

Thailand Aviation

การดำเนินงานจะฟื้นตัวพร้อมลากลอยใน 4Q22

- จากข้อมูลของ IATA อุตสาหกรรมการบินโลกมีศักยภาพที่จะพลิกมารายงานกำไรในปี 2023
- ราคาเชื้อเพลิงอากาศยานที่ลดลงและการแข็งตัวของค่าเงินบาทเป็น 2 ปัจจัยบวกระยะสั้น
- ผลขาดทุนปกติใน 4Q22 น่าจะลดลงสำหรับ AAV แต่เพิ่มขึ้นสำหรับ BA จากผลกระทบของ BAREIT
- ให้นำหนักมากกว่าตลาดพร้อมคำแนะนำซื้อสำหรับ AAV (TP 3.7 บาท) และ BA (TP 15.6 บาท)

อุตสาหกรรมสายการบินโลกจะพลิกฟื้นในปี 2023

จากข้อมูลของ International Air Transport Association (IATA) ปริมาณการบินของการบินในประเทศ และต่างประเทศของทั่วโลก ฟื้นตัวมาอยู่ที่ 89% และ 68% ของระดับก่อนโควิดในเดือน พ.ย. 22 ตามลำดับ และคาดว่ารายได้สายการบินโลกจะฟื้นตัวเป็น 87% ของระดับก่อนโควิดในปี 2022 และ 93% ในปี 2023 อัตราร้อยละสำหรับการบรรทุกผู้โดยสาร (Passenger load factor) น่าจะแตะ 81% ในปี 2023 (เทียบกับ 83% ในปี 2019) ซึ่งน่าจะช่วยให้อุตสาหกรรมสายการบินพลิกฟื้นกำไรในปี 2023 สายการบินในภูมิภาคเอเชียแปซิฟิกน่าจะยังขาดทุนจากตลาดจีนที่ยังไม่ฟื้นตัว อย่างไรก็ตามผลขาดทุนน่าจะลดลงอย่างมีนัยสำคัญในปี 2023 พร้อมสมมติฐาน ASK ที่ 75% ของระดับก่อนโควิดในปีหน้า (เทียบกับ 51% ในปี 2022)

2 ปัจจัยที่จะช่วยเกื้อหนุนกำไร

ราคา Spot ของเชื้อเพลิงอากาศยานได้ปรับตัวลดลงจากค่าเฉลี่ยที่ USD142/บาร์เรลใน 2Q22 และ USD128/บาร์เรลใน 3Q22 มาอยู่ที่ USD119/บาร์เรลในช่วง 4QTD และ USD120/บาร์เรลในปัจจุบัน ปัจจัยดังกล่าวจะช่วยหนุนการพลิกฟื้นของสายการบินไทยที่อาจเกิดขึ้นเนื่องจากต้นทุนเชื้อเพลิงคิดเป็น 29% ของค่าใช้จ่ายรวมของ AAV และ 16% ของ BA ณ สิ้นช่วง 9M22 จากข้อมูลของ IATA ส่วนต่างระหว่างน้ำมันเชื้อเพลิงกับ Brent น่าจะลดลงในปีหน้าโดยมีสมมติฐานจากการเพิ่มของกำลังการผลิตโลก หมายเหตุเราตั้งสมมติฐานให้ราคาเชื้อเพลิงอากาศยานอยู่ในช่วง USD110-120/บาร์เรลในปี 2023 นอกจากนี้ค่าเงินบาทยังได้ปรับตัวสูงขึ้นเมื่อเทียบกับค่าเงินสหรัฐฯ จาก 37.8 บาท/USD เป็น 34.8 บาท/USD ปัจจัยดังกล่าวจะช่วยให้ค่าเชื้อเพลิงที่เป็นเงินเหรียญสหรัฐฯ ลดลง นอกจากนี้สายการบินยังน่าจะบันทึกกำไรอัตราแลกเปลี่ยนจาก Lease Liabilities รวมประมาณ 2-3 พัน ลบ. สำหรับ AAV และประมาณ 240-360 ลบ. สำหรับ BA ใน 4Q22

ผลกระทบต่อผลการดำเนินงาน 4Q22 น่าจะพลิกเป็นกำไรจากกำไรอัตราแลกเปลี่ยน

เราคาดว่าผลขาดทุนปกติของ AAV จะลดลงเหลือ 0.8 พัน ลบ. ใน 4Q22 (เทียบกับ 1.2 พัน ลบ. ใน 3Q22) ปริมาณผู้โดยสารน่าจะฟื้นตัวเป็น 75-80% ของระดับก่อนโควิด (เทียบกับ 52% ใน 3Q22) AAV ได้ริเริ่มเก็บค่าธรรมเนียมเชื้อเพลิงในประเทศซึ่งอยู่ที่ประมาณ 200-250 บาทหรือ 20-25% ของค่าตั๋วในประเทศเฉลี่ย เพราะฉะนั้นค่าตัวรวมน่าจะสูงกว่าระดับก่อนโควิดใน 4Q22 สำหรับ BA ปริมาณผู้โดยสารน่าจะฟื้นตัวเป็น 60-65% ของระดับก่อนโควิด (เทียบกับ 58% ใน 3Q22) ระดับการฟื้นตัวอาจไม่ดีนักเนื่องจากเดือน พ.ย. ไม่ใช่ฤดูการขายในเส้นทางสมุย BA น่าจะไม่มีรายได้เงินปันผลจาก BDMS และต้องจ่ายดอกเบี้ยสูงขึ้นสำหรับรายการที่เกี่ยวข้องกับ BAREIT ด้วยเหตุผลดังกล่าวเราคาดว่าผลขาดทุนปกติจำนวน 0.3 พัน ลบ. ใน 4Q22 (เทียบกับผลขาดทุน 0.1 พัน ลบ. ใน 3Q22) ในด้านบวก AAV และ BA น่าจะพลิกมารายงานกำไรจากกำไรอัตราแลกเปลี่ยนที่ได้กล่าวมาข้างต้น.

