

BUY (Unchanged)

TP: Bt 75.00 (From: Bt 65.00)

Change in Numbers
Upside : 13.2%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

เติบโตแม้เผชิญกับปัจจัยลบหลายด้าน

แม้หนักท้องเที่ยวจะอ่อนแอ ผลกระทบจากสงครามอิหร่าน และการปรับลดรายได้ประกันขั้นต่ำของธุรกิจตั๋วเครื่องบินได้สัญญา FY26 ฉบับปรับปรุง แต่กำไรของ AOT ยังคงมีแนวโน้มทำสถิติสูงสุดใหม่ หลังเราปรับเพิ่มคาดการณ์กำไร 7-9% ต่อปีในปี FY26-28F เราคงคำแนะนำ “ซื้อ” AOT และ TP 75 บาท


SAKSID PHADTHANANARAK

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

ปรับราคาเป้าหมายเพิ่มเป็น 75 บาท คงคำแนะนำ “ซื้อ”

เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” AOT ในฐานะเป็นหนึ่งในหุ้น Top Country Pick ของเรา 1) เราปรับเพิ่มกำไร 7-9% สำหรับปี FY26-28F และปรับเพิ่มราคาเป้าหมาย (ปีฐาน FY27F สิ้นสุดเดือน ก.ย. 2027) เป็น 75.0 บาท จาก 65.0 บาท เนื่องจาก AOT ควบคุมต้นทุนได้ดีกว่าคาด และมีรายได้จากสัมปทานสูงกว่าที่คาดใน 1H26 2) แม้แนวโน้มการท่องเที่ยวจะยังอ่อนแอ ผลกระทบจากสงครามอิหร่าน และการปรับลดรายได้ประกันขั้นต่ำ (MG) ของธุรกิจตั๋วเครื่องบินได้สัญญาที่ปรับปรุงใหม่ในเดือน ต.ค. 2025 แต่คาดว่ากำไรของ AOT จะเติบโต 7% y-y ในปี FY26F และ ปี FY27F น่าจะมีกำไรสูงกว่าในปี FY19 โดยคาดกำไรจะเติบโต 61/13/10% y-y ใน FY27F-29F ซึ่งหนุนโดยการปรับขึ้นค่าบริการผู้โดยสารระหว่างประเทศ (PSC) 53%, มาตรการควบคุมต้นทุน และการฟื้นตัวของจำนวนนักท่องเที่ยว 3) ROE คาดว่าจะเพิ่มขึ้นทำสถิติสูงสุดที่ 22% ในปี FY27F จาก 15% ในปี FY26F และ 17% ในปี FY19 และ 4) การที่คิงพาวเวอร์ชำระหนี้ 9 พันลบ. ให้ AOT เมื่อเดือนก่อน น่าจะช่วยคลายความกังวลของตลาดต่อฐานะทางการเงินของคิงพาวเวอร์ได้

ฐานกำไรใหม่ และโครงการริเริ่มเพื่อสร้างการเติบโตใหม่

แม้จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศจะเติบโตเพียง 1% y-y และรายได้ประกันขั้นต่ำของธุรกิจตั๋วเครื่องบินลดลง 37% ภายใต้สัญญาฉบับใหม่ แต่ยังคงคาดว่ากำไรของ AOT จะเติบโต 7% y-y ในปี FY26F หนุนโดยการควบคุมต้นทุนอย่างมีประสิทธิภาพ ซึ่งทำให้ค่าใช้จ่ายพนักงานทรงตัว และการปรับขึ้นค่า PSC ผู้โดยสารระหว่างประเทศ 53% ซึ่งมีผลตั้งแต่วันที่ 20 มิ.ย. 2026 เมื่อรวมผลบวกจากการปรับขึ้น PSC เต็มปี และจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศที่คาดว่าจะเติบโต 6/5/4% y-y ในปี FY27-29F เราคาดว่ากำไรจะทำสถิติสูงสุดใหม่ เติบโต 61/13/10% y-y นอกจากนี้ AOT ยังเดินหน้าหาแนวทางเพิ่มรายได้หลายด้าน ได้แก่ การปรับขึ้นค่าธรรมเนียมการจอดและขึ้น-ลงอากาศยาน, การกลับมาเปิดร้านดีฟรี่สำหรับผู้โดยสารขาเข้า, การแต่งตั้ง AOT Ground Aviation Services ซึ่ง AOT ถือหุ้น 49% เป็นผู้ให้บริการภาคพื้นและขนส่งสินค้ารายที่ 3 ณ สนามบินสุวรรณภูมิ และการพัฒนาโครงการ Airport City เรายังไม่ได้นำรวมบวกจากโครงการริเริ่มเหล่านี้ในประมาณการ

กระแสเงินสดแข็งแกร่งขึ้น

ด้วย EBITDA เพิ่มขึ้นจาก 3.8 หมื่นลบ. ในปี FY26F เป็น 5.2-6.1 หมื่นลบ. ในปี FY27-29F ประกอบกับการคิงพาวเวอร์ชำระหนี้ 9 พันลบ. ในเดือน ก.ค. เราจึงคาดว่าเงินสดของ AOT จะเพิ่มขึ้นมากกว่า 2 เท่า จาก 2.0 หมื่นลบ. ในปี FY25 เป็น 4.3 หมื่นลบ. ในปี FY26F และเพิ่มขึ้นเป็น 4 เท่าแตะ 8.1 หมื่นลบ. ในปี FY29F ดังนั้นเราจึงคาดว่า AOT จะยังคงมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิตลอดช่วงการลงทุนมูลค่า 2.53 แสนลบ. ในปี FY26-35F ซึ่งมีเป้าหมายเพื่อขยายขีดความสามารถในการรองรับผู้โดยสารจาก 116 ล้านคน เป็น 211 ล้านคน ภายในปี 2035F

