

**BUY** (From: SELL)

**TP: Bt 62.00** (From: Bt 50.00)

Change in Recommendation

Upside :13.2%

# Airports of Thailand Pcl. (AOT TB)

## ผู้โดยสารเติบโตแข็งแกร่ง

จำนวนผู้โดยสารของ AOT มีแนวโน้มเติบโตแข็งแกร่งกว่าที่คาดไว้ เราจึงปรับเพิ่มคำแนะนำ AOT เป็น "ซื้อ" พร้อมปรับราคาเป้าหมายเพิ่มเป็น 62 บาทต่อหุ้น เราคาดว่า EPS จะเติบโตเฉลี่ยที่ 22% ในปี FY26-28F และมองว่าปัจจัยกระตุ้นระยะสั้นคือการปรับขึ้น PSC 53% ในช่วงปลายเดือนมิถุนายน 2026

### ปรับเพิ่มคำแนะนำเป็น "ซื้อ"

เราปรับเพิ่มคำแนะนำหุ้น AOT เป็น "ซื้อ" (จาก ขาย) 1) แม้จะมีสงครามในตะวันออกกลาง แต่การเติบโตของจำนวนผู้โดยสารยังคงแข็งแกร่งกว่าคาด หนุนโดยการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีนที่แข็งแกร่ง และการเติบโตของผู้โดยสารชาวไทย ดังนั้นเราจึงปรับเพิ่มกำไรขึ้น 4-6% สำหรับปี FY27-28F เมื่อรวมการปรับมาใช้ปีฐานเป็นปี FY27F (สิ้นสุดเดือนกันยายน) ราคาเป้าหมายของเราจึงเพิ่มขึ้นเป็น 62 บาท/หุ้น (จาก 50 บาท) 2) เราคาดว่า EPS จะเติบโต 2/61/12% y-y ในปี FY26-28F โดยได้แรงหนุนหลักจากการปรับขึ้นค่าบริการผู้โดยสารระหว่างประเทศ (PSC) 53% ซึ่งจะมีผลตั้งแต่วันที่ 20 มิถุนายน 2026 และ 3) ราคาหุ้นที่ปรับตัวลง 6% จากจุดสูงสุดในปีนี้ ทำให้มูลค่าหุ้นน่าสนใจมากขึ้น ซื้อขายที่ 25/23 เท่า PE ในปี FY27-28F

### การเติบโตของผู้โดยสารแข็งแกร่ง

ฐานผู้โดยสารที่อยู่ในระดับสูง (ก่อนที่นักท่องเที่ยวจีนจะลดลงอย่างมากตั้งแต่เดือนก.พ. 2025 จากความกังวลด้านความปลอดภัย) ทำให้การเติบโตของผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT ทรงตัวใน 4M26F (ต.ค. 2025 - ม.ค. 2026) จากนั้น การเติบโตกลับมาฟื้นตัวเป็น 6/9% y-y ในเดือนก.พ.-มี.ค. 2026 หนุนโดยการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวจีน และการเติบโตต่อเนื่องของผู้โดยสารชาวไทย แม้จะมีความขัดแย้งในตะวันออกกลาง แต่จำนวนผู้โดยสารยังคงเติบโต 2% y-y ในวันที่ 1-18 เม.ย. 2026 เนื่องจากการเติบโตของผู้โดยสารชาวจีนและชาวไทยสามารถชดเชยการลดลงของนักท่องเที่ยวจากตะวันออกกลางและยุโรปได้ อย่างไรก็ตาม เราคาดว่าผลกระทบจากความขัดแย้ง โดยเฉพาะการปรับขึ้นราคาตั๋วเครื่องบิน 10-20% และการลดเที่ยวบินของสายการบิน จะยังคงกดดันความต้องการเดินทางใน 3QFY26F ดังนั้น เราจึงคาดว่าผู้โดยสารระหว่างประเทศจะเติบโต 2.5% y-y ในปี FY26F ก่อนปรับดีขึ้นเป็น 6/5% y-y ในปี FY2027-28F เมื่อสถานการณ์กลับเข้าสู่ภาวะปกติ

### ฐานกำไรใหม่

AOT เตรียมได้ประโยชน์จากการปรับขึ้นค่าบริการผู้โดยสารระหว่างประเทศ (PSC) 53% เป็น 1,120 บาท/คน จาก 730 บาท มีผลตั้งแต่วันที่ 20 มิ.ย. 2026 ซึ่งจะช่วยชดเชยผลกระทบจากการปรับลดรายได้ประกันขั้นต่ำในสัญญาตั๋วฟรีฉบับแก้ไขที่เริ่มตั้งแต่เดือนต.ค. 2025 เราคาดว่ารายได้ประกันขั้นต่ำดังกล่าวจะทำให้รายได้สัมพัทธ์ของ AOT ลดลง 17% y-y ในปีนี้ อย่างไรก็ตาม เมื่อฐานรายได้ถูกปรับใหม่ในปีหน้า เราคาดว่ารายได้สัมพัทธ์จะกลับมาเติบโต 8/7% y-y ในปี FY27-28F โดยรวม เราคาดว่า EPS ของ AOT จะเติบโต 2/61/12% y-y ในปี FY26-28F

