

**SELL** (Unchanged)

Company update

TP: Bt 0.95

Downside : 10.5%

(Unchanged)

19 MARCH 2026

# Asia Aviation Pcl (AAV TB)

## เผชิญกับความท้าทายมากขึ้น

นอกจากนักท่องเที่ยวที่คาดว่าจะฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไป และการแข่งขันในอุตสาหกรรมที่รุนแรงขึ้นแล้ว ราคาน้ำมันอากาศยานที่เพิ่มขึ้นจากผลของสงครามในตะวันออกกลางยังเป็นปัจจัยที่ทำให้เราปรับลดกำไรของ AAV ในปี 2026-28F ลงด้วย ทั้งนี้ เราคงราคาเป้าหมายที่ 0.95 บาท และคำแนะนำ "ขาย" เช่นเดิม



**SAKSID PHADTHANANARAK**

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

### คงคำแนะนำ "ขาย"

เราปรับลดกำไรของ AAV ลง 42/7/3% ในปี 2026-28F สะท้อนสมมติฐานราคาน้ำมันอากาศยานที่สูงขึ้นตามการปรับราคาน้ำมันดิบของโบริกเรอ และคงราคาเป้าหมาย (ปีฐาน 2026F) เดิมที่ 0.95 บาท/หุ้น และคงแนะนำ "ขาย" เนื่องจาก 1) เรายังคงมองลบต่ออุตสาหกรรมการบิน และตำแหน่งของ AAV ในฐานะสายการบินต้นทุนต่ำที่มีอัตรากำไรต่ำ ทำให้มีความอ่อนไหวต่อความไม่แน่นอนของอุตสาหกรรมอย่างมาก 2) แม้จะมีผลของฐานที่ต่ำ และการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของการท่องเที่ยวในไทย แต่เราคาดว่าราคาน้ำมันอากาศยานที่สูงขึ้น และการแข่งขันที่รุนแรงขึ้นจะจำกัดการฟื้นตัวของกำไรของ AAV ให้เหลือเพียง 11% y-y ก่อนที่จะฟื้นตัวขึ้น 47% y-y ในปี 2027F จากต้นทุนน้ำมันที่ลดลง 3) เรามองว่า AAV มีมูลค่าที่ไม่น่าสนใจที่ PE ที่ 30/21 เท่า ในปี 2026-27F เทียบกับค่าเฉลี่ยของกลุ่มที่ 17/12 เท่า 4) มีความสามารถในการทำกำไรต่ำ โดยมี ROE อยู่ที่ 3-5% และยังคงมีขาดทุนสะสมที่ 3-4 พันลบ. ในปี 2026-28F

### ผลกระทบจากความขัดแย้งในตะวันออกกลาง

นอกจากมุมมองเชิงลบของเราต่ออุตสาหกรรมการบินจากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวในไทยที่ไม่มากนัก และการเพิ่มขึ้นของจำนวนเครื่องบินที่ทำให้การแข่งขันรุนแรงขึ้นแล้ว สงครามในตะวันออกกลางยังทำให้แนวโน้มแย่ลงไปอีก เนื่องจากราคาน้ำมันอากาศยานที่สูงขึ้น ต้นทุนเชื้อเพลิงคิดเป็น 37% ของต้นทุนรวมของ AAV ในปี 2025 ขณะที่ผู้โดยสารจากยุโรปและตะวันออกกลางมีสัดส่วน 10% ของจำนวนผู้ใช้บริการทั้งหมด เราคาดว่าความขัดแย้งจะดำเนินต่อไปอีกสองเดือน ทำให้ราคาน้ำมันอากาศยานเฉลี่ยสูงขึ้น 16% y-y เป็น US\$100/bbl ในปี 2026F (US\$109 โดยเฉลี่ยในปัจจุบัน) ก่อนที่จะลดลง 10% y-y เหลือ US\$90/bbl ในปี 2027-28F

### แนวโน้มกำไร

อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าการแข่งขันจะรุนแรงขึ้นตามการฟื้นตัวอย่างค่อยเป็นค่อยไปของจำนวนนักท่องเที่ยวมาไทย ขณะเดียวกันการเพิ่มขึ้นของฝูงบินของสายการบินไทย 12-16% y-y จะจำกัดความสามารถของ AAV ในการผลัดภาระต้นทุนที่สูงขึ้นไปยังผู้โดยสาร ทำให้รายได้ต่อ RASK เติบโตเพียง 2% y-y ในปีนี้ ด้วย cabin factor ที่ 83% (เพิ่มขึ้นจาก 81.5% ในปี 2025 แต่ยังคงต่ำกว่าเป้าหมายของ AAV ที่ 85%) เราคาดว่ากำไรของ AAV จะเติบโต 11% y-y ในปี 2026F ในปี 2027F เราคาดว่าจะเห็นการฟื้นตัวแข็งแกร่ง โดยคาดว่าจะเติบโต 47% y-y หนุนโดยราคาน้ำมันอากาศยานที่ลดลง (US\$90/bbl) และ cabin factor ที่ทรงตัวที่ 83% แม้ RASK จะลดลง 4% y-y ส่วนในปี 2028F เราคาดว่ากำไรจะเติบโตอีก 8% y-y หนุนโดยการขยายกำลังการให้บริการของ AAV อย่างต่อเนื่อง

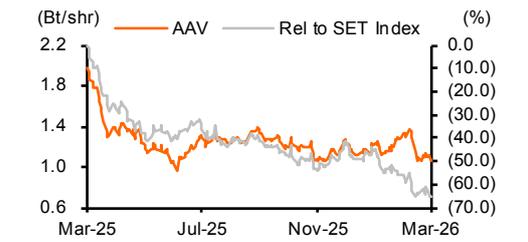
### อาจยังคงมีการทำข้อเสนอซื้อหุ้นต่อเนื่อง

