยังคงสูงในปีหน้า เนื่องจาก 1) จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาไทยน่าจะยังคงฟื้นตัวแข็งแกร่งต่อเนื่อง โดยเติบโต 28% y-y ใน 11M24 เป็น 32 ล้านคน (หรือ 89% ของระดับปี 2019) และการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยคาดว่าจำนวนนักท่องเที่ยวจะเพิ่มขึ้นเป็น 36 ล้านคน ในปีนี้ และ 40 ล้านคน ในปีหน้า ขณะที่การจองตั๋วล่วงหน้าของ BA ระหว่างเดือนพฤศจิกายน 2024 ถึงมิถุนายน 2025 สูงกว่าในช่วงเวลาเดียวกันของปีก่อนถึง 12% 2) ขีดความสามารถในการรองรับของสายการบินเพิ่มขึ้นอย่างช้าๆ โดยฝูงบินทั้งหมดของสายการบินของไทยอยู่ต่ำกว่าระดับในปี 2019 ถึง 21% และ 3) รายได้ผู้โดยสารของ BA ราว 70% มาจากเส้นทางสมุย ซึ่ง BA สามารถหลีกเลี่ยงการแข่งขันและเรียกร้องราคาที่สูงได้ เราคาดว่าจำนวนผู้โดยสารของ BA จะเติบโตที่ 10/5/3% y-y ในปี 2024-26F (เทียบกับการเติบโต 10% y-y ใน 9M24) และค่าโดยสารเครื่องบินจะเพิ่มขึ้น 11% y-y ในปี 2024F (เทียบกับการเติบโต 14% y-y ใน 9M24) ยังคงสูงในปี 2025F และลดลง 4% y-y ในปี 2026F ส่งผลให้กำไรจากธุรกิจสายการบินของ BA อยู่ที่ 1.7/1.7/1.4 พันลบ. ในปี 2024-26F (เทียบกับการขาดทุน 222 ลบ. ในปี 2023)

กำไรสูงเป็นประวัติการณ์ในปีหน้าก่อนค่อย ๆ ลดลง

เราคาดว่าการบินที่แข็งแกร่งของการท่องเที่ยวของไทยจะผลักดันให้กำไรของธุรกิจสนามบินและธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสนามบินของ BA เติบโต 14/10/7% y-y ในปี 2024-26F (เทียบกับการเติบโต 15% y-y ใน 9M24) เป็น 1.1/1.2/1.3 พันลบ. (เทียบกับกำไร 1 พันลบ. ในปี 2023) ด้วยมีรายได้เงินปันผลจาก BDMS ที่ 514-661 ลบ. เราจึงคิดว่ากำไรจะสูงเป็นประวัติการณ์ที่ 3.3 พันลบ. ในปีนี้ (เทียบกับกำไร 3.4 พันลบ. ใน 9M24) และเติบโตอีก 6% y-y ในปี 2025F ก่อนลดลง 4% y-y ในปี 2026F

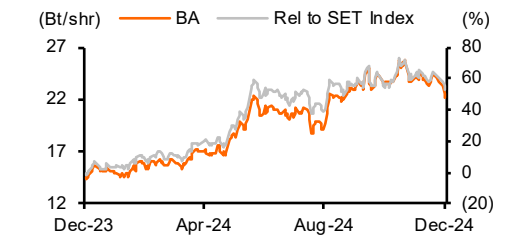
มูลค่ายังคงน่าสนใจ

แม้ว่าราคาหุ้น BA จะปรับขึ้น 61% จากจุดต่ำสุดในปีนี้เป็นมูลค่าของ BA ยังถือว่าน่าสนใจในมุมมองของเรา หากหักรายได้เงินปันผลจาก BDMS ออก เราคาดว่าธุรกิจสายการบินและสนามบินจะสร้าง EPS ได้ 1.4/1.3 บาท ในปี 2025-26F และหากหักมูลค่า SOTP ที่ 13.1 บาท/หุ้น ออกจากราคาหุ้นปัจจุบัน ธุรกิจสายการบินและสนามบินของ BA จะซื้อขายที่ PE ที่ 6-7 เท่า ในปี 2025-26F เทียบกับ PE เฉลี่ยของคู่แข่งที่ 12 เท่า

