

BUY (Unchanged)

TP: Bt 25.00

(From: Bt 28.00)

Change in Numbers

Upside : 33.7%

24 March 2025

Bangkok Airways Pcl (BA TB)

ข้อกังวลของนักลงทุน

บทวิเคราะห์นี้เราได้กล่าวถึงข้อกังวลของนักลงทุนเกี่ยวกับจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่อ่อนแอ และการสิ้นสุดสัมปทานที่เกี่ยวกับสนามบินในพินันท์ แม้ว่ากำไรจะลดลง แต่มูลค่ายังคงน่าสนใจ โดยธุรกิจสายการบินและสนามบินซื้อขายที่ 4-6 เท่า PE ในปี 2025-27F เรายังคงแนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANARAK

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

#1 การแข่งขันรุนแรงขึ้น

ราคาหุ้นของ BA ปรับตัวลดลง 27% จากจุดสูงสุดของปีนี้ และเรามองว่าหนึ่งในความกังวลของตลาดคือการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นหลังจากปัญหาการขาดแคลนเครื่องบินเริ่มคลี่คลาย เราคาดว่าอัตราค่าโดยสารของ BA จะทรงตัวในปีนี้ ก่อนจะลดลง 5/3% ในปี 2026-27F และ cabin factor เพิ่มขึ้น 2ppt เป็น 82% ในปี 2025F ก่อนจะลดลงเป็น 81.6/81.3% ในปี 2026-27F ส่งผลให้กำไรของ BA เติบโต 4% ในปีนี้ ก่อนลดลง 7/9% y-y ในปี 2026-27F เราเชื่อว่าสมมติฐานเหล่านี้เป็นระดับที่ระมัดระวังพอเนื่องจากปัจจุบัน ปัญหาอุปทานยังคงจำกัดจำนวนเครื่องบิน โดยจำนวนเครื่องบินส่งมอบใหม่ยังคงต่ำกว่าระดับก่อนโควิด-19 ถึง 30% นอกจากนี้ IATA ยังคาดว่าปัญหาดังกล่าวอาจต้องใช้เวลาราว 5 ปีในการแก้ไข

#2 นักท่องเที่ยวจีนลดลง

เราจึงเชื่อว่าตลาดกังวลเกี่ยวกับจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่ลดลง 13% y-y ใน 2M25 เนื่องจากปัญหาด้านความปลอดภัย อย่างไรก็ตาม ผู้โดยสารส่วนใหญ่ของ BA มาจากยุโรป ขณะที่นักท่องเที่ยวจีนคิดเป็นเพียง 5% ของจำนวนผู้โดยสารทั้งหมด ในความเป็นจริง ณ เดือนมีนาคม 2025 BA ยังคงเห็นว่าการจองล่วงหน้าสำหรับช่วงเดือนมีนาคม - กันยายน 2025 สูงกว่าช่วงเดียวกันของปีที่แล้ว 5% และตั้งเป้าการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่ 9% y-y และ load factor อยู่ที่ 82% ในปีนี้ นอกจากนี้ ธุรกิจของ BA ยังมีการกระจายความเสี่ยง โดยราว 50-55% ของกำไรมาจากธุรกิจสายการบิน 25-30% จากธุรกิจที่เกี่ยวกับสนามบิน และอีก 15-20% จากรายได้เงินปันผลจากบมจ.กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS "ซื้อ") ซึ่ง BA ถือหุ้นอยู่ 4.6%

#3 BFS สิ้นสุดสัมปทานในปีหน้า

เราไม่กังวลมากนักเกี่ยวกับการสิ้นสุดสัมปทานของ BFS Ground (BA ถือหุ้น 99%) BA Catering (ถือหุ้น 90%) และ BFS Cargo (ถือหุ้น 49%) ที่สนามบินสุวรรณภูมิในเดือนกันยายน 2026 เนื่องจากเราคาดว่าจะมีการต่ออายุสัมปทานตามนโยบายของบมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT "ซื้อ") ที่ต้องการให้มีผู้ให้บริการมากกว่าหนึ่งราย ในความเป็นจริง AOT กำลังมีแผนที่จะเพิ่มผู้ให้บริการภาคพื้นรายที่สาม แม้ว่าสิ่งนี้อาจทำให้การแข่งขันรุนแรงขึ้น แต่เรายังคงเชื่อว่า BA จะสามารถรักษารฐานลูกค้าไว้ได้ ด้วยประสบการณ์การดำเนินงานที่ยาวนานกว่า 20 ปี

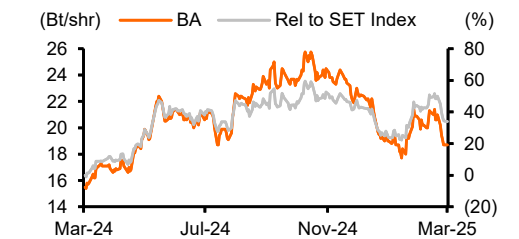
ปรับลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 25 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

