

SELL (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 32.00

(From: Bt 24.00)

22 SEPTEMBER 2025

Downside : 17.4%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

รวมการปรับขึ้น PSC ในประมาณการ

แม้เราจะรวมการปรับขึ้น PSC ที่ 100 บาท ทั้งผู้โดยสารระหว่างประเทศ และในประเทศ ซึ่งทำให้คาดการณ์กำไรและราคาเป้าหมายของเราปรับขึ้นเป็น 32 บาท แต่มูลค่าของ AOT ยังคงดูแพงที่ PE ที่ 29 เท่า ในปี FY26F เทียบกับกำไรที่เติบโตเฉลี่ยเพียง 12% ในปี FY26-28F ดังนั้นเราจึงยังคงคำแนะนำ "ขาย"



SAKSID PHADTHANANARAK

662-779-9119

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ราคาเป้าหมายปรับเพิ่มเป็น 32 บาท คงคำแนะนำ "ขาย"

เราปรับกำไรปี 2026-27F ของ AOT ขึ้น 24-38% และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน FY26F) เป็น 32 บาท/หุ้น (จาก 24 บาท) สะท้อนการปรับขึ้นค่าธรรมเนียมบริการผู้โดยสาร (PSC) ที่ 100 บาท ทั้งผู้โดยสารระหว่างประเทศและในประเทศ แต่ยังคงคำแนะนำ "ขาย" AOT เนื่องจาก 1) การฟื้นตัวของราคาหุ้น 42% จากจุดต่ำสุดในปีนี้จะสะท้อนข่าวดีไปแล้ว 2) เรากังวลเกี่ยวกับการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่มาจากไทย และคาดว่าจะเติบโตเพียง 3/3% y-y ในปี 2026-27F (-6% y-y ในปี 2025F), 3) การปรับสัญญาตั๋วฟรีของ King Power ยังไม่แน่นอน และเราคาดว่า จะมีการลดการชำระรายได้ประกันขั้นต่ำของ King Power ลง 22% ในปี FY26F (ดูบทวิเคราะห์ AOT "อาจมีการแก้ไขสัญญา" 18 มิถุนายน 2025), และ 4) แม้จะรวมการปรับขึ้น PSC แล้ว แต่มูลค่าของ AOT ยังคงดูแพงที่ PE ที่ 29 เท่า ในปี FY26F เทียบคู่แข่งที่ 23 เท่า

อาจมีการปรับขึ้นค่าธรรมเนียม PSC 100 บาท

แม้ว่าการปรับเพิ่ม PSC ยังไม่ได้ข้อสรุป เนื่องจาก AOT ยังคงอยู่ในกระบวนการศึกษา ซึ่งคาดว่าจะเสร็จสิ้นภายในเดือนหน้า ก่อนที่จะมีการหารือกับสำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (CAAT) และยื่น PSC ที่ได้รับการปรับแล้วให้กับคณะกรรมการการบินพลเรือนเพื่อขออนุมัติ แต่เราประเมินตามคำแนะนำของ CAAT โดยสมมติว่าค่าธรรมเนียม PSC จะปรับขึ้น 100 บาท เป็น 830 บาท สำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศ และ 230 บาท สำหรับผู้โดยสารภายในประเทศ เนื่องจาก AOT จำเป็นต้องประกาศ PSC ใหม่อย่างน้อยสี่เดือนก่อนมีผลบังคับใช้ เราจึงสมมติว่า PSC ใหม่จะเริ่มมีผลตั้งแต่ 3QFY26F เป็นต้นไป (ปีงบการเงินของ AOT สิ้นสุดในเดือนกันยายน)

