BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 16.50 (From: Bt 23.00)

Upside : 14.6%

7 October 2025

Small Cap Research

Bangkok Airways Pcl (BA TB)

แข็งแกร่งกว่าเพื่อน

SAKSID PHADTHANANARAK

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

แม้เราปรับกำไร และ TP ลงเป็น 16.5 บาท แต่คงแนะนำ “ซื้อ” BA ด้วยเส้นทางบินไปสมุยและธุรกิจที่เกี่ยวกับสนามบินมีลักษณะผูกขาด ซึ่งทำให้ได้รับผลกระทบจากการแข่งขันที่รุนแรงในอุตสาหกรรมสายการบินน้อยที่สุด ที่ 2026F PE เพียง 6 เท่า เทียบกับกลุ่มที่ 13 เท่า ยังถือว่าน่าสนใจ

ปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 16.5 บาท คงคำแนะนำ "ซื้อ"

ผลการดำเนินงาน 1H25 ของ BA ที่ต่ำกว่าคาด ทำให้เราต้องปรับลดประมาณการกำไรลง 16-18% ในปี 2025–27F หลังจากปรับมาใช้ปีฐาน 2026F และปรับเพิ่มอัตราส่วนคิดลด 1.4ppt เป็น 8.7% สะท้อนถึงค่าเบต้าที่สูงขึ้น ราคาหุ้นเป้าหมายของเราจึงลดลงเหลือ 16.5 บาท/หุ้น จาก 23 บาท แม้เรายังคงมองลบต่ออุตสาหกรรมสายการบินจากการแข่งขันที่เพิ่มขึ้น แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" BA เนื่องจาก 1) เราเชื่อว่าการลดลงของราคาหุ้น 35% จากจุดสูงสุดในปีนี้ได้สะท้อนข่าวร้ายไปแล้ว 2) แม้ว่าจะมีการปรับลดกำไรลง ราคาหุ้นยังคงน่าสนใจโดยธุรกิจสายการบินของ BA ซื้อขายที่ PE เพียง 6 เท่า ในปี 2026F เทียบกับกลุ่มที่ 13 เท่า และ 3) เรามองกลยุทธ์ของ BA ที่มุ่งเน้นเส้นทางบินสมุยที่มีลักษณะผูกขาด และการขยายธุรกิจที่เกี่ยวกับสนามบิน จะช่วยให้ BA ได้รับผลกระทบน้อยที่สุดจากสภาพการแข่งขันในอุตสาหกรรม

เส้นทางสมุยเป็นเบาะรองรับ

เส้นทางบินไปสมุยที่มีลักษณะผูกขาดของ BA ซึ่งคิดเป็น 72% ของรายได้ผู้โดยสารรวมใน 1H25 ช่วยบรรเทาผลกระทบจากการที่นักท่องเที่ยวเข้ามาไทยน้อยลงและการแข่งขันที่เพิ่มขึ้นในเส้นทางอื่นนอกสมุย แม้จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาไทยจะลดลง 8% y-y ใน 9M25 แต่จำนวนผู้โดยสารไปสมุยยังคงเพิ่มขึ้น 10% y-y ใน 1H25 ซึ่งช่วยจำกัดการลดลงของจำนวนผู้โดยสารทั้งหมดของ BA ให้ลดลงเพียง 3% y-y ใน 1H25 นอกจากนี้ แม้ปัญหาการขาดแคลนอากาศยานที่ผ่อนคลายลง ทำให้เกิดการแข่งขันที่รุนแรงขึ้น และทำให้สายการบินคู่แข่งลดราคาตั๋วเครื่องบินลง 8–10% y-y ใน 1H25 แต่เส้นทางสมุยของ BA ทำให้บริษัทฯ สามารถจำกัดการลดลงของค่าโดยสารเฉลี่ยไว้ที่เพียง 1% y-y

กำไรได้รับผลกระทบน้อยที่สุดในกลุ่มฯ

เนื่องจากเราคาดว่านักท่องเที่ยวที่มาไทยจะฟื้นตัวเติบโตที่ 3/3% y-y ในปี 2026-27F เราจึงคาดว่าผู้โดยสารของ BA จะฟื้นตัวจากติดลบ 5% y-y ในปีนี้ มาเติบโต 5/4% y-y ในปี 2026-27F ขณะที่การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นในเส้นทางอื่นนอกสมุยอาจจะกดดันค่าโดยสารเฉลี่ยของ BA ให้ลดลงไปอีก 2/4/2% y-y ในปี 2025-27F ด้วย BA มีรายได้เงินปันผลประจำปีที่ 500-600 ลบ. จากการถือหุ้น 4.6% ในบมจ.กรุงเทพดุสิตเวชการ (BDMS “ซื้อ”) และรายได้จากการลงทุนในธุรกิจที่เกี่ยวกับสนามบิน 700-800 ลบ. เราจึงคาดว่ากำไรของ BA จะลดลง 20/10/8% y-y ในปี 2025–27F ขณะที่กำไรของคู่แข่งในกลุ่มฯ อย่างบมจ. เอเชีย เอวิเอชั่น (AAV “ขาย”) จะลดลงถึง 69/7/15% y-y

