

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 24.00

(From: Bt 30.00)

18 JUNE 2025

Downside : 14.3%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

อาจมีการแก้ไขสัญญา

AOT และผู้ได้รับสัมปทานพื้นที่ปลอดอากรและเชิงพาณิชย์ - ดิง พาวเวอร์ กำลังอยู่ระหว่างการเจรจาต่อรองเงื่อนไขในสัญญา ภายใต้สมมติฐานของเราที่ให้รายได้ประกันขั้นต่ำของดิง พาวเวอร์ ถูกปรับลง 27% และการเติบโตของผู้โดยสารระหว่างประเทศอยู่ที่ 6/1/5% y-y ในปี FY25-27F เราได้มูลค่าเหมาะสมสำหรับ AOT ใหม่ที่ 24 บาท/หุ้น คงคำแนะนำ “ขาย”



SAKSID PHADTHANANARAK

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

การเจรจาต่อรองเงื่อนไขในสัญญาของดิง พาวเวอร์ ดิง พาวเวอร์ (KP) ผู้ได้รับสัมปทานพื้นที่ปลอดอากรและเชิงพาณิชย์รายใหญ่ที่สุดของ AOT ได้ขอเจรจาต่อรองเงื่อนไขสัญญากับ AOT เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารต่ำกว่าที่คาดไว้และการใช้จ่ายเฉลี่ยต่อหัวที่อ่อนตัว AOT คาดว่าการเจรจาจะใช้เวลาประมาณสองเดือน ในระหว่างนี้ KP ขอชำระรายได้ในอัตรา 20% แทนการจ่ายรายได้ประกันขั้นต่ำในช่วงเวลาการเจรจา เราคาดว่า AOT จะพยายามเก็บ KP ไว้เป็นผู้ได้รับสัมปทาน เนื่องจากการเปิดประมูลใหม่อาจทำให้เกิดปัญหาหลายประการและไม่มี การรับประกันว่าจะได้ผลลัพธ์ที่ดีกว่า

มูลค่ายุติธรรมใหม่ของ AOT อยู่ที่ 24 บาท

สมมติฐานกำไรใหม่ของเรามาจาก 1) เราสมมติว่ารายได้ประกันขั้นต่ำของ KP จะถูกปรับลง 27% ซึ่งเราเชื่อว่าใกล้เคียงกับส่วนแบ่งรายได้ 20% ที่ KP ขอจ่ายให้ AOT ในระยะเวลาการเจรจา 2) เนื่องจากนักท่องเที่ยวอ่อนแอลง เราจึงปรับลดจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ผ่านท่าอากาศยานของ AOT ลง 1-5% ต่อปี เป็น 77/77/81 ล้านคน ในปี FY25-27F (AOT สิ้นงวดเดือนก.ย.) โดยในปี FY24 จำนวนผู้โดยสารอยู่ที่ 73 ล้านคน 3) เราปรับมาใช้ปีฐานปี FY26F ด้วยสมมติฐานใหม่เหล่านี้ คาดการณ์กำไรของเราจะลดลง 1/20/19% ในปี FY25-27F และราคาเป้าหมายใหม่ (ปีฐาน FY26F) จะลดลงเหลือ 24 บาท/หุ้น จากเดิมที่ 30 บาท/หุ้น (ราคาเป้าหมายเดิมที่ 30 บาท ได้รวมความเสี่ยงของการปรับสัญญาแล้ว แต่ดูเหมือนจะไม่เพียงพอสำหรับการปรับสัญญาในครั้งนี้) โปรดดูบทวิเคราะห์ที่ AOT ของเรา “มีความเสี่ยงหลายประการ” วันที่ 14 พฤษภาคม 2025

การเพิ่มค่าบริการผู้โดยสาร (PSC) ไม่ใช่กรณีฐานของเรา

AOT และสำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย กำลังศึกษาโครงสร้างค่าบริการผู้โดยสาร (PSC) ใหม่ โดยคาดว่าจะการศึกษาจะเสร็จสิ้นภายในไม่กี่เดือนข้างหน้า และ AOT มีแผนจะยื่นขอปรับขึ้น PSC ภายในเดือนกันยายนปีนี้อย่างไรก็ตาม เรายังไม่ได้รวมการปรับขึ้นค่าบริการนี้ในประมาณการของเรา เนื่องจากยังคงมองว่ามีความเสี่ยงที่อาจล่าช้า เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่ยังฟื้นตัวไม่เต็มที่ เราได้ประเมินอ่อนไหวของกำไร โดยหากมีการปรับขึ้น PSC ที่ 100-300 บาทต่อผู้โดยสาร จะทำให้กำไรของ AOT เพิ่มขึ้น 16-50% และจะส่งผลให้ราคาเป้าหมายปรับขึ้นเป็น 28-35 บาทต่อหุ้น

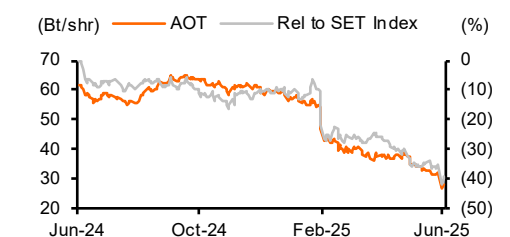
คงคำแนะนำ “ขาย”

เรายังคงแนะนำ “ขาย” หุ้น AOT ด้วยเหตุผลดังนี้ 1) การแก้ไขสัญญาดูเหมือนจะหลีกเลี่ยงไม่ได้ และคาดว่าจะส่งผลเชิงลบต่อ AOT ขณะที่ราคาเป้าหมายในกรณีฐานของเราบ่งชี้ว่าราคาหุ้นมี downside 14% จากราคาปัจจุบัน 2) แนวโน้มการท่องเที่ยวของไทยยังคงอ่อนแอ แม้รัฐบาลจีนจะส่งเสริมการท่องเที่ยวภายในประเทศของตน ขณะที่ค่าเงินบาทยังแข็งค่าเมื่อเทียบกับสกุลเงินอื่นๆ จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางมาไทยใน 5M25 ลดลง 3% y-y 3) กำลังซื้อที่ลดลงอาจทำให้การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวลดลงอย่างต่อเนื่อง 4) เราคาดว่า EPS ของ AOT จะลดลง 8/13% ในปี FY25-26F และมองว่าที่ FY26F PE ที่ 26 เท่า นั้นถือว่าแพง และ 5) เราปรับลดคะแนน ESG ของหุ้นลงจาก 3.06 เหลือ 2.92