### ROE ทำสถิติสูงสุดใหม่ในปีหน้า

เราคาดว่า ROE ของ AOT จะเพิ่มขึ้นเป็น 21% ในปี FY27F เทียบกับจุดสูงสุดก่อนโควิดที่ 17% ในปี 2019 และ 15% ในปี FY25 ทั้งนี้แม้ว่าจำนวนนักท่องเที่ยวต่างชาติของไทยยังคงต่ำกว่าระดับสูงสุดในปี 2019 ที่ 40 ล้านคน สาเหตุหลักมาจากการปรับขึ้น PSC ที่ส่งผลกระทบต่อผลกำไรจากการลดลงของรายได้ประกันขั้นต่ำในสัญญาตั๋วฟรี AOT ถือเป็นบริษัทที่สร้างเงินสดได้ดี โดยมี EBITDA อยู่ที่ราว 5.2-5.6 หมื่นลบ. ต่อปี ในปี FY27-28F (เทียบกับ 3.6 หมื่นลบ. ในปี FY19) และมี EBITDA margin มากกว่า 60% เราคาดว่า AOT จะยังคงอยู่ในสถานะเป็นบริษัทเงินสดสุทธิ โดย EBITDA เพียงพอรองรับแผนการลงทุนมูลค่า 2.21 แสนลบ. ใน 10 ปีข้างหน้า



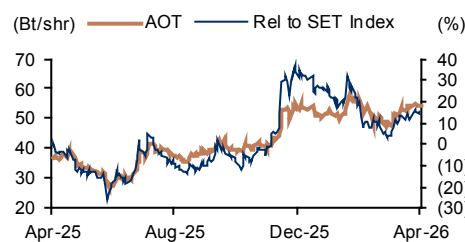
**SAKSID PHADTHANANARAK**

662-779-9119  
saksid.pha@ttbwealth.co.th

### COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	67,136	68,548	84,336	89,253
Net profit	18,125	19,130	30,729	34,312
Consensus NP	—	20,120	29,571	32,103
Diff frm cons (%)	—	(4.9)	3.9	6.9
Norm profit	18,705	19,130	30,729	34,312
Prev. Norm profit	—	19,135	29,573	32,410
Chg frm prev (%)	—	(0.0)	3.9	5.9
Norm EPS (Bt)	1.3	1.3	2.2	2.4
Norm EPS grw (%)	(4.2)	2.3	60.6	11.7
Norm PE (x)	41.8	40.9	25.5	22.8
EV/EBITDA (x)	20.6	19.9	13.9	12.7
P/BV (x)	6.0	5.6	5.1	4.6
Div yield (%)	1.5	1.5	2.4	2.6
ROE (%)	14.7	14.2	21.0	21.2
Net D/E (%)	(13.9)	(25.1)	(38.0)	(44.0)

### PRICE PERFORMANCE



### COMPANY INFORMATION

Price as of 21-Apr-26 (Bt)	54.75
Market Cap (US\$ m)	24,372.6
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	55.0
12M Price H/L (Bt)	58.25/27.25
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

### ESG Summary Report ..... P7

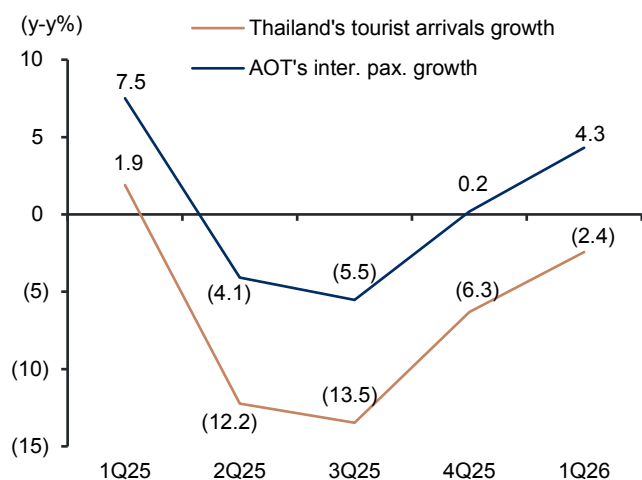
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลูมเบิร์ก จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความคิดเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลนี้ไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ตัดแปลง แก้ไข หรือออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

## Ex 1: Key Assumption Changes

	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
<b>International passengers (m pax.)</b>						
- New	53.9	72.7	76.6	78.6	83.3	87.4
- Old				78.9	82.1	85.4
- Change (%)				(0.5)	1.4	2.4
<b>Gross margin (%)</b>						
- New	52.1	58.0	55.5	54.6	61.4	62.7
- Old				54.7	60.3	61.0
- Change (ppt)				(0.1)	1.1	1.7
<b>Interest income (Bt m)</b>						
- New	24	100	812	1,261	1,705	2,408
- Old				1,048	1,768	2,398
- Change (%)				20.3	(3.6)	0.4
<b>Normalized profit (Bt m)</b>						
- New	9,247	19,515	18,705	19,130	30,729	34,312
- Old				19,135	29,573	32,410
- Change (%)				(0.0)	3.9	5.9

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 2: Tourist Arrivals Growth Vs. AOT Inter. Pax. Growth