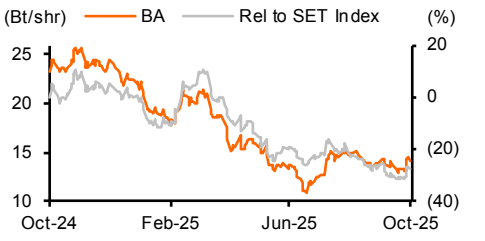
มีโอกาสได้รับการขยายสัมปทานของ BFS

สัมปทานของ BFS Ground ซึ่ง BA ถือหุ้น 99%, BA Catering ซึ่งถือหุ้น 90%, และ BFS Cargo ซึ่งถือหุ้น 49% ที่สนามบินสุวรรณภูมิ จะหมดอายุในเดือนกันยายน 2026 อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าสัมปทานเหล่านี้จะได้รับการขยายเวลา เนื่องจากนโยบายของบมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT “ขาย”) ที่ต้องการรักษาผู้ให้บริการมากกว่าสองราย และความสามารถในการแข่งขันที่แข็งแกร่งของ BFS เมื่อเทียบกับผู้ประมูลรายอื่นจากฐานลูกค้าและอุปกรณ์ที่มีอยู่แล้ว

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	23,996	22,893	23,135	23,476
Net profit	3,788	3,053	2,739	2,526
Consensus NP	—	3,456	3,702	4,395
Diff frm cons (%)	—	*(11.7)*	*(26.0)*	*(42.5)*
Norm profit	3,828	3,053	2,739	2,526
Prev. Norm profit	—	3,635	3,346	3,045
Chg frm prev (%)	—	*(16.0)*	*(18.1)*	*(17.0)*
Norm EPS (Bt)	1.8	1.5	1.3	1.2
Norm EPS grw (%)	177.5	(20.2)	(10.3)	(7.8)
Norm PE (x)	7.9	9.9	11.0	12.0
EV/EBITDA (x)	9.4	9.6	9.9	9.9
P/BV (x)	1.9	1.7	1.6	1.5
Div yield (%)	4.9	4.0	4.1	4.2
ROE (%)	23.3	18.3	15.0	12.8
Net D/E (%)	103.2	66.8	53.8	43.7

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price *as of* 7-Oct-25 (Bt)	14.40
Market Cap (US$ m)	930.0
Listed Shares (m shares)	2,100.0
Free Float (%)	38.2
Avg Daily Turnover (US$ m)	3.4
12M Price H/L (Bt)	25.75/11.00
Sector	Transportation
Major Shareholder	Prasarttong-Osoth family 58%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Thanachart Securities

Ex 1: Key Assumption Changes

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Cabin factor (%)						
- New	76.1	79.2	80.3	74.2	74.0	74.1
- Old				80.4	80.9	80.6
- Change (ppt)				*(6.2)*	*(6.9)*	*(6.5)*
Airfares (Bt/passenger)						
- New	3,151	3,754	4,190	4,100	3,940	3,844
- Old				4,068	3,876	3,748
- Change (%)				*0.8*	*1.7*	*2.6*
Jet fuel price (US$/bbl)						
- New	124	104	95	85	83	83
- Old				88	85	85
- Change (%)				*(3.4)*	*(2.4)*	*(2.4)*
Gross margin (%)						
- New	(1.9)	20.6	27.9	27.1	25.2	23.9
- Old				27.3	24.7	23.0
- Change (ppt)				*(0.2)*	*0.5*	*0.9*
SG&A to sale ratio (%)						
- New	18.6	15.2	13.6	15.0	15.0	15.0
- Old				13.5	13.5	13.5
- Change (ppt)				*1.5*	*1.5*	*1.5*
Normalized profit (Bt m)						
- New	(2,002)	1,380	3,828	3,053	2,739	2,526
- Old				3,635	3,346	3,045
- Change (%)				*(16.0)*	*(18.1)*	*(17.0)*