เนื่องจากกำไรปี 2024 ออกมาดีกว่าที่คาด เราจึงปรับเพิ่มประมาณการกำไรของ BA ขึ้น 7-14% ในปี 2025-27F อย่างไรก็ตาม เราปรับลดราคาเป้าหมายของธุรกิจที่ไม่ใช่สายการบินลงเหลือ 11.4 บาท (จากเดิม 13.1 บาท) เนื่องจากนักวิเคราะห์กลุ่มโรงพยาบาลของเราคุณศิริพร อรุโณทัย ได้ปรับลดมูลค่ายุติธรรมของ BDMS ส่งผลให้ราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2025F) ลดลงเหลือ 25 บาท (จากเดิม 28 บาท) แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BA เนื่องจาก 1) เราชอบโมเดลธุรกิจที่เน้นเส้นทางบินผูกขาดไปสู่มุมและมีการกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ และ 2) มูลค่าที่น่าสนใจ โดยธุรกิจสายการบินและสนามบินของ BA ซื้อขายที่ PE ที่ 4-6 เท่า ในปี 2025-27F

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	23,996	25,411	25,153	25,176
Net profit	3,788	4,001	3,710	3,371
Consensus NP	—	3,722	3,904	na
Diff frm cons (%)	—	7.5	(5.0)	na
Norm profit	3,838	4,001	3,710	3,371
Prev. Norm profit	—	3,519	3,365	3,163
Chg frm prev (%)	—	13.7	10.3	6.6
Norm EPS (Bt)	1.8	1.9	1.8	1.6
Norm EPS grw (%)	179.9	4.3	(7.3)	(9.1)
Norm PE (x)	10.2	9.8	10.6	11.6
EV/EBITDA (x)	11.2	9.4	10.0	10.5
P/BV (x)	2.5	2.1	1.9	1.8
Div yield (%)	3.7	4.1	4.3	4.3
ROE (%)	23.3	23.3	19.0	15.7
Net D/E (%)	103.2	63.3	46.9	35.4

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 24-Mar-25 (Bt)	18.70
Market Cap (US\$ m)	1,159.7
Listed Shares (m shares)	2,100.0
Free Float (%)	41.3
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.2
12M Price H/L (Bt)	25.75/15.40
Sector	Transportation
Major Shareholder	Prasartong-Osoth family 58%

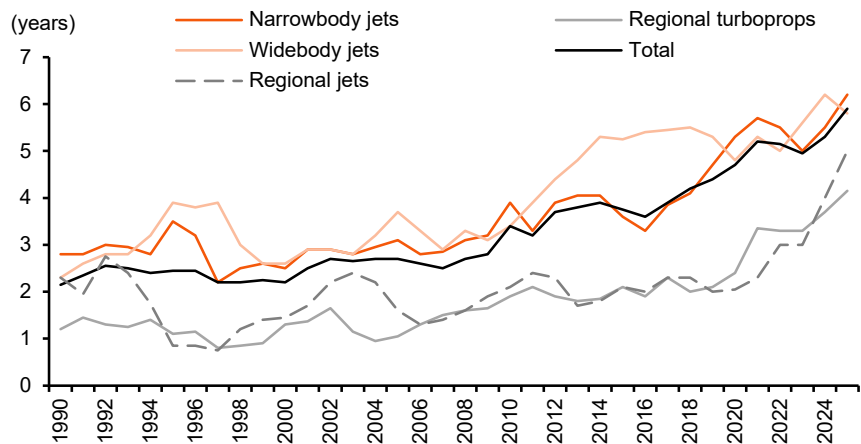
Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P8

