

# Airports of Thailand Pcl (AOT TB)



## ผู้โดยสารมีแนวโน้มอ่อนแอลง

แม้เราจะเชื่อว่าการฟื้นตัวของราคากลุ่ม AOT รวม 108% จากจุดต่ำสุดของปีก่อนได้สะท้อนการปรับขึ้นค่า PSC ไปมากแล้ว แต่ปัจจัยลบเหลือค่าด้วยการปรับลดคาดการณ์การเติบโตของผู้โดยสาร ทำให้เราปรับลดกำไร และราคาเป้าหมายลงเป็น 50 บาท และปรับลดคำแนะนำ AOT เป็น “ขาย”

### ปรับลดคำแนะนำ AOT เป็น “ขาย”

เราปรับลดคำแนะนำ AOT เป็น “ขาย” (จาก ซื้อ) ประการแรก เราปรับลดกำไรลง 17/8/10% ในปี FY26-28F สะท้อน 1) การเลื่อนการปรับขึ้นค่าบริการผู้โดยสาร (PSC) ไปเป็นเดือนกรกฎาคม 2026F (จากเดิมในเดือนเมษายน 2026F) และ 2) สมมติฐานการเติบโตของผู้โดยสารที่ต่ำลงตามคาดการณ์ของ AOT ล่าสุด ทำให้ราคabe้าหมายลดลงเหลือ 50 บาท (จาก 55 บาท) ประการที่สอง การปรับลดคาดการณ์การเติบโตของผู้โดยสารลง ทำให้เราหันกลับต่อความเร็วในการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยวไทย ประการที่สาม แม้การฟื้นตัวของราคากลุ่ม AOT ที่ต่ำสุดของปีก่อน 108% สะท้อนการปรับขึ้น PSC แล้ว แต่เรามองว่าการซื้อขายที่ PE ที่ 42/27/25 เท่า เทียบกับ EPS ที่เติบโตเพียง 2/55/10% y-y ในปี FY26-28F (งบสิ้นสุดเดือนกันยายน) นั้นไม่น่าสนใจ สุดท้าย อัตราผลตอบแทนบันลัมยังต่ำเพียง 1-2% ใน FY26-28F จากรายได้จากการซื้อ PSC จะถูกเก็บไว้เพื่อนำไปลงทุนขยายชีดความสามารถรองรับผู้โดยสารในอนาคต

### จำนวนผู้โดยสารมีแนวโน้มเป็นลบเหลือค่าด้วย

AOT มีแผนปรับลดคาดการณ์การเติบโตของจำนวนผู้โดยสารในปีนี้ลงเหลือแค่สุดที่ 0% (จากเดิมคาดโต 7% y-y) หลังพบว่าการจราจรสล็อตเที่ยวนินของสายการบินสำหรับตารางบินกดูร้อน (ปลายมีนาคม-ปลายตุลาคม 2026) ลดลง 6% y-y การปรับลดนี้มีสาเหตุหลักจากการจราจรเที่ยวนินของสายการบินเจ็นที่ลดลง 20% y-y โดย AOT ระบุปัจจัยสำคัญได้แก่ 1) นโยบายส่งเสริมการท่องเที่ยวภายในประเทศของเจ็น รวมถึงมาตรการอย่างการยื้อเวลาสปอร์ตตระมาณุชน 2) การแข่งค่าของเงินบาทเมื่อเทียบกับสกุลเงินในภูมิภาค 3) ความกังวลด้านความปลอดภัยที่ยังคงอยู่ และ 4) การแข่งขันที่เพิ่มขึ้นจากจุดหมายปลายทางอื่น เช่น เวียดนาม

### แนวโน้มกำไร

เราปรับลดสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารรวมลง 1-2ppt มากอยู่ที่ 4% y-y ต่อปี ในปี FY26-28F ซึ่งมาจากคาดว่าผู้โดยสารระหว่างประเทศจะเติบโต 3/4/4% (จากทรงตัว y-y ใน 4MFY26) และผู้โดยสารภายในประเทศจะเติบโต 6/5/5% (จาก 7% y-y ใน 4MFY26) เราสมมติให้ AOT ปรับขึ้นค่าบริการผู้โดยสารข้าว桔ระหว่างประเทศ (PSC) จาก 720 บาท เป็น 1,120 บาท ในเดือนกรกฎาคม 2026F ขณะที่ PSC ผู้โดยสารภายในประเทศคงเดิมที่ 100 บาท เมื่อร่วมผลกระทบจากรายได้สัมปทานที่คาดว่าจะลดลง 17% y-y ในปีนี้ จากการปรับเงื่อนไขรายได้ประกันขั้นต่ำของร้านค้าปลีกต่อการ ก่อนจะฟื้นตัว 6% y-y ต่อปี ในปี FY27-28F เราจึงคาดว่ากำไรของ AOT จะเติบโต 2/55/10% y-y ในปี FY26-28F

### รอบการลงทุนขนาดใหญ่ขึ้น

จากดันทุนก่อสร้างที่สูงขึ้น AOT ได้ปรับเพิ่มงบลงทุนภายในประเทศ 12 ปี สำหรับการขยายชีดความสามารถรองรับผู้โดยสาร เป็นมากกว่า 2.6 แสนลบ. โดยประกอบด้วยโครงการขยายผังตัววันออก และอาคารผู้โดยสารตันได้ของสนามบินสุวรรณภูมิ 2.0 แสนลบ. และอีก 6.0 หมื่นลบ. สำหรับโครงการสนามบินดอนเมืองระยะที่ 3 โครงการดังกล่าวจะเพิ่มชีดความสามารถรองรับผู้โดยสารรวมจากปัจจุบัน 121 ล้านคนต่อปี เป็น 196 ล้านคนต่อปี ทั้งนี้ เราประมาณการงบลงทุนรวมของ AOT ในช่วง 10 ปีข้างหน้าไว้ที่ 2.21 แสนลบ.

