

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 0.95

Downside : 15.2%

(From: Bt 1.00)

10 DECEMBER 2025

Small Cap Research

Asia Aviation Pcl (AAV TB)

แนวโน้มยังไม่สดใส

แม้คาดว่าจะการท่องเที่ยวจะฟื้นตัวปานกลางในปีหน้า แต่การแข่งขันในอุตสาหกรรมที่ทวีความรุนแรงและต้นทุนที่สูงกว่าที่คาดไว้ ทำให้เราต้องปรับลดกำไรปี 2025-27F ของ AAV ลง และลดราคาเป้าหมายลงเหลือ 0.95 บาท เรายังคงคำแนะนำ “ขาย”



SAKSID PHADTHANANARAK

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับลดกำไรและราคาเป้าหมาย แนะนำ “ขาย”

เนื่องจากผลการดำเนินงาน 9M25 ที่อ่อนแอกว่าที่คาดไว้ เราจึงปรับลดประมาณการกำไรของ AAV ปี 2025-27F ลง 78/8/2% และปรับลดราคาเป้าหมาย (พื้นฐาน 2026) ลงเหลือ 0.95 บาท/หุ้น (จาก 1 บาท) เรายังคงคำแนะนำ “ขาย” 1) แม้การท่องเที่ยวจะฟื้นตัวในระดับปานกลาง และราคาน้ำมันอากาศยานที่ลดลง น่าจะช่วยให้ AAV มีการเติบโตของกำไรที่แข็งแกร่งในปีหน้า แต่เราคาดว่า การเพิ่มขึ้นของจำนวนเครื่องบินจะทำให้การแข่งขันทวีความรุนแรงขึ้น และจะกดดันกำไรของ AAV อีกครั้งในปี 2027F 2) เรามองว่ามูลค่าหุ้นของ AAV ยังคงแพง ซื้อขายที่ 2026F PE ที่ 19 เท่า เทียบกับค่าเฉลี่ยอุตสาหกรรมที่ 12 เท่า 3) ความสามารถในการทำกำไร และฐานะการเงินของ AAV ยังคงอ่อนแอ โดยมี ROE ที่ 5-6% และขาดทุนสะสมอยู่ที่ 3.0-4.0 พันลบ. ในปี 2026-27F

ผลการดำเนินงานมีแนวโน้มไม่สดใส

AAV ขาดทุน 741 ลบ. ใน 9M25 เนื่องจากนักท่องเที่ยวมายังไทยที่ลดลง 7% y-y และราคาเที่ยวบินที่ลดลง 10% y-y ท่ามกลางการแข่งขันที่ทวีความรุนแรงขึ้น อย่างไรก็ตาม ด้วย 4Q25 ที่เป็นฤดูกาลท่องเที่ยว และมียอดจองล่วงหน้าที่ยังแข็งแกร่ง โดยเฉพาะในเส้นทางญี่ปุ่นและเส้นทาง Fifth-Freedom (เส้นทางที่ AAV สามารถรับผู้โดยสารจากประเทศที่สองและส่งไปยังประเทศที่สาม) เราจึงคาดว่า AAV จะมีกำไร 201 ลบ. ในปี 2025F สำหรับปี 2026F เราคาดว่ากำไรจะพลิกฟื้นมาอยู่ที่ 780 ลบ. (แม้ค่าตัวโดยสารจะลดลงต่อเนื่องที่ 3%) เนื่องจาก Cabin Factor ที่ดีขึ้นมาอยู่ที่ 84% เทียบกับ 83% ในปี 2025F จากการฟื้นตัวของจำนวนนักท่องเที่ยว และการลดลงของราคาน้ำมันอากาศยานเหลือ US\$83/bbl จาก US\$88/bbl ในปี 2025F จากนั้น ด้วยไม่มีการเพิ่มขึ้นของ Cabin Factor หรือการลดลงของราคาน้ำมันอากาศยานเพิ่มเติม เราคาดว่าค่าตัวโดยสารที่ลดลง 3% จะทำให้กำไรในปี 2027F ลดลง 9%

ฐานะการเงินยังคงอ่อนแอ

แม้อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อส่วนของผู้ถือหุ้นของ AAV จะอยู่ที่ 0.6 เท่า และมีเงินสดในมือ 5.0 พันลบ. ณ สิ้น 3Q5 หลังออกหุ้นกู้อายุ 3 ปี อัตราดอกเบี้ยหน้าตัว 5.5% ต่อปี มูลค่า 3.0 พันลบ. แต่แนวโน้มกำไรที่อ่อนแอ มีขาดทุนสะสมต่อเนื่อง และไม่มีทรัพย์สินค้ำประกัน เนื่องจากเครื่องบินเกือบทั้งหมดของบริษัทอยู่ภายใต้สัญญาเช่า ทำให้เรายังคงให้ความระมัดระวังต่อหนี้สิน และแผนการชำระคืนหุ้นกู้มูลค่า 2.0 พันลบ. ใน 4Q25, 3.0 พันลบ. ในปี 2026, และ 4.0 พันลบ. ในปี 2027