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

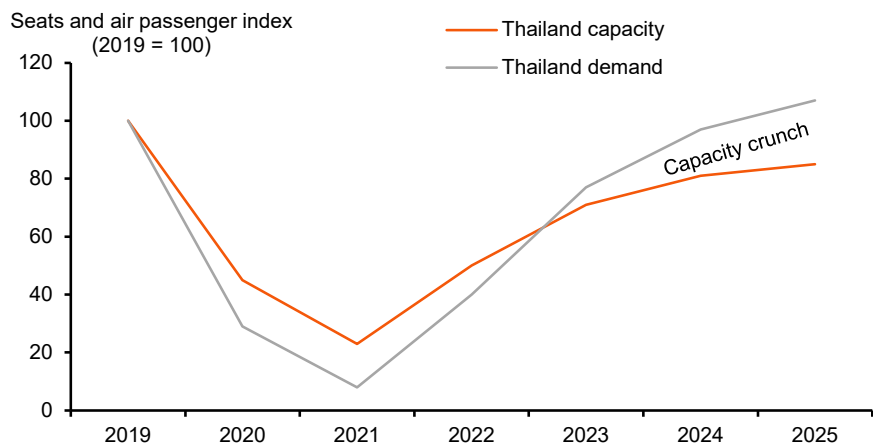


Ex 1: Average Aircraft Delivery Times In Years, By Year Of Delivery



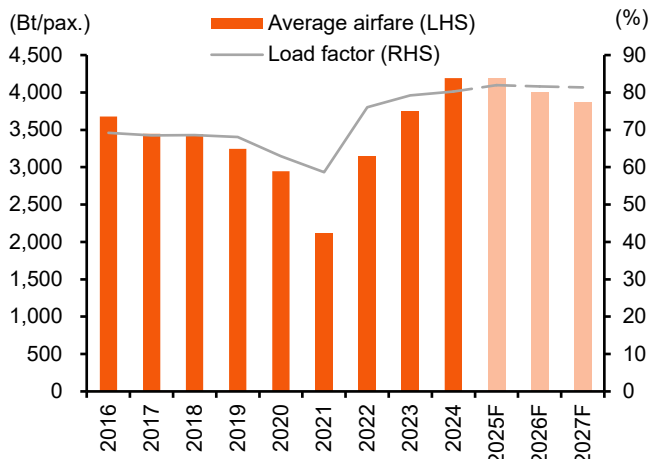
Source: IATA

Ex 2: Thailand's Air Travel Demand Vs. Capacity Outlook



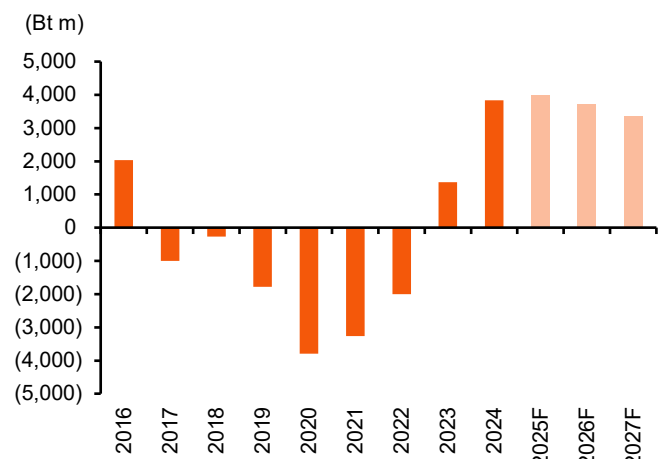
Sources: Company data, OAG, IATA

Ex 3: BA's Airfare And Load Factor



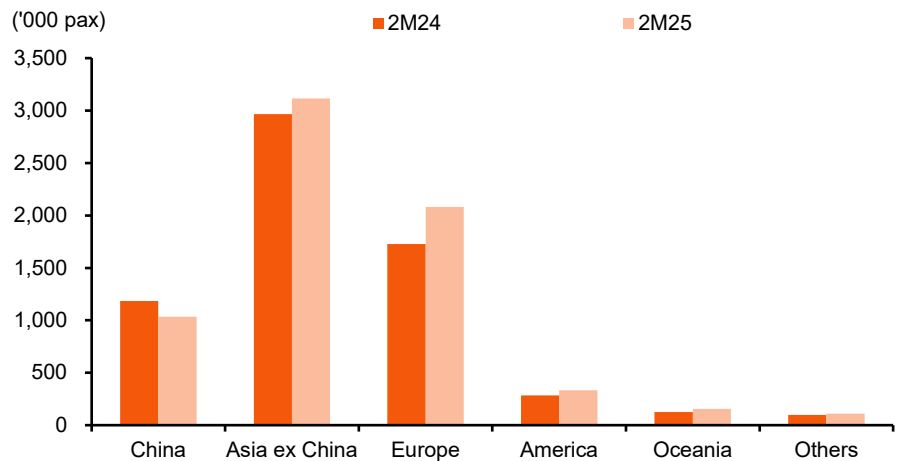
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: BA's Normalized Earnings



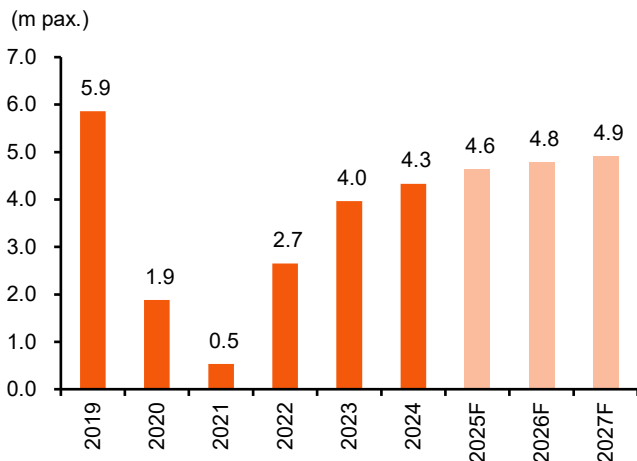
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Thailand's Tourist Arrivals Breakdown In 2M25