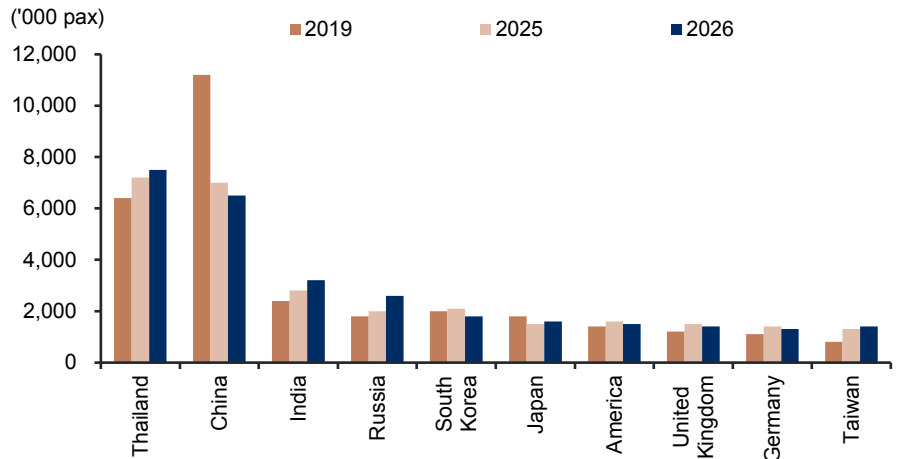
Sources: Company data, Tourism Authority of Thailand

## Ex 3: Thailand's Top 10 Tourist Arrivals In Feb-March 2026

	Feb-Mar 2025		Feb-Mar 2026		Changes
	2025	% of total	2026	% of total	y-y%
China	668,655	11%	1,088,392	18%	63%
Malaysia	710,481	12%	655,694	11%	-8%
Russia	466,282	8%	452,999	8%	-3%
India	357,961	6%	394,414	7%	10%
Korea	288,865	5%	243,929	4%	-16%
Germany	228,414	4%	230,316	4%	1%
UK	213,584	4%	224,952	4%	5%
Japan	229,303	4%	222,796	4%	-3%
USA	202,593	3%	199,787	3%	-1%
Taiwan	180,250	3%	196,396	3%	9%

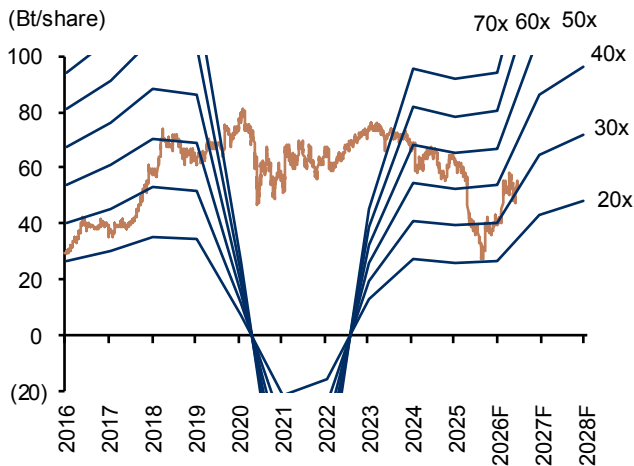
Source: Tourism Authority of Thailand

Ex 4: AOT's Top 10 International Passenger Markets In 1H FY26



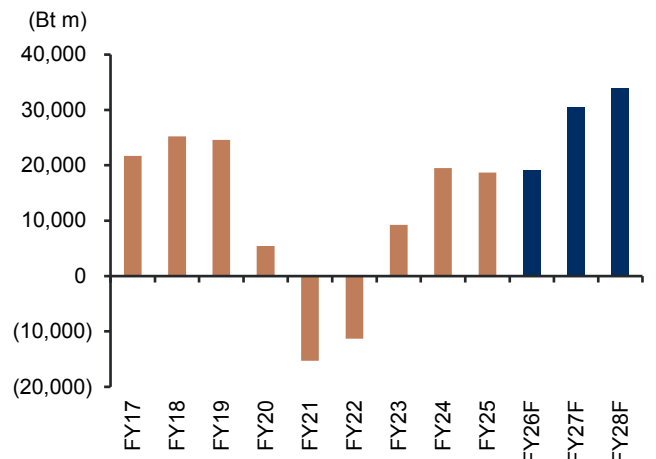
Source: Company data

Ex 5: AOT's PE Band



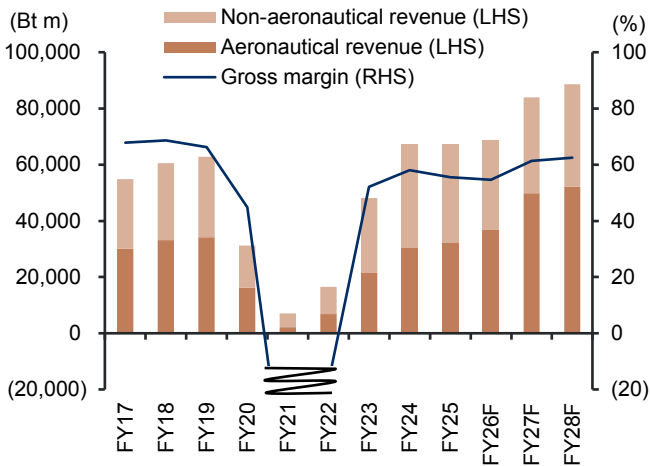
Sources: Bloomberg, ttb wealth estimates