อาจทำข้อเสนอซื้อ

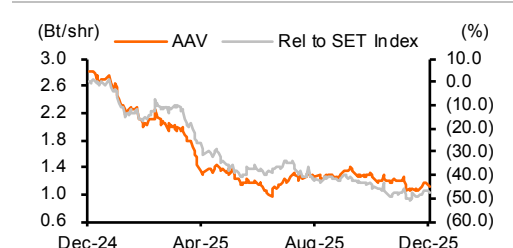
ด้วยเป็นส่วนหนึ่งของการขายธุรกิจการบินของ Capital A Berhad ให้กับ AirAsia X Berhad (AAX) AAX และพันธมิตรท้องถิ่นในประเทศไทยจึงมีแผนที่จะร่วมกันเข้าซื้อ AAV ภายใต้เงื่อนไขดังนี้ 1) AAX ตั้งใจที่จะถือหุ้น 41% ใน AAV 2) การทำข้อเสนอซื้อหุ้นตามกฎหมาย (Mandatory tender offer) ซึ่งจะเกิดขึ้นเมื่อการถือหุ้นเกิน 25% จะได้รับการสนับสนุนทางการเงินจากพันธมิตรท้องถิ่นในไทยทั้งหมด โดยไม่มีภาระทางการเงินเพิ่มเติมสำหรับ AAX 3) การดำเนินงานของ Thai AirAsia จะยังคงดำเนินต่อไปตามปกติ การทำธุรกรรมนี้กำหนดจะเสร็จสิ้นภายในสิ้นปีนี้ เราไม่คิดว่าข้อตกลงนี้จะมีผลกระทบอย่างมีนัยสำคัญต่อปัจจัยพื้นฐานของ AAV

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

COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	49,436	45,572	47,407	48,639
Net profit	3,478	1,656	780	710
Consensus NP	—	982	790	1,604
Diff frm cons (%)	—	68.6	(1.3)	(55.8)
Norm profit	2,962	201	780	710
Prev. Norm profit	—	916	850	723
Chg frm prev (%)	—	(78.0)	(8.3)	(1.8)
Norm EPS (Bt)	0.23	0.02	0.06	0.06
Norm EPS grw (%)	1,113.4	(93.2)	287.5	(9.0)
Norm PE (x)	4.9	71.5	18.5	20.3
EV/EBITDA (x)	2.3	3.6	3.2	3.3
P/BV (x)	1.3	1.2	1.1	1.1
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	29.9	1.7	6.3	5.4
Net D/E (%)	64.4	48.7	44.5	40.8

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 9-Dec-25 (Bt)	1.12
Market Cap (US\$ m)	452.2
Listed Shares (m shares)	12,850.0
Free Float (%)	36.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	2.8
12M Price H/L (Bt)	2.82/0.96
Sector	Transportation
Major Shareholder	AirAsia Group 41%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

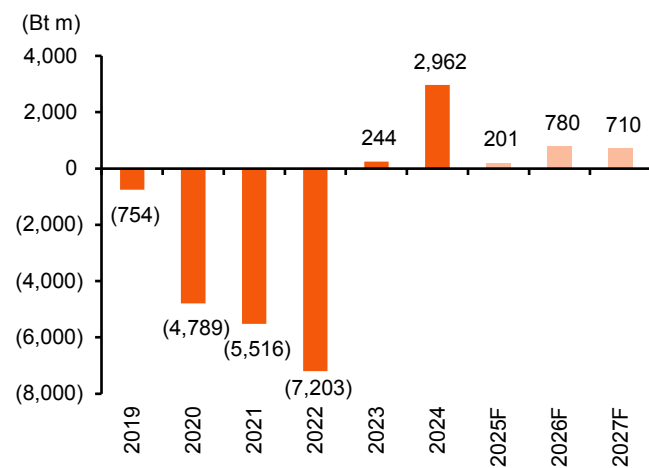
ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