ให้นำหนักกลุ่มสายการบินมากกว่าตลาดพร้อมปัจจัยบวกที่รออยู่ข้างหน้า

เราแนะนำซื้อสำหรับ BA และ AAV เราคิดว่าหุ้นทั้งสองมีศักยภาพที่จะพลิกมารายงานกำไรได้ในปีหน้า ปัจจัยบวกสำหรับราคาหุ้นของ AAV น่าจะอยู่ที่การเปิดประเทศจีน (สัดส่วนรายได้ 32% ในปี 2019) และการแข่งขันในตลาดในประเทศที่ลดลง ในขณะที่ปัจจัยบวกสำหรับ BA ประกอบด้วยโครงการปรับปรุงสนามบินสมุย (เพื่อเพิ่มความสามารถในการรองรับเที่ยวบินและปรับปรุงอาคารผู้โดยสาร) รวมถึงอัตราผลตอบแทนต่อผู้โดยสาร (Passenger yield) ที่สูงขึ้นจากการมุ่งเน้นในเส้นทางสมุยเพิ่มขึ้น



Teerapol Udomvej, CFA

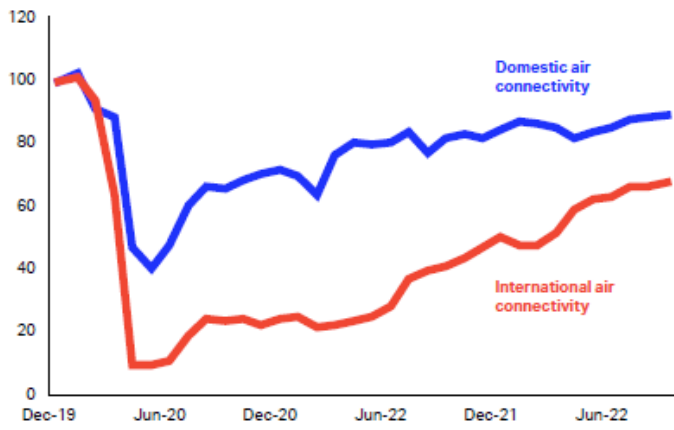
teerapol.udo@fssia.com

+66 2611 3535

PREPARED BY FSS INTERNATIONAL INVESTMENT ADVISORY SECURITIES CO LTD (FSSIA). ANALYST CERTIFICATION AND IMPORTANT DISCLOSURES CAN BE FOUND AT THE END OF THIS REPORT

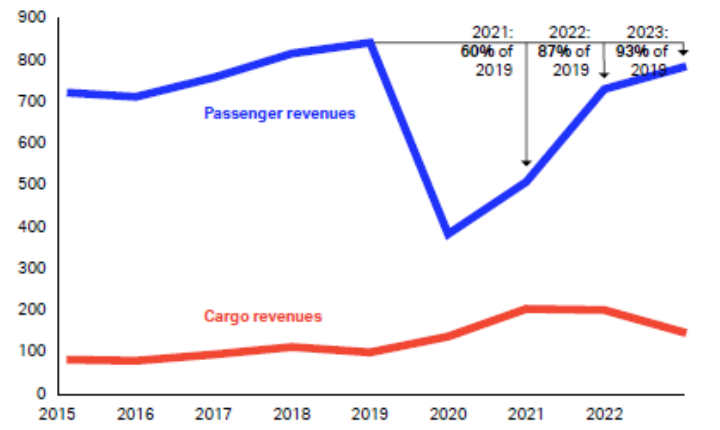
บทวิเคราะห์ฉบับนี้แปลมาจากบทวิเคราะห์ของ FSSIA ฉบับวันที่ 14 ธันวาคม 2022

Exhibit 1: Global air connectivity index



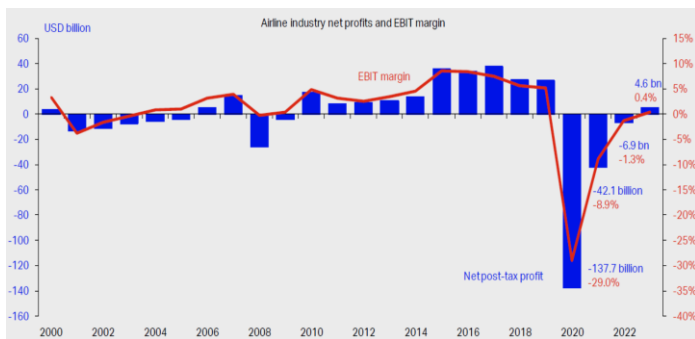
Note: 2019 = 100
Source: The International Air Transport Association (IATA)