Ex 6: AOT's Earnings



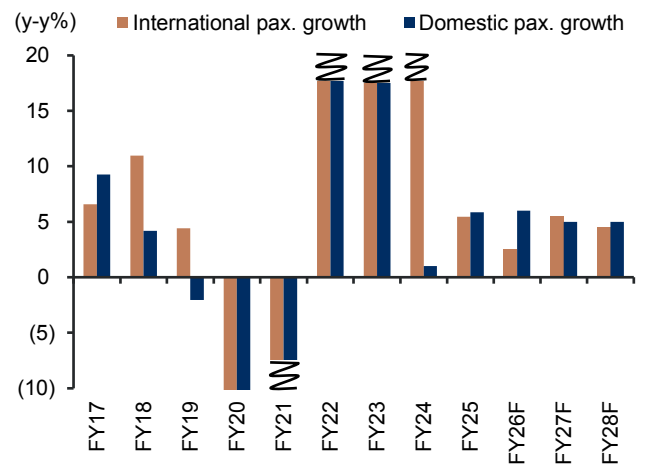
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 7: AOT's Revenue And Gross Margin



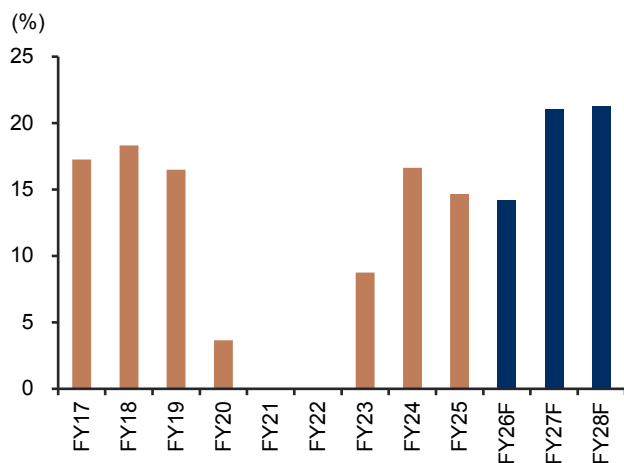
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 8: AOT's International And Domestic Pax. Growth



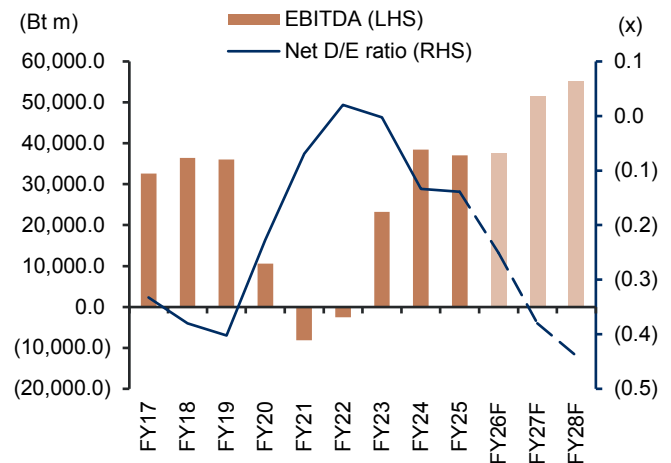
Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 9: AOT's ROE



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 10: AOT's EBITDA Margin And Net D/E Ratio



Sources: Company data, ttb wealth estimates

## Ex 11: 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	37,581	51,863	55,809	59,762	63,733	67,974	72,383	77,080	82,081	88,307	93,582	—
Free cash flow	30,168	39,066	35,079	25,633	17,062	26,515	29,041	30,409	54,094	61,748	62,291	63,424
PV of free cash flow	—	38,959	29,936	20,207	12,426	17,838	18,045	17,455	28,683	30,246	28,181	26,507
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.8											
WACC (%)	8.3											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	844,342											
Net debt (FY26F)	(35,407)											
Minority interest	2,380											
Equity value	877,368											
# of shares (m)	14,286											
<b>Equity value/share (Bt)</b>	<b>62</b>											

Sources: ttb wealth estimates

## Valuation Comparison

### Ex 12: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			26F (%)	27F (%)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (x)	27F (x)	26F (%)	27F (%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	na	257.9	85.2	23.8	0.6	0.6	9.0	7.8	0.0	0.0
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	13.1	15.1	23.9	20.8	1.5	1.5	11.1	10.3	1.9	2.3
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	(20.6)	6.0	20.3	19.1	1.3	1.1	10.5	9.7	1.4	2.6
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	(6.6)	(4.5)	18.6	19.5	2.4	2.2	8.4	8.4	1.7	1.9
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	14.2	10.8	18.9	17.1	1.8	1.7	8.2	7.8	1.7	2.0
Airports Corp of Vietnam	ACV VN	Vietnam	(27.9)	(27.9)	18.7	25.9	2.1	2.0	8.6	7.5	na	na
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	2.3	60.6	40.9	25.5	5.6	5.1	19.9	13.9	1.5	2.4
<b>Average</b>			<b>(4.3)</b>	<b>45.4</b>	<b>32.4</b>	<b>21.7</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>10.8</b>	<b>9.3</b>	<b>1.4</b>	<b>1.9</b>

Source: Bloomberg

Note: \* ttb wealth estimates using normalized EPS

Based on 21 April 2026 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

## COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

## TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

## S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

## O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค และอุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในไทยอีกด้วย

## CONSENSUS COMPARISON

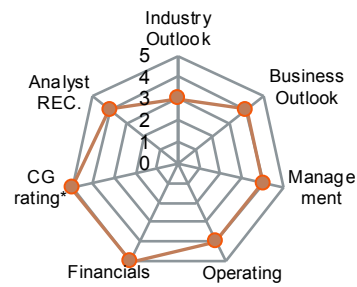
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	59.47	62.00	4%
Net profit 26F (Bt m)	20,120	19,130	-5%
Net profit 27F (Bt m)	29,571	30,729	4%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 10	SELL: 2

## HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประมาณการกำไรปี FY27F ของเราสูงกว่าประมาณการเฉลี่ยของ Bloomberg 4% ซึ่งเป็นผลจากสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่แข็งแกร่งมากกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยในตลาด 4% เช่นกัน สะท้อนถึงประมาณการกำไรที่สูงกว่าของเรา

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

## COMPANY RATING



Source: ttb wealth; \*CG Rating

## Rating Scale

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

## W — Weakness

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

## T — Threat

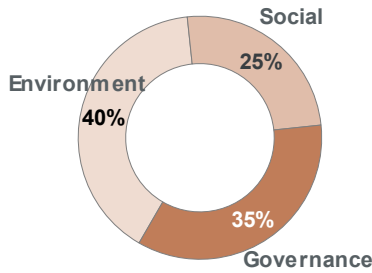
- การแข่งขันในธุรกิจสนามบินสูงขึ้น ขณะที่รัฐบาลในหลายประเทศมีนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ
- ภัยพิบัติธรรมชาติ ความตึงเครียดทางการเมือง และสงครามเป็นภัยคุกคามต่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

## RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

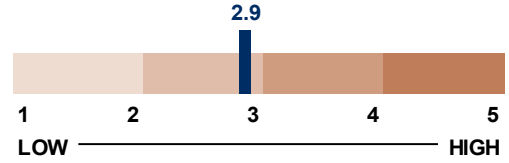
- จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้าไทย รวมถึงการเติบโตของผู้เดินทางชาวไทยทั้งขาเข้าและขาออก หากออกมาต่ำกว่าคาด อาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความขัดแย้งในตะวันออกกลางที่ยืดเยื้อนานกว่าที่คาด อาจส่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทางทั่วโลก ซึ่งจะกดดันรายได้และกำไรของ AOT
- การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวที่ต่ำกว่าคาดจะสร้างแรงกดดันต่อผู้รับสัมปทานของ AOT (เช่น King Power) และ AOT อาจจำเป็นต้องให้มาตรการช่วยเหลือ ซึ่งอาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเราเช่นกัน

Source: ttb wealth

**ESG Weighting**



**ESG Rating**



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	ttb wealth ESG Rating (1.0-5.0)	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	CG Rating (0-5)
<b>AOT</b>	<b>YES</b>	<b>AA</b>	<b>YES</b>	<b>2.93</b>	<b>A</b>	<b>52.04</b>	<b>5.0</b>

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.

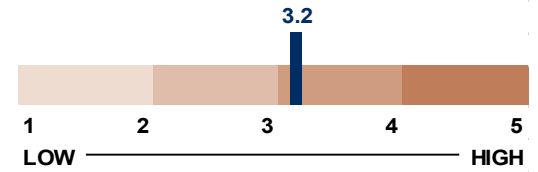


**ESG Summary**

- AOT เป็นรัฐวิสาหกิจที่รับผิดชอบในการบริหารและดำเนินงานของสนามบินหลัก 6 แห่งของประเทศ เราประเมินให้ AOT มีคะแนน ESG ปานกลางที่ 2.9 โดยด้านสังคม (S) ได้คะแนนสูงสุด รองลงมาคือ ด้านสิ่งแวดล้อม (E) และด้านบรรษัทภิบาล (G) อย่างไรก็ตาม เราเห็นว่า AOT ไม่ใช้หุ้นลงทุนตามประเด็น ESG
- คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม (E) ของ AOT อยู่ในระดับที่ 3.2 เนื่องจากบริษัทปฏิบัติตามมาตรฐานสากลต่างๆ อย่างเข้มงวด และมีความมุ่งมั่นต่อประเด็นสิ่งแวดล้อมอย่างแข็งแกร่ง แม้ว่าสนามบินจะใช้ไฟฟ้ามาก แต่ AOT ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในปริมาณสูง
- คะแนนด้านสังคม (S) ของ AOT ก็อยู่ในระดับที่ 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 แม้ว่ารูปแบบธุรกิจจะมั่นคง โดยทำหน้าที่เป็นประตูหลักของประเทศไทยและมีส่วนแบ่งตลาดเหนือกว่า 80% ของปริมาณจราจรทางอากาศของประเทศ แต่บริษัทก็เผชิญความเสี่ยงจากการกระตุกตัวของตลาดและการกำกับดูแล รวมถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่อ่อนแอ การปรับสัญญาสัมปทานร้านค้าปลอดภาษีของ King Power บ่อยครั้ง รวมถึงการอนุมัติให้เลื่อนการชำระเงิน ได้สร้างความไม่แน่นอนทั้งด้านการดำเนินงานและการเงินสำหรับบริษัทตามที่เรามอง

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.