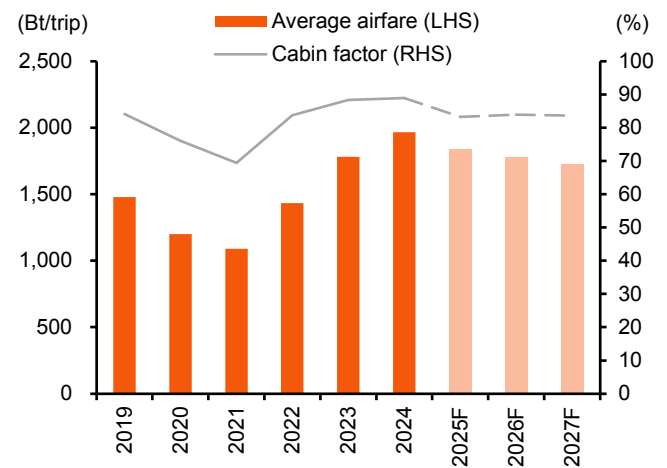
Ex 1: Key Assumption Changes

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
Cabin factor (%)						
- New	83.7	88.3	88.9	83.2	83.9	83.7
- Old				84.0	82.9	82.3
- Change (ppt)				(0.8)	1.0	1.4
Jet fuel price (US\$/bbl)						
- New	124	104	95	88	83	83
- Old				85	83	83
- Change (%)				(3.5)	—	—
SG&A-to-sales ratio (%)						
- New	9.7	7.2	6.4	8.2	8.1	8.0
- Old				7.7	7.5	7.3
- Change (ppt)				0.5	0.6	0.7
Normalized profit (Bt m)						
- New	(7,203)	244	2,962	201	780	710
- Old				916	850	723
- Change (%)				(78.0)	(8.3)	(1.8)

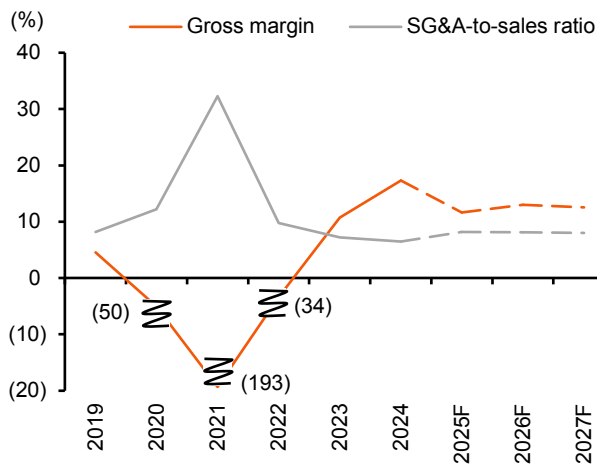
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: AAV's Earnings

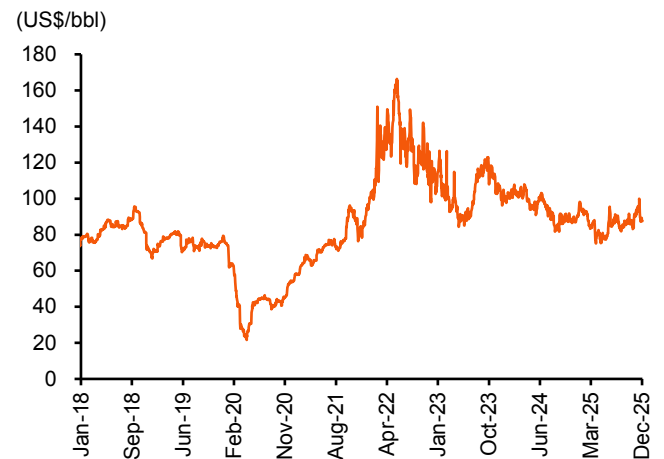
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: AAV's Average Airfare And Cabin Factor

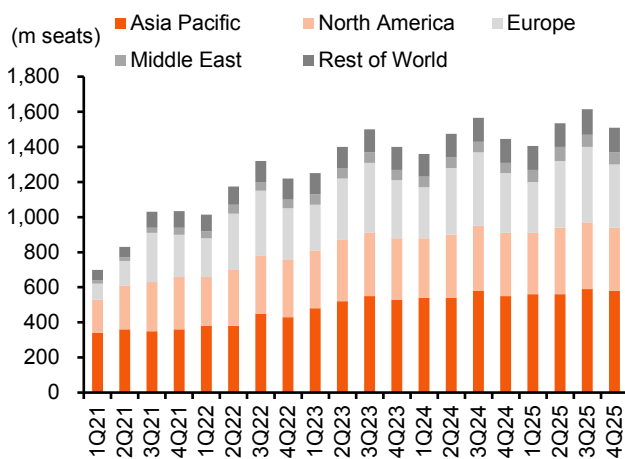
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: AAV's Gross Margin And SG&A-To-Sales Ratio