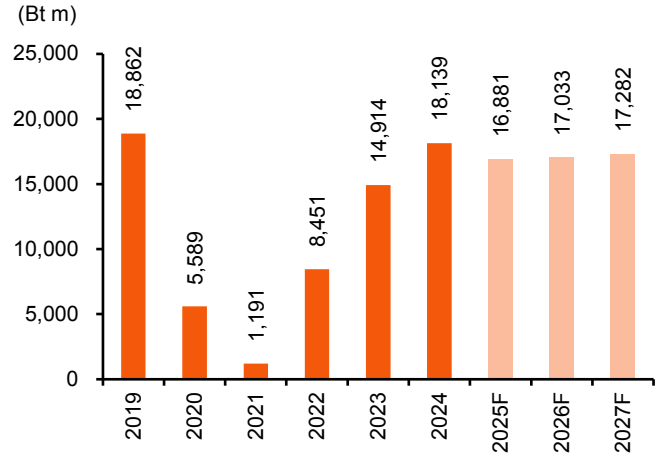
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: 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%	23,495	19,971	20.3	14,904
BAFS	10.0%	637	541	10.1	643
BAREIT	25.0%	2,570	2,184	10.0	2,570
Total		**26,701**	**22,698**		**18,117**
Per BA share (Bt)			**10.8**		**8.6**
Airline & airport-related businesses' value (Bt)			**5.8**		
Our TP (Bt)			**16.5**		

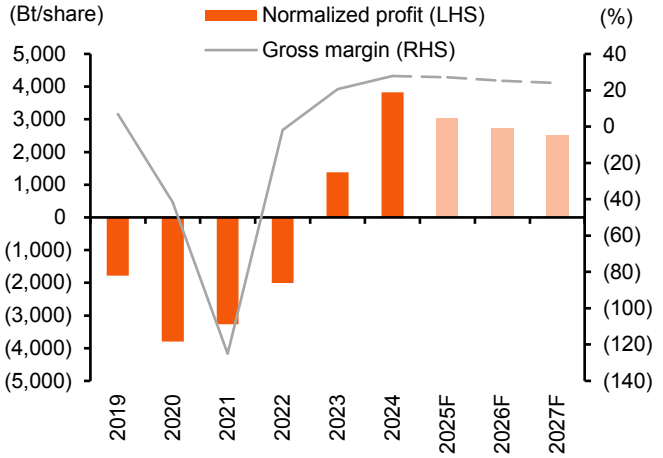
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: BA's Passenger Revenue



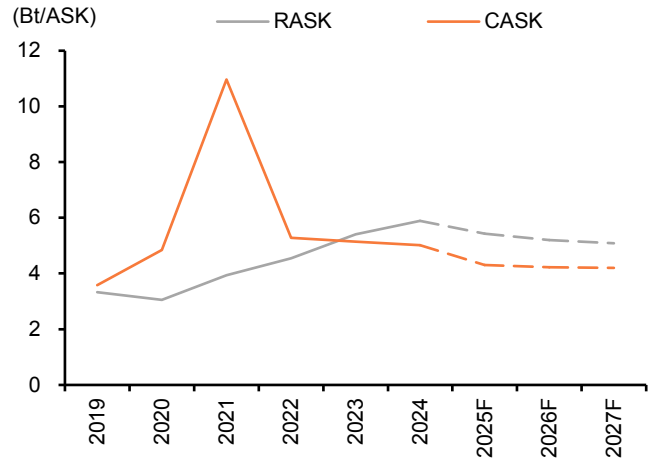
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: BA's Gross Margin And Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