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	19,681	23,629	24,815	24,771
Net profit	3,110	3,222	3,519	3,365
Consensus NP	—	3,598	3,707	3,956
Diff frm cons (%)	—	(10.4)	(5.1)	(14.9)
Norm profit	1,382	3,324	3,519	3,365
Prev. Norm profit	—	3,470	3,122	2,902
Chg frm prev (%)	—	(4.2)	12.7	16.0
Norm EPS (Bt)	0.7	1.6	1.7	1.6
Norm EPS grw (%)	na	140.5	5.8	(4.4)
Norm PE (x)	33.7	14.0	13.2	13.9
EV/EBITDA (x)	21.1	11.5	11.1	11.7
P/BV (x)	2.7	2.4	2.2	2.1
Div yield (%)	2.3	3.5	3.8	3.6
ROE (%)	8.2	18.4	17.5	15.4
Net D/E (%)	78.7	52.5	41.3	33.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Dec-24 (Bt)	22.20
Market Cap (US\$ m)	1,362.0
Listed Shares (m shares)	2,100.0
Free Float (%)	41.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.3
12M Price H/L (Bt)	25.75/14.30
Sector	Transportation
Major Shareholder	Prasartong-Osoth family 58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



Ex 1: Key Assumption Changes

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
Load factor (%)						
- New	58.6	76.1	79.2	80.8	80.4	79.1
- Old				81.5	78.8	78.1
- Change (ppt)				(0.7)	1.6	1.0
Average airfare (Bt/passenger)						
- New	2,118	3,151	3,754	4,160	4,160	3,998
- Old				4,225	4,030	3,868
- Change (%)				(1.5)	3.2	3.4
Gross margin (%)						
- New	(125.1)	(1.9)	20.6	28.1	27.3	25.5
- Old				28.7	25.8	23.7
- Change (ppt)				(0.6)	1.5	1.8
Normalized profit (Bt m)						
- New	(3,266)	(2,002)	1,382	3,324	3,519	3,365
- Old				3,470	3,122	2,902
- Change (%)				(4.2)	12.7	16.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Sum-of-the-parts Valuation For BA

	% holding	Fair value (Bt m)	15% discount* (Bt m)	Share price (Bt/share)	Market value (Bt m)
BDMS	4.6%	28,634	24,339	23.9	17,548
BAFS	10.0%	1,146	974	12.0	764
BAREIT	25.0%	2,583	2,195	9.3	2,402
Total		32,363	27,509		20,714
Per BA share (Bt)			13.1		9.9
Airline & airport-related businesses' value (Bt)			14.9		
Our TP (Bt)			28.0		

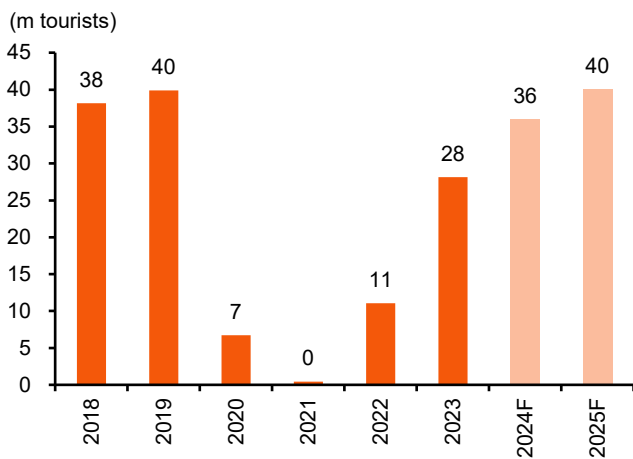
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BA's Earnings Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: Thailand's Tourist Arrivals



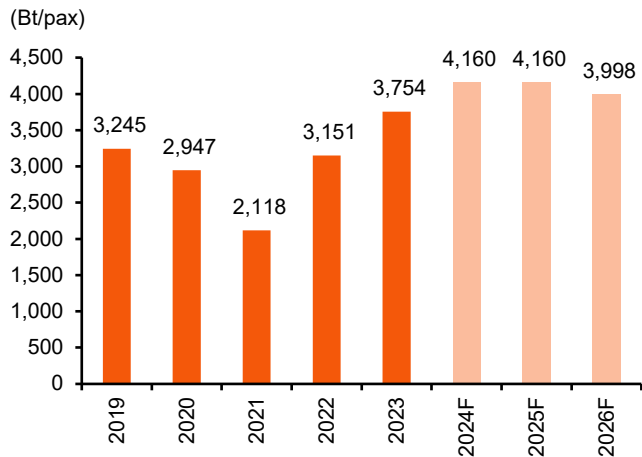
Source: TAT

Ex 5: Thai Airlines' Fleet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024F
Thai Vietjet	7	11	15	16	18	20	18
Thai Lion Air	34	34	14	14	13	18	20
Thai Airways	103	103	103	87	86	77	79
Nok Air	25	24	22	22	16	17	14
Bangkok Airways	40	40	39	37	35	24	25
Thai AirAsia	62	63	62	60	54	56	60
Total	271	275	255	236	222	212	216