Exhibit 2: Passenger revenue is rising



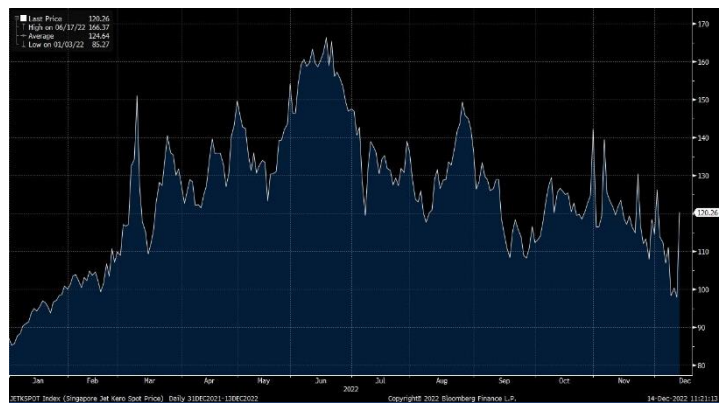
Source: IATA

Exhibit 3: Airline industry is expected to turn around in 2023



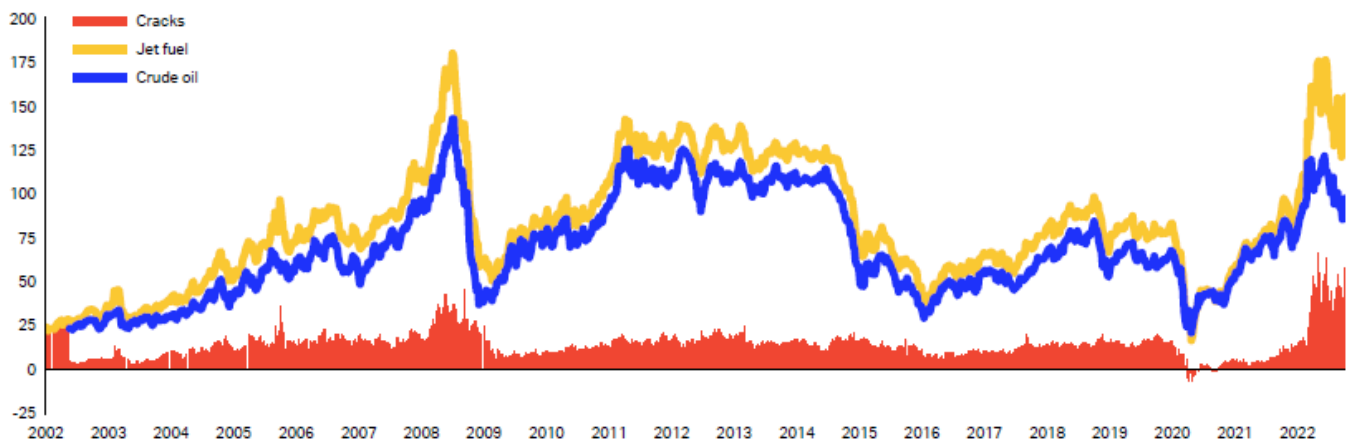
Source: IATA

Exhibit 4: Jet spot prices



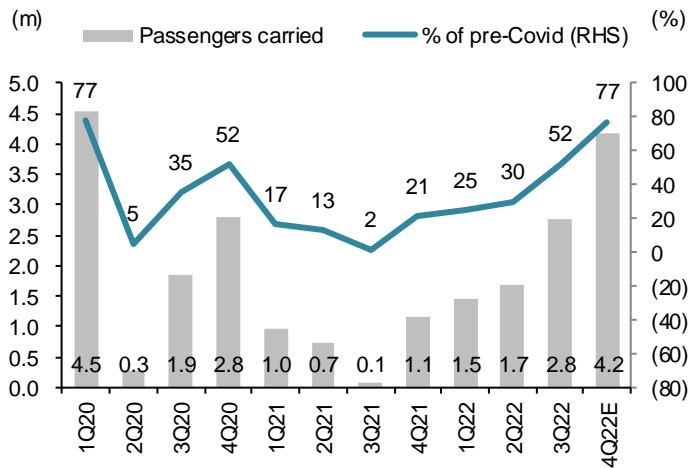
Source: Bloomberg

Exhibit 5: Brent, jet fuel prices and the crack spread



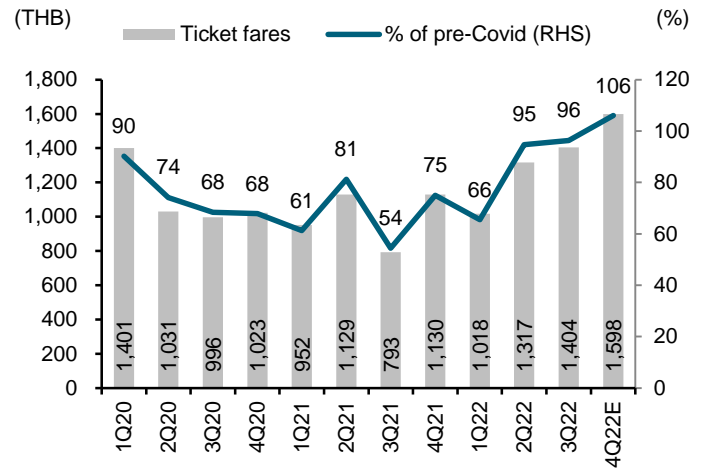
Source: IATA

Exhibit 6: AAV's passenger volume



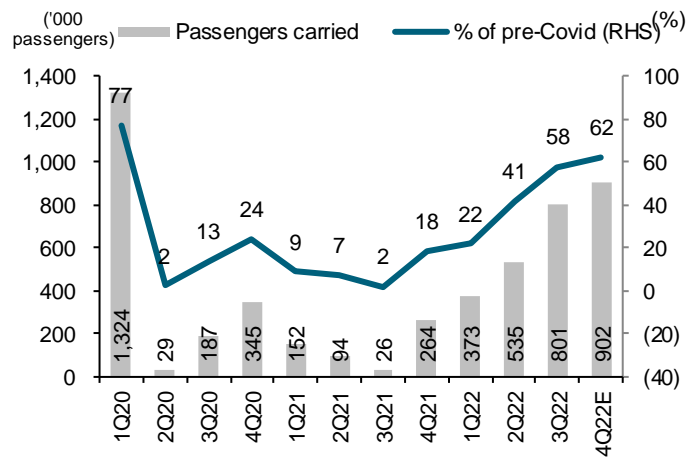
Sources: AAV; FSSIA estimates

Exhibit 7: AAV's ticket fares



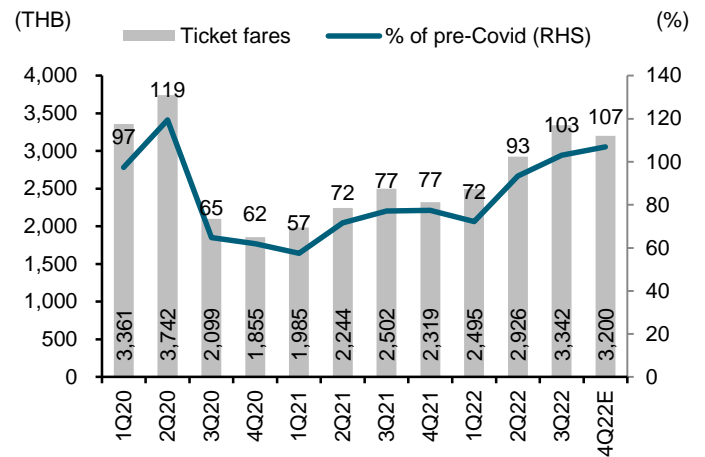
Sources: AAV; FSSIA estimates

Exhibit 8: BA's passenger volume



Sources: BA; FSSIA estimates

Exhibit 9: BA's ticket fares



Sources: BA; FSSIA estimates

Exhibit 10: 4Q22 earnings outlook

Airline	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	Change		FSSIA's 4Q22E views
	(THBm)	(THBm)	(THBm)	(THBm)	(THBm)	(y-y %)	(q-q %)	
Core profit								
AAV	(1,296)	(2,473)	(2,352)	(1,180)	(782)	40	34	Pax volume to recover to 75-80% of pre-Covid level
BA	(949)	(1,057)	(628)	(138)	(282)	70	(104)	Pax volume to recover to 60-65% of pre-Covid level/ absence of BDMS dividend/ higher interest expenses from BAREIT
Net profit								
AAV	(993)	(2,371)	(4,724)	(4,050)	1,718	273	142	To book FX gain of THB2.0b-3.0b
BA	(141)	(1,020)	(848)	(393)	18	113	105	To book FX gain of THB240m-360m

Source: FSSIA estimates

Exhibit 11: Peer comparisons as of 13 December 2022

Company	BBG	Rec	--- Share price ---		Up side	Market Cap	----- PE -----			----- PBV -----		- EV/ EBITDA -	
			Current (LCY)	Target (LCY)			22E (x)	23E (x)	24E (x)	22E (x)	23E (x)	22E (x)	23E (x)
Thailand													
Bangkok Airways	BA TB	BUY	13.10	15.60	19.1	790	(11.4)	31.7	17.5	2.6	2.4	(251.3)	25.4
Asia Aviation	AAV TB	BUY	3.02	3.70	22.5	1,018	(5.2)	30.2	31.8	2.2	2.3	1,004.7	8.7