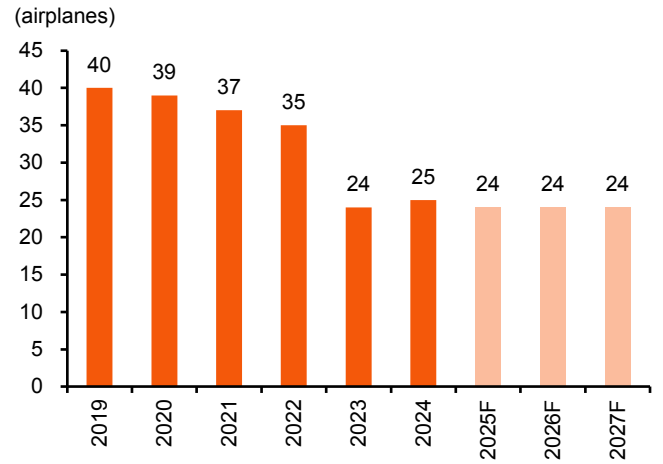
Ex 5: BA's RASK* Vs. CASK*



Sources: Company data, Thanachart estimates

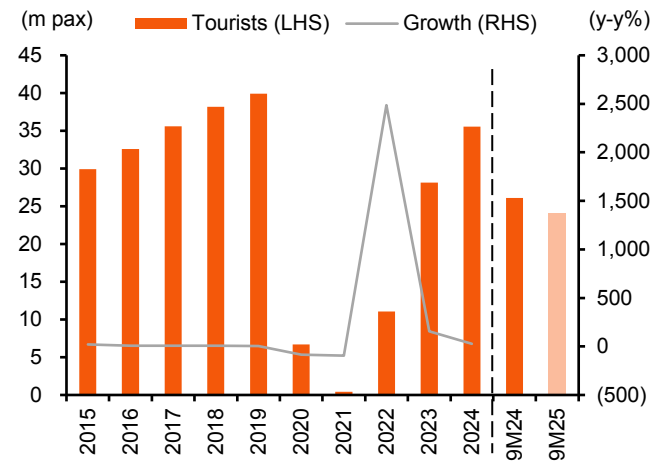
Note: * Revenue per available seat kilometers vs. cost per available seat kilometers

Ex 6: BA's Fleet



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Thailand's Tourist Arrivals



Source: Tourism Authority of Thailand

Ex 8: Major Thai Airlines' Fleets

Airlines	2024	2025F
Thai AirAsia	60	64
Thai AirAsia X	8	11
Thai Airways	79	80
Bangkok Airways	25	24
Thai VietJet	18	23
Thai Lion Air	26	30
Nok Air	14	16
Total	**230**	**248**

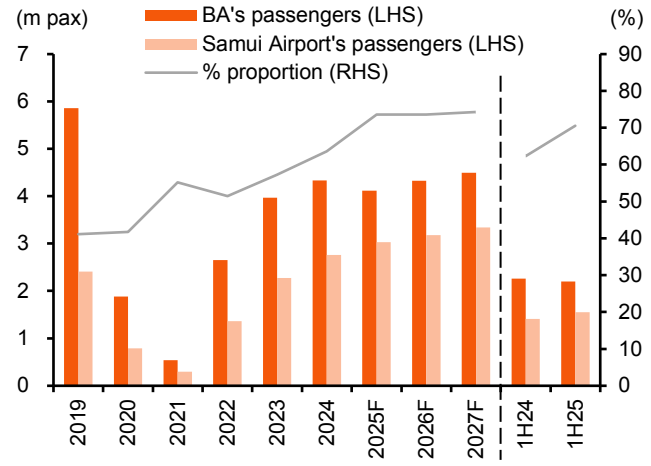
Sources: Company data, Thanachart compilation

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth 25F (%)	EPS growth 26F (%)	PE 25F (x)	PE 26F (x)	P/BV 25F (x)	P/BV 26F (x)	EV/EBITDA 25F (x)	EV/EBITDA 26F (x)	Div yield 25F (%)	Div yield 26F (%)
Air Arabia PJSC	AIRARABI UH	UAE	6.5	6.7	11.7	11.0	2.2	2.0	7.6	6.8	6.5	7.0
EasyJet PLC	EZJ LN	UK	6.9	12.0	7.1	6.4	1.0	0.9	2.1	2.0	3.0	3.5
Singapore Airlines	SIA SP	Singapore	(56.3)	8.3	17.8	16.5	1.3	1.2	6.4	6.1	3.4	3.4
Eva Airways Corp	2618 TT	Taiwan	(11.4)	(10.1)	8.1	9.0	1.5	.4	3.5	3.7	5.3	4.6
Cathay Pacific Airways	293 HK	Hong Kong	(13.8)	3.0	8.2	8.0	1.2	1.1	5.1	5.1	5.9	6.0
InterGlobe Aviation	INDIGO IN	India	16.0	13.4	25.9	22.9	12.3	8.0	10.9	9.5	0.3	0.4
Asia Aviation	AAV TB	Thailand	(69.1)	(7.2)	18.4	19.8	1.3	1.2	3.4	3.3	0.0	0.0
Bangkok Airways *	BA TB	Thailand	(20.2)	(10.3)	9.9	11.0	1.7	1.6	9.6	9.9	4.0	4.1
Thai Airways Int'l	THAI TB	Thailand	(79.2)	(10.1)	11.7	13.0	5.1	4.0	6.3	6.6	2.6	2.3
Average			**(24.5)**	**0.6**	**13.2**	**13.1**	**3.1**	**2.3**	**6.1**	**5.9**	**3.4**	**3.5**