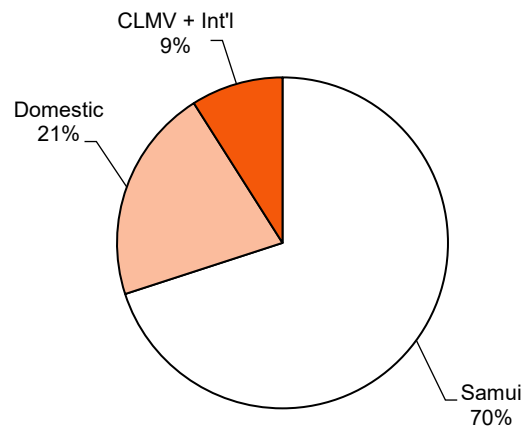
Sources: Company data, Asia Aviation, Thanachart estimates

Ex 6: BA's Average Airfare



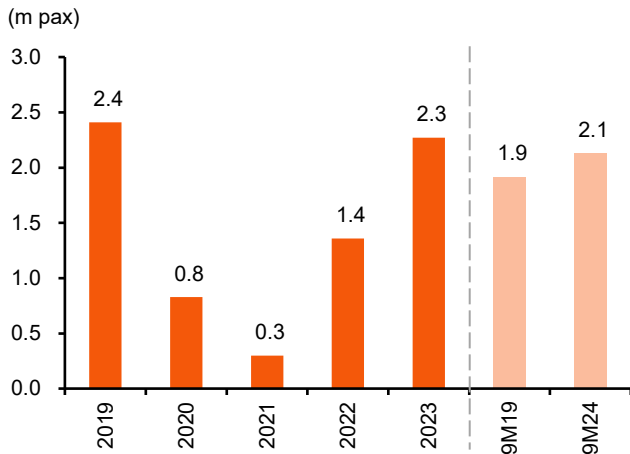
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: BA's Passenger Revenue Breakdown In 9M24