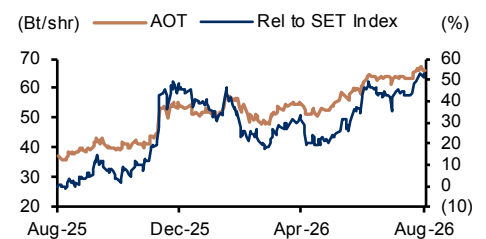
จำนวนนักท่องเที่ยวยังต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2019 อยู่ 20%

แม้ผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT จะเติบโตเพียง 1% y-y ใน 9MFY26 แต่ยังคงต่ำกว่านักท่องเที่ยวที่เข้ามาไทยที่ลดลง 3% y-y ใน 7M26 เราคาดว่านักท่องเที่ยวที่เข้ามาในปีนี้จะอยู่ที่ 32 ล้านคน ซึ่งยังต่ำกว่าจุดสูงสุดในปี 2019 ที่ 40 ล้านคน อยู่ 20% อย่างไรก็ตาม คาดว่ากำไรของ AOT จะยังคงทำสถิติสูงสุดใหม่ แม้ฐานนักท่องเที่ยวจะยังต่ำ และมีแนวโน้มเพิ่มขึ้นอีกตามการฟื้นตัวของภาคการท่องเที่ยว

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	67,136	68,253	83,923	88,885
Net profit	18,125	20,038	32,176	36,457
Consensus NP	—	19,647	29,388	32,139
Diff frm cons (%)	—	2.0	9.5	13.4
Norm profit	18,705	20,038	32,176	36,457
Prev. Norm profit	—	18,452	30,096	33,980
Chg frm prev (%)	—	8.6	6.9	7.3
Norm EPS (Bt)	1.31	1.40	2.25	2.55
Norm EPS grw (%)	(4.2)	7.1	60.6	13.3
Norm PE (x)	50.6	47.2	29.4	26.0
EV/EBITDA (x)	25.0	23.8	17.0	15.4
P/BV (x)	7.2	6.8	6.1	5.5
Div yield (%)	1.2	1.3	2.0	2.3
ROE (%)	14.7	14.8	21.8	22.3
Net D/E (%)	(13.9)	(29.8)	(38.0)	(44.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 25-Aug-26 (Bt)	66.25
Market Cap (US\$ m)	28,913.6
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg. Daily Turnover (US\$ m)	60.2
12M Price H/L (Bt)	67.00/36.00
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

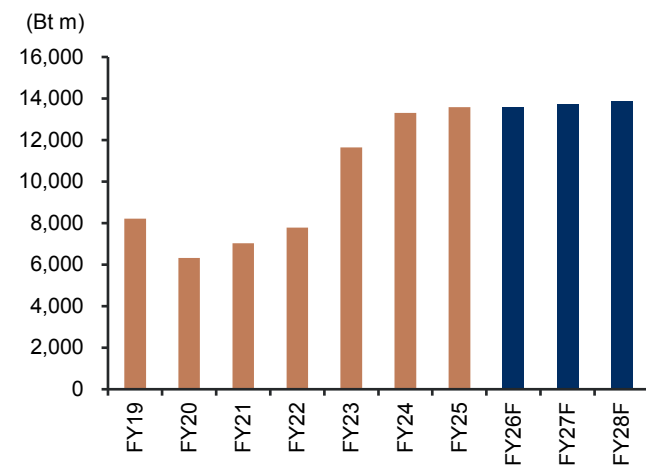
Sources: Bloomberg, Company data, ttb wealth estimates

ESG Summary Report P7

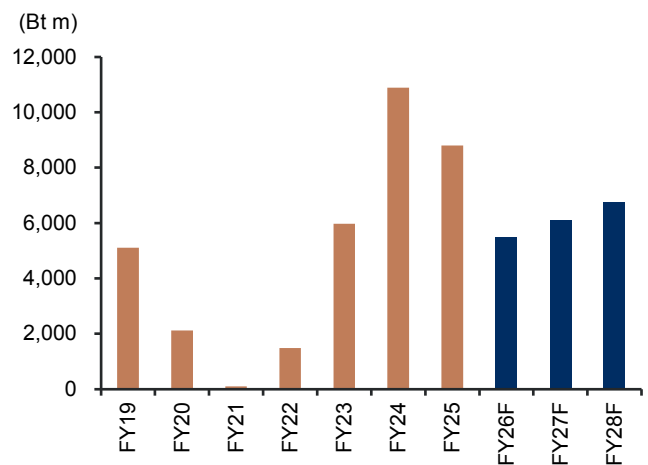
Ex 1: Key Assumption Changes

	FY23	FY24	FY25	FY26F	FY27F	FY28F
Employee expenses (Bt m)						
- New	11,639	13,296	13,584	13,584	13,720	13,857
- Old				14,549	14,840	15,136
- Change (%)				(6.6)	(7.5)	(8.5)
Concession revenue (Bt m)						
- New	14,920	23,121	22,154	18,880	20,369	21,841
- Old				18,066	19,501	20,922
- Change (%)				4.5	4.4	4.4
Gross margin (%)						
- New	52.1	58.0	55.5	56.2	63.1	64.8
- Old				54.4	61.5	63.2
- Change (ppt)				1.8	1.6	1.6
Normalized profit (Bt m)						
- New	9,247	19,515	18,705	20,038	32,176	36,457
- Old				18,452	30,096	33,980
- Change (%)				8.6	6.9	7.3