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	67,121	66,650	64,520	67,902
Net profit	19,182	17,965	15,643	16,978
Consensus NP	—	18,871	19,301	21,349
Diff frm cons (%)	—	(4.8)	(19.0)	(20.5)
Norm profit	19,515	17,965	15,643	16,978
Prev. Norm profit	—	18,150	19,518	21,024
Chg frm prev (%)	—	(1.0)	(19.9)	(19.2)
Norm EPS (Bt)	1.4	1.3	1.1	1.2
Norm EPS grw (%)	111.0	(7.9)	(12.9)	8.5
Norm PE (x)	20.5	22.3	25.6	23.6
EV/EBITDA (x)	10.0	10.2	10.8	10.0
P/BV (x)	3.2	3.0	2.9	2.8
Div yield (%)	2.8	2.7	2.3	2.5
ROE (%)	16.6	14.1	11.7	12.1
Net D/E (%)	(13.4)	(16.8)	(19.5)	(21.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Jun-25 (Bt)	28.00
Market Cap (US\$ m)	12,265.4
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	44.5
12M Price H/L (Bt)	64.75/27.25
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

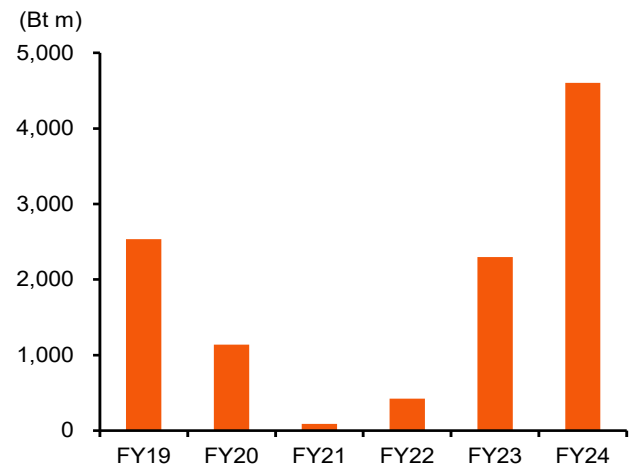
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเปิดเผยข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: AOT's Rev. From KP's Duty-free Contracts



Source: Company data

Ex 2: AOT's Rev. From KP's Commercial Space Contracts



Source: Company data

Ex 3: Key Assumption Changes

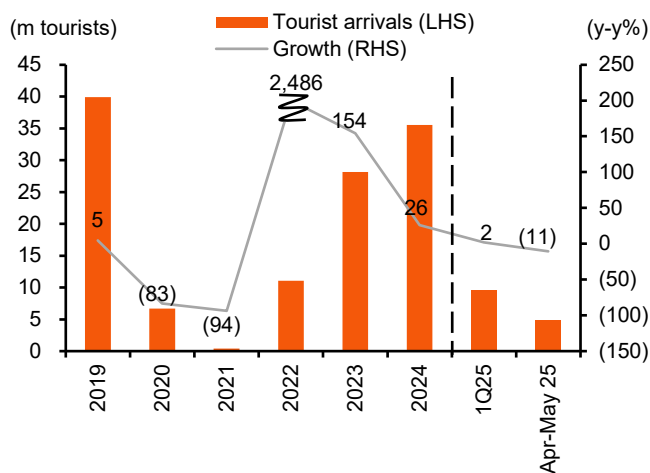
	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
International pax. (m pax.)						
- New	13.9	53.9	72.7	76.7	77.4	81.3
- Old				77.7	81.6	85.7
- Change (%)				(1.4)	(5.2)	(5.2)
Duty-free concession revenue (Bt m)						
- New	1,682	7,145	13,088	10,681	8,320	8,736
- Old				10,810	11,350	11,917
- Change (%)				1.2	(26.7)	(26.7)
Commercial space concession revenue (Bt m)						
- New	424	2,299	4,605	4,517	3,434	3,605
- Old				4,565	4,793	5,032
- Change (%)				(1.1)	(28.3)	(28.3)
Gross margin (%)						
- New	(17.7)	52.1	58.0	55.8	53.1	53.5
- Old				56.1	56.8	57.2
- Change (ppt)				(0.3)	(3.7)	(3.7)
Normalized profit (Bt m)						
- New	(11,288)	9,247	19,515	17,965	15,643	16,978
- Old				18,150	19,518	21,024
- Change (%)				(1.0)	(19.9)	(19.2)

Sources: Company data, Thanachart estimates

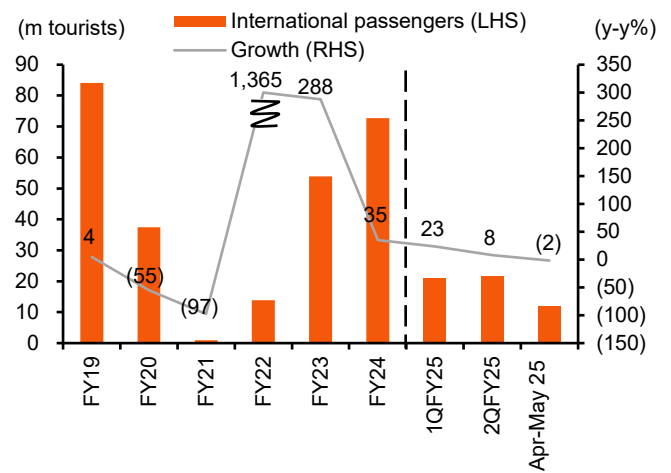
Ex 4: Sensitivity Analysis Of Our Earnings And TP to Changes In KP's Minimum Guaranteed Amount

	— KP's total MAG (Bt m) —			— AOT's earnings (Bt m) —			TP (Bt/share)
	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	
Our base case	15,198	11,754	12,341	17,965	15,643	16,978	24
10% higher minimum guarantee than our base case	15,198	12,929	13,574	17,965	16,531	17,923	25
20% higher minimum guarantee than our base case	15,198	14,104	14,808	17,965	17,420	18,867	26
10% lower minimum guarantee than our base case	15,198	10,580	11,108	17,965	14,754	16,033	23
20% lower minimum guarantee than our base case	15,198	9,405	9,874	17,965	13,866	15,089	22