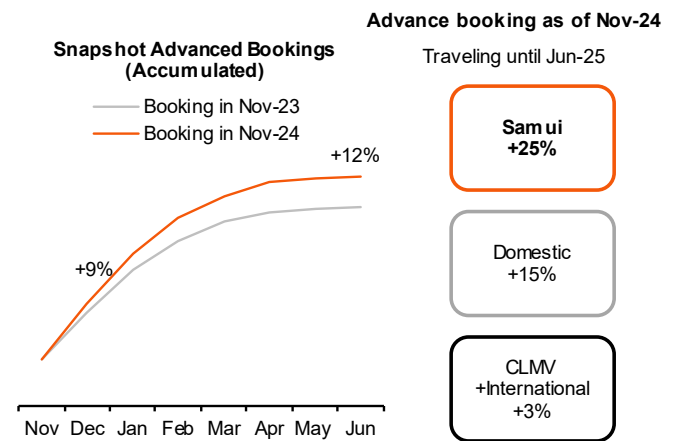
Source: Company data

Ex 8: Samui Airport's Passengers



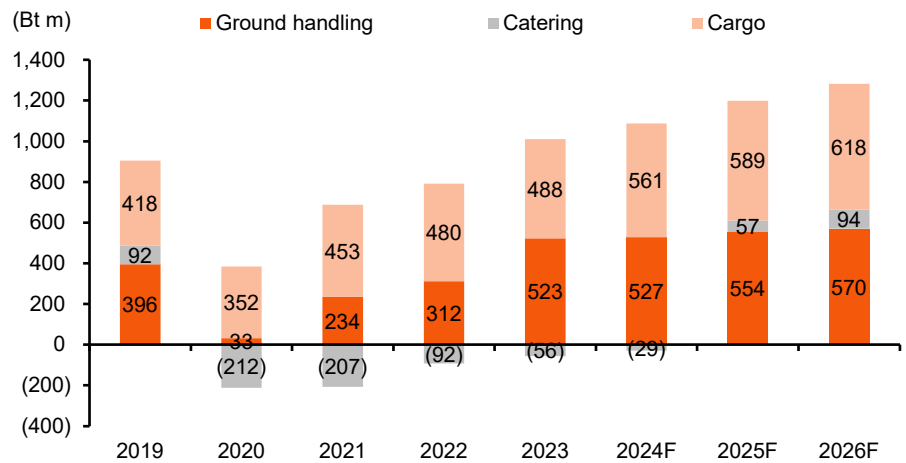
Source: Company data

Ex 9: BA's Advance Booking In November 2024



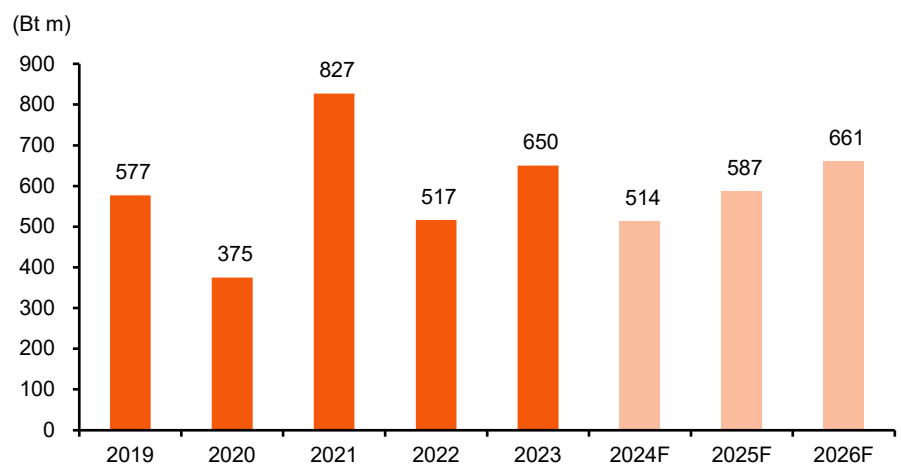
Source: Company data

Ex 10: BA's Airport-related Business Earnings Breakdown



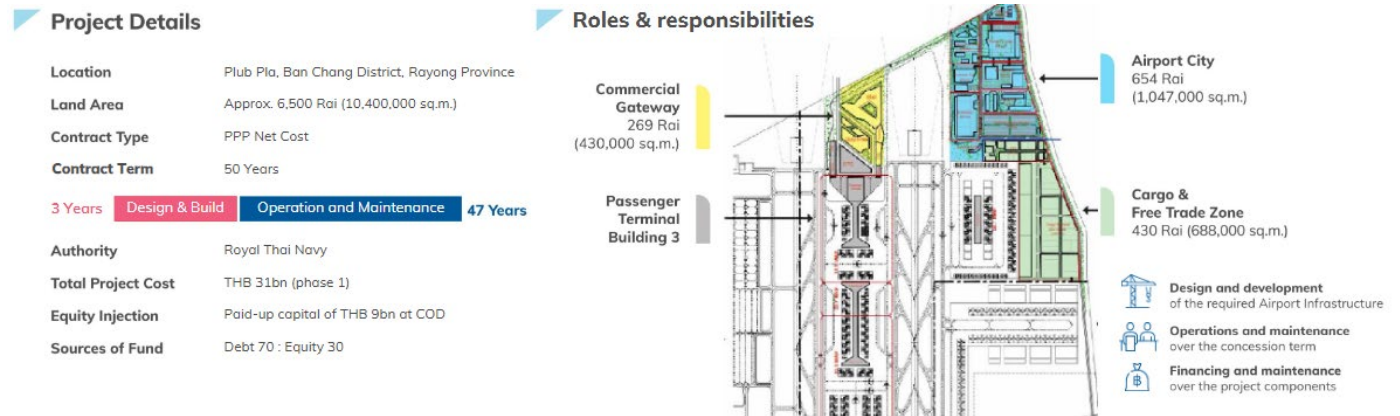
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: BA's Dividend Income



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: U-Tapao Airport Project



Source: BTS Group Holdings

Valuation Comparison

Ex 13: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Country	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield	
			24F (%)	25F (%)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (x)	25F (x)	24F (%)	25F (%)
Air Arabia PJSC	AIRARABI UH	UAE	(8.9)	0.0	10.3	10.3	1.8	1.7	6.1	5.7	5.8	6.0
EasyJet PLC	EZJ LN	UK	16.6	8.0	8.1	7.5	1.3	1.1	2.7	2.5	2.7	3.1
Singapore Airlines	SIA SP	Singapore	(20.5)	(36.0)	8.9	13.9	1.2	1.2	5.5	5.8	4.6	3.7
Eva Airways Corp	2618 TT	Taiwan	34.0	(5.8)	8.4	8.9	2.0	1.6	3.5	4.0	5.3	4.6
China Southern (China)	600029 CH	China	na	586.6	126.1	18.3	3.2	2.8	9.1	8.3	0.0	0.4
Air China (China)	601111 CH	China	na	83.5	26.0	14.1	3.1	2.6	9.0	7.9	0.5	1.2
Asia Aviation	AAV TB*	Thailand	1,118.2	8.1	11.8	11.0	2.7	2.2	3.8	3.5	0.0	0.0
Bangkok Airways	BA TB*	Thailand	140.5	5.8	14.0	13.2	2.4	2.2	11.5	11.1	3.5	3.8
Average			213.3	81.3	26.7	12.2	2.2	1.9	6.4	6.1	2.8	2.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 18 December 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ครอบครัวปราสาททองโอสถ ได้ก่อตั้ง บมจ.การบินกรุงเทพ ขึ้นในปี 1968 ปัจจุบันดำเนินธุรกิจสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบ โดยมีเที่ยวบินทั้งที่ สนามบินสุวรรณภูมิและสนามบินสมุยไปยังจุดหมายปลายทางทั้งในประเทศ และต่างประเทศ นอกจากนี้ยังได้สร้างสนามบินเป็นของตัวเองที่เกาะสมุย ซึ่งเปิดให้บริการในปี 1989 BA เปิดสนามบินที่สองในจ.สุโขทัยในปี 1996 และสนามบินแห่งที่สามที่จ.ตราด ในปี 2003 นอกจากนี้ยังได้สัมปทาน 20 ปี ที่สนามบินสุวรรณภูมิในการดำเนินธุรกิจให้บริการภาคพื้นดิน การให้บริการ คลังสินค้า และการให้บริการครุภัณฑ์ เริ่มตั้งแต่วันที่ 28 ก.ย. 2006 อีกด้วย