Thailand average						1,808	(8.3)	30.9	24.6	2.4	2.3	376.7	17.1
Regional													
Spring Airlines Co Ltd-A	601021 CH	n/a	65.00	n/a	n/a	9,135	n/a	41.3	23.1	5.0	4.5	n/a	21.9
Interglobe Aviation	INDIGO IN	n/a	2,030.45	n/a	n/a	9,427	n/a	421.6	19.6	n/a	n/a	51.4	13.5
Cebu Air Inc	CEB PM	n/a	39.95	n/a	n/a	444	n/a	5.4	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Singapore Airlines	SIA SP	n/a	5.55	n/a	n/a	12,257	n/a	9.5	14.2	1.5	1.1	11.0	3.4
Japan Airlines	9201 JP	n/a	2,783.00	n/a	n/a	8,874	n/a	29.9	13.2	1.5	1.4	n/a	6.9
Ana Holdings	9202 JP	n/a	2,922.00	n/a	n/a	10,381	n/a	31.2	15.4	1.5	1.6	141.8	8.7
Cathay Pacific Airways	293 HK	n/a	8.76	n/a	n/a	7,194	n/a	17.8	13.3	1.0	0.9	8.9	7.3
Spicejet (India)	SJET IN	n/a	41.45	n/a	n/a	298	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	155.4	n/a
Tigerair Taiwan	6757 TT	n/a	31.30	n/a	n/a	417	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Vietjet Aviation	VJC VN	n/a	112,000	n/a	n/a	2,517	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Regional average						60,945	n/a	79.5	16.5	2.1	1.9	73.7	10.3
Global													
Eva Airways	2618 TT	n/a	27.75	n/a	n/a	4,873	18.6	15.0	51.7	1.7	1.5	4.8	4.5
Air New Zealand	AIR NZ	n/a	0.79	n/a	n/a	1,709	n/a	7.3	9.1	1.3	1.2	192.1	3.4
Air Arabia	AIRARABIA UH	n/a	2.20	n/a	n/a	2,795	8.7	7.9	9.4	1.7	1.6	4.9	4.6
Easyjet (UK)	EZJ LN	n/a	369.80	n/a	n/a	3,467	n/a	15.9	9.2	1.1	1.0	5.7	3.6
Gol Linhas Aereas Intel. (Brazil)	GOLL4 BS	n/a	7.40	n/a	n/a	587	n/a	n/a	9.9	n/a	n/a	10.6	6.3
JetBlue Airways (US, Latin AM)	JBLU	n/a	7.10	n/a	n/a	2,300	n/a	10.0	5.3	0.7	0.6	8.8	3.8
Norwegian Air Shuttle (Norway)	NWARF US	n/a	0.87	n/a	n/a	825	n/a	17.8	7.1	2.3	1.9	11.0	2.9
Southwest Airlines (US)	LUV US	n/a	37.77	n/a	n/a	22,426	16.4	11.7	9.2	2.0	1.7	5.0	4.2
Global average						38,982	14.6	12.3	13.9	1.5	1.4	30.4	4.1
Overall average						101,736	5.4	44.0	16.2	1.9	1.7	91.0	8.1