การทำข้อเสนอซื้อหุ้นของ AAV โดย AirAsia X Berhad (AAX) ร่วมกับพันธมิตรท้องถิ่นในไทย ภายใต้แผนการขายธุรกิจสายการบินของ Capital A Berhad ยังคงอยู่ระหว่างดำเนินการ ตามแผนดังกล่าว AAX ตั้งใจจะถือหุ้น 41% ใน AAV ขณะที่การทำข้อเสนอซื้อแบบบังคับตามกฎหมาย (mandatory tender offer) จะได้รับเงินทุนจากพันธมิตรไทย เราคาดว่าจะไม่มีผลกระทบต่อปัจจัยพื้นฐานของ AAV

### COMPANY VALUATION

Y/E Dec (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	45,691	49,431	50,010	51,760
Net profit	2,336	449	659	712
Consensus NP	—	1,308	1,743	895
Diff frm cons (%)	—	(65.7)	(62.2)	(20.4)
Norm profit	405	449	659	712
Prev. Norm profit	—	780	710	734
Chg frm prev (%)	—	(42.4)	(7.1)	(2.9)
Norm EPS (Bt)	0.03	0.03	0.05	0.06
Norm EPS grw (%)	(86.3)	10.8	46.8	8.0
Norm PE (x)	33.6	30.3	20.7	19.1
EV/EBITDA (x)	8.3	4.9	6.2	6.1
P/BV (x)	1.0	1.0	1.0	0.9
Div yield (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	3.2	3.4	4.9	5.1
Net D/E (%)	58.2	1.0	47.1	46.7

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 19-Mar-26 (Bt)	1.06
Market Cap (US\$ m)	415.5
Listed Shares (m shares)	12,850.0
Free Float (%)	36.2
Avg Daily Turnover (US\$ m)	3.6
12M Price H/L (Bt)	1.98/0.96
Sector	Transportation
Major Shareholder	AirAsia Group 41%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

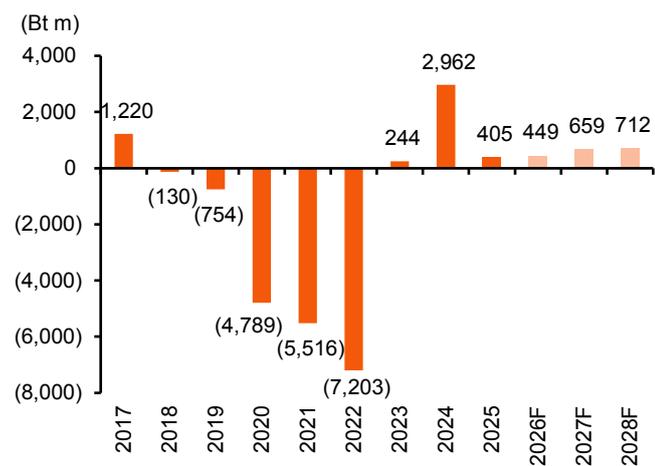


**Ex 1: Key Assumption Changes**

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
<b>Jet fuel price (US\$/bbl)</b>						
- New	104	95	87	100	90	90
- Old				83	83	83
- Change (%)				20.5	8.4	8.4
<b>Cost per available seat kilometer (Bt/ASK)</b>						
- New	1.81	1.85	1.76	1.80	1.72	1.72
- Old				1.74	1.70	1.69
- Change (%)				3.4	1.2	1.8
<b>Revenue per available seat kilometer (Bt/ASK)</b>						
- New	1.80	2.00	1.77	1.81	1.74	1.75
- Old				1.73	1.68	1.68
- Change (%)				4.6	3.6	4.2
<b>Gross margin (%)</b>						
- New	10.7	17.3	12.5	11.9	12.5	12.4
- Old				13.0	12.5	12.4
- Change (ppt)				(1.1)	—	—
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	244	2,962	405	449	659	712
- Old				780	710	734
- Change (%)				(42.4)	(7.1)	(2.9)

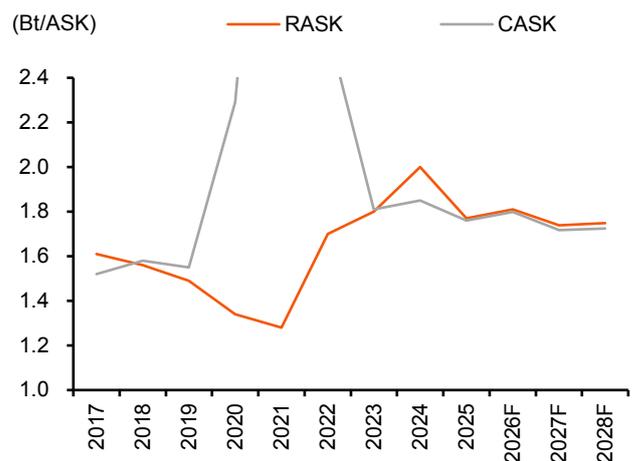
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: AAV's Normalized Earnings**



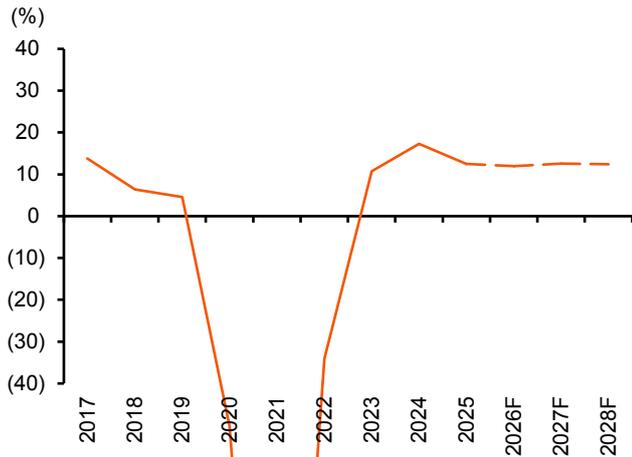
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: AAV's RASK Vs. CASK**