Sources: Company data, ttb wealth estimates

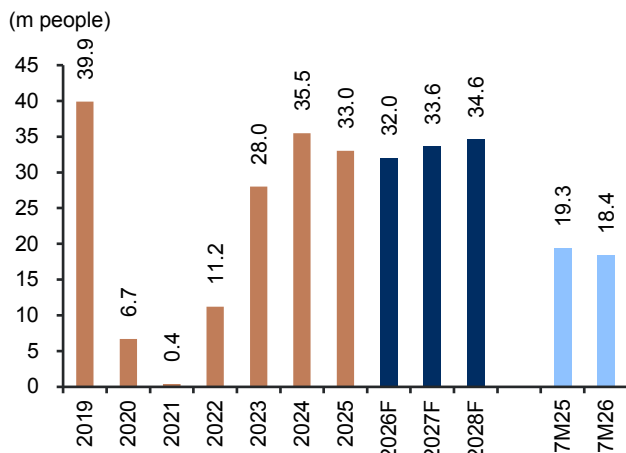
Ex 2: AOT's Employee Expenses

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 3: AOT's Duty-free Revenue At Suvarnabhumi Airport

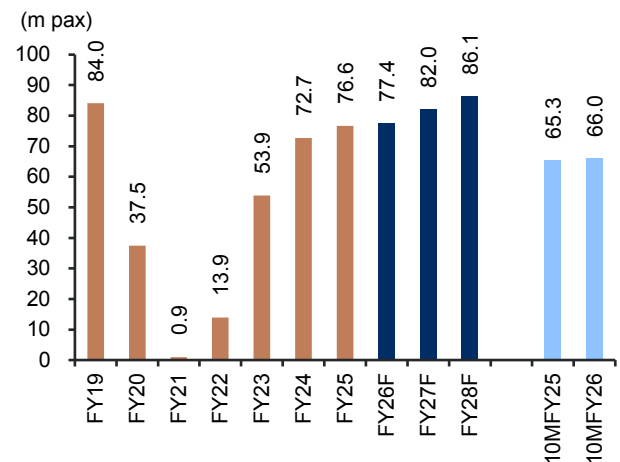
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 4: Thailand's Tourist Arrivals



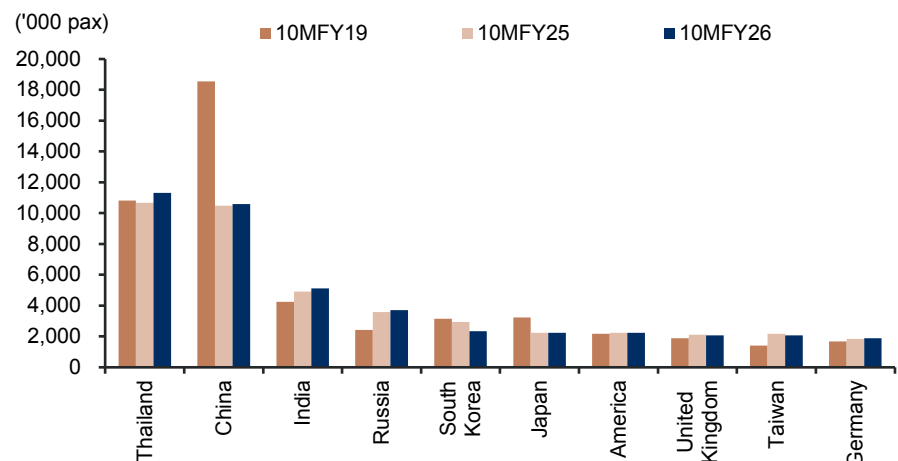
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 5: AOT's International Passengers



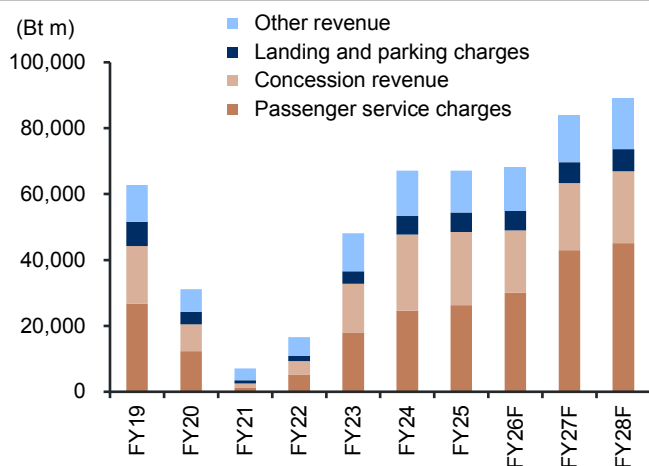
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 6: AOT's Top 10 International Passenger Markets In 10MFY26