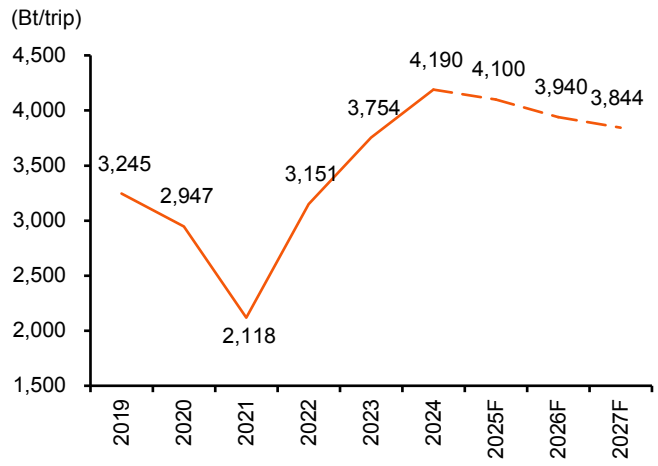
Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using Normalized EPS
Based on 7 October 2025 closing prices

Ex 10: BA's Passengers Vs. Passengers at Samui Airport



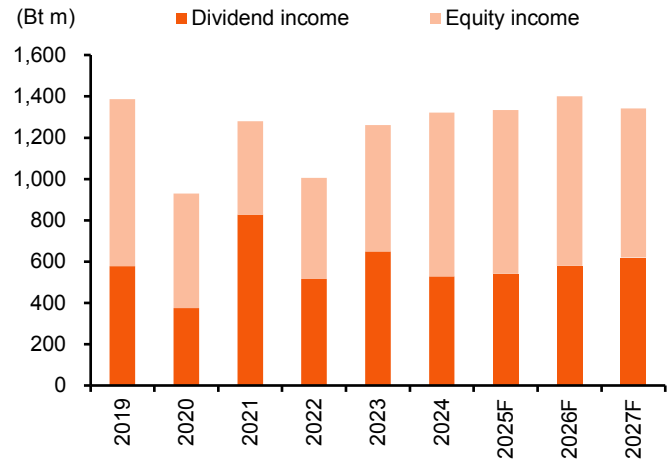
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: BA's Average Airfare



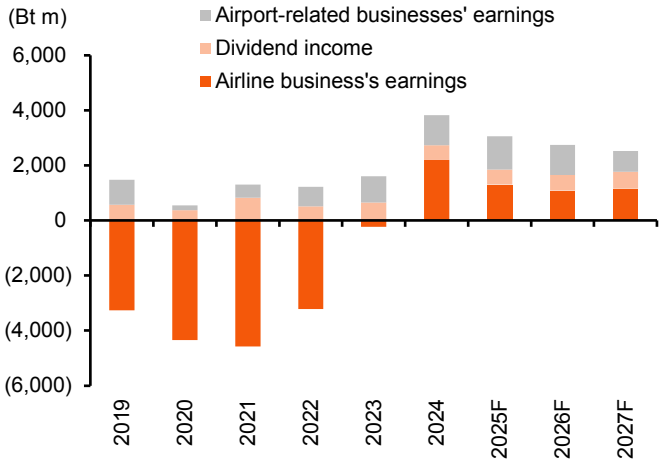
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: BA's Dividend Income And Equity Income



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 13: BA's Earnings Breakdown



Sources: Company data, Thanachart estimates

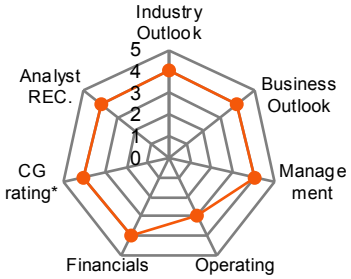
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

ครอบครัวปราสาททองโอสถ ได้ก่อตั้ง บมจ.การบินกรุงเทพ ขึ้นในปี 1968 ปัจจุบันดำเนินธุรกิจสายการบินที่ให้บริการเต็มรูปแบบ โดยมีเที่ยวบินทั้งที่สนามบินสุวรรณภูมิและสนามบินสมุยไปยังจุดหมายปลายทางทั้งในประเทศและต่างประเทศ นอกจากนี้ยังได้สร้างสนามบินเป็นของตัวเองที่เกาะสมุย ซึ่งเปิดให้บริการในปี 1989 BA เปิดสนามบินที่สองในจ.สุโขทัยในปี 1996 และสนามบินแห่งที่สามที่จ.ตราด ในปี 2003 นอกจากนี้ยังได้สัมปทาน 20 ปี ที่สนามบินสุวรรณภูมิในการดำเนินธุรกิจให้บริการภาคพื้นดิน การให้บริการคลังสินค้า และการให้บริการครัวการบิน เริ่มตั้งแต่วันที่ 28 ก.ย. 2006 อีกด้วย