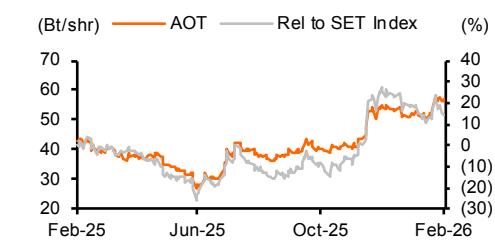
รายงานฉบับนี้ดัดแปลงโดยบริษัทหลักทรัพย์ชั้นนำ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าเป็นเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่กลุ่มทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่มิได้มีจุดมุ่งที่ให้คำแนะนำหรือชี้วิธีซื้อขายให้อีก หรือประเมินราคากลุ่มหุ้นที่ต่อไปยังไงได้ กังวลเรื่องงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจถูกเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำท้า ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะถือว่าได้รับความยินยอมจากบริษัทที่ก่อตั้ง

SAKSID PHADTHANANARAK  
662-779-9119  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	67,136	68,794	83,419	87,635
Net profit	18,125	19,135	29,573	32,410
Consensus NP	—	21,000	30,137	32,519
Diff frm cons (%)	—	(8.9)	(1.9)	(0.3)
Norm profit	18,705	19,135	29,573	32,410
Prev. Norm profit	—	23,115	32,224	35,923
Chg frm prev (%)	—	(17.2)	(8.2)	(9.8)
Norm EPS (Bt)	1.3	1.3	2.1	2.3
Norm EPS grw (%)	(4.2)	2.3	54.6	9.6
Norm PE (x)	43.3	42.4	27.4	25.0
EV/EBITDA (x)	21.4	20.5	14.8	13.6
P/BV (x)	6.2	5.9	5.3	4.8
Div yield (%)	1.4	1.4	2.2	2.4
ROE (%)	14.7	14.2	20.3	20.2
Net D/E (%)	(13.9)	(27.8)	(38.1)	(44.3)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Feb-26 (Bt)	56.75
Market Cap (US\$ m)	25,915.5
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	43.8
12M Price H/L (Bt)	58.25/27.25
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

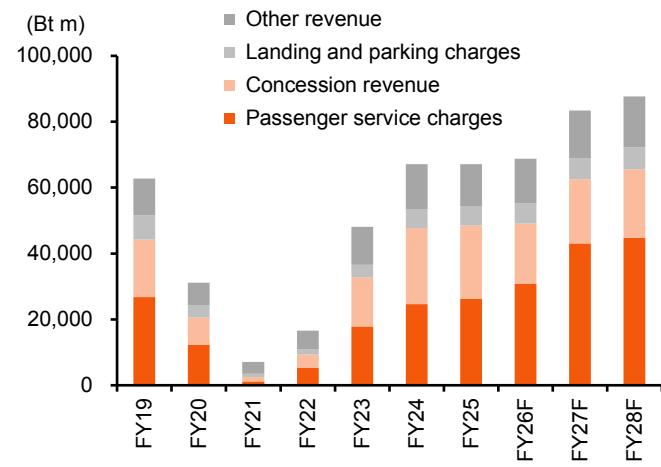
### ESG Summary Report ..... P6

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์  
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

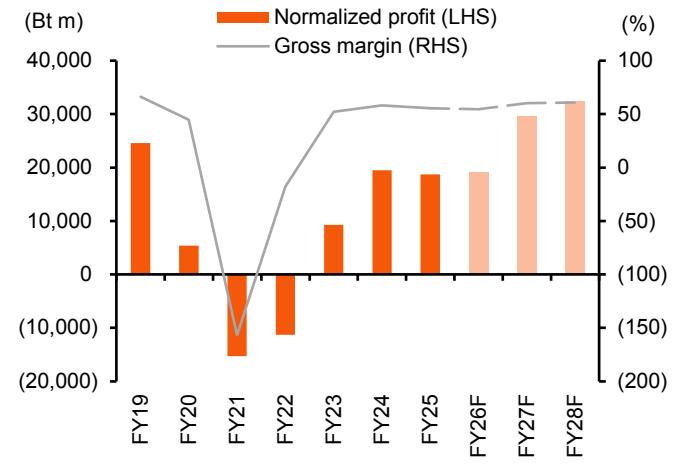
**Ex 1: Key Assumption Changes**

	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
<b>Passenger service revenue (Bt m)</b>						
- New	17,882	24,607	26,311	30,712	43,025	44,770
- Old				35,102	44,885	47,533
- Change (%)				(12.5)	(4.1)	(5.8)
<b>International PSC (Bt/pax.)</b>						
- New	730	730	730	828	1,120	1,120
- Old				925	1,120	1,120
- Change (%)				(10.5)	—	—
<b>International passenger growth (%)</b>						
- New	287.9	34.8	5.5	3.0	4.0	4.0
- Old				5.8	6.0	6.0
- Change (ppt)				(2.8)	(2.0)	(2.0)
<b>Gross margin (%)</b>						
- New	52.1	58.0	55.5	54.7	60.3	61.0
- Old				58.5	63.0	64.1
- Change (ppt)				(3.8)	(2.7)	(3.1)
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	9,247	19,515	18,705	19,135	29,573	32,410
- Old				23,115	32,224	35,923
- Change (%)				(17.2)	(8.2)	(9.8)

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 2: AOT's Revenue Breakdown**

Sources: Company data, Thanachart estimates

**Ex 3: AOT's Gross Margin and Earnings Growth**

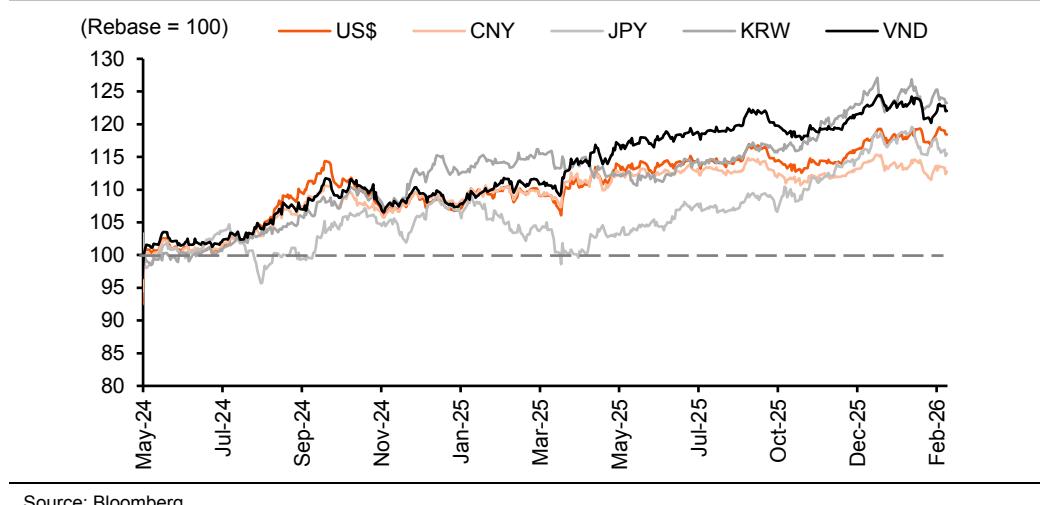
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 4: Peer Comparison