Sources: Bloomberg consensus; FSSIA estimates

Corporate Governance report of Thai listed companies 2021

EXCELLENT LEVEL – Score range 90-100										
AAV	BCPG	CPALL	GCAP	K	MSC	PLANET	SAMART	SPI	THRE	TVD
ADVANC	BDMS	CPF	GFPT	KBANK	MST	PLAT	SAMTEL	SPRC	THREL	TVI
AF	BEM	CPI	GGC	KCE	MTC	PORT	SAT	SPVI	TIPCO	TVO
AH	BGC	CPN	GLAND	KKP	MVP	PPS	SC	SSSC	TISCO	TWPC
AIRA	BGRIM	CRC	GLOBAL	KSL	NCL	PR9	SCB	SST	TK	U
AKP	BIZ	CSS	GPI	KTB	NEP	PREB	SCC	STA	TKT	UAC
AKR	BKI	DDD	GPSC	KTC	NER	PRG	SCCC	STEC	TMT	UBIS
ALT	BOL	DELTA	GRAMMY	LALIN	NKI	PRM	SCG	STI	TNDT	UV
AMA	BPP	DEMCO	GULF	LANNA	NOBLE	PROUD	SCGP	SUN	TNITY	VGI
AMATA	BRR	DRT	GUNKUL	LH	NSI	DRS	SCM	SUSCO	TOA	VIH
AMATAV	BTS	DTAC	HANA	LHFG	NVD	PSL	SDC	SUTHA	TOP	WACOAL
ANAN	BTW	DUSIT	HARN	LIT	NWR	PTG	SEAFCO	SVI	TPBI	WAVE
AOT	BWG	EA	HMPRO	LPN	NYT	PTT	SEAOIL	SYMC	TQM	WHA
AP	CENTEL	EASTW	ICC	MACO	OISHI	PTTEP	SE-ED	SYNTEC	TRC	WHAUP
ARIP	CFRESH	ECF	ICHI	MAJOR	OR	PTTGC	SELIC	TACC	TRU	WICE
ARROW	CHEWA	ECL	III	MAKRO	ORI	PYLON	SENA	TASCO	TRUE	WINNER
ASP	CHO	EE	ILINK	MALEE	OSP	Q-CON	SHR	TCAP	TSC	ZEN
AUCT	CIMBT	EGCO	ILM	MBK	OTO	QH	SIRI	TEAMG	TSR	
AWC	CK	EPG	INTUCH	MC	PAP	QTC	SIS	TFMAMA	TSTE	
AYUD	CKP	ETC	IP	MCOT	PCSGH	RATCH	SITHAI	TGH	TSTH	
BAFS	CM	FPI	IRPC	METCO	PDG	RS	SMK	THANA	TTA	
BANPU	CNT	FPT	ITEL	MFEC	PDJ	S	SMPC	THANI	TTB	
BAY	COM7	FSMART	IVL	MINT	PG	S & J	SNC	THCOM	TTCL	
BBL	COMAN	GBX	JSP	MONO	PHOL	SAAM	SONIC	THG	TTW	
BCP	COTTO	GC	JWD	MOONG	PLANB	SABINA	SPALI	THIP	TU	
VERY GOOD LEVEL – Score range 80-89										
2S	ASIMAR	CHOW	FLOYD	IT	LOXLEY	OCC	RPC	SKY	TCC	TVT
7UP	ASK	CI	FN	ITD	LRH	OGC	RT	SLP	TCMC	TWP
ABICO	ASN	CIG	FNS	J	LST	PATO	RWI	SMIT	TEAM	UEC
ABM	ATP30	CMC	FORTH	JAS	M	PB	S11	SMT	TFG	UMI
ACE	B	COLOR	FSS	JCK	MATCH	PICO	SA	SNP	TFI	UOBKH
ACG	BA	CPL	FTE	JCKH	MBAX	PIMO	SAK	SO	TIGER	UP
ADB	BAM	CPW	FVC	JMART	MEGA	PJW	SALEE	SORKON	TITLE	UPF
AEONTS	BC	CRD	GEL	JMT	META	PL	SAMCO	SPA	TKN	UPOIC
AGE	BCH	CSC	GENCO	KBS	MFC	PM	SANKO	SPC	TKS	UTP
AHC	BEC	CSP	GJS	KCAR	MGT	PMTA	SAPPE	SPCG	TM	VCOM
AIT	BEYOND	CWT	GYT	KEX	MICRO	PPP	SAWAD	SR	TMC	VL
ALL	BFIT	DCC	HEMP	KGI	MILL	PPP	SCI	SRICHA	TMD	VPO
ALLA	BJC	DCON	HPT	KIAT	MITSIB	PRIME	SCN	SSC	TMI	VRANDA
ALUCON	BJCHI	DHOUSE	HTC	KISS	MK	PRIN	SCP	SSF	TMILL	WGE
AMANAH	BLA	DOD	HYDRO	KOOL	MODERN	PRINC	SE	STANLY	TNL	WIJK
AMARIN	BR	DOHOME	ICN	KTIS	MTI	PSG	SFLEX	STGT	TNP	WP
APCO	BROOK	DV8	IFS	KUMWEL	NBC	PSTC	SFP	STOWER	TOG	XO
APCS	CBG	EASON	IMH	KUN	NCAP	PT	SFT	STPI	TPA	XPG
APURE	CEN	EFORL	IND	KWC	NCH	QLT	SGF	SUC	TPAC	YUASA
AQUA	CGH	ERW	INET	KWM	NETBAY	RBF	SIAM	SWC	TPCS	
ASAP	CHARAN	ESSO	INSET	L&E	NEX	RCL	SINGER	SYNEX	TPS	
ASEFA	CHAYO	ESTAR	INSURE	LDC	NINE	RICHY	SKE	TAE	TRITN	
ASIA	CHG	ETE	IRC	LEO	NRF	RML	SKN	TAKUNI	TRT	
ASIAN	CHOTI	FE	IRCP	LHK	NTV	ROJNA	SKR	TBSP	TSE	
GOOD LEVEL – Score range 70-79										
A	BGT	CITY	GIFT	JTS	MDX	PK	SGP	SUPER	TQR	YGG
AI	BH	CMAN	GLOCON	JUBILE	MJD	PLE	SICT	SVOA	TTI	ZIGA
AIE	BIG	CMO	GREEN	KASET	MORE	PPM	SIMAT	TC	TYCN	
AJ	BLAND	CMR	GSC	KCM	MUD	PRAKIT	SISB	TCCC	UKEM	
ALPHAX	BM	CPT	GTB	KK	NC	PRAPAT	SK	THMUI	UMS	
AMC	BROCK	CRANE	HTECH	KKC	NDR	PRECHA	SMART	TNH	UNIQ	
APP	BSBM	CSR	HUMAN	KWI	NFC	PTL	SOLAR	TNR	UPA	
AQ	BSM	D	IHL	KYE	NNCL	RJH	SPACK	TOPP	UREKA	
ARIN	BTNC	EKH	IIG	LEE	NOVA	RP	SPG	TPCH	VIBHA	
AS	BYD	EMC	INGRS	LPH	NPK	RPH	SQ	TPIPL	W	
AU	CAZ	EP	INOX	MATI	NUSA	RSP	SSP	TIPIP	WIN	
B52	CCP	F&D	JAK	M-CHAI	PAF	SABUY	STARK	TPLAS	WORK	
BEAUTY	CGD	FMT	JR	MCS	PF	SF	STC	TPOLY	WPH	