คาดการณ์กำไรเติบโตเฉลี่ยที่ 12% ในปี FY26-28F

หลังกำไรลดลง 8% y-y ในปี FY25F (เทียบกับลดลง 1% ใน 9M25) เนื่องจากรายได้จากสัมปทานตั๋วฟรีที่ลดลงหลัง AOT ได้ทวงคืนพื้นที่เชิงพาณิชย์บางส่วนจาก King Power เราคาดว่ากำไรของ AOT จะฟื้นตัวด้วยการเติบโต 8/21/8% y-y ในปี FY26-28F แม้เราคาดว่าจะมีรายได้สัมปทานตั๋วฟรีลดลงอีกครั้งในปี FY26F จากการปรับสัญญาที่ทำให้รายได้ประกันขั้นต่ำของ King Power ลดลง แต่จะถูกชดเชยด้วยรายได้จากผู้โดยสารที่แข็งแกร่งขึ้น ซึ่งได้แรงหนุนจากการเติบโตของผู้โดยสารระหว่างประเทศ 3-5% ต่อปี ในปี 2026-28F และการปรับขึ้น PSC อีก 100 บาทที่จะเริ่มมีผลบังคับใช้ตั้งแต่ 3QFY26F เป็นต้นไป

อยู่ในช่วงลงทุนมากกว่า 2.5 แสลงบ.

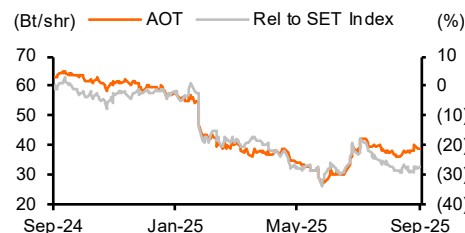
หนึ่งในเหตุผลหลักของการปรับขึ้น PSC คือเพื่อหนุนการขยายขีดความสามารถในการรองรับของ AOT โดย AOT มีแผนที่จะใช้งบลงทุนมากกว่า 2.5 แสลงบ. เพื่อเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับจาก 121 ล้านคน (119 ล้านคน ในปี FY24) เป็น 207 ล้านคน โครงการหลักประกอบด้วย การขยายสนามบินสุวรรณภูมิทางตะวันออกวงเงิน 1.2 หมื่นลบ., อาคารผู้โดยสารใต้และรันเวย์ที่ 4 วงเงิน 1.7 หมื่นลบ., สนามบินดอนเมืองเฟส 3 วงเงิน 3.6 หมื่นลบ. และสนามบินเชียงใหม่เฟส 2 วงเงิน 2.4 หมื่นลบ. เราใส่งบลงทุนรวมของ AOT ที่ 2.64 แสลงบ. ในช่วง 10 ปีข้างหน้า

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์ เพื่อให้บริการแก่ลูกค้าเท่านั้นและใช้เป็นข้อมูลประกอบในการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	67,121	66,864	70,043	76,743
Net profit	19,182	18,036	19,437	23,427
Consensus NP	—	18,556	18,107	20,553
Diff frm cons (%)	—	(2.8)	7.3	14.0
Norm profit	19,515	18,036	19,437	23,427
Prev. Norm profit	—	17,965	15,643	16,978
Chg frm prev (%)	—	0.4	24.3	38.0
Norm EPS (Bt)	1.4	1.3	1.4	1.6
Norm EPS grw (%)	111.0	(7.6)	7.8	20.5
Norm PE (x)	28.4	30.7	28.5	23.6
EV/EBITDA (x)	14.0	14.3	13.4	11.5
P/BV (x)	4.5	4.2	4.0	3.7
Div yield (%)	2.0	2.0	2.1	2.5
ROE (%)	16.6	14.1	14.4	16.2
Net D/E (%)	(13.4)	(16.9)	(20.6)	(23.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 22-Sep-25 (Bt)	38.75
Market Cap (US\$ m)	17,416.7
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	42.3
12M Price H/L (Bt)	64.75/27.25
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

ESG Summary Report P7

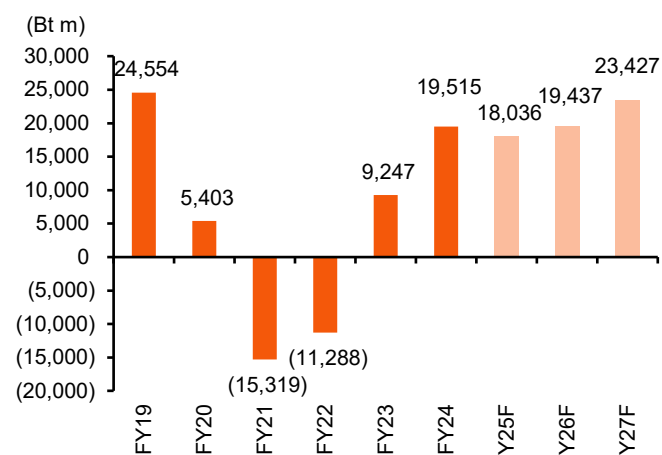
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