Environment (E) Rating



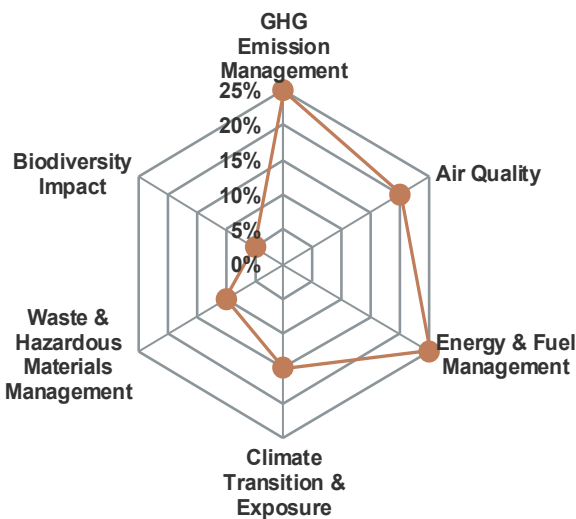
ENVIRONMENT

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 GHGs. 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. 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 is 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.

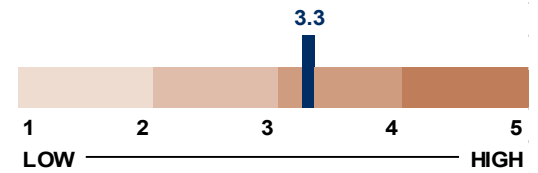
SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

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.

Social (S) Rating



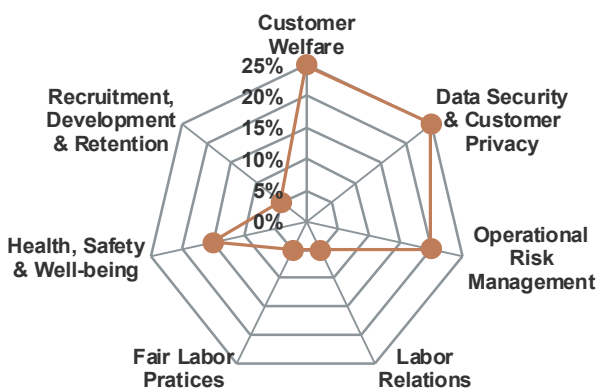
SOCIAL

Our Comments

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

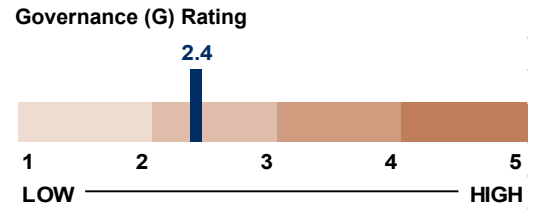
- We also assign a decent social (S) score of 3.3 to AOT, supported by strict safety and security standards, continuous service improvement, and stakeholder engagement.
- In FY24, 100% of its operational areas, business partners and direct contractors, subsidiaries and joint ventures underwent a Human 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: ttb wealth, Company data

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.

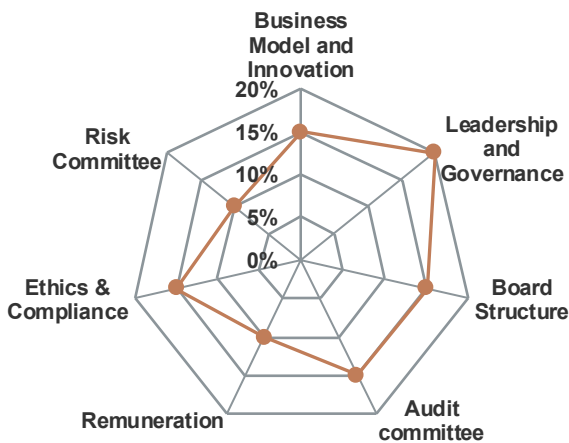


**GOVERNANCE & SUSTAINABILITY** **Our Comments**

- **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. 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: ttb wealth, Company data

**INCOME STATEMENT**

<b>FY ending Sep (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Sales	67,121	67,136	68,548	84,336	89,253
Cost of sales	28,178	29,850	31,107	32,524	33,273
<b>Gross profit</b>	<b>38,943</b>	<b>37,287</b>	<b>37,441</b>	<b>51,813</b>	<b>55,980</b>
% gross margin	58.0%	55.5%	54.6%	61.4%	62.7%
Selling & administration expenses	11,920	12,280	12,339	12,650	13,120
<b>Operating profit</b>	<b>27,023</b>	<b>25,007</b>	<b>25,102</b>	<b>39,162</b>	<b>42,860</b>
% operating margin	40.3%	37.2%	36.6%	46.4%	48.0%
Depreciation & amortization	11,404	12,042	12,479	12,701	12,948
<b>EBITDA</b>	<b>38,427</b>	<b>37,050</b>	<b>37,581</b>	<b>51,863</b>	<b>55,809</b>
% EBITDA margin	57.3%	55.2%	54.8%	61.5%	62.5%
Non-operating income	613	1,431	1,761	2,205	2,908
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,757)	(2,515)	(2,404)	(2,282)	(2,165)
<b>Pre-tax profit</b>	<b>24,879</b>	<b>23,923</b>	<b>24,459</b>	<b>39,085</b>	<b>43,603</b>
Income tax	4,903	4,787	4,892	7,817	8,721
<b>After-tax profit</b>	<b>19,976</b>	<b>19,136</b>	<b>19,567</b>	<b>31,268</b>	<b>34,882</b>
% net margin	29.8%	28.5%	28.5%	37.1%	39.1%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(3)	0	0	0
Minority interests	(460)	(429)	(438)	(539)	(570)
Extraordinary items	(333)	(579)	0	0	0
<b>NET PROFIT</b>	<b>19,182</b>	<b>18,125</b>	<b>19,130</b>	<b>30,729</b>	<b>34,312</b>
<b>Normalized profit</b>	<b>19,515</b>	<b>18,705</b>	<b>19,130</b>	<b>30,729</b>	<b>34,312</b>
EPS (Bt)	1.3	1.3	1.3	2.2	2.4
Normalized EPS (Bt)	1.4	1.3	1.3	2.2	2.4