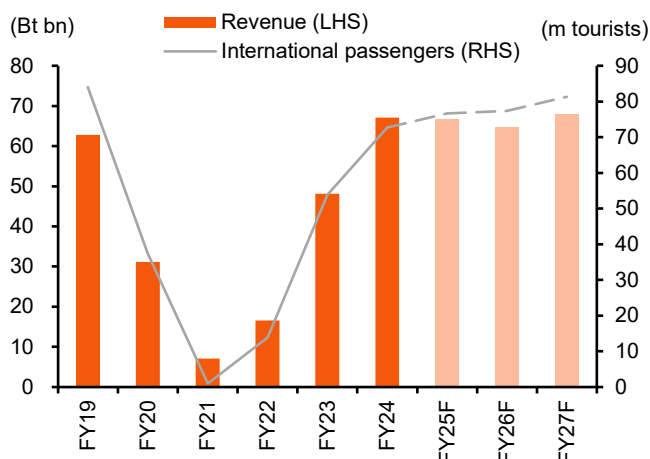
Source: Thanachart estimates

Ex 5: Thailand's Tourist Arrivals

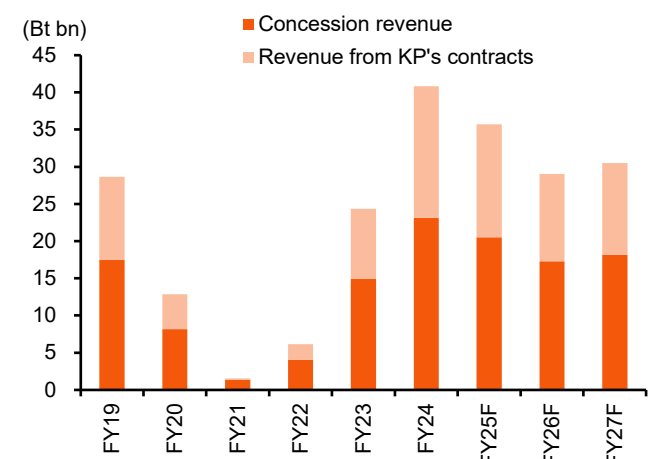
Source: Economics Tourism and Sports Division

Ex 6: AOT's International Passengers

Source: Company data

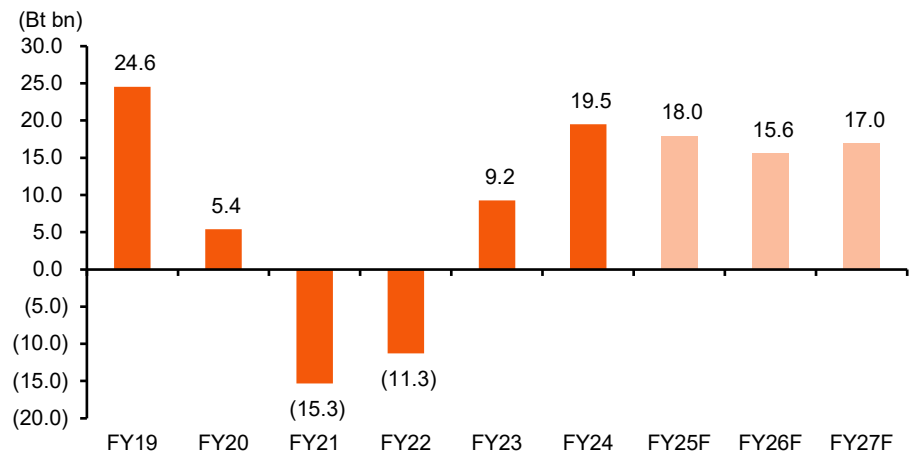
Ex 7: AOT's Revenue And International Passengers

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: AOT's Total Concession Revenue

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: AOT's Normalized Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Sensitivity Analysis Of Our Earnings And TP to Changes In Passenger Service Charges

	Inter. Pax.'s PSC (Bt/Pax.)	Total PSC (Bt m)			AOT's earnings (Bt m)			TP (Bt/share)
		FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	
Our base case	700	25,992	26,336	27,648	17,965	15,643	16,978	24
14% higher inter. pax PSC	800	25,992	29,766	31,250	17,965	18,237	19,737	28
29% higher inter. pax PSC	900	25,992	33,197	34,852	17,965	20,832	22,495	31
43% higher inter. pax PSC	1,000	25,992	36,627	38,454	17,965	23,426	25,254	35

Source: Thanachart estimates

Ex 11: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY25F

(Bt m)	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	FY34F	FY35F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	36,959	34,421	36,744	39,209	41,828	43,061	45,969	48,970	52,153	55,353	54,811	—
Free cash flow	23,727	15,664	14,861	16,432	10,866	10,306	8,207	8,237	11,666	14,231	28,226	671,468
PV of free cash flow	—	15,621	12,518	12,699	7,706	6,707	4,902	4,514	5,866	6,567	11,953	155,776
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	325,789											
Net debt (FY24)	(22,528)											
Minority interest	2,746											
Equity value	345,572											
# of shares (m)	14,286											
Equity value/share (Bt)	24.0											

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F	25F	26F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	na	334.0	na	28.6	0.9	0.8	11.6	9.8	0.1	0.4
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	28.8	19.6	31.4	26.3	1.8	1.7	14.3	12.5	1.2	1.5
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	(3.6)	(2.7)	12.9	13.3	1.1	1.0	11.9	11.2	1.2	2.7
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	(11.4)	(6.3)	16.6	17.7	2.0	1.9	7.6	7.3	2.0	2.1
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	(1.6)	5.0	13.2	12.6	3.8	3.5	8.0	7.3	13.6	4.8
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	5.7	14.6	18.0	15.7	1.7	1.6	8.1	7.7	2.0	2.4
Airports Corp of Vietnam	ACV VN	Vietnam	(8.9)	14.4	19.0	16.6	2.9	2.5	10.8	9.7	na	na
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	(7.9)	(12.9)	22.3	25.6	3.0	2.9	10.2	10.8	2.7	2.3
Average			0.2	45.7	19.1	19.6	2.2	2.0	10.3	9.5	3.3	2.3

Source: Bloomberg
Note: * Thanachart estimates using normalized EPS
Based on 18 June 2025 closing prices