Disclaimer:

The disclosure of the survey results of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey results may be changed after that date. FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm nor certify the accuracy of such survey results.

* CGR scoring should be considered with news regarding wrong doing of the company or director or executive of the company such unfair practice on securities trading, fraud, and corruption SEC imposed a civil sanction against insider trading of director and executive

Sources: Thai Institute of Directors Association (IOD); FSSIA's compilation; data as of 26 October 2021

Anti-corruption Progress Indicator

CERTIFIED										
2S	BCH	CPALL	GC	K	MFC	PE	QLT	SNP	THCOM	TU
7UP	BCP	CPF	GCAP	KASET	MFEC	PG	QTC	SORKON	THIP	TVD
ADVANC	BCPG	CPI	GEL	KBANK	MILL	PHOL	RATCH	SPACK	THRE	TVI
AF	BE8	CPN	GFPT	KBS	MINT	PK	RML	SPALI	THREL	TVO
AI	BEYOND	CSC	GGC	KCAR	MONO	PL	RWI	SPC	TIDLOR	TWPC
AIE	BGC	DCC	GJS	KCE	MOONG	PLANB	S & J	SPI	TIPCO	U
AIRA	BGRIM	DELTA	GPI	KGI	MSC	PLANET	SAAM	SPRC	TISCO	UBE
AKP	BJCHI	DEMCO	GPSC	KKP	MST	PLAT	SABINA	SRICHA	TKS	UBIS
ALPHAX	BKI	DIMET	GSTEEL	KSL	MTC	PM	SAPPE	SSF	TKT	UEC
AMA	BLA	DRT	GUNKUL	KTB	MTI	PPP	SAT	SSP	TMD	UKEM
AMANAHA	BPP	DTAC	HANA	KTC	NBC	PPPM	SC	SSSC	TMILL	UOBKH
AMATA	BROOK	DUSIT	HARN	KWC	NEP	PPS	SCB	SST	TMT	UPF
AMATAV	BRR	EA	HEMP	KWI	NINE	PR9	SCC	STA	TNITY	UV
AP	BSBM	EASTW	HENG	L&E	NKI	PREB	SCCC	STOWER	TNL	VGI
APCS	BTS	ECL	HMPRO	LANNA	NMG	PRG	SCG	SUSCO	TNP	VIH
AQUA	BWG	EGCO	HTC	LH	NNCL	PRINC	SCN	SVI	TNR	WACOAL
ARROW	CEN	EP	ICC	LHFG	NOBLE	PRM	SEAOIL	SYMC	TOG	WHA
AS	CENTEL	EPG	ICHI	LHK	NOK	PROS	SE-ED	SYNTEC	TOP	WHAUP
ASIAN	CFRESH	ERW	IFEC	LPN	NSI	PSH	SELIC	TAE	TOPP	WICE
ASK	CGH	ESTAR	IFS	LRH	NWR	PSL	SENA	TAKUNI	TPA	WIJK
ASP	CHEWA	ETE	ILINK	M	OCC	PSTC	SGP	TASCO	TPP	XO
AWC	CHOTI	FE	INET	MAKRO	OGC	PT	SINGER	TBSP	TRU	ZEN
AYUD	CHOW	FNS	INSURE	MALEE	ORI	PTG	SIRI	TCAP	TRUE	
B	CIG	FPI	INTUCH	MATCH	PAP	PTT	SITHAI	TCMC	TSC	
BAFS	CIMBT	FPT	IRC	MBAX	PATO	PTTEP	SKR	TFG	TSTE	
BAM	CM	FSMART	IRPC	MBK	PB	PTTGC	SMIT	TFI	TSTH	
BANPU	CMC	FSS	ITEL	MC	PCSGH	PYLON	SMK	TFMAMA	TTA	
BAY	COM7	FTE	IVL	MCOT	PDG	Q-CON	SMPC	TGH	TTB	
BBL	COTTO	GBX	JKN	META	PDJ	QH	SNC	THANI	TTCL	
DECLARED										
AJ	CHG	DDD	ETC	JR	MAJOR	NUSA	RS	SSS	TQM	YUASA
ALT	CPL	DHOUSE	FLOYD	JTS	NCAP	NYT	SAK	STECH	TSI	ZIGA
APCO	CPR	DOHOME	GULF	KEX	NCL	OR	SCGP	STGT	VARO	
B52	CPW	ECF	III	KUMWEL	NOVA	PIMO	SCM	TKN	VCOM	
BEC	CRC	EKH	INOX	LDC	NRF	PLE	SIS	TMI	VIBHA	