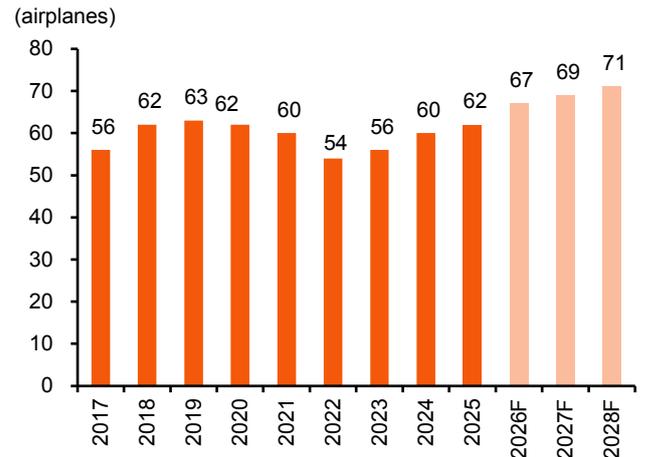
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 4: AAV's Gross Margin**



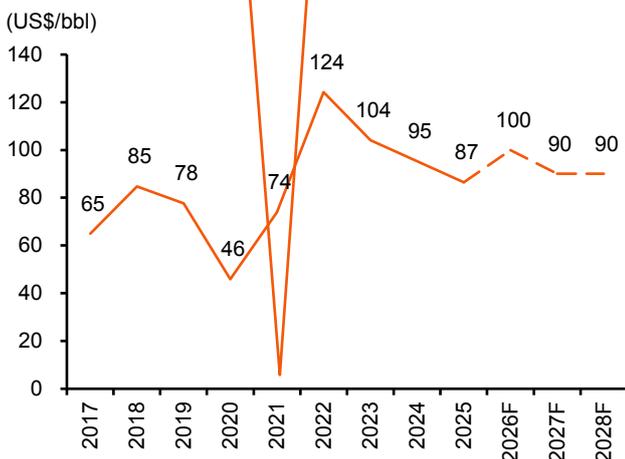
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: AAV's Fleet**



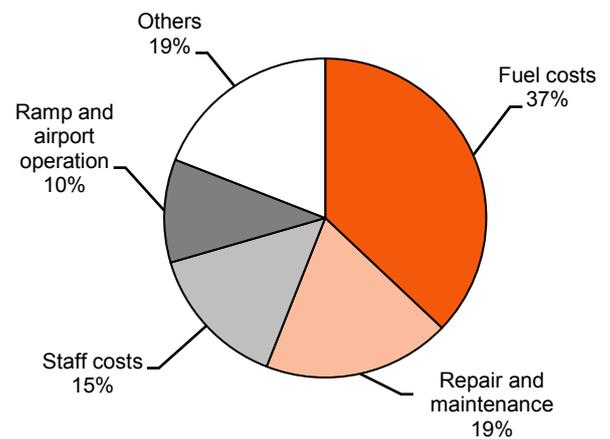
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: Jet Fuel Price**



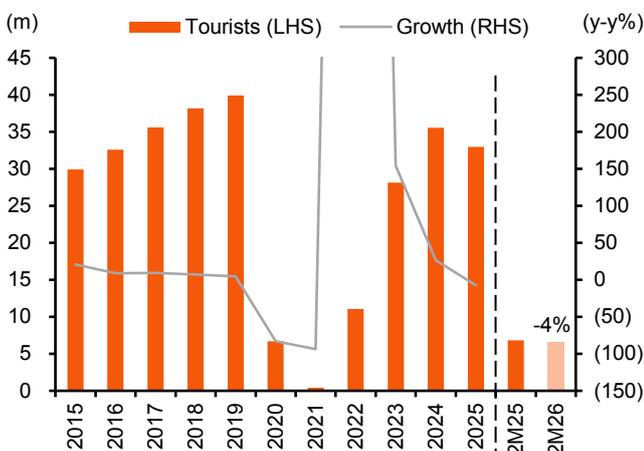
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: AAV's Cost Breakdown**



Source: Company data

**Ex 8: Thailand's Tourist Arrival Growth**



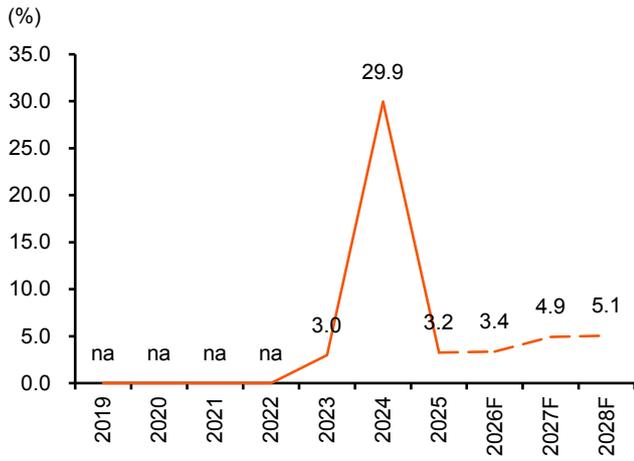
Source: Tourism Authority of Thailand

**Ex 9: Thai Airlines' Fleets**

Airlines	2019	2025	2026F	Change (%)
Thai AirAsia	63	62	67	8
Thai AirAsia X	13	11	10	(9)
Thai Airways	103	88	100	14
Bangkok Airways	40	22	22-26	0-18
Thai Lion Air	35	34	37-40	9-18
Thai VietJet Air	11	22	31	41
Nok Air	24	10	12-14	20-40
<b>Total</b>	<b>289</b>	<b>249</b>	<b>279-288</b>	<b>12-16</b>

Source: Company data

**Ex 10: AAV's ROE**



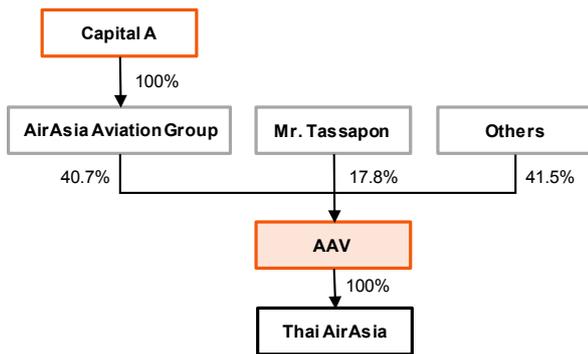
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 11: AAV's Debt Repayment Schedule**