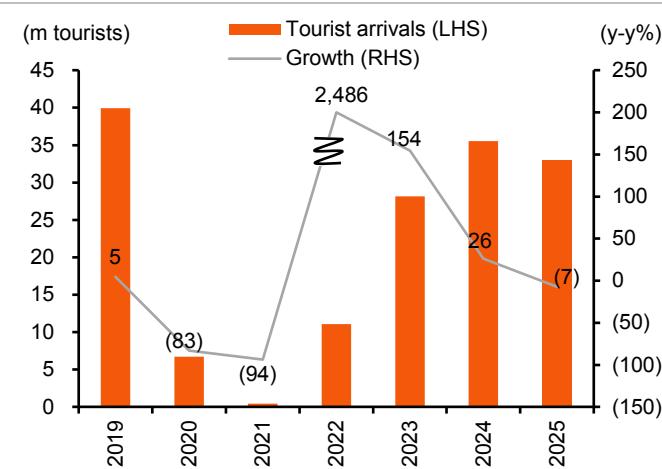
Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	(18.5)	11.1	21.5	19.4	1.4	1.3	12.3	11.3	1.6	2.2
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	(8.7)	(3.8)	20.4	21.2	2.5	2.3	8.9	8.9	1.6	1.7
Airports Corp of Vietnam	ACV VN	Vietnam	(14.9)	(4.2)	18.8	19.7	2.6	2.4	10.6	8.7	na	na
Guangzhou Int'l Airport	600004 CH	China	(46.6)	20.8	32.2	26.6	1.1	1.1	6.4	5.7	1.3	1.6
Shenzhen Airport	000089 CH	China	17.7	12.7	20.3	18.0	1.2	1.2	9.4	9.0	2.6	3.0
Xiamen Int'l Airport	600897 CH	China	11.0	na	14.2	na	1.4	1.4	4.9	16.6	2.1	0.0
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	29.8	15.1	26.9	23.3	1.7	1.6	12.4	11.5	1.7	2.0
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	2.3	54.6	42.4	27.4	5.9	5.3	20.5	14.8	1.4	2.2
<b>Average</b>			(3.5)	15.2	24.6	22.2	2.2	2.1	10.7	10.8	1.8	1.8

Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

## Ex 5: Rebased Thai Baht Against US\$, Yuan, Yen, Won, And Dong

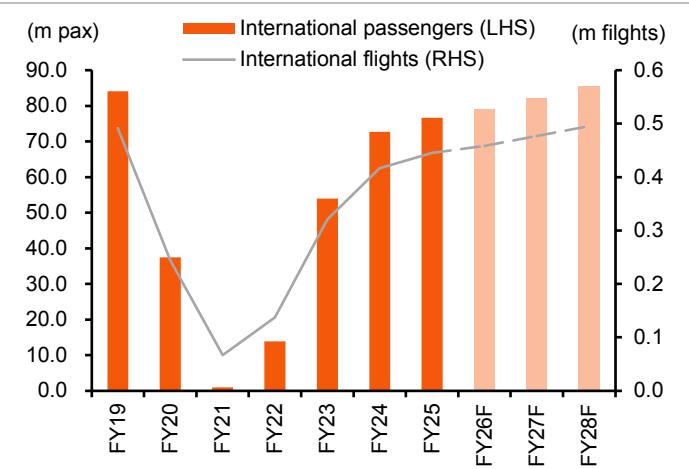


## Ex 6: Thailand's Tourist Arrivals



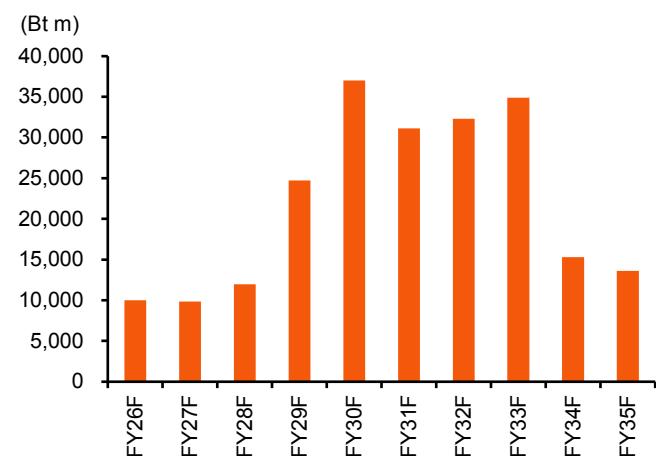
Source: Ministry of Tourism and Sports

## Ex 7: AOT's International Flights and Passengers



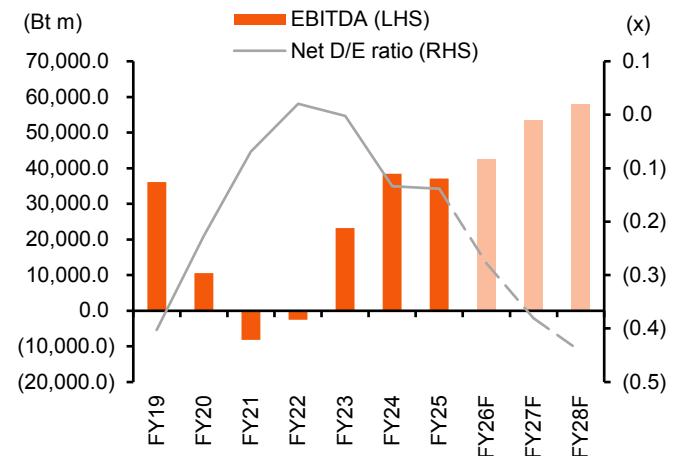
Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 8: AOT's Capex