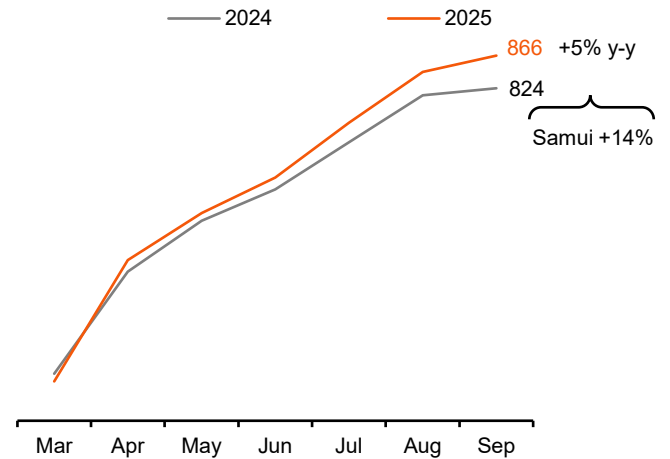
Source: Tourism Authority of Thailand

Ex 6: BA's Total Passengers



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: BA's Advance Bookings From March-Sept 2025



Source: Company data

Ex 8: BA's Top 10 Codeshare Partners In 2024



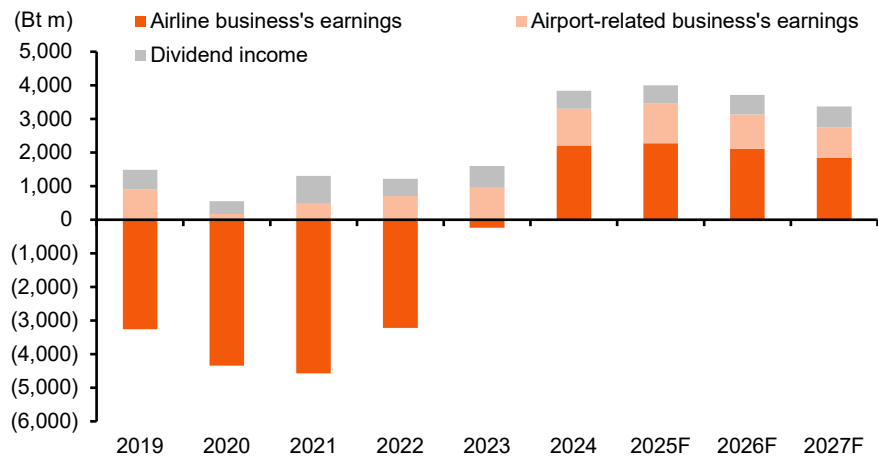
Source: Company data

Ex 9: BA's Top 10 International Points of Sale In 2024



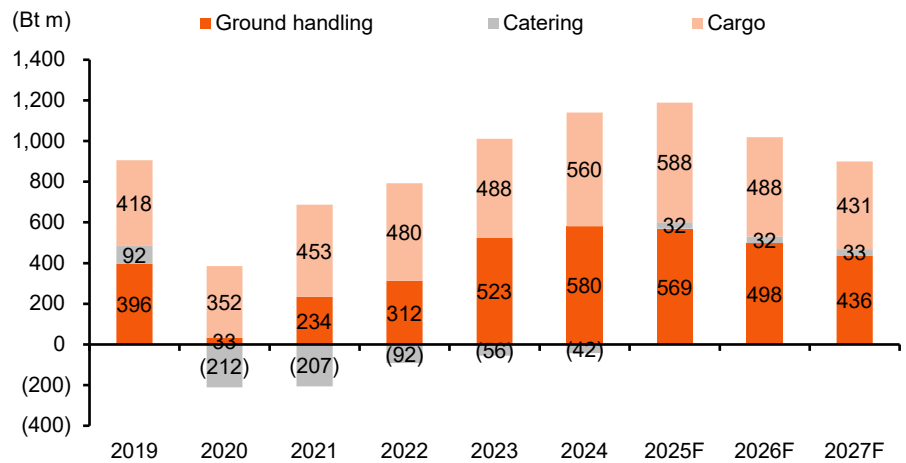
Source: Company data

Ex 10: BA's Earnings Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: BA's Airport-related Businesses