(Bt m)	2026	2027	2028
Debtentures	2,700	3,500	2,650
Long-term borrowings	641	363	324
<b>Total</b>	<b>5,091</b>	<b>3,863</b>	<b>2,974</b>

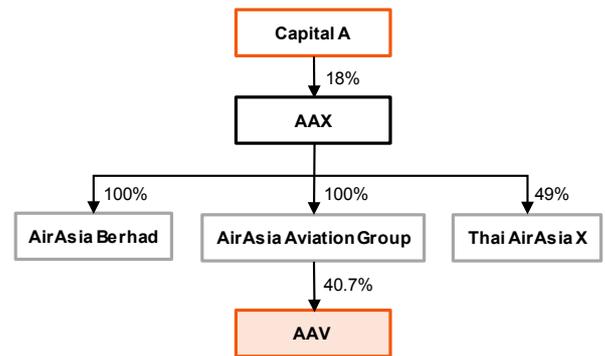
Source: Company data

**Ex 12: AAV's Existing Shareholder Structure**



Source: Company data

**Ex 13: Capital A's Potential Post-Aviation Divestment**



Source: Capital A Berhad

## Ex 14: 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	2,809	3,214	3,316	3,398	3,440	3,459	3,451	3,392	3,341	3,299	—
Free cash flow	1,717	1,627	1,718	1,802	1,845	1,866	1,860	1,805	1,758	1,718	22,147
PV of free cash flow	1,712	1,352	1,301	1,244	1,161	1,069	971	859	763	679	7,979
Risk-free rate (%)	2.5										
Market risk premium (%)	8.0										
Beta	1.0										
WACC (%)	9.7										
Terminal growth (%)	2.0										
Enterprise value - add investments	19,694										
Net debt (2025)	7,893										
Minority interest	(8)										
Equity value	11,809										
# of shares (m)*	12,850										
<b>Target price/share (Bt)</b>	<b>0.95</b>										

Source: Thanachart estimates

## Valuation Comparison

## Ex 15: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Market	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Air Arabia PJSC	AIRARABI UH	UAE	4.0	7.1	11.8	11.0	2.3	2.2	8.1	7.2	6.5	7.0
EasyJet PLC	EZJ LN	UK	(3.0)	14.2	5.5	4.8	0.7	0.7	1.4	1.2	3.8	4.6
Singapore Airlines	SIA SP	Singapore	(58.4)	21.4	18.6	15.3	1.3	1.3	5.7	5.5	3.9	4.3
Eva Airways Corp	2618 TT	Taiwan	(15.6)	11.0	8.5	7.7	1.3	1.2	3.1	3.0	5.2	5.8
Cathay Pacific Airways	293 HK	Hong Kong	(12.8)	18.7	8.6	7.3	1.3	1.2	4.9	4.7	5.5	6.2
InterGlobe Aviation	INDIGO IN	India	(57.8)	140.3	52.6	21.9	14.4	8.8	10.3	7.9	0.2	0.4
Asia Aviation *	AAV TB	Thailand	10.8	46.8	30.3	20.7	1.0	1.0	4.9	6.2	0.0	0.0
Bangkok Airways *	BA TB	Thailand	(27.7)	(7.8)	10.0	10.9	1.4	1.4	9.2	9.2	4.5	4.6
Thai Airways Int'l *	THAI TB	Thailand	6.1	(14.7)	5.5	6.4	1.8	1.5	2.6	3.0	5.5	4.7
<b>Average</b>			<b>(17.2)</b>	<b>26.3</b>	<b>16.8</b>	<b>11.8</b>	<b>2.8</b>	<b>2.1</b>	<b>5.6</b>	<b>5.3</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>

Source: Bloomberg

Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS

Based on 19 March 2026 closing prices

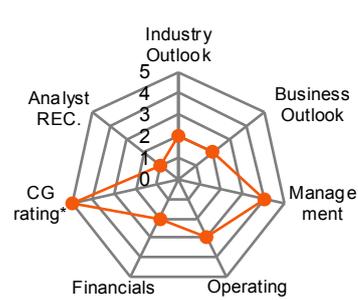
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท เอเชีย เอวิเอชั่น จำกัด (มหาชน) เป็นผู้ถือหุ้น 100% ใน Thai AirAsia ผู้นำในการให้บริการสายการบินราคาประหยัดในประเทศไทย ปัจจุบันบริษัท บริหารเครื่องบิน 62 ลำ โดยมีศูนย์ปฏิบัติการการบิน 4 แห่งในประเทศไทย ซึ่งได้แก่ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ท่าอากาศยานดอนเมือง ภูเก็ต และเชียงใหม่ พื้นที่ให้บริการ คือ ภูมิภาคเอเชียตะวันออกเฉียงใต้ และมีระยะเวลาของเที่ยวบินจากศูนย์ปฏิบัติการการบินไม่เกิน 4 ชั่วโมง

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \*CG rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

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

## O — Opportunity

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

## W — Weakness

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

## T — Threat

- ความเสี่ยงจากความผันผวนของราคาน้ำมัน
- อุตสาหกรรมการบินมีการแข่งขันรุนแรง ขณะที่ความต้องการท่องเที่ยวยังขึ้นอยู่กับสถานการณ์เศรษฐกิจโลก
- การขนส่งโดยวิธีอื่น เช่น รถไฟความเร็วสูง