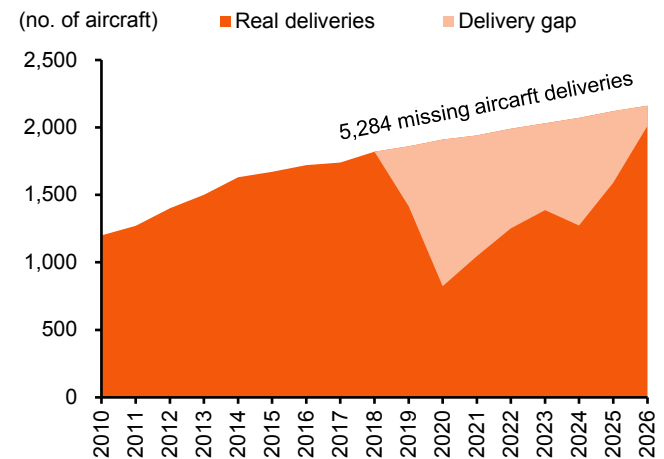
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: Jet Fuel Price

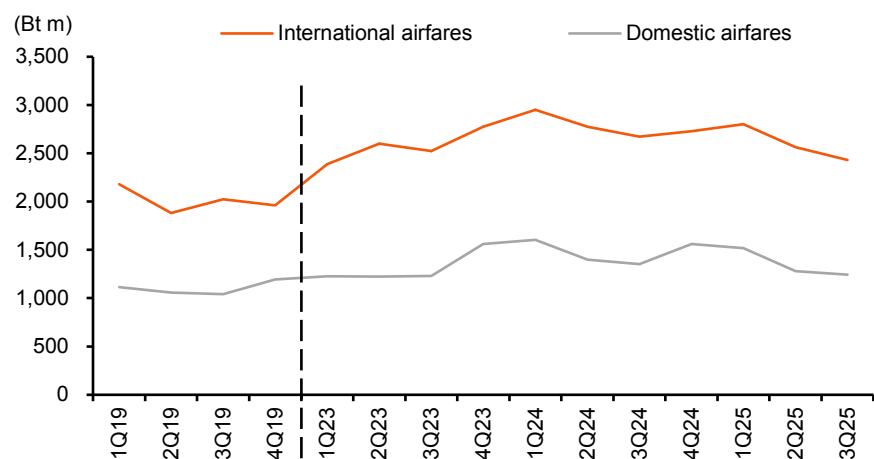
Source: Bloomberg

Ex 6: Global Seat Capacity Trends

Source: Cirium Core flight schedules dated 31 October 2025

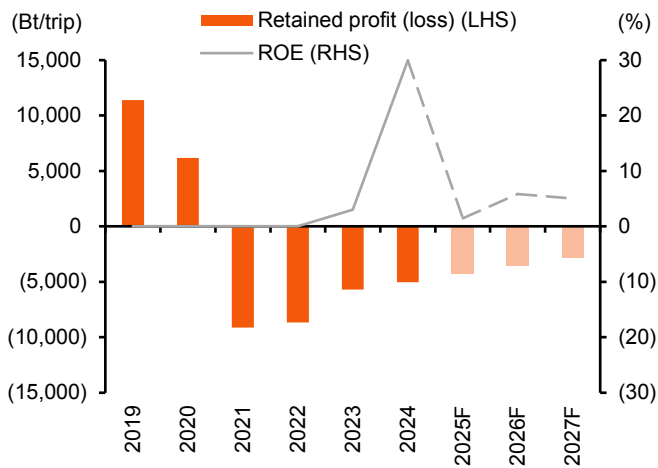
Ex 7: Real Aircraft Deliveries Vs. Theoretical Trend

Sources: IATA Sustainability and Economics, Cirium Fleets Analyzer

Ex 8: AAV's Average International And Domestic Airfares

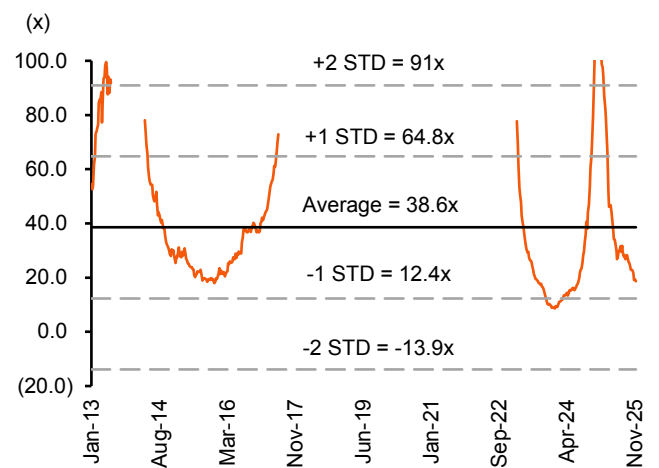
Source: Company data

Ex 9: AAV's ROE And Retained Profit (Loss)