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: Key Assumption Changes

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Average airfare (Bt/pax.)						
- New	3,150.9	3,753.7	4,190.1	4,196.6	4,004.4	3,876.2
- Old				4,160.0	3,997.5	3,900.0
- Change (%)				0.9	0.2	(0.6)
Load factor (%)						
- New	76.1	79.2	80.3	82.0	81.6	81.3
- Old				80.4	79.1	78.0
- Change (ppt)				1.6	2.5	3.3
Gross margin (%)						
- New	(1.9)	20.6	27.9	28.5	26.0	24.1
- Old				27.3	25.5	23.9
- Change (ppt)				1.2	0.5	0.2
Normalized profit (Bt m)						
- New	(2,002)	1,371	3,838	4,001	3,710	3,371
- Old				3,519	3,365	3,163
- Change (%)				13.7	10.3	6.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: Our Sum-of-the-parts Valuation For BA

Company	% holding	Fair value (Bt m)	15% discount* (Bt m)	Market price (Bt/share)	Market value (Bt m)
BDMS	4.6%	24,963	21,219	22.9	16,813
BAFS	10.0%	637	541	8.4	532
BAREIT	25.0%	2,583	2,195	9.4	2,428
Total		28,183	23,955		19,773
Per BA share (Bt)			11.4		9.4
Airline & airport-related businesses' value (Bt)			13.2		
Our TP (Bt)			25.0		

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Company	Code	Market	EPS Growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div. Yield	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
Air Arabia PJSC	AIRARABI UH	UAE	(4.8)	8.5	11.7	10.8	1.9	1.8	6.3	5.9	6.2	6.5
EasyJet PLC	EZJ LN	UK	14.9	6.7	6.9	6.5	1.1	0.9	2.2	2.1	3.1	3.5
Singapore Airlines	SIA SP	Singapore	(15.4)	(36.5)	8.9	14.1	1.3	1.2	5.8	5.9	4.6	3.7
Eva Airways Corp	2618 TT	Taiwan	(1.9)	(14.0)	8.3	9.7	1.7	1.6	3.7	3.9	5.0	4.7
China Southern (China)	600029 CH	China	na	255.6	66.7	18.5	2.8	2.5	8.6	7.9	0.1	0.3
Air China (China)	601111 CH	China	na	na	na	24.6	3.2	2.8	11.1	8.9	0.0	0.5
Asia Aviation	AAV TB*	Thailand	8.5	(6.1)	7.3	7.8	1.5	1.2	2.3	2.2	0.0	0.0
Bangkok Airways	BA TB*	Thailand	4.3	(7.3)	9.8	10.6	2.1	1.9	9.4	10.0	4.1	4.3
Average			0.9	29.6	17.1	12.8	2.0	1.7	6.2	5.9	2.9	2.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates, using Thanachart normalized EPS

Based on 24 March 2025 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

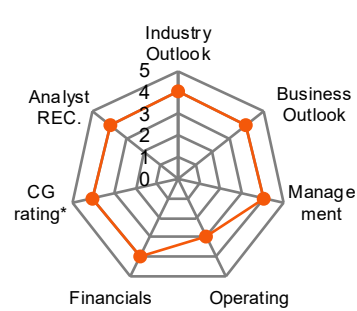
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	27.20	25.00	-8%
Net profit 25F (Bt m)	3,722	4,001	8%
Net profit 26F (Bt m)	3,904	3,710	-5%
Consensus REC	BUY: 8	HOLD: 2	SELL: 0

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2025F ของเราสูงกว่าตัวเลขที่ Bloomberg Consensus คาดการณ์ไว้ 8% ซึ่งเรามองว่าเป็นผลจากสมมติฐาน load factor ที่สูงขึ้น และราคาน้ำมันอากาศยานที่ลดลงของเรา แต่ประมาณการกำไรปี 2026F ของเราน่าจะต่ำกว่าตลาด 5% เนื่องจากเราให้สมมติฐานอัตราค่าโดยสารที่ลดลง
- จากการคาดการณ์กำไรในระยะยาวที่ต่ำกว่าของเรา ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาดด้วย

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Rating Scale

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

Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

- ต้นทุนในการดำเนินงานที่สูงทำให้ยากที่จะแข่งขันได้โดยตรงกับสายการบินต้นทุนต่ำในเส้นทางที่ไม่ใช่สมุย
- การเน้นเฉพาะเส้นทางออกจาก/ไป เกาะสมุย จำกัดการเติบโตในระยะยาวของสายการบิน
- เครื่องบินส่วนใหญ่เป็นสัญญาเช่าซื้อ ทำให้ค่าใช้จ่ายค่าเช่าสูง

T — Threat

- เกาะสมุยสามารถรับนักท่องเที่ยวได้จำกัด และความผันผวนของน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นความเสี่ยงหลัก
- การแข่งขันในอุตสาหกรรมการบินรุนแรง ในขณะที่ความต้องการในการท่องเที่ยวขึ้นอยู่กับเศรษฐกิจโลก
- ตัวเลือกในการเดินทางอื่นกำลังถูกพัฒนา เช่น รถไฟความเร็วสูง