*We expect an earnings CAGR of 22% over FY26-28F, driven by...*

*... its passenger growth, an international PSC hike, and operating leverage benefits*

**BALANCE SHEET**

<b>FY ending Sep (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
<b>ASSETS:</b>					
Current assets:	30,224	37,330	47,261	66,692	82,961
Cash & cash equivalent	18,541	19,466	36,600	60,800	76,800
Account receivables	10,767	16,594	9,390	4,621	4,891
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	118,951	117,953
Other assets	49,750	48,236	46,722	44,869	43,390
<b>Total assets</b>	<b>206,150</b>	<b>209,932</b>	<b>215,869</b>	<b>230,597</b>	<b>244,389</b>
<b>LIABILITIES:</b>					
Current liabilities:	23,363	24,586	24,508	24,641	24,447
Account payables	1,767	2,154	2,557	2,673	2,735
Bank overdraft & ST loans	198	224	537	458	403
Current LT debt	617	399	262	168	74
Others current liabilities	20,781	21,809	21,152	21,342	21,235
<b>Total LT debt</b>	<b>835</b>	<b>399</b>	<b>394</b>	<b>392</b>	<b>419</b>
Others LT liabilities	55,553	52,107	50,084	48,371	46,959
<b>Total liabilities</b>	<b>79,751</b>	<b>77,091</b>	<b>74,986</b>	<b>73,403</b>	<b>71,825</b>
Minority interest	2,166	1,943	2,380	2,919	3,489
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	498	323	323	323	323
<b>Retained earnings</b>	<b>96,881</b>	<b>103,722</b>	<b>111,327</b>	<b>127,099</b>	<b>141,899</b>
Shareholders' equity	124,233	130,898	138,503	154,275	169,075
<b>Liabilities &amp; equity</b>	<b>206,150</b>	<b>209,932</b>	<b>215,869</b>	<b>230,597</b>	<b>244,389</b>

Sources: Company data, ttb wealth estimates

**CASH FLOW STATEMENT**

<b>FY ending Sep (Bt m)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Earnings before tax	24,879	23,923	24,459	39,085	43,603
Tax paid	(3,638)	(4,488)	(5,011)	(7,391)	(8,661)
Depreciation & amortization	11,404	12,042	12,479	12,701	12,948
Chg In working capital	1,098	(5,441)	7,607	4,885	(208)
Chg In other CA & CL / minorities	2,244	(308)	(538)	(236)	(166)
<b>Cash flow from operations</b>	<b>35,988</b>	<b>25,728</b>	<b>38,996</b>	<b>49,044</b>	<b>47,517</b>
Capex	(14,651)	(10,200)	(10,000)	(9,850)	(11,950)
Right of use	3,160	3,339	2,838	2,412	2,051
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)	(3,345)	(2,273)	(1,984)
<b>Cash flow from investments</b>	<b>(13,800)</b>	<b>(12,473)</b>	<b>(10,507)</b>	<b>(9,711)</b>	<b>(11,883)</b>
Debt financing	(4,327)	(871)	170	(176)	(121)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,151)	(11,959)	(11,525)	(14,958)	(19,513)
Warrants & other surplus	(263)	499	0	0	0
<b>Cash flow from financing</b>	<b>(9,742)</b>	<b>(12,331)</b>	<b>(11,354)</b>	<b>(15,133)</b>	<b>(19,633)</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>22,187</b>	<b>13,255</b>	<b>28,489</b>	<b>39,333</b>	<b>35,633</b>

*We assume capex of Bt221bn over the next 10 years for capacity expansion*

**VALUATION**

<b>FY ending Sep</b>	<b>2024A</b>	<b>2025A</b>	<b>2026F</b>	<b>2027F</b>	<b>2028F</b>
Normalized PE (x)	40.1	41.8	40.9	25.5	22.8
Normalized PE - at target price (x)	45.4	47.4	46.3	28.8	25.8
PE (x)	40.8	43.2	40.9	25.5	22.8
PE - at target price (x)	46.2	48.9	46.3	28.8	25.8
EV/EBITDA (x)	19.9	20.6	19.9	13.9	12.7
EV/EBITDA - at target price (x)	22.6	23.4	22.6	15.9	14.5
P/BV (x)	6.3	6.0	5.6	5.1	4.6
P/BV - at target price (x)	7.1	6.8	6.4	5.7	5.2
P/CFO (x)	21.7	30.4	20.1	15.9	16.5
Price/sales (x)	11.7	11.7	11.4	9.3	8.8
Dividend yield (%)	1.4	1.5	1.5	2.4	2.6
FCF Yield (%)	2.8	1.7	3.6	5.0	4.6
<b>(Bt)</b>					
Normalized EPS	1.4	1.3	1.3	2.2	2.4
EPS	1.3	1.3	1.3	2.2	2.4
DPS	0.8	0.8	0.8	1.3	1.4
BV/share	8.7	9.2	9.7	10.8	11.8
CFO/share	2.5	1.8	2.7	3.4	3.3
FCF/share	1.6	0.9	2.0	2.8	2.5