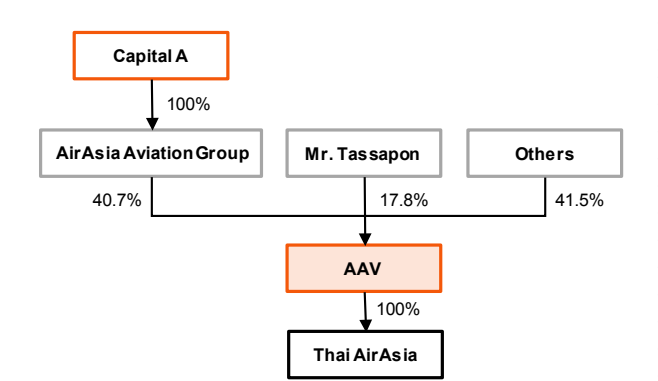
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: AAV's PE Standard Deviation



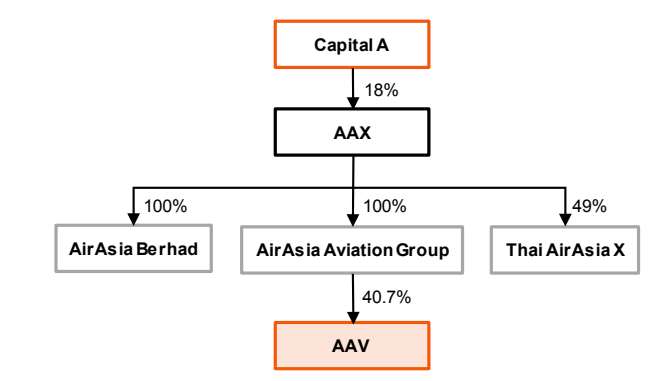
Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 11: AAV's Existing Shareholder Structure



Source: Company data

Ex 12: Capital A's Potential Post-Aviation Divestment



Source: Capital A Berhad

Ex 13: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2026F

(Bt m)	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	Terminal Value
EBITDA	2,900	2,811	2,833	2,842	2,849	2,845	2,744	2,662	2,602	2,590	—
Free cash flow	1,819	1,768	1,789	1,802	1,810	1,807	1,723	1,654	1,601	1,589	19,235
PV of free cash flow	1,814	1,450	1,328	1,212	1,102	997	861	748	656	589	7,134
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.1										
WACC (%)	10.4										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	17,892										
Net debt (2025F)	5,859										
Minority interest	—										
Equity value	12,033										
# of shares (m)*	12,850										
Target price/share (Bt)	0.95										

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Air Arabia PJSC	AIRARABI UH	UAE	9.0	8.9	13.6	12.5	2.5	2.4	8.9	8.2	5.5	5.8
EasyJet PLC	EZJ LN	UK	5.0	11.0	6.9	6.2	0.9	0.8	1.9	1.7	2.9	3.6
Singapore Airlines	SIA SP	Singapore	(65.6)	17.9	21.4	18.2	1.3	1.2	6.0	5.8	3.4	3.7
Eva Airways Corp	2618 TT	Taiwan	(17.7)	(14.7)	7.7	9.0	1.4	1.3	3.1	3.4	5.9	4.8
Cathay Pacific Airways	293 HK	Hong Kong	(15.2)	3.8	9.4	9.0	1.4	1.3	5.4	5.5	5.2	5.3
InterGlobe Aviation	INDIGO IN	India	(9.8)	40.3	29.3	20.9	12.6	8.0	10.4	8.6	0.2	0.4
Asia Aviation *	AAV TB	Thailand	(93.2)	287.5	71.5	18.5	1.2	1.1	3.6	3.2	0.0	0.0
Bangkok Airways *	BA TB	Thailand	(20.2)	(10.3)	9.8	10.9	1.7	1.6	9.5	9.7	4.1	4.1
Thai Airways Int'l *	THAI TB	Thailand	(78.2)	(7.1)	7.1	7.6	3.2	2.5	3.6	3.8	4.2	3.9
Average			(31.8)	37.5	19.6	12.5	2.9	2.2	5.8	5.5	3.5	3.5

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using Normalized EPS
Based on 9 December 2025 closing prices

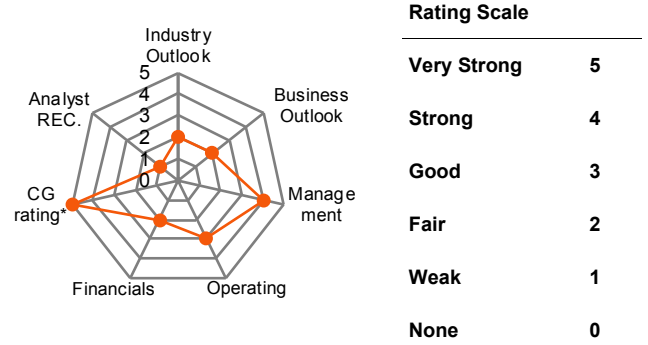
กรุณารออ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