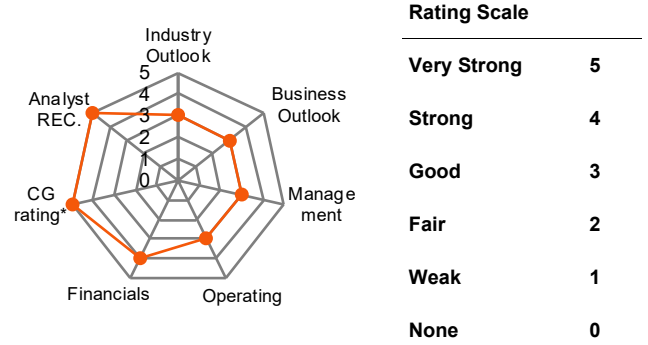
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) เป็นองค์กรรัฐวิสาหกิจ และเป็นผู้นำธุรกิจบริหารท่าอากาศยานของประเทศไทย ปัจจุบัน AOT ดำเนินธุรกิจในการบริหารท่าอากาศยานนานาชาติ 6 แห่ง ได้แก่ ท่าอากาศยานดอนเมือง ท่าอากาศยานภูเก็ต ท่าอากาศยานเชียงใหม่ ท่าอากาศยานหาดใหญ่ ท่าอากาศยานเชียงราย และ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ซึ่งทุกท่าอากาศยานให้บริการทั้งเที่ยวบินภายใน และต่างประเทศ รายได้ค่าบริการผู้โดยสาร (PSC) และค่าขึ้น-ลงและจอดอากาศยาน คิดเป็นประมาณ 50% ของรายได้รวมทั้งหมดของบริษัทฯ ขณะที่รายได้ที่เหลือมาจากธุรกิจที่ไม่เกี่ยวข้องกับการบิน เช่น รายได้จากสัมปทานและค่าบริการต่าง ๆ

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค และอุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทย ยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในไทยอีกด้วย

W — Weakness

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

T — Threat

- การแข่งขันในธุรกิจสนามบินสูงขึ้น ขณะที่รัฐบาลในหลายประเทศมีนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ
- ภัยพิบัติธรรมชาติ ความตึงเครียดทางการเมือง และสงครามเป็นภัยคุกคามต่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	34.58	24.00	-31%
Norm profit 25F (Bt m)	18,716	17,965	-4%
Norm profit 26F (Bt m)	18,723	15,643	-16%
Consensus REC	BUY: 10	HOLD: 11	SELL: 7

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรของเราในปี FY25-26F ต่ำกว่าประมาณการของ Bloomberg consensus 4-16% ซึ่งเราเชื่อว่าเป็นผลมาจากสมมติฐานของเราที่ปรับลดรายได้ประกันขั้นต่ำที่ KP จ่ายให้ AOT และการใช้สมมติฐานที่ระมัดระวังมากขึ้นเกี่ยวกับการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยว
- ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าที่นักวิเคราะห์รายอื่นในตลาด 31% สะท้อนประมาณการกำไรของเราที่ต่ำกว่า

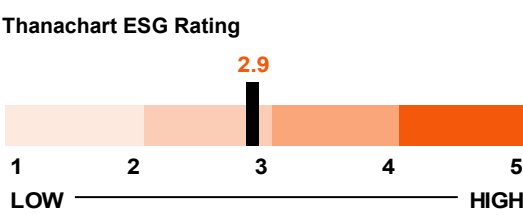
Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยมากกว่าที่คาดไว้ อาจจะเป็นปัจจัยบวกต่อการคาดการณ์กำไรของเรา
- การดำเนินมาตรการของรัฐบาลในการกระตุ้นอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวอาจช่วยเพิ่มจำนวนของนักท่องเที่ยว ซึ่งจะส่งผลดีต่อกำไรของ AOT
- การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวที่สูงกว่าที่คาดไว้จะช่วยให้ King Power แก้ปัญหาสภาพคล่องได้ ซึ่งจะช่วยลดความเสี่ยงของเรากับ AOT ในการลดรายได้ประกันขั้นต่ำสำหรับสิทธิการเข้าพื้นที่ปลอดอากรและพื้นที่เชิงพาณิชย์

Source: Thanachart

AOT บริหารสนามบิน 2 แห่งในกรุงเทพฯ และอีก 4 แห่งในจังหวัดท่องเที่ยว โดยควบคุมการเดินทางของผู้โดยสารของประเทศไทยมากกว่า 85% AOT ได้รับการจัดอันดับอยู่ใน 10% แรกขององค์กรที่ยั่งยืนใน S&P Global Sustainability Yearbook 2024 คะแนน ESG ของเราสำหรับ AOT คือ 2.92