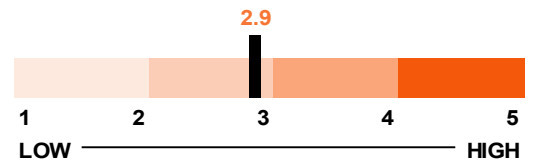
RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าใช้จ่ายน้ำมันเชื้อเพลิงคิดเป็น 20% ของค่าใช้จ่ายรวมของ BA ดังนั้นความผันผวนของราคาน้ำมันอากาศยานจะก่อให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความไม่สงบทางการเมือง และภัยธรรมชาติในประเทศไทย เป็นอีกความกังวลของเรา เนื่องจากบริษัทฯ ที่ขึ้นอยู่สถานการณ์ที่ดีในตลาดในประเทศ
- ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงจะทำให้ BA มีประสิทธิภาพน้อยลง และทำให้ยากในการขยายตัว

Source: Thanachart

BA บริหารสายการบิน ดำเนินธุรกิจด้านอาหาร บริการจัดการภาคพื้นดิน และธุรกิจขนส่งสินค้า และเป็นเจ้าของสนามบินสมุย สุโขทัย และตราด อีกด้วย บริษัทฯ ได้รับการจัดอันดับ SET ESG ระดับ BBB สำหรับปี 2024 โดยเราประเมินคะแนน ESG ของ BA ที่ 2.9 ซึ่งถือว่าอยู่ในระดับปานกลาง โดยมีปัจจัยด้านสิ่งแวดล้อมกดดันคะแนนโดยรวม เนื่องจากธุรกิจสายการบินมีการปล่อยก๊าซเรือนกระจกในระดับสูงตามลักษณะของอุตสาหกรรม

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	-	-	-	46.65	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 - การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ เราประเมินคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ BA ที่ 2.8 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลาง แม้ธุรกิจของบริษัทฯ โดยเฉพาะสายการบินจะปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับสูงตามธรรมชาติของอุตสาหกรรม แต่ BA ปฏิบัติตามกฎหมายสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้อง และมีแผนรวมถึงเป้าหมายในการลดการปล่อยมลพิษ ▪ BA ปฏิบัติตามพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2561 และตั้งเป้าหมายการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2025 ตามแนวทางของ ICAO และ IATA อีกทั้งยังเข้าร่วมโครงการ CORSIA ของ ICAO เพื่อช่วยลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจก ▪ BA ยังดำเนินโครงการ Fuel Efficiency เพื่อลดมลพิษทางอากาศจากเครื่องยนต์ของอากาศยาน ลดการใช้เชื้อเพลิง และมลพิษทางเสียง ในปี 2023 บริษัทฯ ประหยัดเชื้อเพลิงได้ 3,583 ตัน ซึ่งหมายถึงการลดการปล่อยก๊าซ CO₂ ได้ 11,321 ตัน อีกทั้งยังร่วมมือกับบมจ. ปตท. น้ำมันและการค้าปลีก (OR) ในการทดลองใช้ Sustainable Aviation Fuel (SAF) บนเที่ยวบินนำร่อง ▪ ในปี 2023 สนามบินสมุย และสุโขทัยของ BA ได้รับรางวัล Outstanding and Excellent Awards จากงาน EIA Symposium and Monitoring Awards 2023 ในด้านการดำเนินงานที่เป็นมิตรต่อสิ่งแวดล้อมและการแสดงความรับผิดชอบต่อสังคมและสิ่งแวดล้อม
<p>ด้านสังคม (SOCIAL)</p> <ul style="list-style-type: none"> - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ เราประเมินคะแนนด้านสังคมของ BA ที่ 3.0 โดยบริษัทฯ ปฏิบัติตามกฎหมายที่เกี่ยวข้องและมีมาตรฐานการดำเนินงานที่ดี และให้ความใส่ใจกับชุมชน ลูกค้า และพนักงานอย่างเหมาะสม ▪ BA ดำเนินเที่ยวบินภายใต้ใบรับรองผู้ดำเนินการเดินอากาศที่ออกโดยสำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (กพท.) และปฏิบัติตามข้อกำหนดขององค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) ▪ ในปี 2023 ไม่มีอุบัติเหตุร้ายแรงในการปฏิบัติการบินของบริษัทฯ อัตราความตรงต่อเวลา (On-Time Performance) อยู่ที่ 89.8% และคะแนนความพึงพอใจของลูกค้าอยู่ที่ 91.5% นอกจากนี้ จากผลสำรวจพนักงานพบว่าพนักงานมีความพึงพอใจต่อการทำงาน โดยมีชั่วโมงการฝึกอบรมเฉลี่ย 60.8 ชั่วโมงต่อคนต่อปี ▪ BA สนับสนุนผู้พิการโดยการสร้างอาชีพหรือให้การสนับสนุนทางการเงินผ่านโครงการต่างๆ เช่น Caring from the Heart: Giving Back to the Community Project, Community Career Support Project และ Wings for Dreams Project เป็นต้น
<p>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY)</p> <ul style="list-style-type: none"> - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ เราประเมินคะแนนด้านธรรมาภิบาลของ BA ที่ 3.0 แม้โครงสร้างคณะกรรมการบริหารจะไม่ใช่ไปตามแนวทางที่เหมาะสมที่สุด แต่บริษัทฯ มีคณะกรรมการสำคัญครบถ้วน ▪ ประธานคณะกรรมการของ BA ไม่ใช่กรรมการอิสระ และมีกรรมการอิสระเพียง 4 คนจากทั้งหมด 12 คน ซึ่งต่ำกว่าสัดส่วนที่เหมาะสมที่ควรมีกรรมการอิสระ 2 ใน 3 ของคณะกรรมการทั้งหมด ▪ ในด้านบวก BA มีคณะกรรมการตรวจสอบ คณะกรรมการสรรหาและกำหนดค่าตอบแทน คณะกรรมการธรรมาภิบาล และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง ซึ่งทั้งหมดมีประธานเป็นกรรมการอิสระ ▪ นอกจากนี้ BA ยังมีความยั่งยืนทางธุรกิจที่ดี ด้วยโมเดลธุรกิจที่แข็งแกร่ง โดยเน้นให้บริการเส้นทางบินไปสมุยที่มีลักษณะกึ่งผูกขาด ขยายธุรกิจสู่ธุรกิจที่เกี่ยวข้องกับสนามบิน และลงทุนใน BDMS เพื่อกระจายความเสี่ยงทางธุรกิจ