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

O — Opportunity

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

W — Weakness

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

T — Threat

- ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน
- อุตสาหกรรมการบินมีการแข่งขันรุนแรง ขณะที่ความต้องการท่องเที่ยวยังขึ้นอยู่กับสถานการณ์เศรษฐกิจโลก
- การขนส่งโดยวิธีอื่น เช่น รถไฟความเร็วสูง

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	1.21	0.95	-22%
Net profit 25F (Bt m)	982	1,656	69%
Net profit 26F (Bt m)	790	780	-1%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 4	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- กำไรของเราในปี 2026F คาดว่าใกล้เคียงกับค่าเฉลี่ยประมาณการของ Bloomberg ซึ่งเป็นผลมาจากการที่เราใช้สมมติฐานอัตราบรรทุกผู้โดยสาร (cabin factors) และค่าโดยสารที่ใกล้เคียงกัน และไม่คาดว่าจะมีกำไร/ขาดทุน จากอัตราแลกเปลี่ยน
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์ในตลาด (Street) ประมาณ 22% เนื่องจากเราได้ปรับลดประมาณการกำไรในระยะยาวลง

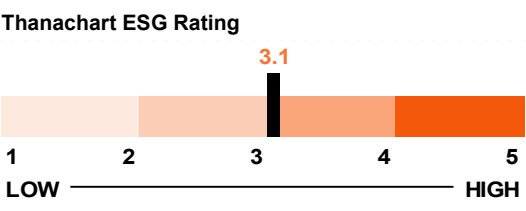
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวที่สูงกว่าคาดเป็น upside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา
- ค่าใช้จ่ายน้ำมันเป็นหนึ่งในต้นทุนหลักของไทยแอร์เอเชีย ราคาน้ำมันเครื่องบินที่ต่ำกว่าที่คาดจะเป็น upside risk ต่อกำไรของเรา
- ค่าโดยสารที่สูงกว่าที่คาดไว้ เนื่องจากการแข่งขันที่ลดลงจะเป็น upside risk ต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

AAV ถือหุ้น 100% ในบริษัท ไทยแอร์เอเชีย (TAA) ซึ่งเป็นสายการบินต้นทุนต่ำชั้นนำของไทย ที่เน้นให้บริการความถี่สูงในเส้นทางบินระยะสั้นทั้งระหว่างประเทศและในประเทศ บริษัทได้รับการจัดอันดับ “AA” ในการจัดอันดับ ESG ของตลาดหลักทรัพย์แห่งประเทศไทย (SET) ประจำปี 2024 ส่วนคะแนน ESG ของเราสำหรับ AAV อยู่ในระดับดีที่ 3.08