Source: Thanachart estimates

## Ex 9: AOT's EBITDA and Net D/E Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

## Ex 10: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY26F

(Bt m)	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	FY34F	FY35F	FY36F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	37,696	50,747	54,088	57,650	59,845	63,859	68,033	72,481	77,222	79,484	84,211	—
Free cash flow	34,003	34,637	33,933	24,235	14,170	23,492	25,933	26,981	50,377	54,279	54,344	1,239,226
PV of free cash flow	33,909	29,565	26,751	17,649	9,533	14,600	14,885	14,307	24,677	24,562	22,712	297,280
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	8.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	668,338											
Net debt (FY25)	(39,160)											
Minority interest	2,382											
Equity value	705,117											
# of shares (m)	14,286											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>50.0</b>											

Sources: Thanachart estimates

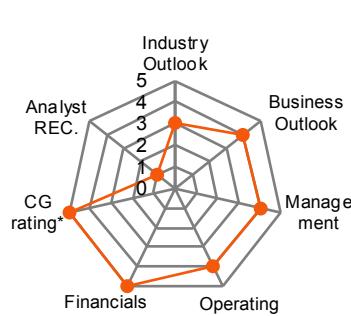
ក្រុមហ៊ោនរាយការជាប់សម្រាប់និរាយការជាប់ភាសាខ្មែរ

## COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) เป็นองค์กรธุรกิษาหลัก 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 รายได้จากการสัมปทานและค่าบริการต่าง ๆ

Source: Thanachart

## COMPANY RATING



## Rating Scale

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

Source: Thanachart; \*CG Rating

## THANACHART'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริหารท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นธุรกิษาหลัก การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

## O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค และอุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทย ยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในไทยอีกด้วย

## W — Weakness

- รายได้ของ AOT มีความหลาเรียบง่าย ซึ่งทำให้เกิดภัยของบริษัทฯ แต่ละไตรมาสมีความผันผวนตามฤดูกาลท่องเที่ยว
- มีทิศทางที่ไม่ชัดเจน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล ซึ่งทำให้ AOT พลาดโอกาสที่จะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการพื้นด้าอย่างแข็งแกร่งของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทย

## T — Threat

- การแข่งขันในธุรกิจสนามบินสูงขึ้น ขณะที่รัฐบาลในหลายประเทศมีนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ
- ภัยพิบัติธรรมชาติ ความตึงเครียดทางการเมือง และสิ่งแวดล้อมภัยคุกคามต่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

## CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	57.79	50.00	-13%
Norm profit 26F (Bt m)	21,000	19,135	-9%
Norm profit 27F (Bt m)	30,137	29,573	-2%
Consensus REC	BUY: 12	HOLD: 14	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

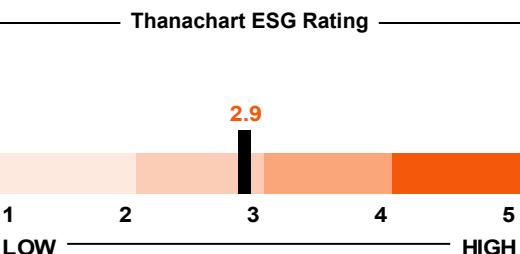
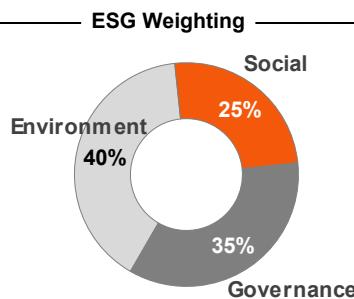
- ประมาณการกำไรปี FY26-27F ของเรามีคาดว่าประมาณการของ Bloomberg consensus ราว 2-9% ซึ่งเรามองว่าเกิดจากสมมติฐานของเราว่าคาดว่าจะมีการปรับลดรายได้ประมาณขั้นต่ำของ KP รวมถึงสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่ระมัดระวังมากกว่า
- ราคabeaหมายของเรามีคาดว่าประมาณการของตลาดรวม 13% สะท้อนประมาณการกำไรที่ต่ำกว่าของเรามาก

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- การเติบโตของนักท่องเที่ยวที่เข้ามาในประเทศไทยสูงกว่าที่คาดไว้ อาจจะเป็นปัจจัยบวกต่อการคาดการณ์กำไรของเรามาก
- การดำเนินมาตรการของรัฐบาลในการกระตุ้นอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวจากหน่วยงานของนักท่องเที่ยว ซึ่งจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ AOT
- การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวที่สูงกว่าที่คาดไว้จะทำให้รายได้สัมปทานดิ่งฟรีของ AOT เพิ่มขึ้น และเป็นปัจจัยบวกต่อคาดการณ์กำไรของเรามาก

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

Source: Thanachart



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	Thanachart ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
AOT	YES	AA	YES	2.93	A	52.04	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI)

MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Thai IOD (CG rating)

Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

## ESG Summary

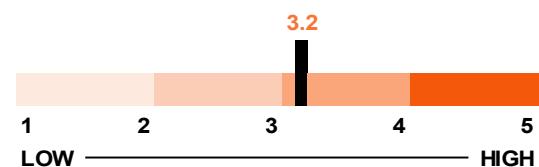
- AOT เป็นรัฐวิสาหกิจที่รับผิดชอบในการบริหารและดำเนินงานของสนามบินหลัก 6 แห่งของประเทศไทย ประเมินให้ AOT มีคะแนน ESG ปานกลางที่ 2.9 โดยด้านสังคม (S) ได้คะแนนสูงสุด รองลงมาคือ ด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านบรรษัทภิบาล (G) อย่างไรก็ตาม เรายืนว่า AOT ไม่ใช่ผู้ลงทุนตามประเด็น ESG
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ AOT อยู่ในระดับที่ 3.2 เนื่องจากบริษัทปฏิบัติตามมาตรฐานสากลต่างๆ อย่างเข้มงวด และมีความมุ่งมั่น ต่อประเด็นสิ่งแวดล้อมอย่างแข็งแกร่ง แม้ว่าสนามบินจะใช้ไฟฟ้ามาก แต่ AOT ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในปริมาณสูง
- คะแนนด้านสังคม (S) ของ AOT อยู่ในระดับที่ 3.3 เนื่องจากบริษัทดำเนินธุรกิจตามนโยบายความปลอดภัยของสนามบิน (Aerodrome Safety Policy) และใช้ระบบบริหารความปลอดภัยของ ICAO (Safety Management System) นอกจากนี้ ยังมีการดำเนินมาตรการด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัย (Occupational Health and Safety) ตามมาตรฐาน ISO 45001:2018 รวมถึงมาตรการด้านความปลอดภัยเทคโนโลยีสารสนเทศและการสื่อสารตาม ISO/IEC 27001:2013
- เราประเมินให้ AOT มีคะแนนด้านบรรษัทภิบาล (G) ต่ำที่ 2.4 แม้ว่ารูปแบบธุรกิจจะมีน้อย โดยท่าหน้าที่เป็นประชารัฐลักษณะของประเทศไทย และมีส่วนแบ่งตลาดเหนือกว่า 80% ของปริมาณจราจรทางอากาศของประเทศ แต่บริษัทก็เพชริญความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของตลาดและการกำกับดูแล รวมถึงโครงการสร้างค่าปลดภาระของ King Power ปอยคััง รวมถึงการอนุมัติให้เลื่อนการชำระเงิน ได้สร้างความไม่แน่นอนทั้งด้านการดำเนินงานและการเงินสำหรับบริษัทด้วยที่เรามอง