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- การเป็นเจ้าของสนามบินสมุย ทำให้มีอำนาจผูกขาดในเส้นทางบิน จาก/ไป เกาะสมุย และสามารถตั้งราคาตั๋วเครื่องบินสูงได้
- รายได้ที่ได้จากการถือหุ้นใน SPF และ BDMS จะช่วยลดความผันผวนของธุรกิจสายการบิน
- กลยุทธ์เที่ยวบินร่วมของ BA จะช่วยให้ BA เพื่อจุดหมายปลายทางได้โดยไม่ต้องลงทุนจำนวนมาก

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในสถานที่ที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยว
- เกาะสมุยมีแนวโน้มการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่ง เพราะเป็นหนึ่งในสามสถานที่ท่องเที่ยวที่นักท่องเที่ยวต่างชาตินิยม
- พื้นที่ให้บริการครอบคลุมบางส่วนของจีน ประเทศที่มีประชากรมากที่สุดเป็นอันดับ 1

CONSENSUS COMPARISON

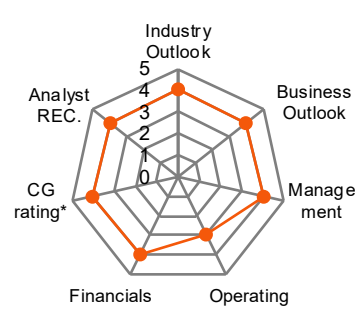
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	28.47	28.00	-2%
Net profit 24F (Bt m)	3,598	3,222	-10%
Net profit 25F (Bt m)	3,707	3,519	-5%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 0	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2025F ของเรต่ำกว่าตัวเลขที่ Bloomberg Consensus คาดการณ์ไว้ 5% ซึ่งเรามองว่าเป็นผลจากสมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นของเราเกี่ยวกับอัตราค่าโดยสารที่คงที่ แม้จะมีความต้องการเดินทางทางอากาศสูง ท่ามกลางข้อจำกัดด้านขีดความสามารถของสายการบิน
- จากการคาดการณ์กำไรที่ต่ำกว่าของเรา ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาดด้วย

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

Rating Scale

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

W — Weakness

- ต้นทุนในการดำเนินงานที่สูงทำให้ยากที่จะแข่งขันได้โดยตรงกับสายการบินต้นทุนต่ำในเส้นทางที่ไม่ใช่สมุย
- การเน้นเฉพาะเส้นทางออกจาก/ไป เกาะสมุย จำกัดการเติบโตในระยะยาวของสายการบิน
- เครื่องบินส่วนใหญ่เป็นสัญญาเช่าซื้อ ทำให้ค่าใช้จ่ายค่าเช่าสูง

T — Threat

- เกาะสมุยสามารถรับนักท่องเที่ยวได้จำกัด และความผันผวนของน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นความเสี่ยงหลัก
- การแข่งขันในอุตสาหกรรมการบินรุนแรง ในขณะที่ความต้องการในการท่องเที่ยวขึ้นอยู่กับเศรษฐกิจโลก
- ตัวเลือกในการเดินทางอื่นกำลังถูกพัฒนา เช่น รถไฟความเร็วสูง