	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	64.61	52.18	77.00	45.0	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
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) <ul style="list-style-type: none">นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อมการบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้าการบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจกการบริหารจัดการน้ำการบริหารจัดการของเสีย	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมแก่ AOT ที่ 3.2 เนื่องจากการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลที่เข้มงวดและความมุ่งมั่นที่แข็งแกร่งในเรื่องปัญหาสิ่งแวดล้อม แม้ว่าสนามบินจะใช้พลังงานไฟฟ้าจำนวนมาก แต่ AOT ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในปริมาณสูงแผนการจัดการ GHG ของ AOT ได้รับการรับรองจาก Airport Carbon Accreditation (ACA) ของ Airports Council International (ACI) โดยจากสนามบิน 6 แห่งของ AOT มี 5 แห่งได้รับการรับรอง ACA ระดับ 3 (Optimization) และ 1 แห่งได้รับการรับรองระดับ 1 (Mapping)AOT ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการปล่อยมลภาวะสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2044 ปัจจุบัน AOT มีแผงโซลาร์เซลล์ 4.4MW สำหรับการใช้ภายใน และมีแผนที่จะติดตั้งเพิ่มอีก 33MW ผ่านระบบโซลาร์รูฟท็อป และโซลาร์ลอยน้ำ ในปี 2023 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเพิ่มขึ้น 27% y-y และการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้น 88% y-y เนื่องจากการฟื้นตัวทางธุรกิจการจัดการน้ำ, น้ำเสีย, และขยะของ AOT ดำเนินการโดยผู้รับเหมาที่ได้รับการรับรอง ISO14001:2015 ขณะที่ AOT ได้นำวิธีการ Noise Balanced Approaches ของ International Civil Aviation Organization (ICAO) มาใช้ในการดำเนินงานของสนามบิน
ด้านสังคม (SOCIAL) <ul style="list-style-type: none">การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชนการดูแลพนักงานสุขอนามัยและความปลอดภัยความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	<ul style="list-style-type: none">เราให้คะแนนด้านสังคมแก่ AOT ที่ 3.2 เนื่องจาก AOT ดำเนินธุรกิจตามนโยบายความปลอดภัยสนามบิน และใช้ระบบการจัดการความปลอดภัย ตามมาตรฐานของ ICAO (International Civil Aviation Organization)AOT ดำเนินการตามขั้นตอนด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยตามมาตรฐาน ISO 45001:2018 และใช้เทคโนโลยีสารสนเทศและขั้นตอนความปลอดภัยในการสื่อสารตามมาตรฐาน ISO/IEC 27001:2013ในปี 2024, AOT ได้รับใบรับรองคุณภาพการบริการจาก ACI Airport Customer Experience Accreditation (Level 1) จาก Airport Council International (ACI) และได้รับรางวัลสถานที่ทำงานดีเด่นด้านความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงานระดับชาติจากกระทรวงแรงงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) <ul style="list-style-type: none">โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัทจริยธรรมและความโปร่งใสความยั่งยืนของธุรกิจการบริหารความเสี่ยงนวัตกรรม	<ul style="list-style-type: none">เราประเมินคะแนนด้านบรรษัทภิบาล (Governance) ของ AOT อยู่ที่ 2.4 เพื่อสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่เหมาะสม และการปรับเปลี่ยนสัญญาสัมปทานผิดที่ผิดบ่อยครั้งเรามองว่า AOT ไม่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม โดยประธานคณะกรรมการ (BOD) ไม่เป็นอิสระ คณะกรรมการบริษัท มีทั้งหมด 15 คน แต่มีเพียง 7 คน (<2/3 อัตราส่วนที่เหมาะสม) ที่เป็นกรรมการอิสระ และมีกรรมการหญิง 3 คนด้านบวก, AOT มีคณะกรรมการต่างๆ ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ, คณะกรรมการสรรหา, คณะกรรมการค่าตอบแทน, คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง ซึ่งมีประธานกรรมการที่เป็นอิสระAOT มีความยั่งยืนทางธุรกิจในระดับที่ดี เนื่องจากลักษณะธุรกิจที่เป็นประตูหลักสู่ภาคการท่องเที่ยวของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ประเด็นล่าสุดที่เกี่ยวข้องกับ King Power ได้สร้างความกังวลในตลาดเกี่ยวกับธรรมาภิบาลขององค์กรและความเสี่ยงจากการพึ่งพาคู่ค้ารายใหญ่เพียงรายเดียว

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	48,141	67,121	66,650	64,520	67,902
Cost of sales	23,059	28,178	29,487	30,292	31,584
Gross profit	25,082	38,943	37,162	34,228	36,318
% gross margin	52.1%	58.0%	55.8%	53.1%	53.5%
Selling & administration expenses	10,723	11,920	12,663	12,904	13,512
Operating profit	14,359	27,023	24,499	21,324	22,805
% operating margin	29.8%	40.3%	36.8%	33.1%	33.6%
Depreciation & amortization	8,870	11,404	12,460	13,097	13,938
EBITDA	23,230	38,427	36,959	34,421	36,744
% EBITDA margin	48.3%	57.3%	55.5%	53.3%	54.1%
Non-operating income	294	613	1,144	1,279	1,379
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,890)	(2,757)	(2,461)	(2,348)	(2,223)
Pre-tax profit	11,763	24,879	23,181	20,255	21,961
Income tax	2,235	4,903	4,636	4,051	4,392
After-tax profit	9,528	19,976	18,545	16,204	17,569
% net margin	19.8%	29.8%	27.8%	25.1%	25.9%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(1)	0	0	0
Minority interests	(281)	(460)	(580)	(561)	(591)
Extraordinary items	(457)	(333)	0	0	0
NET PROFIT	8,791	19,182	17,965	15,643	16,978
Normalized profit	9,247	19,515	17,965	15,643	16,978
EPS (Bt)	0.6	1.3	1.3	1.1	1.2
Normalized EPS (Bt)	0.6	1.4	1.3	1.1	1.2

*We expect earnings to fall
in FY25-26F given...*

*...slower passenger
growth, a fall in
concession revenue, and
higher operating costs*

BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	19,014	30,224	35,006	39,094	41,337
Cash & cash equivalent	6,095	18,541	24,960	29,340	32,980
Account receivables	12,184	10,767	9,130	8,838	7,441
Inventories	0	0	0	0	0
Others	735	916	916	916	916
Investments & loans	13	52	52	52	52
Net fixed assets	122,876	126,123	124,289	126,042	130,929
Other assets	53,708	49,750	52,599	52,859	53,130
Total assets	195,611	206,150	211,946	218,048	225,448
LIABILITIES:					
Current liabilities:	23,293	23,363	23,637	23,888	23,773
Account payables	2,086	1,767	2,424	2,490	2,596
Bank overdraft & ST loans	2,697	198	1,094	937	774
Current LT debt	1,516	617	535	343	142
Others current liabilities	16,994	20,781	19,584	20,118	20,261
Total LT debt	1,646	835	802	801	804
Others LT liabilities	58,494	55,553	53,595	53,325	53,055
Total liabilities	83,433	79,751	78,034	78,014	77,632
Minority interest	1,713	2,166	2,746	3,307	3,898
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	771	498	498	498	498
Retained earnings	82,841	96,881	103,814	109,375	116,566
Shareholders' equity	110,465	124,233	131,166	136,726	143,918
Liabilities & equity	195,611	206,150	211,946	218,048	225,448

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	11,763	24,879	23,181	20,255	21,961
Tax paid	(2,235)	(3,638)	(5,273)	(3,767)	(4,504)
Depreciation & amortization	8,870	11,404	12,460	13,097	13,938
Chg In working capital	(7,369)	1,098	2,293	358	1,503
Chg In other CA & CL / minorities	9,119	4,878	1,840	2,530	2,422
Cash flow from operations	20,148	38,621	34,501	32,473	35,320
Capex	(16,042)	(14,651)	(10,625)	(14,850)	(18,825)
Right of use	3,211	3,160	300	300	300
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(39)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,333)	(4,904)	(7,506)	(3,110)	(3,007)
Cash flow from investments	(18,164)	(16,434)	(17,831)	(17,660)	(21,532)
Debt financing	(62)	(4,327)	781	(350)	(362)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(18)	(5,151)	(11,032)	(10,082)	(9,786)
Warrants & other surplus	368	(263)	0	0	0
Cash flow from financing	288	(9,742)	(10,251)	(10,433)	(10,148)
Free cash flow	4,107	23,970	23,876	17,623	16,495