Sector: Services | Transportation &amp; Logistics

We assign AOT a decent E score of 3.2, reflecting its strict compliance with various international standards. AOT also has strict environmental policies and practices for GHG emission management, air quality, water, and waste management.

Thanachart Environment (E) Rating



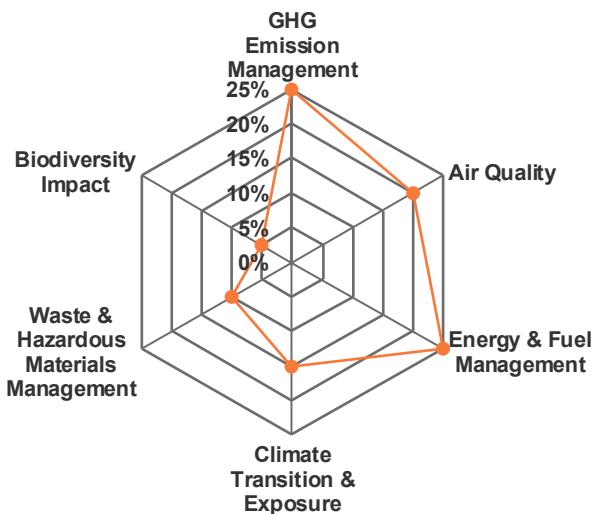
## ENVIRONMENT

## Our Comments

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

- We rate the Environmental (E) score for Airports of Thailand (AOT) at a decent level of 3.2, reflecting its strong commitment to environmental stewardship and strict compliance with international standards, as well as relevant laws and regulatory requirements.
- Its policies and guidelines for environmental management are in line with the international standards, including the United Nations' Sustainable Development Goals (SDGs), the Corporate Sustainability Assessment (CSA) in Dow Jones Sustainability Index (DJSI), and the SET ESG Rating assessment. AOT aims to achieve net-zero GHG emissions by 2044, which is faster than the country's target for carbon neutrality by 2050 and net-zero GHG emissions by 2065.
- Its GHG management plans are accredited by the Airport Carbon Accreditation (ACA) of the Airports Council International (ACI). Out of its six airports, five were certified ACA level 3 Optimization, and one was at level 2 Reduction. Its operations don't emit large amounts of GHG. In FY24, despite business growth, its total GHG emissions for Scope 1 and 2 were 290,954 tCo2e, up only 1% y-y (FY25 data is not available yet). The Air Quality Monitoring System (AQM) also tracks, inspects, and surveils air quality covering internal and external areas.
- AOT targets to procure at least 50% of electricity from renewable energy sources in the next 10 years and 100% in the next 20 years. In 2025, despite business growth, its total electricity consumption increased by 1% y-y to 604m kWh and diesel consumption to 998,776 liters. It installed 4.4MW of solar rooftop panels at Suvarnabhumi Airport and plans to install an additional 33MW. For the other five airports, the feasibility and suitability of installation are being studied. Other projects include replacing traditional lighting with energy-efficient LED systems, enhancing the efficiency of chiller systems, transitioning airport vehicles to electric vehicles, etc.
- AOT has conducted water management and wastewater treatment at Suvarnabhumi Airport with ISO14001:2015-certified contractors. In 2025, total water withdrawal was down by 5% y-y to 9.2m cubic meters while 324,631 cubic meters of water were reused.
- While solid waste will be recycled by private entities, hazardous and infectious waste is collected and disposed of in compliance with legal and sanitation standards. In FY25, despite business growth, its total waste decreased by 8% y-y to 52,890 tonnes.

## SCALE WEIGHTING

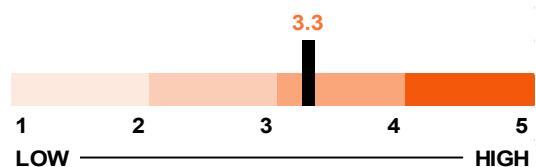


Sources: Thanachart, Company data

Sector: Services | Transportation &amp; Logistics

We assign AOT a decent S score of 3.3, reflecting its strong compliance with international safety and security standards, service quality improvement initiatives, effective human capital management, and stakeholder engagement framework.