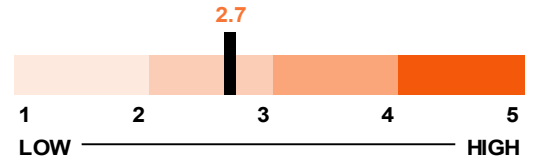
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าใช้จ่ายน้ำมันเชื้อเพลิงคิดเป็น 20% ของค่าใช้จ่ายรวมของ BA ดังนั้น ความผันผวนของราคาน้ำมันอากาศยานจะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความไม่สงบทางการเมือง และภัยธรรมชาติในประเทศไทย เป็นอีกความกังวลของเรา เนื่องจากบริษัทฯ ที่ขึ้นอยู่กับสถานการณ์ที่ดีในตลาดในประเทศ
- ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงจะทำให้ BA มีประสิทธิภาพน้อยลง และทำให้ยากในการขยายตัว

Source: Thanachart

BA ไม่เพียงแต่บริหารสายการบินเต็มรูปแบบเท่านั้น แต่ยังดำเนินธุรกิจด้านอาหาร บริหารจัดการภาคพื้นดิน และธุรกิจขนส่งสินค้า และเป็นเจ้าของสนามบินสมุย สุโขทัย และตราด อีกด้วย การดำเนินงานของบริษัทฯ ปลดปล่อยก๊าซเรือนกระจก อย่างไรก็ดีตามเราให้คะแนน ESG ที่ 2.7 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลาง เพื่อสะท้อนถึงความพยายามและมาตรการในการบรรเทาผลกระทบต่อสิ่งแวดล้อม.

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)
BA	YES	BBB	-	-	-	-	16.00	-	4.0

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 "terms of use" in the following back page.

Factors	Our Comments
<p>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> - นโยบาย แนวปฏิบัติ และมาตรการด้านสิ่งแวดล้อมของสายการบินบางกอกแอร์เวย์ส เป็นไปตามกฎหมายที่เกี่ยวข้อง เช่น พระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2561 ผลการดำเนินการตามมาตรการของ BA ได้รับการตรวจสอบจากสำนักงานนโยบายและแผนทรัพยากรธรรมชาติและสิ่งแวดล้อม สำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย และหน่วยงานท้องถิ่น - BA ยังได้เข้าร่วม ICAO Carbon Offsetting and Reduction Scheme for International Aviation (CORSA) เพื่อชดเชยและลดการปล่อย CO2 จากการบินระหว่างประเทศ นอกจากนี้ยังดำเนินโครงการ Fuel Efficiency เพื่อลดมลพิษทางอากาศจากเครื่องยนต์ของอากาศยาน ลดการใช้เชื้อเพลิง และมลพิษทางเสียง ในปี 2023 บริษัทฯ ประหยัดเชื้อเพลิงได้ 3,583 ตัน - ด้วยนโยบายการจัดการขยะ สามารถลดก๊าซเรือนกระจกได้ 317 กก. CO2e จากการแยกขยะที่อาคารสำนักงานใหญ่ในปี 2023 โดยการนำชุดยูนิฟอร์ม 300 กก. มาใช้ใหม่ในปี 2023 สามารถลดการปล่อยก๊าซคาร์บอนไดออกไซด์ได้ 1,771 กก. ลดการใช้น้ำได้ 58,349 ลิตร และประหยัดไฟฟ้าได้ 10,523 กิโลวัตต์ต่อชั่วโมง
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> - BA ได้รับใบอนุญาตประกอบกิจการการบิน ภายใต้เงื่อนไขรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศ จากสำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (กพท.) ตามเงื่อนไขขององค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) - ในปี 2023 ไม่มีอุบัติเหตุร้ายแรงในการปฏิบัติการบินทั้งบนภาคพื้นดินและในเที่ยวบิน นอกจากนี้ยังได้รับประสิทธิภาพตรงเวลา 90% และอัตราความพึงพอใจของลูกค้า 92% - ในปี 2023 BA ได้ทำการสำรวจเพื่อวัดความสุขของพนักงาน ผลปรากฏว่า พนักงานมีความพึงพอใจในการทำงาน นอกจากนี้ยังจัดให้มีการฝึกอบรม 61 ชั่วโมงสำหรับพนักงานแต่ละคนในหนึ่งปี - บริษัทฯ ยังช่วยเหลือผู้พิการ โดยการสร้างงานหรือบริจาคเงินผ่านโครงการต่างๆ เช่น มอบข้าว อาหารเรียนดูแลชุมชน และฟื้นฟูอาชีพ อย่างต่อเนื่อง
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> - BA มีคณะกรรมการบริหาร (BOD) จำนวน 11 คน ในจำนวนนี้เป็นกรรมการอิสระ 4 คน และ 2 คนเป็นผู้หญิง - BA ได้รับคะแนน CG ในระดับ "ดีมาก" จากสมาคมส่งเสริมสถาบันกรรมการบริษัทไทย - คณะกรรมการตรวจสอบของ BA ประกอบด้วยกรรมการอิสระ 3 ท่าน เพื่อทำหน้าที่สอบทานงบการเงิน ระบบการควบคุมภายใน การบริหารความเสี่ยง และการปฏิบัติตามกฎหมายและข้อบังคับของรัฐบาล - บริษัทฯ ได้แต่งตั้งให้ บริษัท EY Office Limited เป็นผู้สอบบัญชีอิสระของบริษัท