We assume AOT's capex at Bt255bn over the next 10 years for its capacity expansion

VALUATION

FY ending Sep	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	43.3	20.5	22.3	25.6	23.6
Normalized PE - at target price (x)	37.1	17.6	19.1	21.9	20.2
PE (x)	45.5	20.9	22.3	25.6	23.6
PE - at target price (x)	39.0	17.9	19.1	21.9	20.2
EV/EBITDA (x)	17.2	10.0	10.2	10.8	10.0
EV/EBITDA - at target price (x)	14.7	8.5	8.7	9.2	8.5
P/BV (x)	3.6	3.2	3.0	2.9	2.8
P/BV - at target price (x)	3.1	2.8	2.6	2.5	2.4
P/CFO (x)	19.9	10.4	11.6	12.3	11.3
Price/sales (x)	8.3	6.0	6.0	6.2	5.9
Dividend yield (%)	1.3	2.8	2.7	2.3	2.5
FCF Yield (%)	1.0	6.0	6.0	4.4	4.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	1.4	1.3	1.1	1.2
EPS	0.6	1.3	1.3	1.1	1.2
DPS	0.4	0.8	0.8	0.7	0.7
BV/share	7.7	8.7	9.2	9.6	10.1
CFO/share	1.4	2.7	2.4	2.3	2.5
FCF/share	0.3	1.7	1.7	1.2	1.2

Sources: Company data, Thanachart estimates

With falling earnings...

...AOT looks expensive to us, trading at a 26x PE multiple in FY26F

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	190.7	39.4	(0.7)	(3.2)	5.2
Net profit (%)	na	118.2	(6.3)	(12.9)	8.5
EPS (%)	na	118.2	(6.3)	(12.9)	8.5
Normalized profit (%)	na	111.0	(7.9)	(12.9)	8.5
Normalized EPS (%)	na	111.0	(7.9)	(12.9)	8.5
Dividend payout ratio (%)	58.5	58.8	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	52.1	58.0	55.8	53.1	53.5
Operating margin (%)	29.8	40.3	36.8	33.1	33.6
EBITDA margin (%)	48.3	57.3	55.5	53.3	54.1
Net margin (%)	19.8	29.8	27.8	25.1	25.9
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	5.0	9.8	10.0	9.1	10.3
Interest coverage - EBITDA (x)	8.0	13.9	15.0	14.7	16.5
ROA - using norm profit (%)	4.9	9.7	8.6	7.3	7.7
ROE - using norm profit (%)	8.7	16.6	14.1	11.7	12.1
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.0	17.0	14.5	12.1	12.5
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	30.4	41.2	38.5	35.0	35.6
- leverage (x)	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
- interest burden (%)	80.3	90.0	90.4	89.6	90.8
- tax burden (%)	81.0	80.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	11.2	19.7	18.3	15.7	16.7
NOPAT (Bt m)	11,631	21,697	19,599	17,059	18,244
invested capital (Bt m)	110,228	107,342	108,638	109,468	112,658

Sources: Company data, Thanachart estimates

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	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) are a family of best-in-class benchmarks for investors who have recognized that sustainable business practices are critical to generating long-term shareholder value and who wish to reflect their sustainability convictions in their investment portfolios. The family was launched in 1999 as the first global sustainability benchmark and tracks the stock performance of the world's leading companies in terms of economic, environmental and social criteria. Created jointly by S&P Dow Jones Indices and SAM, the DJSI combine the experience of an established index provider with the expertise of a specialist in Sustainable Investing to select the most sustainable companies from across 61 industries. The indices serve as benchmarks for investors who integrate sustainability considerations into their portfolios, and provide an effective engagement platform for investors who wish to encourage companies to improve their corporate sustainability practices.

S&P Global Market Intelligence

Copyright © 2021, S&P Global Market Intelligence (and its affiliates as applicable). Reproduction of any information, opinions, views, data or material, including ratings ("Content") in any form is prohibited except with the prior written permission of the relevant party. Such party, its affiliates and suppliers ("Content Providers") do not guarantee the accuracy, adequacy, completeness, timeliness or availability of any Content and are not responsible for any errors or omissions (negligent or otherwise), regardless of the cause, or for the results obtained from the use of such Content. In no event shall Content Providers be liable for any damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or lost profit and opportunity costs) in connection with any use of the Content. A reference to a particular investment or security, a rating or any observation concerning an investment that is part of the Content is not a recommendation to buy, sell or hold such investment or security, does not address the suitability of an investment or security and should not be relied on as investment advice. Credit ratings are statements of opinions and are not statements of fact.

ESG risk combines the concepts of management and exposure to arrive at an absolute assessment of ESG risk. We identify five categories of ESG risk severity that could impact a company's enterprise value

Moody's ESG Solutions

© 2022 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. and/or their licensors and affiliates (collectively, "MOODY'S"). All rights reserved.

CREDIT RATINGS ISSUED BY MOODY'S CREDIT RATINGS AFFILIATES ARE THEIR CURRENT OPINIONS OF THE RELATIVE FUTURE CREDIT RISK OF ENTITIES, CREDIT COMMITMENTS, OR DEBT OR DEBT-LIKE SECURITIES, AND MATERIALS, PRODUCTS, SERVICES AND INFORMATION PUBLISHED BY MOODY'S (COLLECTIVELY, "PUBLICATIONS") MAY INCLUDE SUCH CURRENT OPINIONS. MOODY'S DEFINES CREDIT RISK AS THE RISK THAT AN ENTITY MAY NOT MEET ITS CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS AS THEY COME DUE AND ANY ESTIMATED FINANCIAL LOSS IN THE EVENT OF DEFAULT OR IMPAIRMENT. SEE APPLICABLE MOODY'S RATING SYMBOLS AND DEFINITIONS PUBLICATION FOR INFORMATION ON THE TYPES OF CONTRACTUAL FINANCIAL OBLIGATIONS ADDRESSED BY MOODY'S CREDIT RATINGS. CREDIT RATINGS DO NOT ADDRESS ANY OTHER RISK, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO: LIQUIDITY RISK, MARKET VALUE RISK, OR PRICE VOLATILITY. CREDIT RATINGS, NON-CREDIT ASSESSMENTS ("ASSESSMENTS"), AND OTHER OPINIONS INCLUDED IN MOODY'S PUBLICATIONS ARE NOT STATEMENTS OF CURRENT OR HISTORICAL FACT. MOODY'S PUBLICATIONS MAY ALSO INCLUDE QUANTITATIVE MODEL-BASED ESTIMATES OF CREDIT RISK AND RELATED OPINIONS OR COMMENTARY PUBLISHED BY MOODY'S ANALYTICS, INC. AND/OR ITS AFFILIATES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT CONSTITUTE OR PROVIDE INVESTMENT OR FINANCIAL ADVICE, AND MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT AND DO NOT PROVIDE RECOMMENDATIONS TO PURCHASE, SELL, OR HOLD PARTICULAR SECURITIES. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS DO NOT COMMENT ON THE SUITABILITY OF AN INVESTMENT FOR ANY PARTICULAR INVESTOR. MOODY'S ISSUES ITS CREDIT RATINGS,