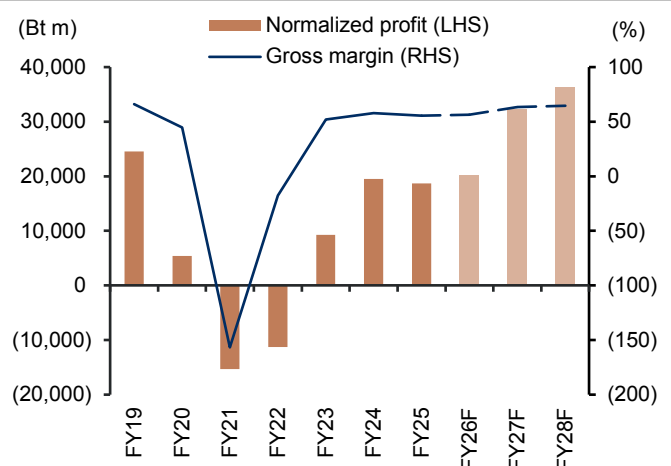
Source: Company data

Ex 7: AOT's Revenue Breakdown



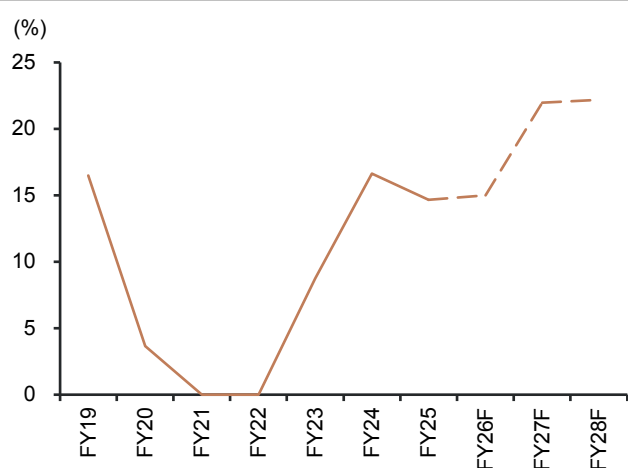
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 8: AOT's Gross Margin And Earnings



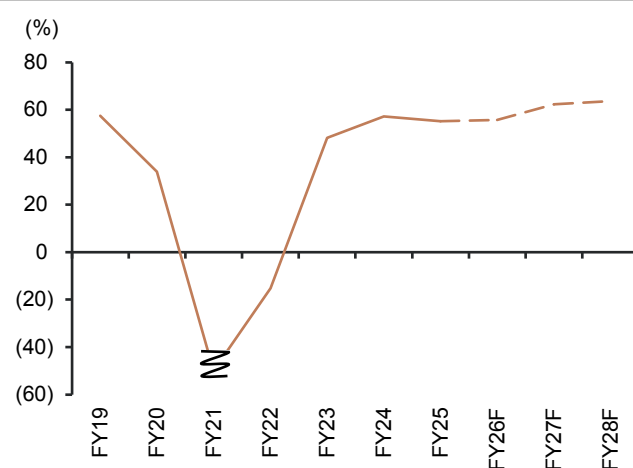
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 9: AOT's ROE



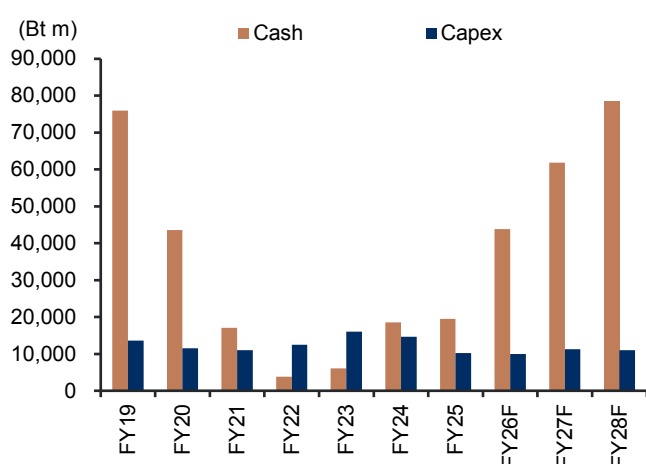
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 10: AOT's EBITDA Margin



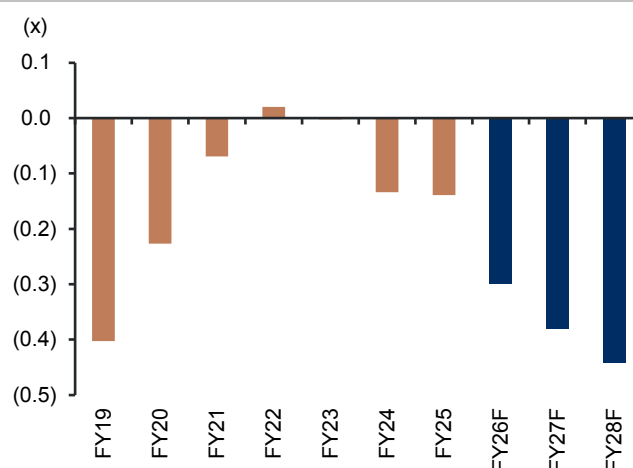
Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 11: AOT's Cash And Capex



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 12: AOT's Net D/E Ratio



Sources: Company data, ttb wealth estimates

Ex 13: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of 2027F

(Bt m)	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F	2033F	2034F	2035F	2036F	2037F	2038F	Terminal value
EBITDA	52,277	56,570	60,530	64,749	69,241	76,207	80,671	85,434	100,482	106,408	112,553	130,466	—
Free cash flow	32,909	36,270	23,993	10,671	6,231	28,384	32,801	56,346	70,564	72,367	74,039	87,534	2,171,047
PV of free cash flow	32,819	30,952	18,914	7,771	4,192	17,637	18,827	29,878	34,565	32,739	30,943	33,795	563,783
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.8												
WACC (%)	8.3												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	1,031,231												
Net debt	(42,209)												
Minority interest	2,379												
Equity value	1,071,062												
# of shares (m)	14,286												
Target price/share (Bt)	75												