Source: Thanachart

COMPANY RATING



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

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

W — Weakness

- ต้นทุนในการดำเนินงานที่สูงทำให้ยากที่จะแข่งขันได้โดยตรงกับสายการบินต้นทุนต่ำในเส้นทางที่ไม่ใช่สมุย
- การเน้นเฉพาะเส้นทางออกจาก/ไป เกาะสมุย จำกัดการเติบโตในระยะยาวของสายการบิน
- เครื่องบินส่วนใหญ่เป็นสัญญาเช่าซื้อ ทำให้ค่าใช้จ่ายค่าเช่าสูง

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในสถานที่ที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยว
- เกาะสมุยมีแนวโน้มการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่ง เพราะเป็นหนึ่งในสามสถานที่ท่องเที่ยวที่นักท่องเที่ยวต่างชาตินิยม
- พื้นที่ให้บริการครอบคลุมบางส่วนของจีน ประเทศที่มีประชากรมากที่สุดเป็นอันดับ 1

T — Threat

- เกาะสมุยสามารถรับนักท่องเที่ยวได้จำกัด และความผันผวนของน้ำมันเชื้อเพลิงเป็นความเสี่ยงหลัก
- การแข่งขันในอุตสาหกรรมการบินรุนแรง ในขณะที่ความต้องการในการท่องเที่ยวขึ้นอยู่กับเศรษฐกิจโลก
- ตัวเลือกในการเดินทางอื่นกำลังถูกพัฒนา เช่น รถไฟความเร็วสูง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	19.14	16.50	-14%
Net profit 25F (Bt m)	3,456	3,053	-12%
Net profit 26F (Bt m)	3,702	2,739	-26%
Consensus REC	BUY: 11	HOLD: 1	SELL: 0

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรปี 2025-26F ของเราต่ำกว่าตัวเลขที่ Bloomberg Consensus คาดการณ์ไว้ 12-26% ซึ่งเป็นเพราะเราให้สมมติฐานที่ระมัดระวังต่อ cabin factor และค่าโดยสารของ BA
- จากการคาดการณ์กำไรที่ต่ำกว่าของเรา ราคาเป้าหมายของเราจึงต่ำกว่าของตลาดด้วย

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- ค่าใช้จ่ายน้ำมันเชื้อเพลิงคิดเป็น 20% ของค่าใช้จ่ายรวมของ BA ดังนั้น ความผันผวนของราคาน้ำมันอากาศยานจะทำให้เกิดความเสี่ยงต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความไม่สงบทางการเมือง และภัยธรรมชาติในประเทศไทย เป็นอีกความกังวลของเรา เนื่องจากบริษัทฯ ที่ขึ้นอยู่สถานการณ์ที่ดีในตลาดในประเทศ
- ต้นทุนการดำเนินงานที่สูงจะทำให้ BA มีประมีประสิทธิภาพน้อยลง และทำให้ยากในการขยายตัว

Source: Thanachart

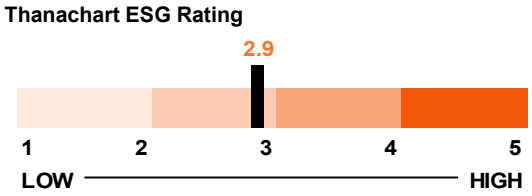
BA

Bangkok Airways Pcl

Sector: Services | Transportation & Logistics

ESG & Sustainability Report

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



	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	-	-	-	44.37	17.00	-	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
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) – นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม – การบริหารจัดการพลังงาน/ไฟฟ้า – การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก – การบริหารจัดการน้ำ – การบริหารจัดการของเสีย	▪ เราประเมินคะแนนด้านสิ่งแวดล้อมของ BA ที่ 2.8 ซึ่งอยู่ในระดับปานกลาง แม้ธุรกิจของบริษัทฯ โดยเฉพาะสายการบินจะปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในระดับสูงตามธรรมชาติของอุตสาหกรรม แต่ BA ปฏิบัติตามกฎหมายสิ่งแวดล้อมที่เกี่ยวข้อง และมีแผนรวมถึงเป้าหมายในการลดการปล่อยมลพิษ ▪ BA ปฏิบัติตามพระราชบัญญัติส่งเสริมและรักษาคุณภาพสิ่งแวดล้อมแห่งชาติ (ฉบับที่ 2) พ.ศ. 2561 และตั้งเป้าการปล่อยมลพิษสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 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 CO_2 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
ด้านสังคม (SOCIAL) – การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน – การดูแลพนักงาน – สุขอนามัยและความปลอดภัย – ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ – การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	▪ 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
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) – โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท – จริยธรรมและความโปร่งใส – ความยั่งยืนของธุรกิจ – การบริหารความเสี่ยง – นวัตกรรม	▪ เราประเมินคะแนนด้านธรรมาภิบาลของ BA ที่ 3.0 แม้โครงสร้างคณะกรรมการบริหารจะไม่เป็นไปตามแนวทางที่เหมาะสมที่สุด 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

We project BA's earnings to deteriorate in 2025-27F...

