

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 77.00

(From: Bt 75.00)

30 MAY 2024

Upside : 21.3%

## Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

## ยังคงมีแนวโน้มที่ดี

แม้จะปรับกำไรจากกำไร 1H24 ต่ำกว่าที่คาดการณ์ไว้ แต่ปัจจัยพื้นฐานของ AOT ยังคงแข็งแกร่ง เนื่องจากมี operating leverage สูงสุดจากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวของไทยที่แข็งแกร่ง มีกำไรเติบโตแข็งแกร่งทำสถิติสูงสุดในปี FY25F ให้ผลตอบแทนที่สูงกว่าที่เคยด้วยมี EBITDA margin มากกว่า 58%, ROE ที่ 18% และสถานะเป็นเงินสดสุทธิ “ซื้อ”



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 77 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

แม้เราจะปรับลดประมาณการกำไรของ AOT ลง 7-13% ในปี FY24-26F (ดู Exhibit 1) เนื่องจากกำไรที่ต่ำกว่าคาดใน 1H24 แต่เราปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 77 บาท/หุ้น (จาก 75 บาท) เนื่องจากปรับมาใช้ปีฐานปี FY25F (ปีบัญชีของ AOT สิ้นสุดเดือนกันยายน) AOT ยังคงเป็น Top Sector Pick ของเรา และเรายังคงมองว่า AOT เป็นหนึ่งในหุ้นถือระยะยาวที่ดีที่สุด โดยได้แรงหนุนจาก 1) เป็นธุรกิจที่ได้ประโยชน์มากที่สุดจากการฟื้นตัวของการท่องเที่ยวของไทยที่แข็งแกร่ง 2) การฟื้นตัวของกำไรที่แข็งแกร่งในปีนี้ และสูงเป็นประวัติการณ์ในปี FY25F เป็นต้นไป 3) ผลตอบแทนที่สูงกว่าที่เคย และ 4) อยู่ในสถานะเป็นเงินสดสุทธิรองรับการขยายกำลังการผลิตโดยไม่ต้องกังวลเรื่องแหล่งเงินทุน

## ผู้โดยสารฟื้นตัวสู่ระดับปี FY19 ในปีหน้า

ความต้องการการเดินทางทางอากาศหลังวิกฤตโควิด-19 หนุนผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT ให้ฟื้นตัวสู่ระดับ 84% ของระดับปี FY19 (หรือเติบโต 48% y-y) ใน 1HFY24 แม้ผู้โดยสารชาวจีนจะฟื้นตัวได้เพียง 58% ของปี FY19 ด้วยมาตรการกระตุ้นการท่องเที่ยวมากมายของรัฐบาล โดยเฉพาะการยกเว้นวีซ่าสำหรับนักท่องเที่ยวชาวจีน ผู้โดยสารระหว่างประเทศจึงยังคงฟื้นตัวต่อเนื่องเป็น 88% ของระดับปี FY19 ในเดือนเมษายน และ 93% ในเดือนนี้ นอกจากนี้เรายังคาดว่าข้อจำกัดด้านอุปทานของสายการบินในปัจจุบันจะค่อยๆ ลดลงในปี 2025F เป็นต้นไป ซึ่งจะทำให้ค่าตัวโดยสารถูกลง และผลักดันความต้องการการเดินทางทางอากาศให้มากขึ้นไปอีก เราคาดว่าผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT จะเติบโต 34/13/10% y-y เป็น 86/97/107% ของปี FY19 ในปี FY24-26F

## กำไรเติบโต 121/27/15% y-y ในปี FY24-26F

ด้วยรายได้สัมปทานที่เพิ่มขึ้น โดยหลักมาจากรายได้ประกันขั้นต่ำที่สูงขึ้น 2.4 เท่าจากสัมปทานปลอดอากรใหม่ และผลจาก operating leverage เราคาดว่ากำไรของ AOT จะฟื้นตัวแข็งแกร่ง เติบโต 121% y-y ในปีนี้ และสูงสุดเป็นประวัติการณ์เติบโตที่ 27/15% y-y ในปี FY25-26F ทำให้บริษัทฯ มีผลตอบแทนที่สูงกว่าที่เคย ด้วยมี EBITDA margin 58-63% และ ROE ที่ 18-21% ในปี FY24-26F (เทียบกับ EBITDA margin ที่ 57% และ ROE 16% ในปี FY19) ผลตอบแทนที่สูงขึ้นน่าจะหนุนมูลค่าที่สูงขึ้น ดังนั้นเราจึงเห็นว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 45 เท่า ในปีนี้ ก่อนที่จะลดลงสู่ระดับ 36 เท่า ในปี FY25F และ 31 เท่า ในปี FY26F นั้นไม่แพง