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	1.35	0.95	-30%
Net profit 26F (Bt m)	1,308	449	-66%
Net profit 27F (Bt m)	1,743	659	-62%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 8	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรของเราในปี 2026–27F ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยที่ตลาดคาดการณ์ไว้ 62–66% โดยเรามองว่ามาจากสมมติฐานของเราที่ใช้ราคาน้ำมันอากาศยานที่สูงกว่า และ RASK ที่ต่ำกว่า
- ราคาเป้าหมายของเรา ต่ำกว่าค่าเฉลี่ยของนักวิเคราะห์ในตลาดอยู่ 30% ซึ่งมีแนวโน้มเกิดจากการที่เราคาดการณ์กำไรระยะยาวต่ำกว่า

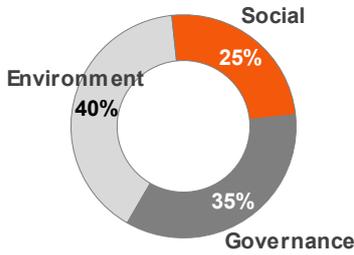
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

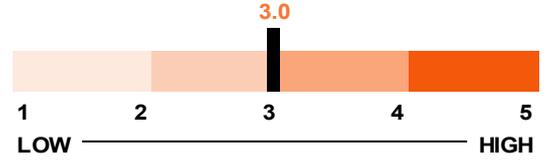
- การฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวที่แข็งแกร่งกว่าคาด เป็นปัจจัยบวกสำคัญต่อประมาณการกำไรของเรา
- ค่าโดยสารเครื่องบินที่สูงกว่าคาด จากการแข่งขันที่ไม่รุนแรงอย่างที่ประเมินไว้ จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยบวกต่อประมาณการกำไรของเรา
- ต้นทุนน้ำมันเชื้อเพลิง เป็นหนึ่งในต้นทุนหลักของ Thai AirAsia ดังนั้นราคาน้ำมันอากาศยานที่ต่ำกว่าคาด จะเป็นปัจจัยบวกเพิ่มเติมต่อประมาณการกำไรของเรา
- มาตรการกระตุ้นของภาครัฐ เพื่อส่งเสริมการท่องเที่ยวและช่วยเหลือผู้ประกอบการ ก็จะเป็นอีกหนึ่งปัจจัยบวกต่อประมาณการกำไรของเรา

Source: Thanachart

ESG Weighting



Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
AAV	YES	-	-	3.01	0	60.99	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI) MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)  
 Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

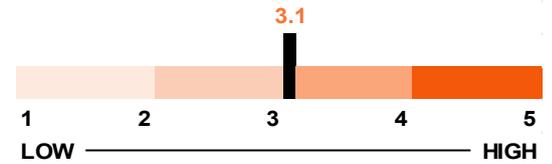


ESG Summary

- AAV เป็นบริษัทโฮลดิ้งที่ถือหุ้น 100% ใน Thai AirAsia ซึ่งเป็นหนึ่งในสายการบินต้นทุนต่ำชั้นนำของประเทศไทย เราให้คะแนน ESG โดยรวมของ AAV อยู่ในระดับ 3.0 โดยด้านสังคม ได้คะแนนสูงสุด รองลงมาคือ สิ่งแวดล้อม และธรรมาภิบาล ดังนั้น ในมุมมองของเรา AAV ยังไม่ใช่หุ้นที่โดดเด่นด้าน ESG
- คะแนนด้านสังคม (S) ของ AAV อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.2 เนื่องจากระบบบริหารจัดการด้านความปลอดภัย (Safety Management System: SMS) เป็นไปตามข้อกำหนดของ International Civil Aviation Organization (ICAO) และสอดคล้องกับนโยบายความปลอดภัยภาครัฐ (State Safety Policy: SSP) ของ Civil Aviation Authority of Thailand (CAAT) บริษัทดำเนินงานตามมาตรฐานการบริหารคุณภาพระดับสากล โดยเฉพาะ ISO 9001:2015 เพื่อให้มั่นใจในคุณภาพการให้บริการที่สม่ำเสมอ นอกจากนี้ บริษัทยังให้ความสำคัญกับการบริหารทรัพยากรบุคคล และมีส่วนร่วมในการพัฒนาชุมชน
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ AAV อยู่ในระดับค่อนข้างดีที่ 3.1 แม้ว่าธุรกิจสายการบินจะมีการปล่อยคาร์บอนสูงโดยธรรมชาติ แต่ด้วยนโยบายที่เข้มงวด ประสิทธิภาพการดำเนินงานที่สูง และการนำเทคโนโลยีและองค์ความรู้ใหม่ๆ มาใช้ ช่วยลดความเข้มข้นของการปล่อยก๊าซเรือนกระจกได้ บริษัทยังอยู่ระหว่างการศึกษาการนำเชื้อเพลิงการบินยั่งยืน (Sustainable Aviation Fuel: SAF) มาใช้ รวมถึงเครดิตการปล่อยคาร์บอนที่เข้าเกณฑ์ของ CORSIA
- เราให้คะแนนด้านธรรมาภิบาล (G) อยู่ในระดับปานกลางที่ 2.9 แม้โมเดลธุรกิจและนวัตกรรมของบริษัทจะแข็งแกร่ง โดยการเพิ่มประสิทธิภาพสูงสุดและการรักษาระดับค่าโดยสารให้เข้าถึงได้ ช่วยให้บริษัทครองส่วนแบ่งตลาดภายในประเทศมากกว่า 41% อย่างไรก็ตาม บริษัทยังเผชิญกับความท้าทายด้านการกระจุกตัว, กฎระเบียบ และธุรกรรมกับบุคคลที่เกี่ยวข้องกัน รวมถึงมีโครงสร้างคณะกรรมการที่ยังไม่แข็งแกร่ง

We assign AAV a decent E score of 3.1, reflecting its strict compliance with various international standards. It also has strict environmental policies and practices for GHG emission management, water, and waste management.