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

We estimate BA's earnings to reach a record high this year...

...driven by a continued strong recovery in passenger numbers and lower oil prices

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	19,681	23,996	25,411	25,153	25,176
Cost of sales	15,622	17,311	18,160	18,602	19,119
Gross profit	4,059	6,684	7,251	6,551	6,057
% gross margin	20.6%	27.9%	28.5%	26.0%	24.1%
Selling & administration expenses	2,992	3,274	3,430	3,396	3,399
Operating profit	1,066	3,410	3,820	3,155	2,658
% operating margin	5.4%	14.2%	15.0%	12.5%	10.6%
Depreciation & amortization	1,775	1,536	1,617	1,737	1,845
EBITDA	2,841	4,946	5,437	4,892	4,503
% EBITDA margin	14.4%	20.6%	21.4%	19.5%	17.9%
Non-operating income	2,160	2,460	2,269	2,329	2,370
Non-operating expenses	(32)	(2)	0	0	0
Interest expense	(2,167)	(2,095)	(2,066)	(1,860)	(1,703)
Pre-tax profit	1,026	3,773	4,023	3,624	3,325
Income tax	268	718	805	725	665
After-tax profit	758	3,055	3,219	2,899	2,660
% net margin	3.9%	12.7%	12.7%	11.5%	10.6%
Shares in affiliates' Earnings	612	794	794	822	722
Minority interests	2	(10)	(11)	(11)	(11)
Extraordinary items	1,739	(50)	0	0	0
NET PROFIT	3,110	3,788	4,001	3,710	3,371
Normalized profit	1,371	3,838	4,001	3,710	3,371
EPS (Bt)	1.5	1.8	1.9	1.8	1.6
Normalized EPS (Bt)	0.7	1.8	1.9	1.8	1.6

BALANCE SHEET

Despite facing the COVID-19 crisis, BA's balance sheet is still strong with...

...0.4-0.6x net D/E in 2025-27F and a Bt20bn investment portfolio value

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	16,074	16,186	15,705	15,703	15,719
Cash & cash equivalent	12,978	8,236	10,000	10,000	10,000
Account receivables	1,472	1,390	1,472	1,458	1,459
Inventories	489	507	532	545	560
Others	1,135	6,052	3,700	3,700	3,700
Investments & loans	28,101	25,671	25,671	25,671	25,671
Net fixed assets	7,091	7,654	8,036	8,299	8,454
Other assets	6,615	6,406	6,256	6,106	5,956
Total assets	57,881	55,917	55,668	55,779	55,800
LIABILITIES:					
Current liabilities:	10,967	11,906	11,732	11,584	11,474
Account payables	1,958	1,997	2,095	2,146	2,206
Bank overdraft & ST loans	1,598	762	1,082	981	893
Current LT debt	1,340	1,532	1,028	931	849
Others current liabilities	6,070	7,614	7,526	7,526	7,526
Total LT debt	23,342	22,303	19,536	17,698	16,126
Others LT liabilities	6,665	5,852	6,013	6,000	6,001
Total liabilities	40,974	40,060	37,281	35,282	33,601
Minority interest	(76)	(75)	(75)	(75)	(75)
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	2,100	2,100	2,100	2,100	2,100
Share premium	0	0	0	0	0
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	13,639	11,138	11,138	11,138	11,138
Retained earnings	1,245	2,693	5,224	7,334	9,036
Shareholders' equity	16,984	15,931	18,462	20,572	22,274
Liabilities & equity	57,881	55,917	55,668	55,779	55,800