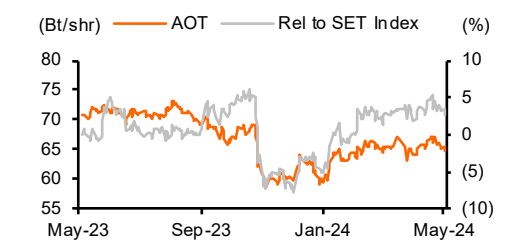
## รอบการลงทุนไม่หนักกังวล

AOT มีแผนลงทุน 5.9 หมื่นลบ. ในปี FY24-26F เพื่อขยายขีดความสามารถในการรองรับ บริษัทฯ น่าจะใช้เงิน 1 หมื่นลบ. ในการขยายสนามบินสุวรรณภูมิฝั่งตะวันออกเพื่อขยายขีดความสามารถในการรองรับอีก 15 ล้านคน (เทียบกับอัตราการใช้จ่ายการผลิตในปัจจุบันที่ 102%) ขณะที่การขยายสนามบินดอนเมืองเฟส 3 เงินลงทุน 3.7 หมื่นลบ. น่าจะขยายขีดความสามารถในการรองรับขึ้น 33% (เทียบกับอัตราการใช้จ่ายการผลิตในปัจจุบันที่ 100%) ด้วยมี EBITDA 3.9-5.3 หมื่นลบ.ต่อปี แหล่งเงินทุนจึงน่าจะมาจากกระแสเงินสดจากการดำเนินงานของบริษัทฯ

## COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	48,141	67,200	76,011	83,461
Net profit	8,791	20,402	25,894	29,736
Consensus NP	—	21,724	27,996	32,332
Diff frm cons (%)	—	(6.1)	(7.5)	(8.0)
Norm profit	9,247	20,402	25,894	29,736
Prev. Norm profit	—	23,395	28,216	31,909
Chg frm prev (%)	—	(12.8)	(8.2)	(6.8)
Norm EPS (Bt)	0.6	1.4	1.8	2.1
Norm EPS grw (%)	na	120.6	26.9	14.8
Norm PE (x)	98.1	44.5	35.0	30.5
EV/EBITDA (x)	39.0	23.3	19.1	16.9
P/BV (x)	8.2	7.4	6.8	6.2
Div yield (%)	0.6	1.3	1.7	2.0
ROE (%)	8.7	17.5	20.2	21.1
Net D/E (%)	(0.2)	0.7	(9.7)	(7.9)

## PRICE PERFORMANCE



## COMPANY INFORMATION

Price as of 29-May-24 (Bt)	63.50
Market Cap (US\$ m)	24,685.5
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	40.2
12M Price H/L (Bt)	73.25/58.50
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report ..... P23

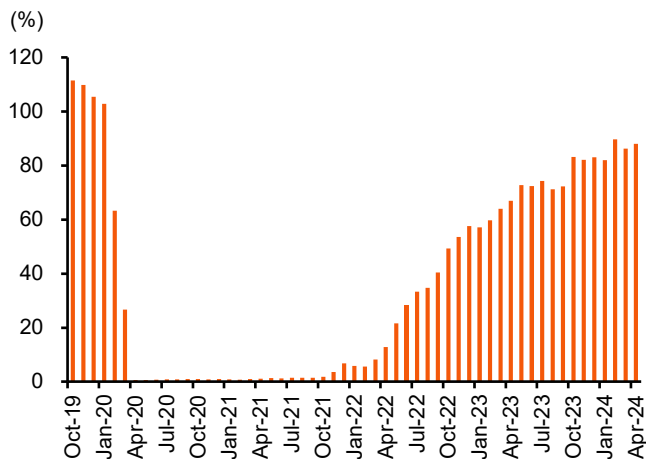
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือชักชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไม่ทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



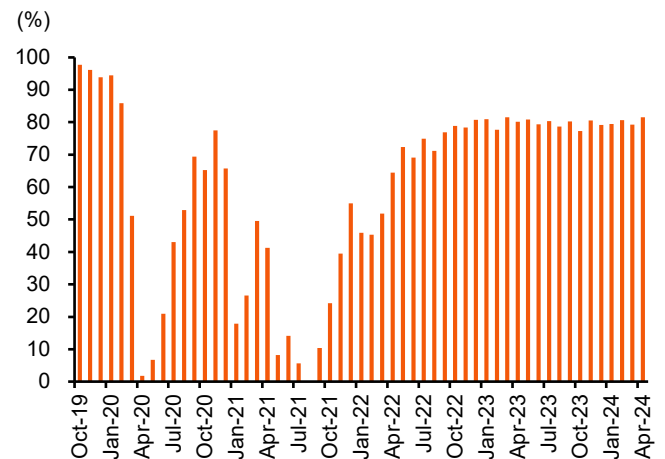
**Ex 1: Key Assumption Changes**

	FY21	FY22	FY23	FY24F	FY25F	FY26F
<b>Concession revenue (Bt m)</b>						
- New	1,374	4,031	14,920	23,255	26,109	28,680
- Old				28,402	31,450	34,025
- Change (%)				(18.1)	(17.0)	(15.7)
<b>Total revenue (Bt m)</b>						
- New	7,086	16,560	48,141	67,200	76,011	83,461
- Old				71,831	79,690	86,089
- Change (%)				(6.4)	(4.6)	(3.1)
<b>Gross margin (%)</b>						
- New	(156.7)	(17.7)	52.1	59.1	61.4	62.4
- Old				60.6	62.4	63.2
- Change (ppt)				(1.5)	(1.0)	(0.8)
<b>Normalized earnings (Bt m)</b>						
- New	(15,319)	(11,288)	9,247	20,402	25,894	29,736
- Old				23,395	28,216	31,909
- Change (%)				(12.8)	(8.2)	(6.8)