...given our view of Thailand's slow recovery in tourist arrivals and intensifying competition

However, we are not worried about its balance sheet...

...given 0.4-0.7x net D/E in 2025-27F and a Bt23bn investment portfolio value

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	19,681	23,996	22,893	23,135	23,476
Cost of sales	15,622	17,311	16,692	17,297	17,864
Gross profit	**4,059**	**6,684**	**6,201**	**5,838**	**5,612**
% gross margin	20.6%	27.9%	27.1%	25.2%	23.9%
Selling & administration expenses	2,992	3,274	3,434	3,470	3,521
Operating profit	**1,066**	**3,410**	**2,767**	**2,367**	**2,090**
% operating margin	5.4%	14.2%	12.1%	10.2%	8.9%
Depreciation & amortization	1,775	1,536	1,617	1,737	1,845
EBITDA	**2,841**	**4,946**	**4,384**	**4,105**	**3,936**
% EBITDA margin	14.4%	20.6%	19.2%	17.7%	16.8%
Non-operating income	2,160	2,460	2,127	2,004	2,045
Non-operating expenses	(32)	(2)	0	0	0
Interest expense	(2,167)	(2,095)	(2,057)	(1,962)	(1,868)
Pre-tax profit	**1,026**	**3,773**	**2,836**	**2,410**	**2,267**
Income tax	260	728	567	482	453
After-tax profit	**766**	**3,045**	**2,269**	**1,928**	**1,814**
% net margin	3.9%	12.7%	9.9%	8.3%	7.7%
Shares in affiliates' Earnings	612	794	794	822	722
Minority interests	2	(10)	(10)	(10)	(10)
Extraordinary items	1,731	(40)	0	0	0
NET PROFIT	**3,110**	**3,788**	**3,053**	**2,739**	**2,526**
Normalized profit	**1,380**	**3,828**	**3,053**	**2,739**	**2,526**
EPS (Bt)	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.7	1.8	1.5	1.3	1.2

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	16,074	16,186	12,316	12,348	12,384
Cash & cash equivalent	12,978	8,236	8,500	8,500	8,500
Account receivables	1,472	1,390	1,327	1,341	1,360
Inventories	489	507	489	507	524
Others	1,135	6,052	2,000	2,000	2,000
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**	**52,279**	**52,424**	**52,465**
LIABILITIES:					
Current liabilities:	10,967	11,906	10,772	10,700	10,635
Account payables	1,958	1,997	1,926	1,996	2,061
Bank overdraft & ST loans	1,598	762	1,007	935	868
Current LT debt	1,340	1,532	957	888	825
Others current liabilities	6,070	7,614	6,881	6,881	6,881
Total LT debt	**23,342**	**22,303**	**18,185**	**16,871**	**15,666**
Others LT liabilities	6,665	5,852	5,883	5,896	5,913
Total liabilities	**40,974**	**40,060**	**34,840**	**33,466**	**32,214**
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**	**4,276**	**5,794**	**7,088**
Shareholders' equity	16,984	15,931	17,514	19,032	20,325
Liabilities & equity	**57,881**	**55,917**	**52,279**	**52,424**	**52,465**

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	2,836	2,410	2,267
Tax paid	(260)	(728)	(567)	(482)	(453)
Depreciation & amortization	1,775	1,536	1,617	1,737	1,845
Chg In w orking capital	88	103	11	38	29
Chg In other CA & CL / minorities	2,134	(2,588)	4,103	812	712
Cash flow from operations	**4,764**	**2,095**	**8,000**	**4,515**	**4,400**
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	1,260	(766)	31	12	18
Cash flow from investments	**10,759**	**(262)**	**(1,819)**	**(1,838)**	**(1,832)**
Debt financing	(3,193)	(1,734)	(4,447)	(1,456)	(1,335)
Capital increase	(9,219)	0	0	0	0
Dividends paid	(1,049)	(2,310)	(1,470)	(1,221)	(1,233)
Warrants & other surplus	7,323	(2,531)	0	0	0
Cash flow from financing	**(6,137)**	**(6,575)**	**(5,917)**	**(2,677)**	**(2,568)**
Free cash flow	**4,167**	**(3)**	**6,000**	**2,515**	**2,400**