ASSESSMENTS AND OTHER OPINIONS AND PUBLISHES ITS PUBLICATIONS WITH THE EXPECTATION AND UNDERSTANDING THAT EACH INVESTOR WILL, WITH DUE CARE, MAKE ITS OWN STUDY AND EVALUATION OF EACH SECURITY THAT IS UNDER CONSIDERATION FOR PURCHASE, HOLDING, OR SALE. MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS, AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY RETAIL INVESTORS AND IT WOULD BE RECKLESS AND INAPPROPRIATE FOR RETAIL INVESTORS TO USE MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS OR PUBLICATIONS WHEN MAKING AN INVESTMENT DECISION. IF IN DOUBT YOU SHOULD CONTACT YOUR FINANCIAL OR OTHER PROFESSIONAL ADVISER.

ALL INFORMATION CONTAINED HEREIN IS PROTECTED BY LAW, INCLUDING BUT NOT LIMITED TO, COPYRIGHT LAW, AND NONE OF SUCH INFORMATION MAY BE COPIED OR OTHERWISE REPRODUCED, REPACKAGED, FURTHER TRANSMITTED, TRANSFERRED, DISSEMINATED, REDISTRIBUTED OR RESOLD, OR STORED FOR SUBSEQUENT USE FOR ANY SUCH PURPOSE, IN WHOLE OR IN PART, IN ANY FORM OR MANNER OR BY ANY MEANS WHATSOEVER, BY ANY PERSON WITHOUT MOODY'S PRIOR WRITTEN CONSENT.

MOODY'S CREDIT RATINGS, ASSESSMENTS, OTHER OPINIONS AND PUBLICATIONS ARE NOT INTENDED FOR USE BY ANY PERSON AS A BENCHMARK AS THAT TERM IS DEFINED FOR REGULATORY PURPOSES AND MUST NOT BE USED IN ANY WAY THAT COULD RESULT IN THEM BEING CONSIDERED A BENCHMARK.

All information contained herein is obtained by MOODY'S from sources believed by it to be accurate and reliable. Because of the possibility of human or mechanical error as well as other factors, however, all information contained herein is provided "AS IS" without warranty of any kind. MOODY'S adopts all necessary measures so that the information it uses in assigning a credit rating is of sufficient quality and from sources MOODY'S considers to be reliable including, when appropriate, independent third-party sources. However, MOODY'S is not an auditor and cannot in every instance independently verify or validate information received in the rating process or in preparing its Publications.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability to any person or entity for any indirect, special, consequential, or incidental losses or damages whatsoever arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information, even if MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers is advised in advance of the possibility of such losses or damages, including but not limited to: (a) any loss of present or prospective profits or (b) any loss or damage arising where the relevant financial instrument is not the subject of a particular credit rating assigned by MOODY'S.

To the extent permitted by law, MOODY'S and its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors and suppliers disclaim liability for any direct or compensatory losses or damages caused to any person or entity, including but not limited to by any negligence (but excluding fraud, willful misconduct or any other type of liability that, for the avoidance of doubt, by law cannot be excluded) on the part of, or any contingency within or beyond the control of, MOODY'S or any of its directors, officers, employees, agents, representatives, licensors or suppliers, arising from or in connection with the information contained herein or the use of or inability to use any such information.

NO WARRANTY, EXPRESS OR IMPLIED, AS TO THE ACCURACY, TIMELINESS, COMPLETENESS, MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR ANY PARTICULAR PURPOSE OF ANY CREDIT RATING, ASSESSMENT, OTHER OPINION OR INFORMATION IS GIVEN OR MADE BY MOODY'S IN ANY FORM OR MANNER WHATSOEVER.

Moody's Investors Service, Inc., a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Corporation ("MCO"), hereby discloses that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by Moody's Investors Service, Inc. have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to Moody's Investors Service, Inc. for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from \$1,000 to approximately \$5,000,000. MCO and Moody's Investors Service also maintain policies and procedures to address the independence of Moody's Investors Service credit ratings and credit rating processes. Information regarding certain affiliations that may exist between directors of MCO and rated entities, and between entities who hold credit ratings from Moody's Investors Service and have also publicly reported to the SEC an ownership interest in MCO of more than 5%, is posted annually at www.moody.com under the heading "Investor Relations — Corporate Governance — Director and Shareholder Affiliation Policy."

Additional terms for Australia only: Any publication into Australia of this document is pursuant to the Australian Financial Services License of MOODY'S affiliate, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 and/or Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (as applicable). This document is intended to be provided only to "wholesale clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. By continuing to access this document from within Australia, you represent to MOODY'S that you are, or are accessing the document as a representative of, a "wholesale client" and that neither you nor the entity you represent will directly or indirectly disseminate this document or its contents to "retail clients" within the meaning of section 761G of the Corporations Act 2001. MOODY'S credit rating is an opinion as to the creditworthiness of a debt obligation of the issuer, not on the equity securities of the issuer or any form of security that is available to retail investors.