Level	
Certified	This level indicates practical participation with thoroughly examination in relation to the recommended procedures from the audit committee or the SEC's certified auditor, being a certified member of Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) or already passed examination to ensure independence from external parties.
Declared	This level indicates determination to participate in the Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC)

Disclaimer:

The disclosure of the Anti-Corruption Progress Indicators of a listed company on the Stock Exchange of Thailand, which is assessed by Thaipat Institute, is made in order to comply with the policy and sustainable development plan for the listed companies of the Office of the Securities and Exchange Commission. Thaipat Institute made this assessment based on the information received from the listed company, as stipulated in the form for the assessment of Anti-corruption which refers to the Annual Registration Statement (Form 56-1), Annual Report (Form 56-2), or other relevant documents or reports of such listed company. The assessment result is therefore made from the perspective of Thaipat Institute that is a third party. It is not an assessment of operation and is not based on any inside information. Since this assessment is only the assessment result as of the date appearing in the assessment result, it may be changed after that date or when there is any change to the relevant information. Nevertheless, FSS International Investment Advisory Company Limited does not confirm, verify, or certify the accuracy and completeness of the assessment results.

Note: Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of 26 October 2021) are categorised into: 1) companies that have declared their intention to join CAC, and; 2) companies certified by CAC.

Sources: The Securities and Exchange Commission, Thailand; * FSSIA's compilation

GENERAL DISCLAIMER

ANALYST(S) CERTIFICATION

Teerapol Udomvej, CFA FSS International Investment Advisory Securities Co., Ltd

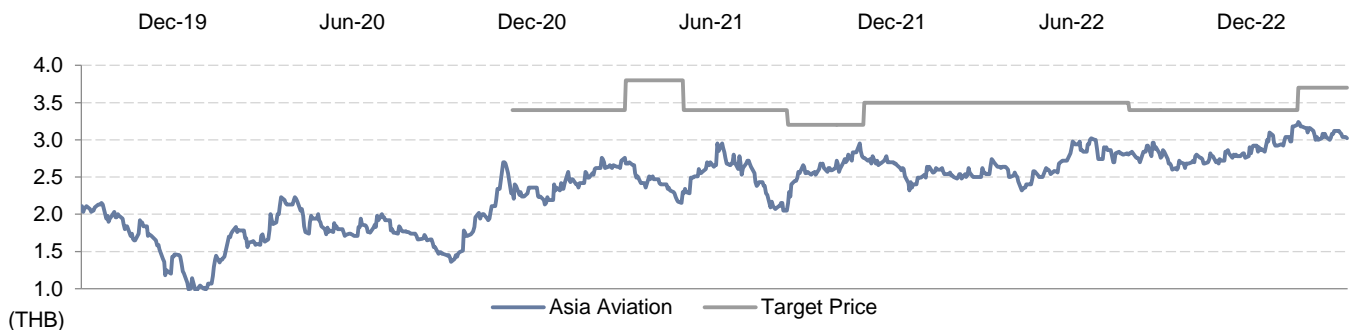
The individual(s) identified above certify(ies) that (i) all views expressed in this report accurately reflect the personal view of the analyst(s) with regard to any and all of the subject securities, companies or issuers mentioned in this report; and (ii) no part of the compensation of the analyst(s) was, is, or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed herein.

This report has been prepared by FSS International Investment Advisory Company Limited (FSSIA). The information herein has been obtained from sources believed to be reliable and accurate; however FSS makes no representation as to the accuracy and completeness of such information. Information and opinions expressed herein are subject to change without notice. FSS has no intention to solicit investors to buy or sell any security in this report. In addition, FSS does not guarantee returns nor price of the securities described in the report nor accept any liability for any loss or damage of any kind arising out of the use of such information or opinions in this report. Investors should study this report carefully in making investment decisions. All rights are reserved.

This report may not be reproduced, distributed or published by any person in any manner for any purpose without permission of FSSIA. Investment in securities has risks. Investors are advised to consider carefully before making investment decisions.

History of change in investment rating and/or target price

Asia Aviation (AAV TB)



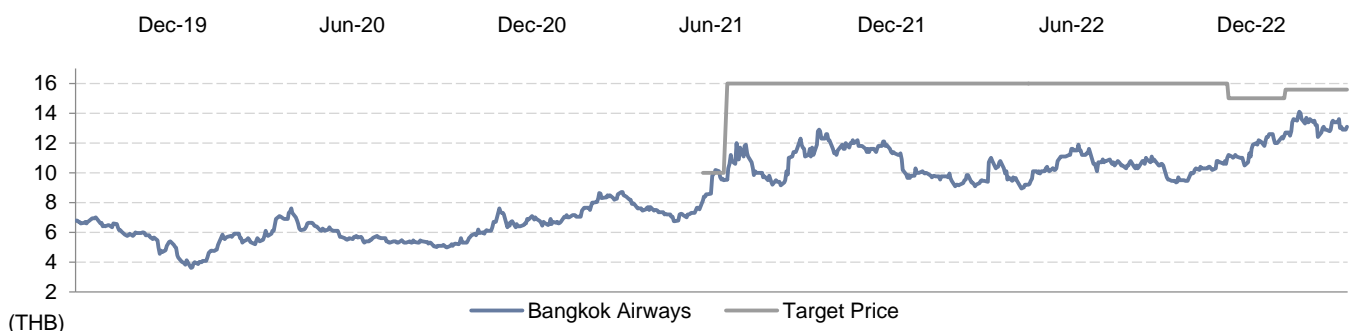
Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
21-Dec-2020	BUY	3.40	16-Aug-2021	BUY	3.20	31-Oct-2022	BUY	3.70
29-Mar-2021	BUY	3.80	21-Oct-2021	BUY	3.50			
18-May-2021	BUY	3.40	07-Jun-2022	BUY	3.40			