Sources: Company data, ttb wealth estimates

Valuation Comparison**Ex 14: Valuation Comparison With Regional Peers**

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F	26F	27F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(x)	(%)	(%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	na	332.9	109.5	25.0	0.5	0.5	8.6	7.7	0.0	0.0
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	22.5	16.7	22.5	19.3	1.3	1.3	10.7	9.5	2.3	2.7
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	(30.0)	6.4	19.6	18.4	1.1	1.0	11.7	10.7	1.7	2.6
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	(9.4)	2.0	20.6	20.2	2.4	2.3	8.6	8.4	1.6	1.7
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	16.0	16.5	18.7	16.0	2.0	1.9	8.0	7.4	1.8	2.2
Airports Corp of Vietnam	ACV VN	Vietnam	(14.1)	(23.4)	14.5	18.9	1.9	1.7	8.2	7.2	0.0	0.0
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	7.1	60.6	47.2	29.4	6.8	6.1	23.8	17.0	1.3	2.0
Average			(1.3)	58.8	36.1	21.0	2.3	2.1	11.4	9.7	1.2	1.6

Source: Bloomberg

Note: * ttb wealth estimates using normalized EPS

Based on 25 August 2026 closing prices

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: ttb wealth

TTB WEALTH'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค และอุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในไทยอีกด้วย

CONSENSUS COMPARISON

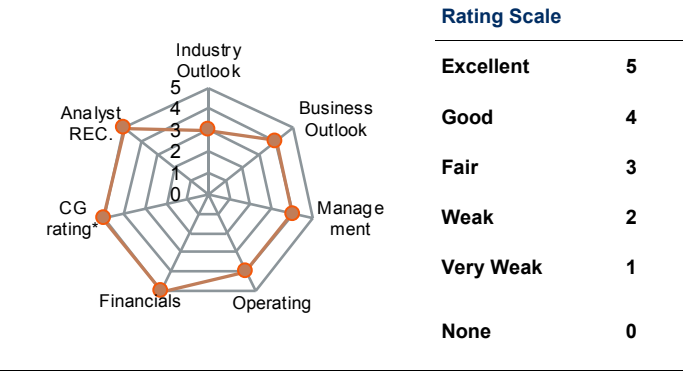
	Consensus	ttb wealth	Diff
Target price (Bt)	67.35	75.00	11%
Norm profit 26F (Bt m)	19,647	20,038	2%
Norm profit 27F (Bt m)	29,388	32,176	9%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 10	SELL: 1

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรปี FY27F ของเราสูงกว่าประมาณการเฉลี่ยของ Bloomberg 9% ซึ่งเป็นผลจากสมมติฐานการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารที่แข็งแกร่งมากกว่า
- ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าค่าเฉลี่ยในตลาด 11% เช่นกัน สะท้อนถึงประมาณการกำไรที่สูงกว่าของเรา

Sources: Bloomberg consensus, ttb wealth estimates

COMPANY RATING



W — Weakness

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

T — Threat

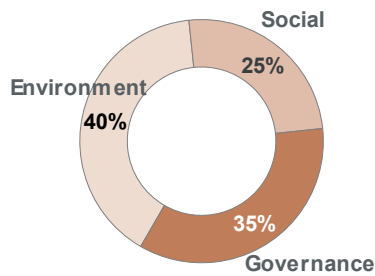
- การแข่งขันในธุรกิจสนามบินสูงขึ้น ขณะที่รัฐบาลในหลายประเทศมีนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ
- ภัยพิบัติธรรมชาติ ความตึงเครียดทางการเมือง และสงครามเป็นภัยคุกคามต่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

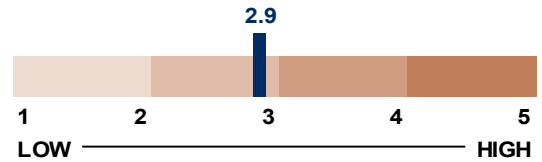
- จำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้าไทย รวมถึงการเติบโตของผู้เดินทางชาวไทยทั้งขาเข้าและขาออก หากออกมาต่ำกว่าคาด อาจเป็นความเสี่ยงด้านลบต่อประมาณการกำไรของเรา
- ความขัดแย้งในตะวันออกกลางที่ยืดเยื้อนานกว่าที่คาด อาจส่งผลกระทบเชิงลบต่อความต้องการเดินทางทั่วโลก ซึ่งจะกดดันรายได้และกำไรของ AOT
- การใช้จ่ายของนักท่องเที่ยวที่ต่ำกว่าคาดจะสร้างแรงกดดันต่อผู้รับสัมปทานของ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

Source: ttb wealth

ESG Weighting



ESG Rating



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	tbt wealth 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)

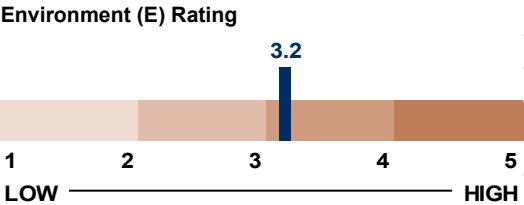
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.