Thanachart Environment (E) Rating



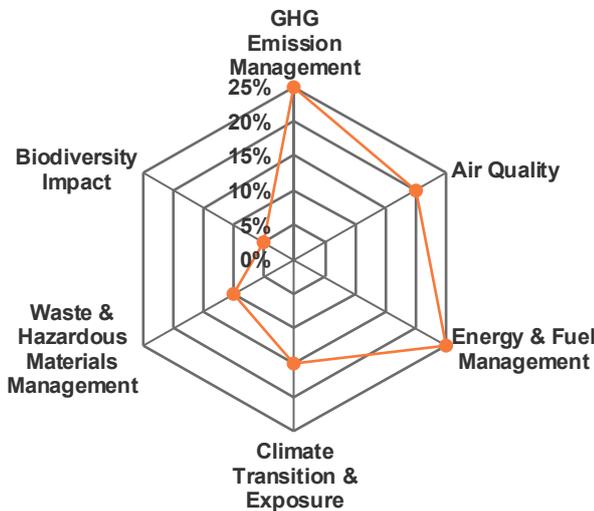
ENVIRONMENT

Our Comments

- GHG Emission Management
- Air Quality
- Energy & Fuel Management
- Climate Transition & Exposure
- Waste & Hazardous Materials Management
- Biodiversity Impact

- We rate the Environmental (E) score for AAV at a decent level of 3.1. Even though the airline business is a significant contributor to global environmental pollution, we believe Thai AirAsia intends to mitigate its environmental impact through its initiatives and measures.
- Thai AirAsia aims to achieve net zero by 2050, aligned with the ICAO’s Long Term Aspirational Goal (LTAG) neutral scenario via new aircraft, investing in operational efficiency measures, utilizing sustainable aviation fuel, and offsetting remaining emissions with CORSIA eligible carbon credits.
- It plans to receive new A321neo aircraft to replace its existing fleet. The newer model aircraft consumes 15-20% less fuel than its predecessor while the seat configuration allows for an at least 20% reduction in the carbon intensity ratio. It has also continued to maintain the lowest carbon intensity measures such as OptiClimb, Idel Reverse Landing, and One Engine Taxi. The AirAsia Group, including Thai AirAsia, is also under the study for adoption of Sustainable Aviation Fuel (SAF) which can reduce carbon emissions by 80% compared to Jet A-1 fuel. However, due to SAF costing approximately three times that of traditional fuel options, it has yet to be significantly adopted by airlines. The group has also tracked progress in CORSIA eligible carbon emission credits as periodically announced by ICAO even though there was a shortage of the carbon credits in ASEAN and market prices were volatile.
- Despite the recovery of the airline industry, Thai AirAsia's carbon intensity ratio was maintained at 72gCo2/RPK in 2024 (vs. its target of reducing it to 3gCo2/RPK per year).
- For waste management, Thai AirAsia aims for zero waste to landfills and has created a network of partners for maximum waste management efficiency. It set a target recycle rate of 100% for its total non-hazardous waste in 2024 and achieved the target at Don Mueang Airport.
- For water and wastewater management, Thai AirAsia targeted reducing the refill of water for domestic flights from 100% to no more than 50%, or less than 100 litres per domestic flight compared to the usual 200 litres. Through monitoring, tracking, and analyzing flight duration and passenger water consumption, it achieved the target with average water consumption of 56 liters per domestic flight in 2024. It also successfully reused 40% of water separated from the filtration process for the cleaning of engines, ground equipment, and aircraft waste systems.

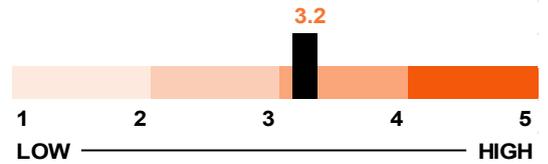
SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

We also assign STECON a decent S score of 3.2, reflecting its strong safety standards and operational reliability in line with international regulations and consistent focus on human capital management and social development initiatives.

Thanachart Social (S) Rating



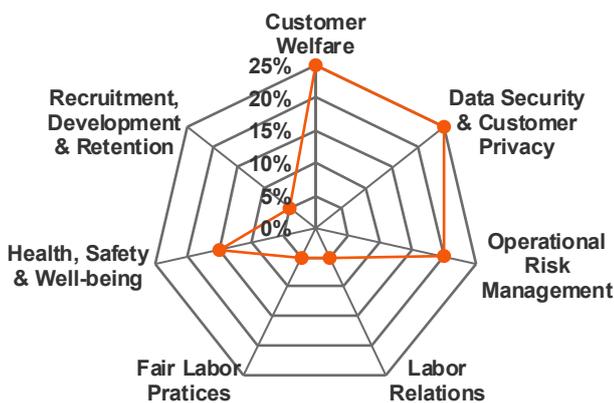
SOCIAL

Our Comments

- Customer Welfare
- Data Security & Customer Privacy
- Operational Risk Management
- Labor Relations
- Fair Labor Practices
- Health, Safety & Well-being
- Recruitment, Development & Retention

- We also assign AAV a decent Social (S) score of 3.2, reflecting Thai AirAsia’s strong safety standards and operational reliability in line with national and international regulations, as well as its sound employee management practices and consistent customer experience and accessibility.
- Thai AirAsia is dedicated to operating flights with the highest level of safety and maintains its target of zero accidents. Its Safety Management System (SMS) is compliance with requirements set by ICAO and aligns with the State Safety Policy (SSP) of the Civil Aviation Authority of Thailand (CAAT). It determines Safety Performance Indicators (SPIs) monitored through monthly safety action group meetings and quarterly safety review boards meeting with management team. In 2024, its Lost Time Injury Frequency Rate (LTIFR) was 0.99 incidents per 1 million work hours and Injury Severity Rate (ISR) was 4.66 lost days per 1m work hours.
- Its operation is also annually audited by CAAT based on Group Operational Quality Assurance (GOQA) requirements, which reference IATA Operational Safety Audit (IOSA) standards. Audits by Bureau Veritas to ensure compliance with ISO 9001:2015 standards for customer satisfaction and adherence to relevant laws and regulations are also carried out yearly. In 2024, its on-time performance rate was 79% vs. 83% in 2023 due to significant growth in flights and natural disasters such as floods and typhoons, which impacted air traffic management. It also achieved an overall customer satisfaction (net promoter) score of 52 in 2024, above its target of 50.
- It also places importance on human capital management. Its policies promote a diverse, inclusive and equal work environment. In 2024, female employees comprised 39% and 18% of management positions were held by women, while human rights related incidents or complaints stood at zero. The average number of hours for training per year was 11.5 per employee. However, its employee satisfaction (net promoter) score was 36, which didn’t reach its target of 50.
- It participates in community development by encouraging tourists to engage in local conservation and community-based initiatives through the Journey D, Sustainable Tourism Model, and From Farm To Flight projects.