Ex 1: Our Key Assumption Changes

	FY22	FY23	FY24	FY25F	FY26F	FY27F
International PSC (Bt)						
- New	730	730	730	730	780	830
- Old				730	730	730
- Change (%)				—	6.8	13.7
Domestic PSC (Bt)						
- New	130	130	130	130	180	230
- Old				130	130	130
- Change (%)				—	38.5	76.9
Passenger service charges (Bt m)						
- New	5,267	17,882	24,607	25,992	29,722	34,255
- Old				25,992	26,336	27,648
- Change (%)				—	12.9	23.9
Gross margin (%)						
- New	(17.7)	52.1	58	55.3	55.8	57.7
- Old				55.3	53.1	53.5
- Change (ppt)				—	2.7	4.2
Normalized profit (Bt m)						
- New	(11,288)	9,247	19,515	18,036	19,437	23,427
- Old				17,965	15,643	16,978
- Change (%)				0.4	24.3	38.0

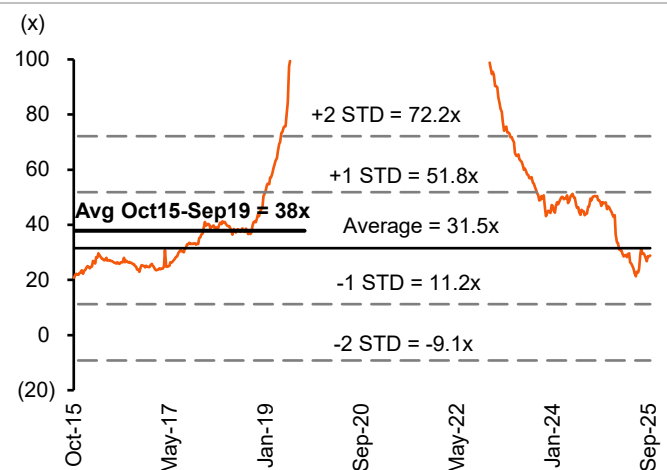
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: AOT's Earnings



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: AOT's PE Standard Deviation



Sources: Bloomberg, Thanachart estimates

Ex 4: Valuation Comparison With Regional Peers

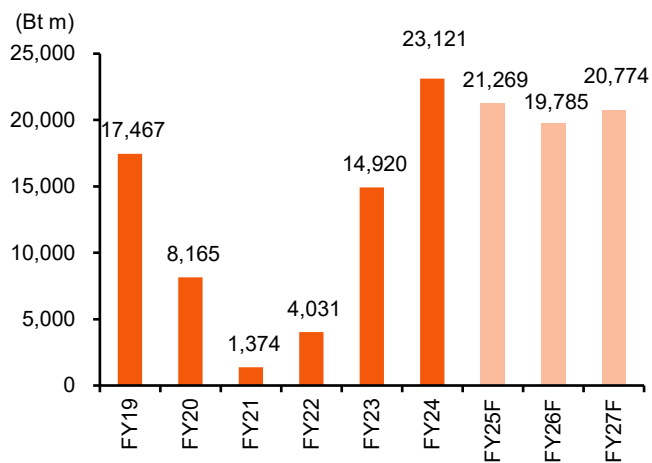
Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)	25F (x)	26F (x)	25F (%)	26F (%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	92.0	na	na	50.1	0.9	0.9	12.6	10.2	0.0	0.2
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	13.5	21.5	36.2	29.8	1.9	1.8	14.9	13.7	1.3	1.5
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	(8.7)	(2.7)	16.7	17.2	1.2	1.2	12.8	12.0	0.6	2.1
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	(15.2)	2.8	18.9	13.4	2.2	2.0	8.2	7.8	1.8	2.0
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	(10.9)	13.5	15.4	13.6	4.3	3.6	9.7	8.8	12.8	4.5
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	8.8	14.2	18.7	16.4	1.8	1.6	8.3	7.9	1.8	2.0
Airports Corp of Vietnam	ACV VN	Vietnam	3.9	(15.1)	17.0	20.1	2.9	2.6	11.7	10.7	na	na
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	(7.6)	7.8	30.7	28.5	4.2	4.0	14.3	13.4	2.0	2.1
Average			9.5	6.0	21.9	23.6	2.4	2.2	11.6	10.6	2.9	2.1