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	11,305	19,681	23,629	24,815	24,771
Cost of sales	11,524	15,622	16,991	18,037	18,446
Gross profit	(219)	4,059	6,637	6,779	6,324
% gross margin	-1.9%	20.6%	28.1%	27.3%	25.5%
Selling & administration expenses	2,097	2,992	3,544	3,673	3,617
Operating profit	(2,316)	1,066	3,093	3,106	2,708
% operating margin	-20.5%	5.4%	13.1%	12.5%	10.9%
Depreciation & amortization	2,431	1,775	1,845	1,877	1,914
EBITDA	115	2,841	4,938	4,983	4,622
% EBITDA margin	1.0%	14.4%	20.9%	20.1%	18.7%
Non-operating income	1,450	2,160	2,284	2,367	2,441
Non-operating expenses	(9)	(32)	0	0	0
Interest expense	(1,489)	(2,167)	(2,154)	(2,042)	(1,946)
Pre-tax profit	(2,365)	1,026	3,223	3,432	3,203
Income tax	142	257	645	686	641
After-tax profit	(2,507)	769	2,579	2,746	2,562
% net margin	-22.2%	3.9%	10.9%	11.1%	10.3%
Shares in affiliates' Earnings	489	612	761	789	818
Minority interests	16	2	(15)	(16)	(16)
Extraordinary items	(108)	1,728	(102)	0	0
NET PROFIT	(2,110)	3,110	3,222	3,519	3,365
Normalized profit	(2,002)	1,382	3,324	3,519	3,365
EPS (Bt)	(1.0)	1.5	1.5	1.7	1.6
Normalized EPS (Bt)	(1.0)	0.7	1.6	1.7	1.6

We estimate record-high earnings next year...

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
ASSETS:					
Current assets:	8,608	16,074	19,656	19,760	19,771
Cash & cash equivalent	3,592	12,978	14,000	14,000	14,000
Account receivables	1,185	1,472	1,424	1,496	1,493
Inventories	465	489	532	565	578
Others	3,367	1,135	3,700	3,700	3,700
Investments & loans	37,401	28,101	28,101	28,101	28,101
Net fixed assets	8,270	7,091	6,747	7,370	7,956
Other assets	7,967	6,615	6,625	6,635	6,645
Total assets	62,246	57,881	61,129	61,866	62,472
LIABILITIES:					
Current liabilities:	17,227	10,967	11,177	11,147	11,081
Account payables	1,558	1,958	1,862	1,977	2,022
Bank overdraft & ST loans	768	1,598	1,461	1,378	1,314
Current LT debt	7,672	1,340	1,128	1,064	1,015
Others current liabilities	7,228	6,070	6,726	6,728	6,730
Total LT debt	21,074	23,342	21,426	20,215	19,277
Others LT liabilities	7,181	6,665	9,446	9,517	9,522
Total liabilities	45,482	40,974	42,049	40,879	39,879
Minority interest	(55)	(76)	(76)	(76)	(76)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
Share premium	9,219	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	21,481	13,639	13,639	13,639	13,639
Retained earnings	(15,981)	1,245	3,418	5,325	6,930
Shareholders' equity	16,818	16,984	19,156	21,064	22,669
Liabilities & equity	62,246	57,881	61,129	61,866	62,472

...driven by a strong passenger recovery and airlines' capacity constraints

BA's balance sheet is strong with...

...0.3-0.5x net D/E in 2024-26F and its current Bt21bn investment portfolio value

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	(2,365)	1,026	3,223	3,432	3,203
Tax paid	(142)	(257)	(645)	(686)	(641)
Depreciation & amortization	2,431	1,775	1,845	1,877	1,914
Chg In working capital	(248)	88	(91)	10	35
Chg In other CA & CL / minorities	(694)	1,665	(1,163)	775	804
Cash flow from operations	(1,018)	4,298	3,169	5,408	5,316
Capex	(1,773)	(597)	(1,500)	(2,500)	(2,500)
Right of use	1,547	797	(10)	(10)	(10)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(9,209)	9,300	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,114)	1,725	2,807	70	6
Cash flow from investments	(10,550)	11,225	1,297	(2,440)	(2,504)
Debt financing	7,304	(3,193)	(2,395)	(1,357)	(1,052)
Capital increase	(101)	(9,219)	0	0	0
Dividends paid	(0)	(1,049)	(1,050)	(1,611)	(1,759)
Warrants & other surplus	5,831	7,323	0	0	0
Cash flow from financing	13,034	(6,137)	(3,445)	(2,968)	(2,811)
Free cash flow	(2,792)	3,701	1,669	2,908	2,816