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	1,026	3,773	4,023	3,624	3,325
Tax paid	(268)	(718)	(805)	(725)	(665)
Depreciation & amortization	1,775	1,536	1,617	1,737	1,845
Chg In working capital	88	103	(9)	53	43
Chg In other CA & CL / minorities	2,134	(2,588)	3,047	811	711
Cash flow from operations	4,755	2,105	7,874	5,500	5,260
Capex	(597)	(2,099)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
Right of use	797	173	150	150	150
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	9,300	2,430	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,268	(776)	161	(13)	1
Cash flow from investments	10,767	(273)	(1,689)	(1,863)	(1,849)
Debt financing	(3,193)	(1,734)	(2,950)	(2,036)	(1,742)
Capital increase	(9,219)	0	0	0	0
Dividends paid	(1,049)	(2,310)	(1,470)	(1,601)	(1,669)
Warrants & other surplus	7,323	(2,531)	0	0	0
Cash flow from financing	(6,137)	(6,575)	(4,420)	(3,637)	(3,411)
Free cash flow	4,158	7	5,874	3,500	3,260

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	28.6	10.2	9.8	10.6	11.6
Normalized PE - at target price (x)	38.3	13.7	13.1	14.2	15.6
PE (x)	12.6	10.4	9.8	10.6	11.6
PE - at target price (x)	16.9	13.9	13.1	14.2	15.6
EV/EBITDA (x)	18.5	11.2	9.4	10.0	10.5
EV/EBITDA - at target price (x)	23.2	13.9	11.8	12.7	13.4
P/BV (x)	2.3	2.5	2.1	1.9	1.8
P/BV - at target price (x)	3.1	3.3	2.8	2.6	2.4
P/CFO (x)	8.3	18.7	5.0	7.1	7.5
Price/sales (x)	2.0	1.6	1.5	1.6	1.6
Dividend yield (%)	2.7	3.7	4.1	4.3	4.3
FCF Yield (%)	10.6	0.0	15.0	8.9	8.3
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	1.8	1.9	1.8	1.6
EPS	1.5	1.8	1.9	1.8	1.6
DPS	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
BV/share	8.1	7.6	8.8	9.8	10.6
CFO/share	2.3	1.0	3.7	2.6	2.5
FCF/share	2.0	0.0	2.8	1.7	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

BA's airline and airport-related businesses trade at 4-6x PE in 2025-27F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	74.1	21.9	5.9	(1.0)	0.1
Net profit (%)	na	21.8	5.6	(7.3)	(9.1)
EPS (%)	na	21.8	5.6	(7.3)	(9.1)
Normalized profit (%)	na	179.9	4.3	(7.3)	(9.1)
Normalized EPS (%)	na	179.9	4.3	(7.3)	(9.1)
Dividend payout ratio (%)	33.8	38.8	40.0	45.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	20.6	27.9	28.5	26.0	24.1
Operating margin (%)	5.4	14.2	15.0	12.5	10.6
EBITDA margin (%)	14.4	20.6	21.4	19.5	17.9
Net margin (%)	3.9	12.7	12.7	11.5	10.6
D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.6	1.2	1.0	0.8
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.0	0.6	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	0.5	1.6	1.8	1.7	1.6
Interest coverage - EBITDA (x)	1.3	2.4	2.6	2.6	2.6
ROA - using norm profit (%)	2.3	6.7	7.2	6.7	6.0
ROE - using norm profit (%)	8.1	23.3	23.3	19.0	15.7
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.5	18.6	18.7	14.9	12.4
- asset turnover (x)	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
- operating margin (%)	16.2	24.5	24.0	21.8	20.0
- leverage (x)	3.6	3.5	3.2	2.9	2.6
- interest burden (%)	32.1	64.3	66.1	66.1	66.1
- tax burden (%)	73.9	81.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.3	7.3	7.3	7.3	7.3
ROIC (%)	1.8	9.1	9.5	8.4	7.0
NOPAT (Bt m)	787	2,761	3,056	2,524	2,126
invested capital (Bt m)	30,287	32,292	30,109	30,182	30,142

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 ราชธานีลิซซิ่ง 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 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล 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 หมศิริเลิศ 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 "หุ้นกู้" ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้" ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 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

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุญนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
phanarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, 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
siripom.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน, วิโทรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล

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 รุ่งรัมย์พัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

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

Data Support Team

มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สภาพร

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