Teerapol Udomvej, CFA started covering this stock from 21-Dec-2020

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Bangkok Airways (BA TB)



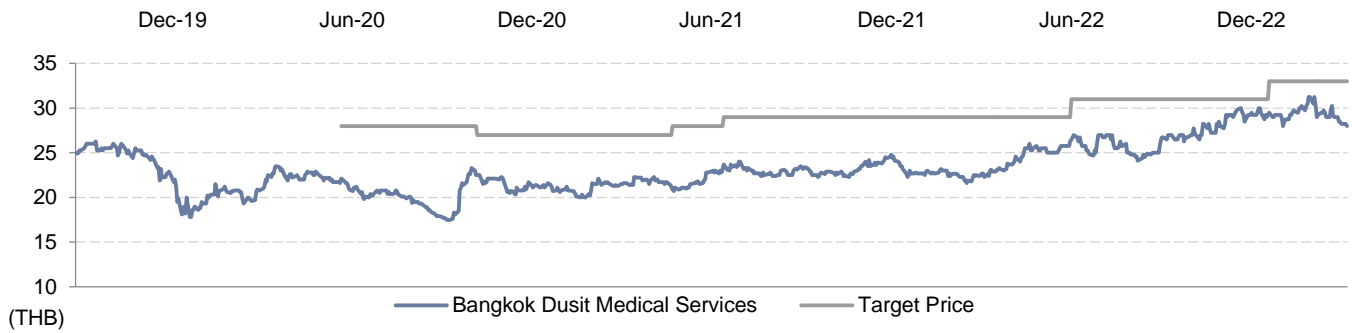
Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
04-Jun-2021	BUY	10.00	01-Sep-2022	BUY	15.00	-	-	-
25-Jun-2021	BUY	16.00	20-Oct-2022	BUY	15.60			

Teerapol Udomvej, CFA started covering this stock from 04-Jun-2021

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Bangkok Dusit Medical Services (BDMS TB)



Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price	Date	Rating	Target price
30-Jul-2020	BUY	28.00	11-May-2021	BUY	28.00	19-Apr-2022	BUY	31.00
24-Nov-2020	BUY	27.00	24-Jun-2021	BUY	29.00	06-Oct-2022	BUY	33.00

Teerapol Udomvej, CFA started covering this stock from 30-Jul-2020

Price and TP are in local currency

Source: FSSIA estimates

Company	Ticker	Price	Rating	Valuation & Risks
Asia Aviation	AAV TB	THB 3.02	BUY	Downside risks to our P/BV multiple target price include 1) extraordinary events such as political turmoil and natural disasters; 2) higher-than-expected fuel expenses following an increase in oil prices; and 3) the slower-than-expected recovery of international tourist numbers.
Bangkok Airways	BA TB	THB 13.10	BUY	Downside risks to our SoTP-based TP include 1) extraordinary events such as political turmoil and natural disasters; 2) higher-than-expected fuel expenses following an increase in oil prices; and 3) the slower-than-expected recovery of international tourist numbers.
Bangkok Dusit Medical Services	BDMS TB	THB 28.00	BUY	Downside risks to our DCF-based target price include 1) a slowdown in international patients due to economic concerns, political protests or floods; 2) regulatory risks from drug price and medical bill controls; and 3) higher-than-expected capex and opex for CoE projects.

Source: FSSIA estimates

Additional Disclosures

Target price history, stock price charts, valuation and risk details, and equity rating histories applicable to each company rated in this report is available in our most recently published reports. You can contact the analyst named on the front of this note or your representative at Finansia Syrus Securities Public Company Limited

FSSIA may incorporate the recommendations and target prices of companies currently covered by FSS Research into equity research reports, denoted by an 'FSS' before the recommendation. FSS Research is part of Finansia Syrus Securities Public Company Limited, which is the parent company of FSSIA.

All share prices are as at market close on 13-Dec-2022 unless otherwise stated.

RECOMMENDATION STRUCTURE

Stock ratings

Stock ratings are based on absolute upside or downside, which we define as $(\text{target price}^* - \text{current price}) / \text{current price}$.

BUY (B). The upside is 10% or more.

HOLD (H). The upside or downside is less than 10%.

REDUCE (R). The downside is 10% or more.

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 market price and the formal recommendation.

* In most cases, the target price will equal the analyst's assessment of the current fair value of the stock. However, if the analyst doesn't think the market will reassess the stock over the specified time horizon due to a lack of events or catalysts, then the target price may differ from fair value. In most cases, therefore, our recommendation is an assessment of the mismatch between current market price and our assessment of current fair value.

Industry Recommendations

Overweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be positive over the next 12 months.

Neutral. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be maintained over the next 12 months.

Underweight. The analyst expects the fundamental conditions of the sector to be negative over the next 12 months.

Country (Strategy) Recommendations

Overweight (O). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on two or more of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Neutral (N). Over the next 12 months, the analyst expects the market to score positively on one of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.

Underweight (U). Over the next 12 months, the analyst does not expect the market to score positively on any of the criteria used to determine market recommendations: index returns relative to the regional benchmark, index sharpe ratio relative to the regional benchmark and index returns relative to the market cost of equity.