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
AAV	-	-	-	-	60.96	42.15	-	-	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on “terms of use” in the following back page.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) แก่ AAV ในระดับดีที่ 3.05 โดยไทยแอร์เอเชียได้พัฒนากลยุทธ์เพื่อลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกและตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุ “คาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์” (net zero) ภายในปี 2050 นอกจากนี้ จะปฏิบัติตามข้อกำหนดทั้งหมดของโครงการ CORSIA ขององค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) แล้ว ยังมีการปรับปรุงฝูงบินด้วยเครื่องบิน Airbus A321neo รุ่นใหม่ที่ประหยัดน้ำมันมากขึ้น และเฝ้าติดตามการใช้เชื้อเพลิงการบินอย่างยั่งยืน (SAF) ในประเทศไทยอย่างใกล้ชิดแม้ว่าอุตสาหกรรมสายการบินจะฟื้นตัว แต่ไทยแอร์เอเชียยังสามารถรักษาอัตราการปล่อยก๊าซคาร์บอนไว้ที่ 72gCO2/RPK ในปี 2024 (เทียบกับเป้าหมายลดลง 3gCO2/RPK ต่อปี)บริษัทฯ ยังคงทำได้ตามเป้าหมายที่สถานีดอนเมืองในการรีไซเคิลขยะประเภทไม่อันตราย 100% ในปี 2024 ส่งผลให้ไม่มีขยะถูกส่งไปฝังกลบนอกจากนี้ยังสามารถลดปริมาณการเติมน้ำมันสำหรับเที่ยวบินภายในประเทศให้ไม่เกิน 100 ลิตรต่อเที่ยวบิน ซึ่งส่งผลให้การใช้น้ำมันเชื้อเพลิงลดลง 1.9 กิโลกรัมต่อเที่ยวบินด้วย
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">คะแนนด้านสังคม (S) ของ AAV อยู่ในระดับดีที่ 3.25 ไทยแอร์เอเชียมีนโยบายด้านสุขภาพและความปลอดภัยที่เป็นไปตามกฎหมายระดับชาติและมาตรฐานสากล ระบบการจัดการความปลอดภัย (Safety Management System) ของบริษัทปฏิบัติตามข้อกำหนดขององค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (ICAO) และสอดคล้องกับนโยบายความปลอดภัยของรัฐ (State Safety Policy: SSP) รวมถึงได้รับการรับรองมาตรฐานระบบบริหารคุณภาพ ISO 9001:2005ในปี 2024 ไม่มีเหตุการณ์เสียชีวิตหรือเจ็บป่วยที่เกี่ยวข้องกับการทำงานของพนักงานหรือผู้รับเหมาไทยแอร์เอเชีย อัตราการลาออกของพนักงานอยู่ที่ 6.1% (สูงกว่าเป้าหมายที่ตั้งไว้ที่ 5%)ในปี 2023 ไทยแอร์เอเชียมีอัตราการบาดเจ็บเวลาที่ 79% (ต่ำกว่าเป้าหมายที่ 90%) เนื่องจากการเติบโตของจำนวนเที่ยวบินอย่างมากซึ่งส่งผลกระทบต่อการจัดจราจรทางอากาศ แต่สามารถทำได้ตามเป้าหมายด้านการบริการลูกค้าด้วยคะแนนความพึงพอใจ (Net Promoter Score) ที่ 52% (สูงกว่าเป้าหมายที่ 50%)
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) แก่ AAV ในระดับดีที่ 3.00ประธานกรรมการเป็นกรรมการอิสระ แต่ในบอร์ดบริหารซึ่งมีสมาชิกทั้งหมด 11 คน มีกรรมการอิสระเพียง 4 คน ซึ่งยังต่ำกว่าอัตราส่วนที่เหมาะสมคือ 2 ใน 3 นอกจากนี้ ยังไม่มีกรรมการหญิงในบอร์ดในด้านบวก คณะกรรมการตรวจสอบ รวมถึงคณะกรรมการสรรหาและค่าตอบแทน สมาชิกทั้งหมดเป็นกรรมการอิสระความยั่งยืนทางธุรกิจของ AAV ดูดีในฐานะสายการบินต้นทุนต่ำที่มีส่วนแบ่งตลาดภายในประเทศสูงสุดในประเทศไทย อย่างไรก็ตาม การแข่งขันที่ทวีความรุนแรงขึ้นและงบดุลที่ยังอ่อนแอยังคงเป็นความกังวลของเราอยู่

Sources: Company data, Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	41,241	49,436	45,572	47,407	48,639
Cost of sales	36,812	40,879	40,262	41,240	42,545
Gross profit	4,430	8,557	5,310	6,167	6,095
% gross margin	10.7%	17.3%	11.7%	13.0%	12.5%
Selling & administration expenses	2,967	3,187	3,737	3,840	3,891
Operating profit	1,463	5,370	1,573	2,327	2,204
% operating margin	3.5%	10.9%	3.5%	4.9%	4.5%
Depreciation & amortization	4,992	4,099	4,130	4,005	3,828
EBITDA	6,456	9,469	5,703	6,332	6,032
% EBITDA margin	15.7%	19.2%	12.5%	13.4%	12.4%
Non-operating income	998	755	1,360	1,300	1,150
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,291)	(2,596)	(2,758)	(2,710)	(2,519)
Pre-tax profit	170	3,528	175	917	835
Income tax	(74)	566	(26)	138	125
After-tax profit	244	2,962	201	780	710
% net margin	0.6%	6.0%	0.4%	1.6%	1.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	222	516	1,455	0	0
NET PROFIT	466	3,478	1,656	780	710
Normalized profit	244	2,962	201	780	710
EPS (Bt)	0.0	0.3	0.1	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1

We forecast AAV's
normalized earnings to
recover next year...

...due to a tourist arrival
rebound in Thailand and
lower jet fuel prices

BALANCE SHEET

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	10,005	15,502	19,675	15,734	14,782
Cash & cash equivalent	1,285	2,105	7,000	3,000	2,000
Account receivables	1,107	1,354	1,124	1,169	1,199
Inventories	508	591	552	565	583
Others	7,105	11,452	11,000	11,000	11,000
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,083	4,337	5,832	5,959	6,051
Other assets	53,706	55,535	52,898	50,466	48,246
Total assets	67,794	75,373	78,405	72,159	69,079
LIABILITIES:					
Current liabilities:	25,023	29,066	28,270	26,295	25,471
Account payables	1,893	1,051	1,103	1,130	1,166
Bank overdraft & ST loans	1,250	1,250	1,286	870	752
Current LT debt	2,485	2,963	3,472	2,349	2,030
Others current liabilities	19,394	23,802	22,409	21,946	21,523
Total LT debt	4,926	5,225	8,101	5,482	4,737
Others LT liabilities	29,433	29,703	29,998	27,566	25,346
Total liabilities	59,382	63,994	66,370	59,343	55,554
Minority interest	0	0	0	0	0
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	1,285	1,285	1,285	1,285	1,285
Share premium	15,800	15,800	15,800	15,800	15,800
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	0	0	0	0	0
Retained earnings	(8,672)	(5,705)	(5,049)	(4,270)	(3,560)
Shareholders' equity	8,412	11,379	12,036	12,815	13,525
Liabilities & equity	67,794	75,373	78,405	72,159	69,079