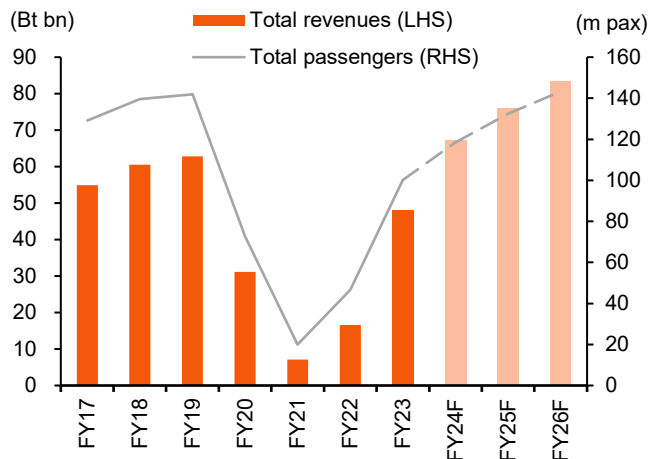
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: AOT's Inter. Pax. As % of The FY19 Level**

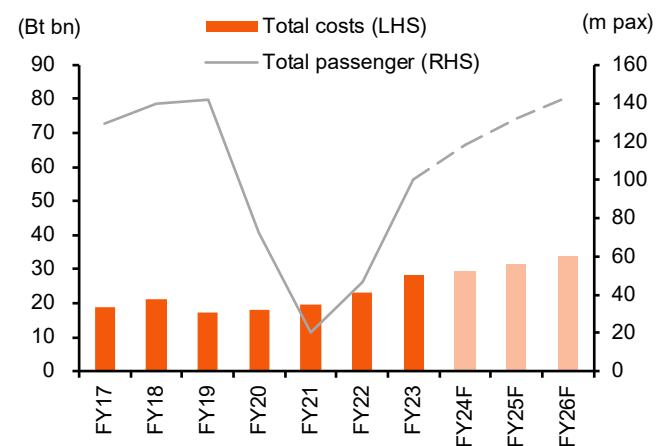
Source: Company data

**Ex 3: AOT's Dom. Pax. As % of The FY19 Level**

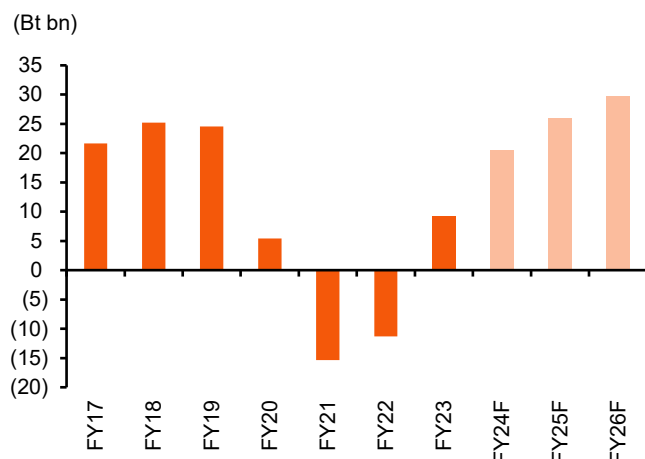
Source: Company data

**Ex 4: AOT's Revenues Are Linked To Passengers While...**

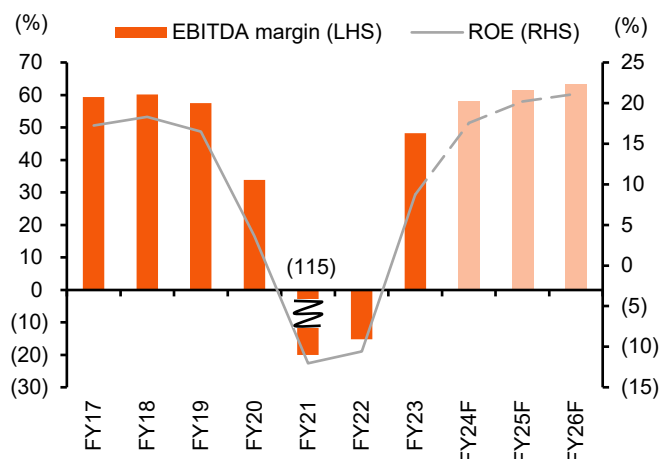
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 5: ...Most Of Its Costs Are Fixed**