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	21.9	7.9	9.9	11.0	12.0
Normalized PE - at target price (x)	25.1	9.1	11.4	12.6	13.7
PE (x)	9.7	8.0	9.9	11.0	12.0
PE - at target price (x)	11.1	9.1	11.4	12.6	13.7
EV/EBITDA (x)	15.3	9.4	9.6	9.9	9.9
EV/EBITDA - at target price (x)	16.9	10.3	10.6	10.9	11.1
P/BV (x)	1.8	1.9	1.7	1.6	1.5
P/BV - at target price (x)	2.0	2.2	2.0	1.8	1.7
P/CFO (x)	6.3	14.4	3.8	6.7	6.9
Price/sales (x)	1.5	1.3	1.3	1.3	1.3
Dividend yield (%)	3.5	4.9	4.0	4.1	4.2
FCF Yield (%)	13.8	(0.0)	19.8	8.3	7.9
(Bt)					
Normalized EPS	0.7	1.8	1.5	1.3	1.2
EPS	1.5	1.8	1.5	1.3	1.2
DPS	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
BV/share	8.1	7.6	8.3	9.1	9.7
CFO/share	2.3	1.0	3.8	2.1	2.1
FCF/share	2.0	(0.0)	2.9	1.2	1.1

Sources: Company data, Thanachart estimates

Its valuation also looks cheap to us with the airline business trading at 5-6x PE in 2025-27F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	74.1	21.9	(4.6)	1.1	1.5
Net profit (%)	na	21.8	(19.4)	(10.3)	(7.8)
EPS (%)	na	21.8	(19.4)	(10.3)	(7.8)
Normalized profit (%)	na	177.5	(20.2)	(10.3)	(7.8)
Normalized EPS (%)	na	177.5	(20.2)	(10.3)	(7.8)
Dividend payout ratio (%)	33.8	38.8	40.0	45.0	50.0
Operating performance					
Gross margin (%)	20.6	27.9	27.1	25.2	23.9
Operating margin (%)	5.4	14.2	12.1	10.2	8.9
EBITDA margin (%)	14.4	20.6	19.2	17.7	16.8
Net margin (%)	3.9	12.7	9.9	8.3	7.7
D/E (incl. minor) (x)	1.6	1.6	1.2	1.0	0.9
Net D/E (incl. minor) (x)	0.8	1.0	0.7	0.5	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	0.5	1.6	1.3	1.2	1.1
Interest coverage - EBITDA (x)	1.3	2.4	2.1	2.1	2.1
ROA - using norm profit (%)	2.3	6.7	5.6	5.2	4.8
ROE - using norm profit (%)	8.2	23.3	18.3	15.0	12.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	4.5	18.5	13.6	10.6	9.2
- asset turnover (x)	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4
- operating margin (%)	16.2	24.5	21.4	18.9	17.6
- leverage (x)	3.6	3.5	3.2	2.9	2.7
- interest burden (%)	32.1	64.3	58.0	55.1	54.8
- tax burden (%)	74.7	80.7	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.7	8.7	8.7	8.7	8.7
ROIC (%)	1.9	9.1	6.9	6.5	5.7
NOPAT (Bt m)	796	2,752	2,214	1,894	1,672
invested capital (Bt m)	30,287	32,292	29,164	29,226	29,184

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 redisseminated 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.

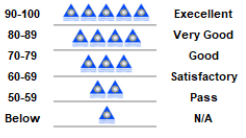
ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, 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.moodys.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."
Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.
Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.
Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.
MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.
MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information").
2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").
The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.
All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.
The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.
The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.
No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.
You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.
By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.
Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีเจตนาชี้นำหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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:

หมายเหตุ: ธนาคารทหารไทยธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย ""หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 2/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย ""หุ้นกู้ของบริษัท กัลฟ์ ดีเวลอปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-4 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy
พิมพ์ผกา นิจการุณ, CFA
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์หิรัญกุล, CFA
adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลล์ หวังมิ่งมาศ
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ
พัทธดนย์ บุนนาค
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์
พรรณารายณ์ ติยะพิทยารัตน์
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง
รตา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
รวิสรา สุวรรณอำไพ
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
saksid.pha@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุโณทัย
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แปล
ลาภินี ทิพยมณฑล
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชนันท์ ธรรมบำรุง
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์
sittichet.run@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
นลิภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุศล
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุเนตร รักษาวัด
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