Thanachart Social (S) Rating



## SOCIAL

## Our Comments

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

- We also assign a decent social (S) score of 3.3 to AOT, supported by strict safety and security standards, continuous service improvement, and stakeholder engagement.
- In FY24, 100% of its operational areas, business partners and direct contractors, subsidiaries and joint ventures underwent a Human Rights Due Diligence (HRDD) workshop in alignment with the United Nations Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGPs), and it applied the results as a guiding framework for the implementation of its HRDD processes in FY25.
- In FY25, overall customer satisfaction with AOT's various services among all three customer groups (airlines, tenants, and airport users) was at a satisfied level (scores of 3 and above out of 5). In line with the goal of achieving zero accidents for passengers and all stakeholders, AOT also had no large-scale, continuous major incidents in FY25 that shut down all operations. It has dealt with individual issues, such as a temporary global check-in system failure and the aftermath of an earthquake, and resumed normal operations quickly.
- AOT has developed a risk management plan for the security and safety of data and information technology systems in accordance with the Personal Data Protection Act (PDPA) B.E. 2562 (2019). It has also implemented the Cybersecurity Incident Response Plan, along with the Cyber Threat Detection and Monitoring Measure (Detect) and the Cyber Incident Response Measure (Response).
- Besides strict requirements of the Civil Aviation Authority of Thailand (CAAT), AOT has developed its risk management systems in line with international standards, including the International Civil Aviation Organization's (ICAO) Safety Management System, the guidelines of the Committee of Sponsoring Organization of the Treadway Commission – Enterprise Risk Management Integrating with Strategy and Performance: COSO – ERM 2017, and business continuity management framework according to the International Organization for Standardization: ISO 22301: 2019.
- AOT carries out occupational health and safety procedures in accordance with ISO 45001:2018 standards and uses information technology and communications safety procedures in accordance with ISO/IEC 27001:2013. In 2025, AOT recorded a total of eight lost-time injury cases among employees and a lost-time injury frequency rate (LTIFR) of 0.28 persons per 1m man-hours worked.

## SCALE WEIGHTING

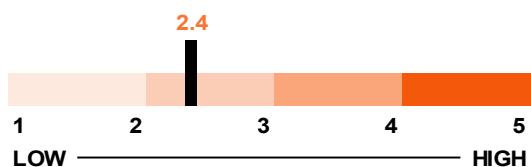


Sources: Thanachart, Company data

Sector: Services | Transportation &amp; Logistics

We assign AOT a low G score of 2.4. Despite a strong business model and its strategic role as Thailand's primary gateway, AOT faces concentration and regulatory risks, as well as a weak board structure.

Thanachart Governance (G) Rating



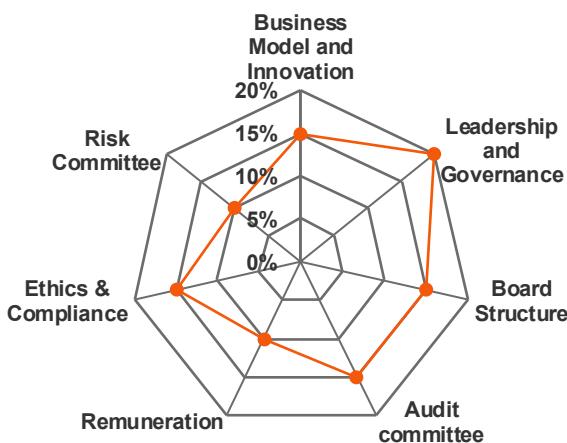
## GOVERNANCE &amp; SUSTAINABILITY

## Our Comments

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

- We assign AOT a low G score of 2.4 to AOT. Despite its strong business model as Thailand's primary gateway, its regulatory and concentration risks are high.
- AOT demonstrates strong business sustainability, mainly due to its strategic role as the primary gateway to Thailand's tourism industry. Its market position is dominant, with its airports accounting for over 80% of the country's air traffic.
- However, it faces a high concentration risk due to limited revenue diversity. A significant portion of its earnings comes from a few major operators, making the company vulnerable to operational disruptions or financial difficulties affecting these key contributors.
- AOT is also exposed to regulatory and political risks. For example, recent government policy changes aimed at boosting domestic consumption led to AOT reclaiming arrivals duty-free shopping areas and suspending duty-free shop operations. This intervention has affected the management and utilization of its commercial spaces, as well as concession revenue and overall earnings.
- Another recent case involves frequent revisions to King Power's duty-free concession contracts and permissions for it to delay payments. These in our view have introduced operational and financial uncertainties for AOT.
- The board chair is not independent while, out of the 15 members on the board of directors, only seven are independent, which falls short of the ideal two-thirds ratio recommended for effective governance in protecting minority shareholder interests. Gender diversity is also limited, with only three female directors.
- However, on the positive side, AOT has audit, nomination, remuneration, corporate governance, and risk management committees with independent chairs.

## SCALE WEIGHTING



Sources: Thanachart, Company data

We expect a slower earnings recovery given...

... our concerns about the pace of Thailand's tourism recovery

#### INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	67,121	67,136	68,794	83,419	87,635
Cost of sales	28,178	29,850	31,193	33,139	34,220
<b>Gross profit</b>	<b>38,943</b>	<b>37,287</b>	<b>37,600</b>	<b>50,280</b>	<b>53,414</b>
% gross margin	58.0%	55.5%	54.7%	60.3%	61.0%
Selling & administration expenses	11,920	12,280	12,383	12,763	13,101
<b>Operating profit</b>	<b>27,023</b>	<b>25,007</b>	<b>25,217</b>	<b>37,517</b>	<b>40,313</b>
% operating margin	40.3%	37.2%	36.7%	45.0%	46.0%
Depreciation & amortization	11,404	12,042	12,479	13,230	13,775
<b>EBITDA</b>	<b>38,427</b>	<b>37,050</b>	<b>37,696</b>	<b>50,747</b>	<b>54,088</b>
% EBITDA margin	57.3%	55.2%	54.8%	60.8%	61.7%
Non-operating income	613	1,431	1,648	2,368	2,998
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,757)	(2,515)	(2,397)	(2,252)	(2,099)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>24,879</b>	<b>23,923</b>	<b>24,468</b>	<b>37,632</b>	<b>41,213</b>
Income tax	4,903	4,787	4,894	7,526	8,243
<b>After-tax profit</b>	<b>19,976</b>	<b>19,136</b>	<b>19,574</b>	<b>30,106</b>	<b>32,970</b>
% net margin	29.8%	28.5%	28.5%	36.1%	37.6%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(3)	0	0	0
Minority interests	(460)	(429)	(439)	(533)	(560)
Extraordinary items	(333)	(579)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>19,182</b>	<b>18,125</b>	<b>19,135</b>	<b>29,573</b>	<b>32,410</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>19,515</b>	<b>18,705</b>	<b>19,135</b>	<b>29,573</b>	<b>32,410</b>
EPS (Bt)	1.3	1.3	1.3	2.1	2.3
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.3	1.3	2.1	2.3

#### BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	30,224	37,330	47,325	66,442	82,522
Cash & cash equivalent	18,541	19,466	40,400	60,600	76,450
Account receivables	10,767	16,594	5,654	4,571	4,802
Inventories	0	0	0	0	0
Others	916	1,271	1,271	1,271	1,271
Investments & loans	52	85	85	85	85
Net fixed assets	126,123	124,281	121,802	118,422	116,597
Other assets	49,750	48,236	46,388	43,934	41,643
<b>Total assets</b>	<b>206,150</b>	<b>209,932</b>	<b>215,599</b>	<b>228,883</b>	<b>240,847</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	23,363	24,586	24,510	24,562	24,278
Account payables	1,767	2,154	2,564	2,724	2,813
Bank overdraft & ST loans	198	224	558	459	390
Current LT debt	617	399	273	168	71
Others current liabilities	20,781	21,809	21,116	21,212	21,004
<b>Total LT debt</b>	<b>835</b>	<b>399</b>	<b>409</b>	<b>392</b>	<b>405</b>
Others LT liabilities	55,553	52,107	49,791	47,546	45,408
<b>Total liabilities</b>	<b>79,751</b>	<b>77,091</b>	<b>74,711</b>	<b>72,501</b>	<b>70,090</b>
Minority interest	2,166	1,943	2,382	2,915	3,474
Preferred 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	498	323	323	323	323
<b>Retained earnings</b>	<b>96,881</b>	<b>103,722</b>	<b>111,331</b>	<b>126,291</b>	<b>140,107</b>
Shareholders' equity	124,233	130,898	138,507	153,468	167,283
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>206,150</b>	<b>209,932</b>	<b>215,599</b>	<b>228,883</b>	<b>240,847</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

## CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	24,879	23,923	24,468	37,632	41,213
Tax paid	(3,638)	(4,488)	(5,008)	(7,126)	(8,198)
Depreciation & amortization	11,404	12,042	12,479	13,230	13,775
Chg In working capital	1,098	(5,441)	11,350	1,243	(142)
Chg In other CA & CL / minorities	2,244	(308)	(579)	(305)	(252)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>35,988</b>	<b>25,728</b>	<b>42,710</b>	<b>44,675</b>	<b>46,395</b>
<i>We assume AOT's capex at Bt221bn over the next 10 years for its capacity expansion</i>					
Capex	(14,651)	(10,200)	(10,000)	(9,850)	(11,950)
Right of use	3,160	3,339	3,172	3,013	2,863
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	(39)	(32)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(2,270)	(5,579)	(3,638)	(2,805)	(2,709)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(13,800)</b>	<b>(12,473)</b>	<b>(10,467)</b>	<b>(9,642)</b>	<b>(11,797)</b>
Debt financing	(4,327)	(871)	217	(220)	(154)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,151)	(11,959)	(11,526)	(14,612)	(18,595)
Warrants & other surplus	(263)	499	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(9,742)</b>	<b>(12,331)</b>	<b>(11,309)</b>	<b>(14,833)</b>	<b>(18,749)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>21,337</b>	<b>15,528</b>	<b>32,710</b>	<b>34,825</b>	<b>34,445</b>

## VALUATION

FY ending Sep	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	41.5	43.3	42.4	27.4	25.0
Normalized PE - at target price (x)	36.6	38.2	37.3	24.2	22.0
PE (x)	42.3	44.7	42.4	27.4	25.0
PE - at target price (x)	37.2	39.4	37.3	24.2	22.0
EV/EBITDA (x)	20.7	21.4	20.5	14.8	13.6
EV/EBITDA - at target price (x)	18.1	18.8	17.9	12.9	11.8
P/BV (x)	6.5	6.2	5.9	5.3	4.8
P/BV - at target price (x)	5.7	5.5	5.2	4.7	4.3
P/CFO (x)	22.5	31.5	19.0	18.1	17.5
Price/sales (x)	12.1	12.1	11.8	9.7	9.3
Dividend yield (%)	1.4	1.4	1.4	2.2	2.4
FCF Yield (%)	2.6	1.9	4.0	4.3	4.2
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.4	1.3	1.3	2.1	2.3
EPS	1.3	1.3	1.3	2.1	2.3
DPS	0.8	0.8	0.8	1.2	1.4
BV/share	8.7	9.2	9.7	10.7	11.7
CFO/share	2.5	1.8	3.0	3.1	3.2
FCF/share	1.5	1.1	2.3	2.4	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

**AOT's valuation is unattractive in our view, trading at 42/27x PEs in FY26-27F vs. its peers' average of 20-25x**

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	39.4	0.0	2.5	21.3	5.1
Net profit (%)	118.2	(5.5)	5.6	54.6	9.6
EPS (%)	118.2	(5.5)	5.6	54.6	9.6
Normalized profit (%)	111.0	(4.2)	2.3	54.6	9.6
Normalized EPS (%)	111.0	(4.2)	2.3	54.6	9.6
Dividend payout ratio (%)	58.8	63.8	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	58.0	55.5	54.7	60.3	61.0
Operating margin (%)	40.3	37.2	36.7	45.0	46.0
EBITDA margin (%)	57.3	55.2	54.8	60.8	61.7
Net margin (%)	29.8	28.5	28.5	36.1	37.6
D/E (incl. minor) (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage - EBIT (x)	9.8	9.9	10.5	16.7	19.2
Interest coverage - EBITDA (x)	13.9	14.7	15.7	22.5	25.8
ROA - using norm profit (%)	9.7	9.0	9.0	13.3	13.8
ROE - using norm profit (%)	16.6	14.7	14.2	20.3	20.2
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	17.0	15.0	14.5	20.6	20.6
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	41.2	39.4	39.1	47.8	49.4
- leverage (x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
- interest burden (%)	90.0	90.5	91.1	94.4	95.2
- tax burden (%)	80.3	80.0	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
ROIC (%)	19.7	18.6	17.9	30.2	34.4
NOPAT (Bt m)	21,697	20,003	20,174	30,013	32,250
invested capital (Bt m)	107,342	112,455	99,347	93,887	91,699

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. SET ESG Rating (BBB-AAA)

#### SETESG Index (SETESG)

The SETESG Index reflects the price movement of stock of companies that have sustainable business practices which consider environmental, social and governance (ESG) aspect.