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS

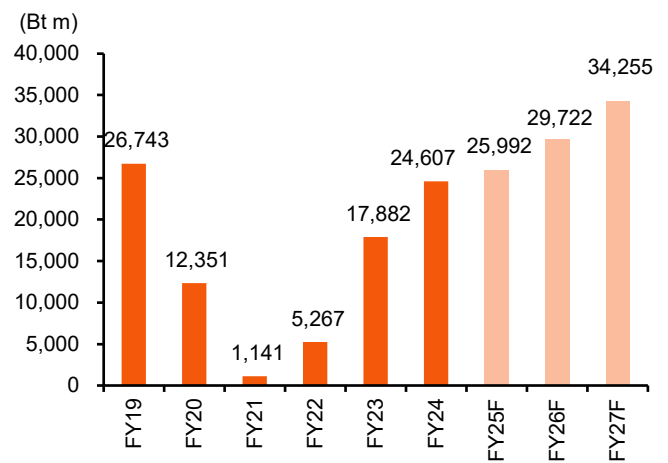
Based on 22 September 2025 closing prices

Ex 5: A Fall In Concession Revenue To Be Offset By...



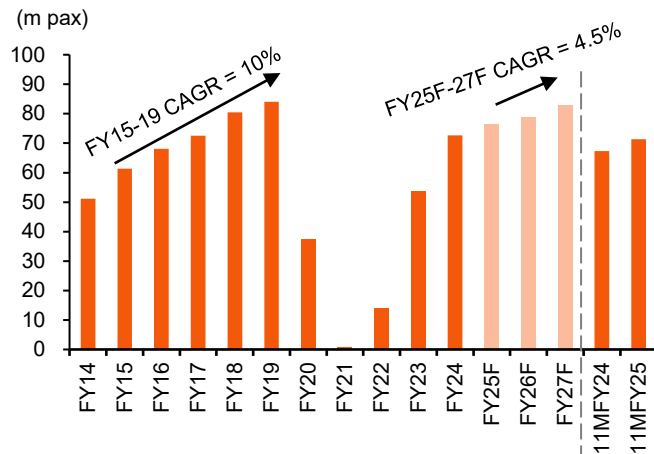
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: ...A Rise In Passenger Revenue



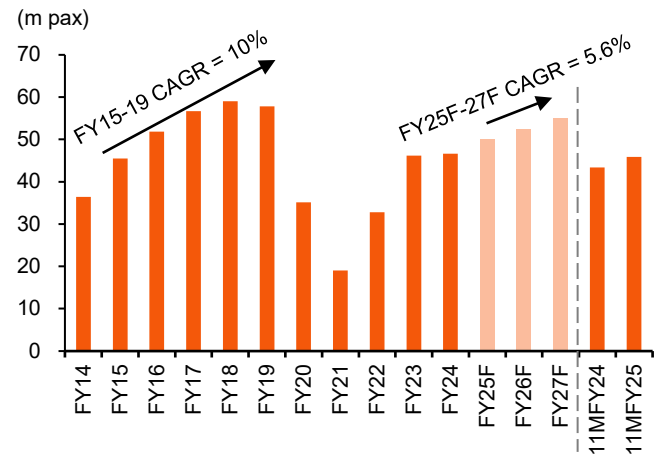
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: AOT's International Passengers