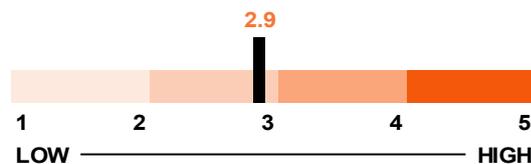
SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

We assign AAV a moderate G score of 2.9. Despite its strong operations and innovation capabilities, we see it facing concentration, regulatory, and related-party transaction risks, as well as a weak board structure.

Thanachart Governance (G) Rating



GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

- Business Model and Innovation
- Leadership and Governance
- Board Structure
- Audit committee
- Remuneration
- Ethics & Compliance
- Risk Committee

- We assign AAV a moderate Governance (G) score of 2.9. We view Thai AirAsia’s business operation and innovation as decent. But that is weighed down by our concerns about regulatory and concentration risks and its board structure.
- Thai AirAsia operates a low-cost carrier model focused on maximizing efficiency and maintaining affordable fares. Its key pillars include a point-to-point network, high aircraft utilization, and a single aircraft-type fleet. The airline leads Thailand’s domestic market with over a 41% market share.
- However, it faces a high concentration risk due to limited revenue diversification. As a pure low-cost carrier, its earnings are highly sensitive to fuel price volatility, intense fare competition, tourism demand cycles, and structurally thin profit margins.
- Even though AAV owns a 100% stake in Thai AirAsia, it is 41% owned by AirAsia Aviation Group, which is part of the AirAsia Group. This creates related-party transaction risk in, for example, aircraft leasing, service agreements, and branding/licensing fees.
- Airlines including Thai AirAsia are also heavily regulated by aviation authorities. Restrictions from some countries like India have limited route expansion and frequency growth.
- Thai AirAsia’s board chair is independent. However, out of the 12 members on the board of directors, only four are independent, which falls short of the ideal two-thirds ratio recommended for effective governance in protecting minority shareholder interests. Gender diversity is also limited, with only one female director.
- However, even though it has audit and corporate governance and sustainability committees with independent chairs, the chairs of the risk management and nomination and remuneration committees are not independent.

SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Sales	49,436	45,691	49,431	50,010	51,760
Cost of sales	40,879	39,974	43,530	43,736	45,329
<b>Gross profit</b>	<b>8,557</b>	<b>5,717</b>	<b>5,901</b>	<b>6,274</b>	<b>6,432</b>
% gross margin	17.3%	12.5%	11.9%	12.5%	12.4%
Selling & administration expenses	3,187	3,648	3,707	3,751	3,882
<b>Operating profit</b>	<b>5,370</b>	<b>2,069</b>	<b>2,193</b>	<b>2,523</b>	<b>2,550</b>
% operating margin	10.9%	4.5%	4.4%	5.0%	4.9%
Depreciation & amortization	4,099	4,882	4,808	5,176	5,508
<b>EBITDA</b>	<b>5,789</b>	<b>2,587</b>	<b>2,809</b>	<b>3,214</b>	<b>3,316</b>
% EBITDA margin	11.7%	5.7%	5.7%	6.4%	6.4%
Non-operating income	755	1,169	1,260	1,170	1,140
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,596)	(2,826)	(2,990)	(3,014)	(2,955)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>3,528</b>	<b>412</b>	<b>463</b>	<b>680</b>	<b>734</b>
Income tax	566	7	14	20	22
<b>After-tax profit</b>	<b>2,962</b>	<b>405</b>	<b>449</b>	<b>659</b>	<b>712</b>
% net margin	6.0%	0.9%	0.9%	1.3%	1.4%
Shares in affiliates' Earnings	0	0	0	0	0
Minority interests	0	0	0	0	0
Extraordinary items	516	1,931	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>3,478</b>	<b>2,336</b>	<b>449</b>	<b>659</b>	<b>712</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>2,962</b>	<b>405</b>	<b>449</b>	<b>659</b>	<b>712</b>
EPS (Bt)	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1
Normalized EPS (Bt)	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1