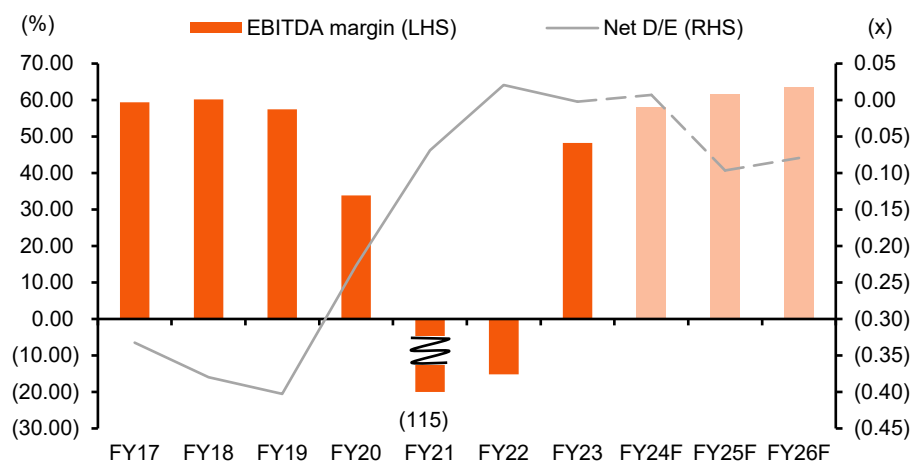
Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 6: AOT's Normalized Earnings**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 7: AOT's EBITDA Margin And ROE**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 8: AOT's EBITDA And Net D/E ratio**

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY24F

(Bt m)	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	FY34F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	39,044	46,763	52,823	58,986	66,084	71,476	77,710	84,007	90,797	98,117	105,206	—
Free cash flow	14,723	30,905	18,301	20,906	37,787	44,962	54,282	55,712	57,579	67,520	78,702	2,091,076
PV of free cash flow	—	28,701	15,781	16,739	28,085	31,029	33,885	32,152	30,712	33,295	35,878	549,887
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	1,080,830											
Net debt (FY25F)	(13,147)											
Minority interest	1,801											
Equity value	1,092,176											
# of shares (m)	14,286											
Equity value/share (Bt)	77											

Source: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F	24F	25F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	89.8	na	na	17.7	0.8	0.8	13.2	8.2	0.0	1.0
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	12.8	12.3	10.7	9.5	1.0	0.9	10.6	9.7	0.0	3.3
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	(10.1)	5.0	29.5	28.1	2.9	2.7	10.6	10.0	1.1	1.3
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	19.7	14.9	13.4	11.6	3.2	3.0	8.4	7.5	4.6	4.9
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	na	208.3	77.4	24.8	1.6	1.7	10.0	9.4	0.2	1.4
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	120.6	26.9	44.5	35.0	7.4	6.8	23.3	19.1	1.3	1.7
Average			46.6	53.5	35.1	21.1	2.8	2.7	12.7	10.7	1.2	2.3

Source: Bloomberg  
Note: \* Thanachart estimates using normalized EPS  
Based on 29 May 2024 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) เป็นองค์กรรัฐวิสาหกิจ และเป็นผู้นำธุรกิจบริหารท่าอากาศยานของประเทศไทย ปัจจุบัน AOT ดำเนินธุรกิจในการบริหารท่าอากาศยานนานาชาติ 6 แห่ง ได้แก่ ท่าอากาศยานดอนเมือง ท่าอากาศยานภูเก็ต ท่าอากาศยานเชียงใหม่ ท่าอากาศยานหาดใหญ่ ท่าอากาศยานเชียงราย และ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ซึ่งทุกท่าอากาศยานให้บริการทั้งเที่ยวบินภายใน และต่างประเทศ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในวันที่ 28 ก.ย. 2006 โดยเป็นท่าอากาศยานหลักสามารถรองรับผู้โดยสารได้ 45 ล้านคน และคลังสินค้า 3 ล้านตัน ต่อปี และภายใน 1 ชั่วโมงสามารถรองรับเที่ยวบินได้ 76 เที่ยวบิน

Source: Thanachart

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

## O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค
- อุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในประเทศไทยอีกด้วย

## CONSENSUS COMPARISON

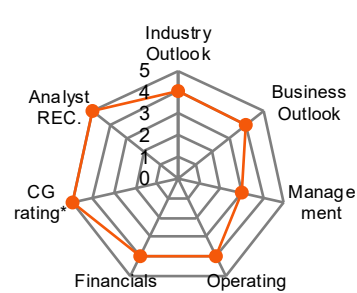
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	73.52	77.00	5%
Net profit 24F (Bt m)	21,724	20,402	-6%
Net profit 25F (Bt m)	27,996	25,894	-8%
Consensus REC	BUY: 21	HOLD: 5	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี FY24F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราให้ความระมัดระวังมากขึ้นต่อการฟื้นตัวของผู้โดยสารในปีดังกล่าว
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 5% เนื่องจากเราปรับมาใช้ปีฐานปี FY25F

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \*CG Rating

## W — Weakness

- รายได้ของ AOT มีความหลากหลายน้อย ซึ่งทำให้กำไรของบริษัทฯ แต่ละไตรมาสมีความผันผวนตามฤดูกาลท่องเที่ยว
- มีทิศทางที่ไม่ชัดเจน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล ซึ่งทำให้ AOT พลาดโอกาสที่จะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทย

## T — Threat

- ธุรกิจท่าอากาศยานมีการแข่งขันรุนแรง ท่าอากาศยานหลายแห่งในเอเชียกำลังลดค่าธรรมเนียม เพื่อดึงดูดสายการบิน
- การระบาดของโรคเป็นปัจจัยเสี่ยงกดดันอุตสาหกรรม

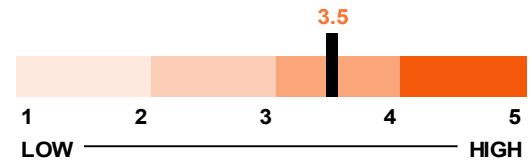
## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทย เป็นส่วนประกอบของเศรษฐกิจโลก จึงไม่ต้องสงสัยเลยว่า การท่องเที่ยวจะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของเศรษฐกิจโลก
- หากการระบาดของโควิด-19 ไม่ลดลงภายในสิ้นปี จะส่งผลกระทบต่อคาดการณ์การเติบโตของผู้โดยสารของเรา
- การแทรกแซงทางการเมือง และการคอร์รัปชัน เป็นอีกปัจจัยกังวลหนึ่งของเรา เนื่องจาก AOT เป็นรัฐวิสาหกิจ การลงทุนใหญ่ๆ ของ AOT จึงยังต้องได้รับการอนุมัติจากคณะรัฐมนตรี ดังนั้นความล่าช้าในการอนุมัติโดยคณะรัฐมนตรีจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ AOT

Source: Thanachart

AOT บริหารสนามบิน 6 แห่ง โดยอยู่ในกรุงเทพฯ 2 แห่ง และในจังหวัดท่องเที่ยว 4 แห่ง ครอบคลุมผู้โดยสารกว่า 85% ของประเทศไทย เราให้คะแนน ESG ของเราสำหรับ AOT ค่อนข้างดีที่ 3.5 เนื่องจากการปฏิบัติตามมาตรฐานอุตสาหกรรมอย่างเคร่งครัด ซึ่งรวมถึงใบรับรอง CAAT, ISO และ ICAO นอกจากนี้ยังให้ความสำคัญกับประเด็น ESG และมีเป้าหมายและการวัดผลในหลาย ๆ ด้าน

Thanachart ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
AOT	YES	A	YES	A	65.68	64.34	78.00	39.0	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" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
<b>ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม</li> <li>การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า</li> <li>การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก</li> <li>การบริหารจัดการน้ำ</li> <li>การบริหารจัดการของเสีย</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>เราให้คะแนน ESG ที่ค่อนข้างดีสำหรับ AOT เนื่องจากการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลต่างๆ อย่างเคร่งครัด และมีความมุ่งมั่นอย่างแรงกล้าต่อประเด็น ESG แม้ว่าสนามบินจะใช้ไฟฟ้าเป็นจำนวนมาก แต่ AOT ก็ไม่ได้ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ออกมาเป็นจำนวนมาก</li> <li>แผนการจัดการก๊าซเรือนกระจกของ AOT ได้รับการรับรองภายใต้โครงการ Airport Carbon Accreditation (ACA) ของ Airports Council International (ACI) สนามบินภูเก็ตได้รับการรับรองในระดับที่ 1 Mapping ขณะที่สนามบินอื่นๆ ได้รับการรับรอง level 3 Optimization ในการลดการปล่อย CO2</li> <li>โคมไฟเพดานสนามบินดอนเมืองเป็นถูกเปลี่ยนเป็นหลอด LED ซึ่งช่วยลดการใช้พลังงานลงได้ 767,000KWh ต่อปี AOT เตรียมติดตั้งโซลาร์รูฟท็อป 4.4MW ที่สนามบิน</li> <li>การจัดการน้ำและน้ำเสียดำเนินการโดยผู้รับเหมาที่ได้รับการรับรอง ISO14001:2015 ขณะที่การควบคุมมลพิษทางเสียงของ Noise Balanced Approaches นั้นได้รับการแนะนำโดยองค์การการบินพลเรือนระหว่างประเทศ (International Civil Aviation Organization: ICAO)</li> <li>ในปี 2021 ได้รับการร้องเรียน 17 เรื่องเกี่ยวกับปัญหาสังแวดล้อมและส่วนใหญ่ได้รับการแก้ไขแล้ว</li> </ul>
<b>ด้านสังคม (SOCIAL)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน</li> <li>การดูแลพนักงาน</li> <li>สุขอนามัยและความปลอดภัย</li> <li>ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์</li> <li>การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>AOT ดำเนินธุรกิจตามนโยบายความปลอดภัยของท่าอากาศยาน และใช้ระบบการจัดการความปลอดภัยของ ICAO</li> <li>AOT ดำเนินการตามขั้นตอนด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยตามมาตรฐาน ISO 45001:2018 และใช้เทคโนโลยีสารสนเทศและขั้นตอนความปลอดภัยในการสื่อสารตามมาตรฐาน ISO/IEC 27001:2013</li> <li>ในปี 2020 AOT ได้รับรางวัลสถานที่ทำงานดีเด่นด้านความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงานระดับชาติจากกระทรวงแรงงาน</li> <li>ในปี 2021 ได้ดำเนินกิจกรรมความรับผิดชอบต่อสังคม จำนวน 159 กิจกรรม โดยมีค่าใช้จ่ายสนับสนุน 99 ลบ.</li> </ul>
<b>ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท</li> <li>จริยธรรมและความโปร่งใส</li> <li>ความยั่งยืนของธุรกิจ</li> <li>การบริหารความเสี่ยง</li> <li>นวัตกรรม</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>คณะกรรมการบริษัท (BOD) ประกอบด้วยสมาชิก 15 คน โดย 11 คนเป็นกรรมการอิสระ และ 5 คนเป็นผู้หญิง ประธานเป็นกรรมการอิสระ</li> <li>AOT มีรายชื่ออยู่ในดัชนี Dow Jones Sustainability และอยู่ในอันดับที่ 4 จาก 105 บริษัท</li> <li>AOT ได้รับผลการประเมินคุณธรรมและความโปร่งใสในการดำเนินงานของหน่วยงานภาครัฐ (ITA) ใน "ระดับ A" จากสำนักงานคณะกรรมการป้องกันและปราบปรามการทุจริตแห่งชาติ</li> <li>มีการบริหารความเสี่ยงตาม COSO-ERM:2017 การรองรับระบบการบริหารความต่อเนื่องทางธุรกิจ ISO 22301:2019 และระบบการตรวจสอบภายในโดยสำนักงานตรวจสอบ ซึ่งรายงานโดยตรงต่อคณะกรรมการตรวจสอบ</li> <li>AOT มีแผนแม่บทด้านนวัตกรรมปี 2021-25 ที่ครอบคลุมในเรื่องประสบการณ์ของลูกค้า (Smart Journey) องค์กรดิจิทัล (Digital Organization) โครงสร้างพื้นฐานดิจิทัล (Smart Infrastructure) และธรรมาภิบาลและบุคลากรที่สอดคล้องกับยุคดิจิทัล (Digital Governance and Digital Workforce)</li> </ul>