ESG Summary

- AOT เป็นรัฐวิสาหกิจที่รับผิดชอบในการบริหารและดำเนินงานของสนามบินหลัก 6 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 อยู่ในระดับที่ดีที่ 3.2 เนื่องจากบริษัทปฏิบัติตามมาตรฐานสากลต่างๆ อย่างเข้มงวด และมีความมุ่งมั่นต่อประเด็นสิ่งแวดล้อมอย่างแข็งแกร่ง แม้ว่าสนามบินจะใช้ไฟฟ้ามาก แต่ AOT ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในปริมาณสูง
- คะแนนด้านสังคม (S) ของ AOT ก็อยู่ในระดับที่ดีที่ 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 โดยทำหน้าที่เป็นประตูหลักของประเทศไทย และมีส่วนแบ่งตลาดเหนือกว่า 80% ของปริมาณจราจรทางอากาศของประเทศ แต่บริษัทก็เผชิญความเสี่ยงจากการกระจุกตัวของตลาดและการกำกับดูแล รวมถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่อ่อนแอ การปรับสัญญาสัมปทานร้านค้าปลอดภาษีของ King Power บ่อยครั้ง รวมถึงการอนุมัติให้เลื่อนการชำระหนี้ 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.

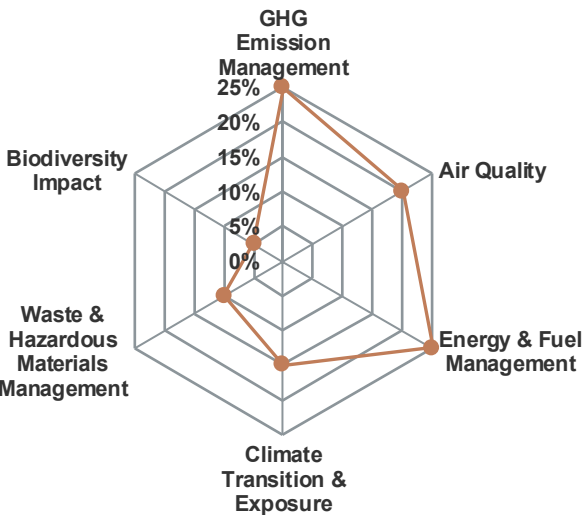


ENVIRONMENT

Our Comments

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

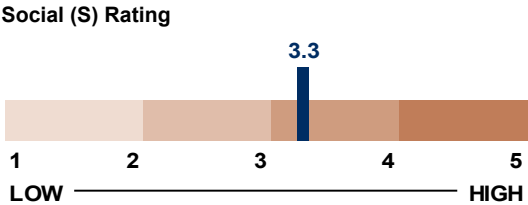
SCALE WEIGHTING



- 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 international standards, including the United Nations’ Sustainable Development Goals (SDGs), the Corporate Sustainability Assessment (CSA) in the Dow Jones Sustainability Index (DJSI), and the SET ESG Rating assessment. AOT aims to achieve net-zero GHG emissions by 2044, faster than the country’s targets of 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.

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.



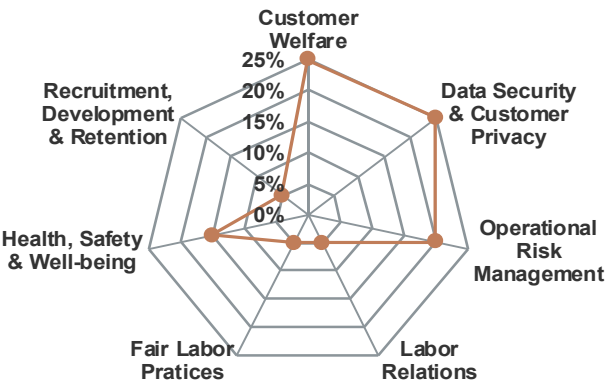
SOCIAL

Our Comments

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

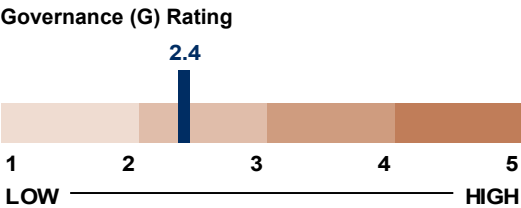
- We also assign a decent social (S) score of 3.3 to AOT, supported by strict safety and security standards, continuous service improvement, and stakeholder engagement.
- In FY24, 100% of its operational areas, business partners and direct contractors, subsidiaries and joint ventures underwent a Human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

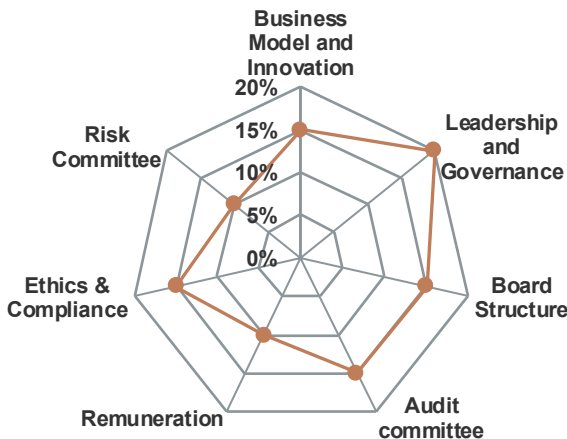


GOVERNANCE & SUSTAINABILITY

Our Comments

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

SCALE WEIGHTING



Sources: ttb wealth, Company data

- 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.

INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Sales	67,121	67,136	68,253	83,923	88,885
Cost of sales	28,178	29,850	29,925	30,996	31,314
Gross profit	38,943	37,287	38,328	52,927	57,571
% gross margin	58.0%	55.5%	56.2%	63.1%	64.8%
Selling & administration expenses	11,920	12,280	12,286	12,588	12,888
Operating profit	27,023	25,007	26,042	40,339	44,683
% operating margin	40.3%	37.2%	38.2%	48.1%	50.3%
Depreciation & amortization	11,404	12,042	11,970	11,938	11,887
EBITDA	38,427	37,050	38,012	52,277	56,570
% EBITDA margin	57.3%	55.2%	55.7%	62.3%	63.6%
Non-operating income	613	1,431	1,851	2,683	3,379
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,757)	(2,515)	(2,301)	(2,132)	(1,782)
Pre-tax profit	24,879	23,923	25,593	40,890	46,280
Income tax	4,903	4,787	5,119	8,178	9,256
After-tax profit	19,976	19,136	20,474	32,712	37,024
% net margin	29.8%	28.5%	30.0%	39.0%	41.7%
Shares in affiliates' Earnings	(1)	(3)	0	0	0
Minority interests	(460)	(429)	(436)	(536)	(568)
Extraordinary items	(333)	(579)	0	0	0
NET PROFIT	19,182	18,125	20,038	32,176	36,457
Normalized profit	19,515	18,705	20,038	32,176	36,457
EPS (Bt)	1.34	1.27	1.40	2.25	2.55
Normalized EPS (Bt)	1.37	1.31	1.40	2.25	2.55

We expect earnings growth of 61/13% y-y in FY27F-28F, driven by...

... passenger growth, an international PSC hike, cost control measures, and operating leverage benefits

BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
ASSETS:					
Current assets:	30,224	37,330	49,980	68,069	85,259
Cash & cash equivalent	18,541	19,466	43,100	61,050	77,900
Account receivables	10,767	16,594	5,610	5,748	6,088
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	122,311	121,623	120,786
Other assets	49,750	48,236	43,722	41,809	40,269
Total assets	206,150	209,932	216,098	231,586	246,398
LIABILITIES:					
Current liabilities:	23,363	24,586	24,202	24,353	24,141
Account payables	1,767	2,154	2,460	2,548	2,574
Bank overdraft & ST loans	198	224	401	346	287
Current LT debt	617	399	196	127	53
Others current liabilities	20,781	21,809	21,145	21,333	21,227
Total LT debt	835	399	294	296	298
Others LT liabilities	55,553	52,107	50,084	48,371	46,959
Total liabilities	79,751	77,091	74,580	73,020	71,398
Minority interest	2,166	1,943	2,379	2,914	3,482
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
Retained earnings	96,881	103,722	111,963	128,475	144,342
Shareholders' equity	124,233	130,898	139,139	155,651	171,518
Liabilities & equity	206,150	209,932	216,098	231,586	246,398

Sources: Company data, ttb wealth estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Earnings before tax	24,879	23,923	25,593	40,890	46,280
Tax paid	(3,638)	(4,488)	(5,244)	(7,754)	(9,195)
Depreciation & amortization	11,404	12,042	11,970	11,938	11,887
Chg In working capital	1,098	(5,441)	11,290	(50)	(314)
Chg In other CA & CL / minorities	2,244	(308)	(538)	(236)	(364)
Cash flow from operations	35,988	25,728	43,070	44,787	48,295
Capex	(14,651)	(10,200)	(10,000)	(11,250)	(11,050)
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)	(345)	(2,213)	(1,724)
Cash flow from investments	(13,800)	(12,473)	(7,507)	(11,051)	(10,724)
Debt financing	(4,327)	(871)	(131)	(122)	(131)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(5,151)	(11,959)	(11,797)	(15,664)	(20,590)
Warrants & other surplus	(263)	499	0	0	0
Cash flow from financing	(9,742)	(12,331)	(11,928)	(15,786)	(20,721)
Free cash flow	22,187	13,255	35,563	33,736	37,571

*We assume capex of
Bt253bn over the next 10
years for capacity
expansion*

VALUATION

FY ending Sep	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Normalized PE (x)	48.5	50.6	47.2	29.4	26.0
Normalized PE - at target price (x)	54.9	57.3	53.5	33.3	29.4
PE (x)	49.3	52.2	47.2	29.4	26.0
PE - at target price (x)	55.9	59.1	53.5	33.3	29.4
EV/EBITDA (x)	24.2	25.0	23.8	17.0	15.4
EV/EBITDA - at target price (x)	27.4	28.4	27.1	19.3	17.6
P/BV (x)	7.6	7.2	6.8	6.1	5.5
P/BV - at target price (x)	8.6	8.2	7.7	6.9	6.2
P/CFO (x)	26.3	36.8	22.0	21.1	19.6
Price/sales (x)	14.1	14.1	13.9	11.3	10.6
Dividend yield (%)	1.2	1.2	1.3	2.0	2.3
FCF Yield (%)	2.3	1.4	3.8	3.6	4.0
(Bt)					
Normalized EPS	1.37	1.31	1.40	2.25	2.55
EPS	1.34	1.27	1.40	2.25	2.55
DPS	0.79	0.81	0.84	1.35	1.53
BV/share	8.70	9.16	9.74	10.90	12.01
CFO/share	2.52	1.80	3.01	3.14	3.38
FCF/share	1.55	0.93	2.49	2.36	2.63