We expect negative
retained earnings for at
least the next five years

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Dec (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	170	3,528	175	917	835
Tax paid	74	(566)	26	(138)	(125)
Depreciation & amortization	4,992	4,099	4,130	4,005	3,828
Chg In working capital	70	(1,172)	322	(32)	(13)
Chg In other CA & CL / minorities	447	2,186	(940)	(463)	(423)
Cash flow from operations	5,753	8,075	3,712	4,289	4,102
Capex	(1,541)	(672)	(2,000)	(700)	(700)
Right of use	(2,231)	(5,797)	(1,000)	(1,000)	(1,000)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(3,522)	(1,735)	62	(2,432)	(2,220)
Cash flow from investments	(7,293)	(8,204)	(2,938)	(4,132)	(3,920)
Debt financing	2,035	1,460	5,121	(4,157)	(1,182)
Capital increase	1,200	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	0
Warrants & other surplus	(1,208)	(511)	(1,000)	0	0
Cash flow from financing	2,027	949	4,121	(4,157)	(1,182)
Free cash flow	4,213	7,403	1,712	3,589	3,402

VALUATION

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	59.0	4.9	71.5	18.5	20.3
Normalized PE - at target price (x)	50.0	4.1	60.7	15.7	17.2
PE (x)	30.9	4.1	8.7	18.5	20.3
PE - at target price (x)	26.2	3.5	7.4	15.7	17.2
EV/EBITDA (x)	3.4	2.3	3.6	3.2	3.3
EV/EBITDA - at target price (x)	3.0	2.1	3.2	2.8	2.9
P/BV (x)	1.7	1.3	1.2	1.1	1.1
P/BV - at target price (x)	1.5	1.1	1.0	1.0	0.9
P/CFO (x)	2.5	1.8	3.9	3.4	3.5
Price/sales (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
Dividend yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FCF Yield (%)	29.3	51.4	11.9	24.9	23.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1
EPS	0.0	0.3	0.1	0.1	0.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	0.7	0.9	0.9	1.0	1.1
CFO/share	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3
FCF/share	0.3	0.6	0.1	0.3	0.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation looks
expensive to us at PE of
19x in 2026F vs. its peers'
average of 12x*

FINANCIAL RATIOS

FY ending Dec	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	135.0	19.9	(7.8)	4.0	2.6
Net profit (%)	na	646.6	(52.4)	(52.9)	(9.0)
EPS (%)	na	646.6	(52.4)	(52.9)	(9.0)
Normalized profit (%)	na	1,113.4	(93.2)	287.5	(9.0)
Normalized EPS (%)	na	1,113.4	(93.2)	287.5	(9.0)
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operating performance					
Gross margin (%)	10.7	17.3	11.7	13.0	12.5
Operating margin (%)	3.5	10.9	3.5	4.9	4.5
EBITDA margin (%)	15.7	19.2	12.5	13.4	12.4
Net margin (%)	0.6	6.0	0.4	1.6	1.5
D/E (incl. minor) (x)	1.0	0.8	1.1	0.7	0.6
Net D/E (incl. minor) (x)	0.9	0.6	0.5	0.4	0.4
Interest coverage - EBIT (x)	0.6	2.1	0.6	0.9	0.9
Interest coverage - EBITDA (x)	2.8	3.6	2.1	2.3	2.4
ROA - using norm profit (%)	0.4	4.1	0.3	1.0	1.0
ROE - using norm profit (%)	3.0	29.9	1.7	6.3	5.4
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.0	29.9	1.7	6.3	5.4
- asset turnover (x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	6.0	12.4	6.4	7.7	6.9
- leverage (x)	8.1	7.2	6.6	6.1	5.4
- interest burden (%)	6.9	57.6	6.0	25.3	24.9
- tax burden (%)	143.2	84.0	115.0	85.0	85.0
WACC (%)	10.4	10.4	10.4	10.4	10.4
ROIC (%)	14.5	28.6	7.1	11.1	10.1
NOPAT (Bt m)	2,095	4,508	1,337	1,978	1,873
invested capital (Bt m)	15,789	18,713	17,894	18,517	19,045

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, none 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.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 บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิสเซ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่ 1/2568” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ 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 , วิโตรเคมี 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 nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มณฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ 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