VALUATION

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	na	33.7	14.0	13.2	13.9
Normalized PE - at target price (x)	na	42.5	17.7	16.7	17.5
PE (x)	na	15.0	14.5	13.2	13.9
PE - at target price (x)	na	18.9	18.2	16.7	17.5
EV/EBITDA (x)	633.4	21.1	11.5	11.1	11.7
EV/EBITDA - at target price (x)	739.8	25.4	13.9	13.5	14.4
P/BV (x)	2.8	2.7	2.4	2.2	2.1
P/BV - at target price (x)	3.5	3.5	3.1	2.8	2.6
P/CFO (x)	(45.8)	10.8	14.7	8.6	8.8
Price/sales (x)	4.1	2.4	2.0	1.9	1.9
Dividend yield (%)	0.0	2.3	3.5	3.8	3.6
FCF Yield (%)	(6.0)	7.9	3.6	6.2	6.0
(Bt)					
Normalized EPS	(1.0)	0.7	1.6	1.7	1.6
EPS	(1.0)	1.5	1.5	1.7	1.6
DPS	0.0	0.5	0.8	0.8	0.8
BV/share	8.0	8.1	9.1	10.0	10.8
CFO/share	(0.5)	2.0	1.5	2.6	2.5
FCF/share	(1.3)	1.8	0.8	1.4	1.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation looks attractive to us with its airline and airport-related business at 6-7x PEs in 2025-26F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Growth Rate					
Sales (%)	316.1	74.1	20.1	5.0	(0.2)
Net profit (%)	na	na	3.6	9.2	(4.4)
EPS (%)	na	na	3.6	9.2	(4.4)
Normalized profit (%)	na	na	140.5	5.8	(4.4)
Normalized EPS (%)	na	na	140.5	5.8	(4.4)
Dividend payout ratio (%)	0.0	33.8	50.0	50.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	(1.9)	20.6	28.1	27.3	25.5
Operating margin (%)	(20.5)	5.4	13.1	12.5	10.9
EBITDA margin (%)	1.0	14.4	20.9	20.1	18.7
Net margin (%)	(22.2)	3.9	10.9	11.1	10.3
D/E (incl. minor) (x)	1.8	1.6	1.3	1.1	1.0
Net D/E (incl. minor) (x)	1.5	0.8	0.5	0.4	0.3
Interest coverage - EBIT (x)	na	0.5	1.4	1.5	1.4
Interest coverage - EBITDA (x)	0.1	1.3	2.3	2.4	2.4
ROA - using norm profit (%)	na	2.3	5.6	5.7	5.4
ROE - using norm profit (%)	na	8.2	18.4	17.5	15.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	na	4.5	14.3	13.7	11.7
- asset turnover (x)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	na	16.2	22.8	22.1	20.8
- leverage (x)	3.7	3.6	3.3	3.1	2.8
- interest burden (%)	270.2	32.1	59.9	62.7	62.2
- tax burden (%)	na	74.9	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
ROIC (%)	(7.0)	1.9	8.2	8.5	7.3
NOPAT (Bt m)	(2,316)	799	2,475	2,485	2,166
invested capital (Bt m)	42,741	30,287	29,171	29,721	30,274

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. ("MJJK") 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 MJJK. 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. MJJK 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.

MJJK 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 MJJK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJJK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJJK 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

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.35 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น Joint Lead Underwriter ให้กับบริษัท บริษัท ยูโรเอเชีย โทเทิล โลจิสติกส์ จำกัด (มหาชน) Euroasia Total Logistics Pcl (ETL) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 8/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ด้วยสิทธิที่มีลักษณะคล้ายหุ้น (ไม่มีวันครบกำหนดอายุ) ไถ่ถอนเมื่อเลิกบริษัท ซึ่งผู้ออกหุ้นกู้มีสิทธิไถ่ถอนหุ้นก่อนกำหนดและมีสิทธิเลื่อนชำระดอกเบี้ยโดยไม่มีเงื่อนไขใด ๆ ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2567" ("หุ้นกู้") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจารุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเร็ว

พัทธดนย์ บุญนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, หินผุ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรชดา ศรทรง
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, วิโทรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วารากิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สถาพร

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