Additional terms for Japan only: Moody's Japan K.K. ("MJKK") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of Moody's Group Japan G.K., which is wholly-owned by Moody's Overseas Holdings Inc., a wholly-owned subsidiary of MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") is a wholly-owned credit rating agency subsidiary of MJKK. MSFJ is not a Nationally Recognized Statistical Rating Organization ("NRSRO"). Therefore, credit ratings assigned by MSFJ are Non-NRSRO Credit Ratings. Non-NRSRO Credit Ratings are assigned by an entity that is not a NRSRO and, consequently, the rated obligation will not qualify for certain types of treatment under U.S. laws. MJKK and MSFJ are credit rating agencies registered with the Japan Financial Services Agency and their registration numbers are FSA Commissioner (Ratings) No. 2 and 3 respectively.

Additional terms for Hong Kong only: Any Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the Hong Kong Securities and Futures Ordinance ("SFO") is issued by Vigeo Eiris Hong Kong Limited, a company licensed by the Hong Kong Securities and Futures Commission to carry out the regulated activity of advising on securities in Hong Kong. This Second Party Opinion or other opinion that falls within the definition of "advising on securities" under the SFO is intended for distribution only to "professional investors" as defined in the SFO and the Hong Kong Securities and Futures (Professional Investors) Rules. This Second Party Opinion or other opinion must not be distributed to or used by persons who are not professional investors.

MJKK or MSFJ (as applicable) hereby disclose that most issuers of debt securities (including corporate and municipal bonds, debentures, notes and commercial paper) and preferred stock rated by MJKK or MSFJ (as applicable) have, prior to assignment of any credit rating, agreed to pay to MJKK or MSFJ (as applicable) for credit ratings opinions and services rendered by it fees ranging from JPY125,000 to approximately JPY550,000,000.

MJKK and MSFJ also maintain policies and procedures to address Japanese regulatory requirements.

Refinitiv ESG

These Terms of Use govern your access or use of the ESG information and materials on the Refinitiv website and any AI powered voice assistance software ("Refinitiv ESG Information"). 2020© Refinitiv. All rights reserved. Refinitiv ESG Information is proprietary to Refinitiv Limited and/or its affiliates ("Refinitiv").

The Refinitiv ESG Information is for general informational and non-commercial purposes only. Reproduction, redistribution or any other form of copying or transmission of the Refinitiv ESG Information is prohibited without Refinitiv's prior written consent.

All warranties, conditions and other terms implied by statute or common law including, without limitation, warranties or other terms as to suitability, merchantability, satisfactory quality and fitness for a particular purpose, are excluded to the maximum extent permitted by applicable laws. The Refinitiv ESG Information is provided "as is" and Refinitiv makes no express or implied warranties, representations or guarantees concerning the accuracy, completeness or currency of the information in this service or the underlying Third Party Sources (as defined below). You assume sole responsibility and entire risk as to the suitability and results obtained from your use of the Refinitiv ESG Information.

The Refinitiv ESG Information does not amount to financial, legal or other professional advice, nor does it constitute: (a) an offer to purchase shares in the funds referred to; or (b) a recommendation relating to the sale and purchase of instruments; or (c) a recommendation to take any particular legal, compliance and/or risk management decision. Investors should remember that past performance is not a guarantee of future results.

The Refinitiv ESG Information will not be used to construct or calculate and index or a benchmark, used to create any derivative works or used for commercial purposes. Refinitiv's disclaimer in respect of Benchmark Regulations applies to the Refinitiv ESG Information.

No responsibility or liability is accepted by Refinitiv its affiliates, officers, employees or agents (whether for negligence or otherwise) in respect of the Refinitiv ESG Information, or for any inaccuracies, omissions, mistakes, delays or errors in the computation and compilation of the Refinitiv ESG Information (and Refinitiv shall not be obliged to advise any person of any error therein). For the avoidance of doubt, in no event will Refinitiv have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) relating to any use of the Refinitiv ESG Information.

You agree to indemnify, defend and hold harmless Refinitiv from and against any claims, losses, damages, liabilities, costs and expenses, including, without limitation, reasonable legal and experts' fees and costs, as incurred, arising in any manner out of your use of, or inability to use, any Information contained on the Refinitiv web site or obtained via any AI powered voice assistance software.

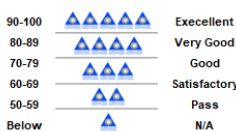
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

By accepting these Terms of Use you are also expressly agreeing to the following Refinitiv's website Terms of Use.

Refinitiv ESG scores are derived from third party publicly available sources ("Third Party Sources") and are formulated on the basis of Refinitiv own transparent and objectively applied methodology. Refinitiv's ESG Information methodology can be accessed here.

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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:

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.97 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัททุนธนชาติ 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 ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ 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:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่ 1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย, Strategy พิมพ์ภา นิการุณ, CFA pimpaka.nic@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒนทรัพย์กุล, CFA adisak.phu@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เทคนิค ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ pattarawan.wan@thanachartsec.co.th
สาธารณูปโภค, สื่อสาร ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์ nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th	อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ พัทธดนย์ บุณนาค pattadol.bun@thanachartsec.co.th	อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์ phannarai.von@thanachartsec.co.th
ยานยนต์, หิดมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ rata.lim@thanachartsec.co.th	ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน สรชดา ศรทรง sarachada.sor@thanachartsec.co.th	ขนส่ง, รับเหมา ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์ saksid.pha@thanachartsec.co.th
Small Cap, การแพทย์, โรงแรม ศิริพร อรุโณทัย siriporn.aru@thanachartsec.co.th	พลังงาน , วิโตรเคมี ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ yupapan.pol@thanachartsec.co.th	นักวิเคราะห์, แพล ลาภินี ทิพยมณฑล lapinee.dib@thanachartsec.co.th
วิเคราะห์ทางเทคนิค วิชานันท์ ธรรมบำรุง witchanan.tam@thanachartsec.co.th	กลยุทธ์การลงทุน เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th	วิเคราะห์เชิงปริมาณ สิทธิเชษฐ์ รุ่งรัมย์พัฒน์ sittichet.run@thanachartsec.co.th
กลยุทธ์การลงทุน นริภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA nariporn.kla@thanachartsec.co.th		

Data Support Team

มฤดี เพชรแสงใสกุล monrudee.pet@thanachartsec.co.th	เกษมรัตน์ จิตกุล kasemrat.jit@thanachartsec.co.th	วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์ varathip.run@thanachartsec.co.th
สุนทร รักษาวัต sunset.rak@thanachartsec.co.th	สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราชญ์ suksawat.lim@thanachartsec.co.th	สุจินตนา สภาพร sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
18 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th