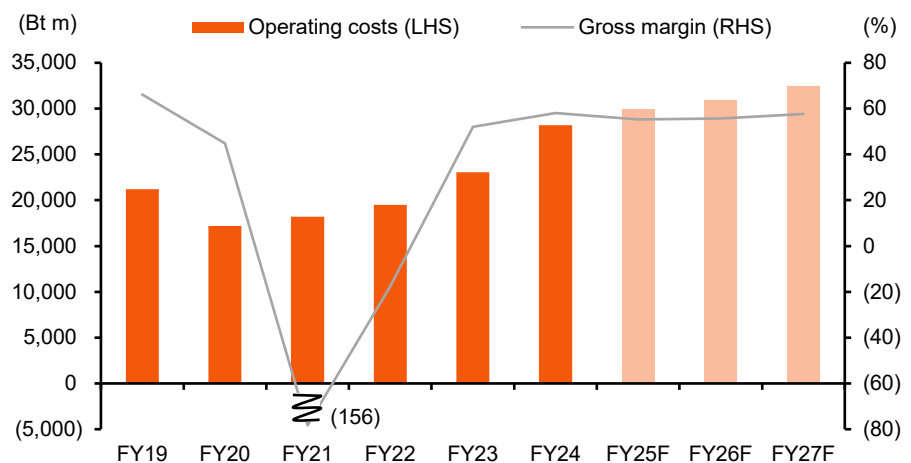
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: AOT's Domestic Passengers



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: AOT's Operating Costs And Gross Margin



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: AOT's Existing Capacity

	Capacity (m pax.)	Pax. in FY24 (m pax.)	Planned capacity (m pax.)
Suvarnabhumi Airport	65.0	60.0	120.0
Don Mueang Airport	30.0	29.1	40.0
Phuket Airport	12.5	16.4	18.0
Chiang Mai Airport	8.0	8.8	20.0
Had Yai Airport	2.5	3.0	2.5
Chiang Rai Airport	3.0	1.9	6.0
Total	121.0	119.2	206.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: AOT's Capacity Expansion Plan

	Projects	Additional capacity (m pax.)	Investments (Bt bn)
Suvarnabhumi Airport	- Existing terminal's East expansion	15.0	12.0
	- New South terminal & fourth runway	40.0	170.0
Don Mueang Airport	- New terminal	10.0	36.0
Phuket Airport	- Existing terminal's expansion	5.5	6.2
Chiang Mai Airport	- New terminal	12.0	24.0
Had Yai Airport	- Under review	na	na
Chiang Rai Airport	- Existing terminal's expansion	3.0	5.8
Total		85.5	254.0

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 12: 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	39,194	44,804	47,695	50,761	52,418	55,819	59,327	63,043	66,770	67,016	71,251	—
Free cash flow	18,778	21,111	23,429	18,244	17,771	16,062	16,498	20,351	23,339	37,964	40,998	863,644
PV of free cash flow	18,727	17,782	18,106	12,939	11,566	9,593	9,040	10,234	10,770	16,077	15,929	200,360
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	9.0											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	440,524											
Net debt (FY25F)	(22,585)											
Minority interest	2,746											
Equity value	460,363											
# of shares (m)	14,286											
Equity value/share (Bt)	32.0											

Sources: Thanachart estimates

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: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค และอุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทย ยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในไทยอีกด้วย

CONSENSUS COMPARISON

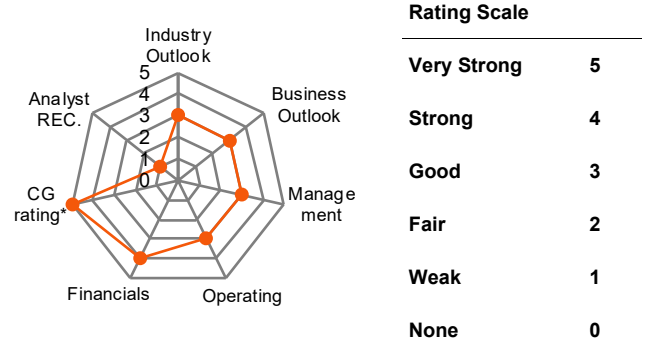
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	36.35	32.00	-12%
Norm profit 25F (Bt m)	18,556	18,036	-3%
Norm profit 26F (Bt m)	18,107	19,437	7%
Consensus REC	BUY: 6	HOLD: 13	SELL: 10