Sources: Company data, ttb wealth estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
Growth Rate					
Sales (%)	39.4	0.0	1.7	23.0	5.9
Net profit (%)	118.2	(5.5)	10.6	60.6	13.3
EPS (%)	118.2	(5.5)	10.6	60.6	13.3
Normalized profit (%)	111.0	(4.2)	7.1	60.6	13.3
Normalized EPS (%)	111.0	(4.2)	7.1	60.6	13.3
Dividend payout ratio (%)	58.8	63.8	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	58.0	55.5	56.2	63.1	64.8
Operating margin (%)	40.3	37.2	38.2	48.1	50.3
EBITDA margin (%)	57.3	55.2	55.7	62.3	63.6
Net margin (%)	29.8	28.5	30.0	39.0	41.7
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	11.3	18.9	25.1
Interest coverage - EBITDA (x)	13.9	14.7	16.5	24.5	31.8
ROA - using norm profit (%)	9.7	9.0	9.4	14.4	15.3
ROE - using norm profit (%)	16.6	14.7	14.8	21.8	22.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	17.0	15.0	15.2	22.2	22.6
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
- operating margin (%)	41.2	39.4	40.9	51.3	54.1
- leverage (x)	1.7	1.6	1.6	1.5	1.5
- interest burden (%)	90.0	90.5	91.8	95.0	96.3
- 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	18.5	33.3	37.5
NOPAT (Bt m)	21,697	20,003	20,834	32,271	35,746
invested capital (Bt m)	107,342	112,455	96,931	95,370	94,256

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 22% 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 tracks 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	LAGGARD: A company lagging its industry based on its high exposure and failure to manage significant ESG risks
BB - BBB - A	AVERAGE : A company with a mixed or unexceptional track record of managing the most significant ESG risks and opportunities relative to industry peers
AA - AAA	LEADER: A company leading its industry in managing the most significant ESG risks and opportunities

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

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

General Disclaimers And Disclosures:

This report is prepared and issued by ttb wealth securities public company limited (ttb wealth) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of ttb wealth, 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.

This report is prepared by analysts who are employed by the research department of ttb wealth. While the information is from sources believed to be reliable, neither the information nor the forecasts shall be taken as a representation or warranty for which ttb wealth or TTB or its group companies or any of their employees incur any responsibility. This report is provided to you for informational purposes only and it is not, and is not to be construed as, an offer or an invitation to make an offer to sell or buy any securities. Neither ttb wealth, TTB nor its group companies accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents.

The information and opinions contained herein have been compiled or arrived at from sources believed reliable. However, ttb wealth, TTB and its group companies make no representation or warranty, express or implied, as to their accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. The use of any information, forecasts and opinions contained in this report shall be at the sole discretion and risk of the user.

ttb wealth, TTB and its group companies perform and seek to perform business with companies covered in this report. ttb wealth, TTB, its group companies, their employees and directors may have positions and financial interest in securities mentioned in this report. ttb wealth, TTB or its group companies may from time to time perform investment banking or other services for, or solicit investment banking or other business from, any entity mentioned in this report. Therefore, investors should be aware of conflict of interest that may affect the objectivity of this report.

Note: ttb wealth securities public company limited (ttb wealth) acts as an underwriter of "Debentures of IRPC Public Co. Ltd. No. 1/2026 (B.E. 2569), therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Note: ttb wealth securities public company limited (ttb wealth) acts as an underwriter of "Debentures of CPF (Thailand) Public Company Limited No. 1/2026 (B.E. 2569), therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Note: ttb wealth securities public company limited (ttb wealth) acts as an underwriter of "Debentures of Sansiri Pcl. No. 3/2026 (B.E. 2569), therefore investors need to be aware that there could be conflicts of interest in this research.

Disclosure of Interest of ttb wealth securities public company limited**Investment Banking Relationship**

Within the preceding 12 months, ttb wealth has lead-managed public offerings and/or secondary offerings (excluding straight bonds) of the securities of the following companies: -

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.

ttb wealth securities public company limited.

Research Team

18 Floor, MBK Tower

444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330

Tel: 662 - 779-9119

Email: research@ttbwealth.co.th

Pimpaka Nichgaroon, CFA

Head of Research, Strategy
pimpaka.nic@ttbwealth.co.th

Nuttapop Prasitsuksant

Food & Beverage, Telecom, Utilities
nuttapop.pra@ttbwealth.co.th

Rawisara Suwanumphai

Bank, Finance
rawisara.suw@ttbwealth.co.th

Yupapan Polpornprasert

Energy, Petrochemical
yupapan.pol@ttbwealth.co.th

Sittichet Rungrassameephat

Analyst, Retail Market Strategy
sittichet.run@ttbwealth.co.th

Adisak Phupiphathirungul, CFA

Retail Market Strategy
adisak.phu@ttbwealth.co.th

Pattadol Bunnak

Electronics, Retail, Shipping
pattadol.bun@ttbwealth.co.th

Saksid Phadthananarak

Construction, Transportation
saksid.pha@ttbwealth.co.th

Chod Reankittiwat, CFA

Assistant Analyst
chod.rea@ttbwealth.co.th

Thaloengsak Kucharoenpaisan

Analyst, Retail Market Strategy
thaloengsak.kuc@ttbwealth.co.th

Pattarawan Wangmingmat

Senior Technical Analyst
pattarawan.wan@ttbwealth.co.th

Rata Limsuthiwanpoom

Auto, Industrial Estate, Media, Property, REITs
rata.lim@ttbwealth.co.th

Siriporn Arunothai

Small Cap, Healthcare, Hotel
siriporn.aru@ttbwealth.co.th

Nariporn Klangpremchitt, CISA

Analyst, Retail Market Strategy
nariporn.kla@ttbwealth.co.th

Witchanan Tambamroong

Technical Analyst
witchanan.tam@ttbwealth.co.th