Sources: Thanachart, Company data

## INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Sales	16,560	48,141	67,200	76,011	83,461
Cost of sales	19,485	23,059	27,517	29,339	31,388
<b>Gross profit</b>	<b>(2,925)</b>	<b>25,082</b>	<b>39,683</b>	<b>46,672</b>	<b>52,073</b>
% gross margin	-17.7%	52.1%	59.1%	61.4%	62.4%
Selling & administration expenses	8,522	10,723	11,760	12,162	12,937
<b>Operating profit</b>	<b>(11,447)</b>	<b>14,359</b>	<b>27,923</b>	<b>34,510</b>	<b>39,137</b>
% operating margin	-69.1%	29.8%	41.6%	45.4%	46.9%
Depreciation & amortization	8,932	8,870	11,121	12,252	13,686
<b>EBITDA</b>	<b>(2,515)</b>	<b>23,230</b>	<b>39,044</b>	<b>46,763</b>	<b>52,823</b>
% EBITDA margin	-15.2%	48.3%	58.1%	61.5%	63.3%
Non-operating income	313	294	324	466	528
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,930)	(2,890)	(2,693)	(2,550)	(2,432)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>(14,064)</b>	<b>11,763</b>	<b>25,554</b>	<b>32,426</b>	<b>37,233</b>
Income tax	(2,888)	2,235	5,111	6,485	7,447
<b>After-tax profit</b>	<b>(11,176)</b>	<b>9,528</b>	<b>20,443</b>	<b>25,941</b>	<b>29,786</b>
% net margin	-67.5%	19.8%	30.4%	34.1%	35.7%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(0)	0	0	0
Minority interests	(112)	(281)	(41)	(46)	(51)
Extraordinary items	200	(457)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>(11,088)</b>	<b>8,791</b>	<b>20,402</b>	<b>25,894</b>	<b>29,736</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>(11,288)</b>	<b>9,247</b>	<b>20,402</b>	<b>25,894</b>	<b>29,736</b>
EPS (Bt)	(0.8)	0.6	1.4	1.8	2.1
Normalized EPS (Bt)	(0.8)	0.6	1.4	1.8	2.1