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ถ้าไรในปี FY26F ของเรา สูงกว่าคาดการณ์เฉลี่ยของ Bloomberg ถึง 7% ซึ่งเราอธิบายว่าเป็นผลจากสมมติฐานการลดลงของการชำระรายได้ประกันขั้นต่ำจาก King Power (KP) ที่ถูกชดเชยด้วยการปรับขึ้นค่าธรรมเนียม PSC
- อย่างไรก็ตาม ราคาเป้าหมายของเรา ต่ำกว่าของตลาดโดยเฉลี่ย ถึง 12% ซึ่งน่าจะสะท้อนถึงการคาดการณ์กำไรระยะยาวที่ต่ำกว่า เนื่องจากสมมติฐานการเติบโตของผู้โดยสารระหว่างประเทศของเรา

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

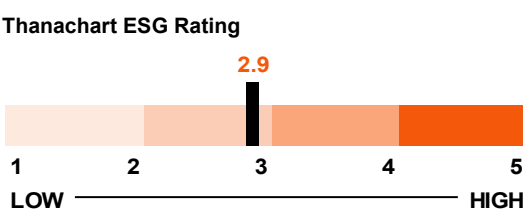
- การแข่งขันในธุรกิจสนามบินสูงขึ้น ขณะที่รัฐบาลในหลายประเทศมีนโยบายกระตุ้นการท่องเที่ยวภายในประเทศ
- ภัยพิบัติธรรมชาติ ความตึงเครียดทางการเมือง และสงครามเป็นภัยคุกคามต่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยว

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

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



	SET ESG Index	SET ESG (BBB-AAA)	DJSI Index	MSCI (CCC-AAA)	ESG Book (0-100)	Refinitiv (0-100)	S&P Global (0-100)	Moody's (0-100)	CG Rating (0-5)
AOT	YES	A	YES	A	52.84	52.27	77.00	45.0	5.0

Sources: SETTRADE, SET ESG Index, SET ESG Rating, The Dow Jones Industrial Average (DJSI), MSCI ESG Research LLC, ESG Book, Refinitiv ESG Information, S&P Global Market Intelligence, Moody's ESG Solutions, Thai IOD (CG rating)
Note: Please see third party on "terms of use" toward the back of this report.