Sources: Company data, ttb wealth estimates

## FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
<b>Growth Rate</b>					
Sales (%)	39.4	0.0	2.1	23.0	5.8
Net profit (%)	118.2	(5.5)	5.5	60.6	11.7
EPS (%)	118.2	(5.5)	5.5	60.6	11.7
Normalized profit (%)	111.0	(4.2)	2.3	60.6	11.7
Normalized EPS (%)	111.0	(4.2)	2.3	60.6	11.7
Dividend payout ratio (%)	58.8	63.8	60.0	60.0	60.0
<b>Operating performance</b>					
Gross margin (%)	58.0	55.5	54.6	61.4	62.7
Operating margin (%)	40.3	37.2	36.6	46.4	48.0
EBITDA margin (%)	57.3	55.2	54.8	61.5	62.5
Net margin (%)	29.8	28.5	28.5	37.1	39.1
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	10.4	17.2	19.8
Interest coverage - EBITDA (x)	13.9	14.7	15.6	22.7	25.8
ROA - using norm profit (%)	9.7	9.0	9.0	13.8	14.4
ROE - using norm profit (%)	16.6	14.7	14.2	21.0	21.2
<b>DuPont</b>					
ROE - using after tax profit (%)	17.0	15.0	14.5	21.4	21.6
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	41.2	39.4	39.2	49.0	51.3
- leverage (x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
- interest burden (%)	90.0	90.5	91.0	94.5	95.3
- 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	30.4	36.3
NOPAT (Bt m)	21,697	20,003	20,082	31,330	34,288
invested capital (Bt m)	107,342	112,455	103,096	94,492	93,171

Sources: Company data, ttb wealth estimates

*AOT's balance sheet is solid with a net cash position...*

*...while its profitability is high with an ROE of 21% in FY27-28F*

## 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 บริษัทหลักทรัพย์ ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยชนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttbwealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttbwealth, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) and its group companies. Copyright © ttb wealth 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 ttb wealth 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 ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (“บล.ทีทีบี เบลู”) โดยใช้ข้อมูลจาก แนนโวมูร์กิจ, ประมาณการทางการเงิน, Bloomberg และแหล่งอื่น ๆ บริษัทมิได้เป็นผู้ออกตราสารแสดงสิทธิในหลักทรัพย์ต่างประเทศ (DRs) จึงไม่มีความขัดแย้งทางผลประโยชน์”

**คำเตือน:** DRs มีความเสี่ยงจาก อัตราแลกเปลี่ยน และ หลักทรัพย์อ้างอิงในต่างประเทศ ซึ่งอาจทำให้มูลค่าลดลงได้ ผู้ลงทุนต้องศึกษาความเสี่ยงด้วยตนเอง ก่อนตัดสินใจลงทุน นักวิเคราะห์ของ บล. ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) ได้ขึ้นทะเบียนโดย ก.ล.ต. และขอรับรองว่าความเห็นในบทวิเคราะห์นี้เป็น ความเห็นที่เป็นอิสระ มีเหตุผลรองรับ และ นักวิเคราะห์ ไม่มีส่วนได้เสีย ในหลักทรัพย์ที่นำเสนอ ณ วันที่จัดทำ

"This analysis was prepared by ttb wealth securities public company limited (“ttb wealth”) 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.

ttb wealth 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: ธนาคารทหารไทยชนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ทีทีบี เบลู จำกัด (มหาชน) (ttb wealth) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้นร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

## ttb wealth research team

---

### หัวหน้าฝ่าย, Strategy

พิมพ์ผกา นิจการณ, CFA

pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

### สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภพ ประสิทธิ์สุขสันต์

nuttapop.Pra@ttbwealth.co.th

### ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

รวิสราร สุวรรณอำไพ

rawisara.suw@ttbwealth.co.th

### พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

yupapan.pol@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์, CISA

narinorn.kla@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์

sittichet.run@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA

adisak.phu@ttbwealth.co.th

### อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, ค้าปลีก

พัทธดนย์ บุณนาค

pattadol.bun@ttbwealth.co.th

### ขนส่ง, รับเหมา

ศกดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์

saksid.pha@ttbwealth.co.th

### ผู้ช่วยนักวิเคราะห์

โชติ เจริญกิตติวัฒน์, CFA

chod.rea@ttbwealth.co.th

### กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล

thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

### ยานยนต์, นิตมฯ, Property Fund, REITs, บันเทิง

รตา ลิมสุทธีวันภูมิ

rata.lim@ttbwealth.co.th

### Small Cap, การแพทย์, โรงแรม

ศิริพร อรุณทัย

siriporn.aru@ttbwealth.co.th

### นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล

lapinee.dib@ttbwealth.co.th

### วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชนันท์ ธรรมบำรุง

witchanan.tam@ttbwealth.co.th

## Data Support Team

---

### มลฤดี เพชรแสงใสกุล

monrudee.pet@ttbwealth.co.th

### เกษมรัตน์ จิตกุล

kasemrat.jit@ttbwealth.co.th

### วราทิพย์ รุ่งประดับวงศ์

varathip.run@ttbwealth.co.th

### สุนทร รักษาวัต

sunet.rak@ttbwealth.co.th

### สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปราณี

suksawat.lim@ttbwealth.co.th

### สุจินตนา สภาพร

sujintana.sth@ttbwealth.co.th

## ttb wealth securities public co. ltd.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 -779-9119

Email:research@ttbwealth.co.th