*We expect AOT's continued strong earnings recovery...*

*...to jump to a record high from FY25F...*

*...driven by a passenger recovery and higher duty-free concession revenue*

## BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	8,476	19,014	20,463	23,000	22,808
Cash & cash equivalent	3,822	6,095	5,000	18,100	17,500
Account receivables	3,785	12,184	14,729	4,165	4,573
Inventories	0	0	0	0	0
Others	869	735	735	735	735
Investments & loans	13	13	13	13	13
Net fixed assets	115,705	122,876	128,349	135,136	148,307
Other assets	59,619	53,708	54,691	55,737	56,851
<b>Total assets</b>	<b>183,813</b>	<b>195,611</b>	<b>203,517</b>	<b>213,886</b>	<b>227,979</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	14,495	23,293	17,608	16,251	16,799
Account payables	1,056	2,086	2,490	2,010	2,580
Bank overdraft & ST loans	600	2,697	2,635	2,229	2,555
Current LT debt	1,999	1,516	1,288	817	468
Others current liabilities	10,840	16,994	11,195	11,195	11,195
<b>Total LT debt</b>	<b>3,314</b>	<b>1,646</b>	<b>1,932</b>	<b>1,907</b>	<b>2,655</b>
Others LT liabilities	63,485	58,494	60,047	59,747	59,447
<b>Total liabilities</b>	<b>81,294</b>	<b>83,433</b>	<b>79,587</b>	<b>77,905</b>	<b>78,901</b>
Minority interest	1,195	1,713	1,754	1,801	1,851
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Share premium	12,568	12,568	12,568	12,568	12,568
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	905	771	771	771	771
<b>Retained earnings</b>	<b>73,565</b>	<b>82,841</b>	<b>94,551</b>	<b>106,556</b>	<b>119,603</b>
Shareholders' equity	101,324	110,465	122,175	134,180	147,227
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>183,813</b>	<b>195,611</b>	<b>203,517</b>	<b>213,886</b>	<b>227,979</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates



## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Earnings before tax	(14,064)	11,763	25,554	32,426	37,233
Tax paid	2,888	(2,235)	(5,111)	(6,485)	(7,447)
Depreciation & amortization	8,932	8,870	11,121	12,252	13,686
Chg In working capital	(22)	(7,369)	(2,142)	10,083	162
Chg In other CA & CL / minorities	3,822	9,098	(3,399)	2,280	2,166
<b>Cash flow from operations</b>	<b>1,556</b>	<b>20,127</b>	<b>26,024</b>	<b>50,556</b>	<b>45,800</b>
Capex	(12,479)	(16,042)	(16,595)	(19,039)	(26,857)
Right of use	4,540	3,211	300	300	300
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(7)	0	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(4,503)	(5,312)	(2,129)	(3,927)	(3,880)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(12,450)</b>	<b>(18,143)</b>	<b>(18,424)</b>	<b>(22,666)</b>	<b>(30,436)</b>
Debt financing	(2,455)	(62)	(4)	(902)	725
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(8)	(18)	(8,692)	(13,889)	(16,689)
Warrants & other surplus	76	368	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(2,387)</b>	<b>288</b>	<b>(8,696)</b>	<b>(14,791)</b>	<b>(15,964)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>(10,924)</b>	<b>4,086</b>	<b>9,430</b>	<b>31,517</b>	<b>18,944</b>

*We assume AOT's capex at Bt187bn over the next 10 years for its capacity expansion*

## VALUATION

FY ending Sep	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
Normalized PE (x)	na	98.1	44.5	35.0	30.5
Normalized PE - at target price (x)	na	119.0	53.9	42.5	37.0
PE (x)	na	103.2	44.5	35.0	30.5
PE - at target price (x)	na	125.1	53.9	42.5	37.0
EV/EBITDA (x)	na	39.0	23.3	19.1	16.9
EV/EBITDA - at target price (x)	na	47.3	28.2	23.2	20.6
P/BV (x)	9.0	8.2	7.4	6.8	6.2
P/BV - at target price (x)	10.9	10.0	9.0	8.2	7.5
P/CFO (x)	583.1	45.1	34.9	17.9	19.8
Price/sales (x)	54.8	18.8	13.5	11.9	10.9
Dividend yield (%)	0.0	0.6	1.3	1.7	2.0
FCF Yield (%)	(1.2)	0.5	1.0	3.5	2.1
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	(0.8)	0.6	1.4	1.8	2.1
EPS	(0.8)	0.6	1.4	1.8	2.1
DPS	0.0	0.4	0.9	1.1	1.2
BV/share	7.1	7.7	8.6	9.4	10.3
CFO/share	0.1	1.4	1.8	3.5	3.2
FCF/share	(0.8)	0.3	0.7	2.2	1.3

Sources: Company data, Thanachart estimates

*45x PE in FY24F before falling to 35/31x PEs in FY25-26F looks attractive vs. its average of 40x in FY17-19*



## FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	133.7	190.7	39.6	13.1	9.8
Net profit (%)	na	na	132.1	26.9	14.8
EPS (%)	na	na	132.1	26.9	14.8
Normalized profit (%)	na	na	120.6	26.9	14.8
Normalized EPS (%)	na	na	120.6	26.9	14.8
Dividend payout ratio (%)	0.0	58.5	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	(17.7)	52.1	59.1	61.4	62.4
Operating margin (%)	(69.1)	29.8	41.6	45.4	46.9
EBITDA margin (%)	(15.2)	48.3	58.1	61.5	63.3
Net margin (%)	(67.5)	19.8	30.4	34.1	35.7
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	0.0	(0.0)	0.0	(0.1)	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	na	5.0	10.4	13.5	16.1
Interest coverage - EBITDA (x)	na	8.0	14.5	18.3	21.7
ROA - using norm profit (%)	na	4.9	10.2	12.4	13.5
ROE - using norm profit (%)	na	8.7	17.5	20.2	21.1
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	na	9.0	17.6	20.2	21.2
- asset turnover (x)	0.1	0.3	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	na	30.4	42.0	46.0	47.5
- leverage (x)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
- interest burden (%)	126.3	80.3	90.5	92.7	93.9
- tax burden (%)	na	81.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.7	7.7
ROIC (%)	(11.0)	11.2	20.3	22.4	25.9
NOPAT (Bt m)	(11,447)	11,631	22,338	27,608	31,310
invested capital (Bt m)	103,415	110,228	123,030	121,034	135,406

Sources: Company data, Thanachart estimates

*Despite the COVID crisis  
for three years, AOT's  
balance sheet is still solid  
with low gearing*

## 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	<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.

### 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](http://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.

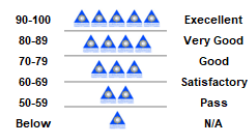
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

### Recommendation Structure:

Recommendations are based on absolute upside or downside, which is the difference between the target price and the current market price. If the upside is 10% or more, the recommendation is BUY. If the downside is 10% or more, the recommendation is SELL. For stocks where the upside or downside is less than 10%, the recommendation is HOLD. Unless otherwise specified, these recommendations are set with a 12-month horizon. Thus, it is possible that future price volatility may cause a temporary mismatch between upside/downside for a stock based on the market price and the formal recommendation.

For sectors, an "Overweight" sector weighting is used when we have BUYs on majority of the stocks under our coverage by market cap. "Underweight" is used when we have SELLs on majority of the stocks we cover by market cap. "Neutral" is used when there are relatively equal weightings of BUYs and SELLs.

### Disclosures:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 89.96 โดย ธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.31 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็น ผู้ร่วมจัดการการจัดจำหน่ายและรับประกันการจำหน่าย ให้กับบริษัท บริษัท โมชิ โมชิ รีเทล คอร์ปอเรชั่น จำกัด (มหาชน) Moshi Moshi Retail Corporation Pcl (MOSHI) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ชุดที่ 1-5 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-79" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 5/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71" ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 2/2567 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569-71 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท สหกลอคิวเบนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2567 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2569 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

## Thanachart Research Team

<b>หัวหน้าฝ่าย, Strategy</b> พิมพ์ภา นิการุณ, CFA Tel: 662-779-9199 pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล Tel: 662-779-9120 adisak.phu@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เทคนิค</b> ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ Tel: 662-779-9105 pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
<b>สาธารณโภค, สื่อสาร</b> ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ Tel: 662-483-8296 nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	<b>อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรอ</b> พัทธดนย์ บุณนาค Tel: 662-483-8298 pattadol.bun@thanachartsec.co.th	<b>อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย</b> พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ Tel: 662-779-9109 phannarai.von@thanachartsec.co.th
<b>ยานยนต์, หินคมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง</b> รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ Tel: 662-483-8297 rata.lim@thanachartsec.co.th	<b>ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน</b> สรัชดา ศรทรง Tel: 662-779-9106 sarachada.sor@thanachartsec.co.th	<b>ขนส่ง, รับเหมา</b> ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ Tel: 662-779-9112 saksid.pha@thanachartsec.co.th
<b>Small Cap, การแพทย์, โรงแรม</b> ศิริพร อรุโณทัย Tel: 662-779-9113 siriporn.aru@thanachartsec.co.th	<b>พลังงาน, อิโตรเคมี</b> ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ Tel: 662-779-9110 yupapan.pol@thanachartsec.co.th	<b>นักวิเคราะห์, แพล</b> ลาภินี ทิพยมณฑล Tel: 662-779-9115 lapinee.dib@thanachartsec.co.th
<b>วิเคราะห์ทางเทคนิค</b> วิชานันท์ ธรรมบำรุง Tel: 662-779-9123 witchanan.tam@thanachartsec.co.th	<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล Tel: 662-483-8304 thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	<b>วิเคราะห์เชิงปริมาณ</b> สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ Tel: 662-483-8303 sittichet.run@thanachartsec.co.th
<b>กลยุทธ์การลงทุน</b> นลิกรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA Tel: 662-779-9107 naripom.kla@thanachartsec.co.th		

## Data Support Team

<b>มฤดี เพชรแสงใสกุล</b> Tel: 662-779-9108 monrudee.pet@thanachartsec.co.th	<b>เกษมรัตน์ จิตกุล</b> Tel: 662-779-9118 kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	<b>วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์</b> Tel: 662-779-9114 varathip.run@thanachartsec.co.th
<b>สุนทร รักษาวัต</b> Tel: 662-779-9117 sunset.rak@thanachartsec.co.th	<b>สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์</b> Tel: 662-779-9116 suksawat.lim@thanachartsec.co.th	<b>สุจินตนา สถาพร</b> Tel: 662-779-9198 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