SET Index, SET50 Index, SET100 Index and all indices calculated by the Stock Exchange of Thailand ( "SET" ) (collectively called "SET Index Series" ) are the registered trademarks/service marks solely owned by, and proprietary to SET. Any unauthorized use of SET Index Series is strictly prohibited. All information provided is for information purposes only and no warranty is made as to its fitness for purpose, satisfactory quality or otherwise. Every effort has been made to ensure that all information given is accurate, but no responsibility or liability (including in negligence) can be accepted by SET for errors or omissions or for any losses arising from the use of this information.

#### SET ESG Index (SET ESG)

Currently, long-term investment guidelines abroad are beginning to focus on investing in companies that have sustainable business practices. which considers environmental, social and governance factors (Environmental, Social and Governance or ESG) of the company in making investment decisions along with analyzing the company's financial data.

Stock Exchange Has prepared the results of evaluating sustainable stocks which are stocks of listed companies (SETESG Rating) as an alternative for investors who want to invest in stocks of listed companies that are outstanding in ESG, including to support listed companies with operations. sustainable business Taking into account all stakeholders in both social and environmental aspects. There is a management process to create sustainability for the organization, such as risk management. Supply chain management and innovation development. Therefore, the SETESG index was created to be an index that reflects the price movement of a group of securities. of companies with sustainable business operations that meet the required size and liquidity criteria

#### ESG Book's Disclaimer

Arabesque S-Ray GmbH, also trading as "ESG Book", is a limited liability company (Gesellschaft mit beschränkter Haftung) incorporated in Frankfurt am Main and organised under the laws of Germany with registered number HRB 113087 in the commercial register of the local court with its seat and business address at Zeppelinallee 15, 60325 Frankfurt am Main, Germany (hereinafter "ESG Book"). ESG Book, with its UK branch and local subsidiaries, is a provider of sustainability data and advisory services and operates the sustainability data platform ESG Book. ESG Book does not offer any regulated financial services nor products. This document is provided on a confidential basis by ESG Book and is for information purposes only; accordingly, it is not a solicitation or an offer to buy any security or instrument or to participate in any trading activities nor should it be construed as a recommendation or advice on the merits of investing in any financial product. **THIRD PARTY INFORMATION.** Certain information contained in this document has been obtained from sources outside ESG Book. While such information is believed to be reliable for the purposes used herein, no representations are made as to the accuracy or completeness thereof and neither ESG Book nor its affiliates take any responsibility for such information. To the extent this document contains any links to third party websites, such links are provided as a convenience and for informational purposes only; they do not constitute an endorsement or an approval by ESG Book of any of the products, services or opinions of the corporations or organization or individual operating such third party websites. ESG Book bears no responsibility for the accuracy, legality or content of the external site or for that of subsequent links. **RELIANCE – ESG Book** makes no representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein, and accepts no liability for any loss, of whatever kind, howsoever arising, in relation thereto, and nothing contained herein should be relied upon. **CONFIDENTIALITY.** This document contains highly confidential information regarding ESG Book's strategy and organization. Your acceptance of this document constitutes your agreement to keep confidential all the information contained in this document, as well as any information derived by you from the information contained in this document and not disclose any such information to any other person. This document may not be copied, reproduced, in any way used or disclosed or transmitted, in whole or in part, to any other person.

#### MSCI ESG Research LLC

"Certain information @2021 MSCI ESG Research LLC. Reproduced by permission"

"Although information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages."

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

#### The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

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

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

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาตเป็นธนาคารพัฒน์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าหนาเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาซึ่งทำให้เกิดข้อห้ามหรือข้อจำกัดทางกฎหมาย แต่เมื่อใดมีเจตนาซึ่งทำให้เกิดข้อห้ามหรือข้อจำกัดทางกฎหมาย ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © Thanachart Securities Public Company Limited. All rights reserved. The report may not be reproduced in whole or in part or delivered to other persons without our written consent. Investors should use this report as one of many tools in making their investment decisions since Thanachart Securities may seek to do other business with the companies mentioned in the report. Thus, investors need to be aware that there could be potential conflicts of interest that could affect the report's neutrality.

“บทวิเคราะห์นี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (“บล.ธนชาต”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนวโน้มธุรกิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่นๆ บริษัทฯ ได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงถิ่นในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

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

นักวิเคราะห์ของบล. ธนชาต จำกัด (มหาชน) ได้เขียนทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และนักวิเคราะห์ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

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

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

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

### Recommendation Structure:

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

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

### Disclosures:

**หมายเหตุ:** ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:**\* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดทำหน้าที่ “หุ้นกู้ของบริษัท บริษัท เจริญโภคภัณฑ์อาหาร จำกัด (มหาชน) (CPF) ครั้งที่ 1/2569 ชุดที่ 1-3” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

## Thanachart Research Team

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

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

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พิพัฒน์ธิรัญกุล, CFA  
adisak.phu@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรవัลลี หวังมิ่งมาศ  
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์  
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เดินเรือ

พัทธดนีย์ บุนนาค  
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

### อสังหาริมทรัพย์, พาณิชย์

พรพรรณรายณ์ ติยะพิทยารัตน์  
phannarai.von@thanachartsec.co.th

### ധุรกิจ, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้านเทิง

รดา ลิมสุทธิวันภูมิ  
rata.liim@thanachartsec.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

ร่วิสรา สุวรรณอําໄพ  
rawisara.suw@thanachartsec.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนา Narayach  
saksid.pha@thanachartsec.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงเรียน

ศิริพร อรุโณทัย  
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

บุพพารณ์ พลพรประเสริฐ  
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

### หักวิเคราะห์, แปลง

ลาภินี ทิพย์มณฑล  
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชันนันท์ ธรรมบำรุง  
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เกลิงศักดิ์ คุณจริญไพบูล  
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิ์เชษฐ์ รุ่งรัศมีพัฒน์  
sitticheet.run@thanachartsec.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลิกรณ์ คลังเปรมวิตร์, CISA  
nariporn.kla@thanachartsec.co.th

## Data Support Team

### มนต์รุดี เพชรแสงสกุล

monrudee.pet@thanachartsec.co.th

### เกณฑ์รัตน์ จิตกุศล

kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

### วรรทธิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@thanachartsec.co.th

### สุเนตร รักษาวด

sunet.rak@thanachartsec.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมวางช์ปราณี

suksawat.liim@thanachartsec.co.th

### สุจินตนา สถาพร

sujintana.sth@thanachartsec.co.th

## Thanachart Securities Plc.

### Research Team

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