*We forecast a slower earnings recovery this year...*

*...due to a rise in jet fuel prices and competition limiting its ability to pass on rising costs*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	15,502	16,756	15,815	15,832	15,897
Cash & cash equivalent	2,105	4,202	3,000	3,000	3,000
Account receivables	1,354	1,365	1,219	1,233	1,276
Inventories	591	704	596	599	621
Others	11,452	10,485	11,000	11,000	11,000
Investments & loans	0	0	0	0	0
Net fixed assets	4,337	6,334	7,218	8,027	8,761
Other assets	55,535	53,247	54,110	53,125	51,883
<b>Total assets</b>	<b>75,373</b>	<b>76,338</b>	<b>77,143</b>	<b>76,985</b>	<b>76,542</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	29,066	28,329	25,945	27,142	27,052
Account payables	1,051	973	1,193	1,198	1,242
Bank overdraft & ST loans	1,250	1,750	313	944	972
Current LT debt	2,963	3,331	846	2,548	2,623
Others current liabilities	23,802	22,275	23,592	22,452	22,216
<b>Total LT debt</b>	<b>5,225</b>	<b>7,014</b>	<b>1,975</b>	<b>5,944</b>	<b>6,120</b>
Others LT liabilities	29,703	27,438	36,210	30,225	28,983
<b>Total liabilities</b>	<b>63,994</b>	<b>62,781</b>	<b>64,130</b>	<b>63,312</b>	<b>62,156</b>
Minority interest	0	(8)	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
<b>Retained earnings</b>	<b>(5,705)</b>	<b>(3,520)</b>	<b>(4,071)</b>	<b>(3,412)</b>	<b>(2,699)</b>
Shareholders' equity	11,379	13,565	13,014	13,673	14,385
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>75,373</b>	<b>76,338</b>	<b>77,143</b>	<b>76,985</b>	<b>76,542</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Dec (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Earnings before tax	3,528	412	463	680	734
Tax paid	(566)	(7)	(14)	(20)	(22)
Depreciation & amortization	419	518	616	691	766
Chg In working capital	(1,172)	(202)	473	(11)	(21)
Chg In other CA & CL / minorities	191	(545)	811	(1,140)	(237)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>2,400</b>	<b>176</b>	<b>2,349</b>	<b>199</b>	<b>1,220</b>
Capex	(672)	(2,515)	(1,500)	(1,500)	(1,500)
Right of use	(2,117)	721	692	985	1,242
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	260	(1,332)	7,217	(5,985)	(1,242)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(2,529)</b>	<b>(3,126)</b>	<b>6,409</b>	<b>(6,500)</b>	<b>(1,500)</b>
Debt financing	1,460	5,199	(8,960)	6,301	280
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	0	0	0	0	0
Warrants & other surplus	(511)	(151)	(1,000)	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>949</b>	<b>5,048</b>	<b>(9,960)</b>	<b>6,301</b>	<b>280</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>1,728</b>	<b>(2,340)</b>	<b>849</b>	<b>(1,301)</b>	<b>(280)</b>

**VALUATION**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Normalized PE (x)	4.6	33.6	30.3	20.7	19.1
Normalized PE - at target price (x)	4.1	30.1	27.1	18.5	17.1
PE (x)	3.9	5.8	30.3	20.7	19.1
PE - at target price (x)	3.5	5.2	27.1	18.5	17.1
EV/EBITDA (x)	3.6	8.3	4.9	6.2	6.1
EV/EBITDA - at target price (x)	3.4	7.8	4.4	5.8	5.7
P/BV (x)	1.2	1.0	1.0	1.0	0.9
P/BV - at target price (x)	1.1	0.9	0.9	0.9	0.8
P/CFO (x)	5.7	77.5	5.8	68.4	11.2
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 (%)	12.7	(17.2)	6.2	(9.6)	(2.1)
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	0.2	0.0	0.0	0.1	0.1
EPS	0.3	0.2	0.0	0.1	0.1
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BV/share	0.9	1.1	1.0	1.1	1.1
CFO/share	0.2	0.0	0.2	0.0	0.1
FCF/share	0.1	(0.2)	0.1	(0.1)	(0.0)

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Valuation looks expensive to us at PEs of 30/21x in 2026-27F vs. its peers' average of 17/12x*

**FINANCIAL RATIOS**

<b>FY ending Dec</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	19.9	(7.6)	8.2	1.2	3.5
Net profit (%)	646.6	(32.8)	(80.8)	46.8	8.0
EPS (%)	646.6	(32.8)	(80.8)	46.8	8.0
Normalized profit (%)	1,113.4	(86.3)	10.8	46.8	8.0
Normalized EPS (%)	1,113.4	(86.3)	10.8	46.8	8.0
Dividend payout ratio (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	17.3	12.5	11.9	12.5	12.4
Operating margin (%)	10.9	4.5	4.4	5.0	4.9
EBITDA margin (%)	11.7	5.7	5.7	6.4	6.4
Net margin (%)	6.0	0.9	0.9	1.3	1.4
D/E (incl. minor) (x)	0.8	0.9	0.2	0.7	0.7
Net D/E (incl. minor) (x)	0.6	0.6	0.0	0.5	0.5
Interest coverage - EBIT (x)	2.1	0.7	0.7	0.8	0.9
Interest coverage - EBITDA (x)	2.2	0.9	0.9	1.1	1.1
ROA - using norm profit (%)	4.1	0.5	0.6	0.9	0.9
ROE - using norm profit (%)	29.9	3.2	3.4	4.9	5.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	29.9	3.2	3.4	4.9	5.1
- asset turnover (x)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
- operating margin (%)	12.4	7.1	7.0	7.4	7.1
- leverage (x)	7.2	6.1	5.8	5.8	5.5
- interest burden (%)	57.6	12.7	13.4	18.4	19.9
- tax burden (%)	84.0	98.4	97.0	97.0	97.0
WACC (%)	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
ROIC (%)	28.6	10.9	9.9	18.6	12.3
NOPAT (Bt m)	4,508	2,036	2,127	2,448	2,473
invested capital (Bt m)	18,713	21,457	13,148	20,109	21,100

Sources: Company data, Thanachart estimates

## ESG Information - Third Party Terms

[www.Settrade.com](http://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](http://www.SETTRADE.com)

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. 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 information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, 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	<b>LAGGARD:</b> A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	<b>AVERAGE :</b> A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	<b>LEADER:</b> 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.

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

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

## Disclaimers

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.

“บทวิเคราะห์ DR นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (“บล.ธนชาติ”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน

นักวิเคราะห์ของบล.ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by Thanachart Securities Public Company Limited ("TNS") using data from business trends, financial forecasts, Bloomberg, and other sources. The Company is not an issuer of rights in foreign securities (DRs), so there is no conflict of interest."

WARNING: DRs involve risks from foreign exchange rates and underlying securities, which may result in devaluation. Investors must study the risks themselves before making any investment decision.

Thanachart analyst registered with the SEC and certifies that the views in this analysis are as follows: Independent opinions are justified and analysts have no interest in the offered securities as of the date of issuance.

### 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)

## Thanachart Research Team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

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

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนศิริกุล, 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 บุญนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย

พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ยานยนต์, หินคมข, 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  
siripom.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, วิโทรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คุณเจริญไพศาล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์  
sittichet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

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

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์  
chod.rea@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

---

### มณฑุณี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วาราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา 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

---