Factors	Our Comments
ด้านสิ่งแวดล้อม (ENVIRONMENTAL) - นโยบายและแนวทางปฏิบัติด้านสิ่งแวดล้อม - การบริหารจัดการพลังงานไฟฟ้า - การบริหารจัดการก๊าซเรือนกระจก - การบริหารจัดการน้ำ - การบริหารจัดการของเสีย	- เราให้คะแนนด้านสิ่งแวดล้อมแก่ AOT ที่ 3.2 เนื่องจากการปฏิบัติตามมาตรฐานสากลที่เข้มงวดและความมุ่งมั่นที่แข็งแกร่งในเรื่องปัญหาสิ่งแวดล้อม แม้ว่าสนามบินจะใช้พลังงานไฟฟ้าจำนวนมาก แต่ AOT ไม่ปล่อยก๊าซเรือนกระจก (GHG) ในปริมาณสูง - แผนการจัดการ GHG ของ AOT ได้รับการรับรองจาก Airport Carbon Accreditation (ACA) ของ Airports Council International (ACI) โดยจากสนามบิน 6 แห่งของ AOT มี 5 แห่งได้รับการรับรอง ACA ระดับ 3 (Optimization) และ 1 แห่งได้รับการรับรองระดับ 1 (Mapping) - AOT ตั้งเป้าหมายที่จะบรรลุการปล่อยมลภาวะสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2044 ปัจจุบัน AOT มีแผงโซลาร์เซลล์ 4.4MW สำหรับการใช้ภายใน และมีแผนที่จะติดตั้งเพิ่มอีก 33MW ผ่านระบบโซลาร์รูฟท็อป และโซลาร์ลอยน้ำ ในปี 2023 การปล่อยก๊าซเรือนกระจกเพิ่มขึ้น 27% y-y และการใช้ไฟฟ้าเพิ่มขึ้น 88% y-y เนื่องจากการฟื้นตัวทางธุรกิจ - การจัดการน้ำ, น้ำเสีย, และขยะของ AOT ดำเนินการโดยผู้รับเหมาที่ได้รับการรับรอง ISO14001:2015 ขณะที่ AOT ได้นำวิธีการ Noise Balanced Approaches ของ International Civil Aviation Organization (ICAO) มาใช้ในการดำเนินงานของสนามบิน
ด้านสังคม (SOCIAL) - การปฏิบัติตามหลักสิทธิมนุษยชน - การดูแลพนักงาน - สุขอนามัยและความปลอดภัย - ความปลอดภัยและคุณภาพของผลิตภัณฑ์ - การมีส่วนร่วมพัฒนาชุมชน และสังคม	- เราให้คะแนนด้านสังคมแก่ AOT ที่ 3.2 เนื่องจาก AOT ดำเนินธุรกิจตามนโยบายความปลอดภัยสนามบิน และใช้ระบบการจัดการความปลอดภัย ตามมาตรฐานของ ICAO (International Civil Aviation Organization) - AOT ดำเนินการตามขั้นตอนด้านอาชีวอนามัยและความปลอดภัยตามมาตรฐาน ISO 45001:2018 และใช้เทคโนโลยีสารสนเทศและขั้นตอนความปลอดภัยในการสื่อสารตามมาตรฐาน ISO/IEC 27001:2013 - ในปี 2024, AOT ได้รับใบรับรองคุณภาพการบริการจาก ACI Airport Customer Experience Accreditation (Level 1) จาก Airport Council International (ACI) และได้รับรางวัลสถานที่ทำงานดีเด่นด้านความปลอดภัย อาชีวอนามัย และสภาพแวดล้อมในการทำงานระดับชาติจากกระทรวงแรงงาน
ด้านบรรษัทภิบาลและเศรษฐกิจ (GOVERNANCE & SUSTAINABILITY) - โครงสร้างของคณะกรรมการบริษัท - จริยธรรมและความโปร่งใส - ความยั่งยืนของธุรกิจ - การบริหารความเสี่ยง - นวัตกรรม	- เราประเมินคะแนนด้านบรรษัทภิบาล (Governance) ของ AOT อยู่ที่ 2.4 เพื่อสะท้อนถึงโครงสร้างคณะกรรมการที่ไม่เหมาะสม และการปรับเปลี่ยนสัญญาสัมปทานผิดที่ผิดอยู่บ่อยครั้ง - เรามองว่า AOT ไม่มีโครงสร้างคณะกรรมการที่เหมาะสม โดยประธานคณะกรรมการ (BOD) ไม่เป็นอิสระ คณะกรรมการบริษัท มีทั้งหมด 15 คน แต่มีเพียง 7 คน (<2/3 อัตราส่วนที่เหมาะสม) ที่เป็นกรรมการอิสระ และมีกรรมการหญิง 3 คน - ด้านบวก, AOT มีคณะกรรมการต่างๆ ได้แก่ คณะกรรมการตรวจสอบ, คณะกรรมการสรรหา, คณะกรรมการค่าตอบแทน, คณะกรรมการกำกับดูแลกิจการ และคณะกรรมการบริหารความเสี่ยง ซึ่งมีประธานกรรมการที่เป็นอิสระ - AOT มีความยั่งยืนทางธุรกิจในระดับที่ดี เนื่องจากลักษณะธุรกิจที่เป็นประตูหลักสู่ภาคการท่องเที่ยวของประเทศไทย อย่างไรก็ตาม ประเด็นล่าสุดที่เกี่ยวข้องกับ King Power ได้สร้างความกังวลในตลาดเกี่ยวกับธรรมาภิบาลขององค์กรและความเสี่ยงจากการพึ่งพาคู่ค้ารายใหญ่เพียงรายเดียว

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Sales	48,141	67,121	66,864	70,043	76,743
Cost of sales	23,059	28,178	29,907	30,987	32,447
Gross profit	25,082	38,943	36,957	39,056	44,296
% gross margin	52.1%	58.0%	55.3%	55.8%	57.7%
Selling & administration expenses	10,723	11,920	12,370	12,958	13,430
Operating profit	14,359	27,023	24,587	26,098	30,866
% operating margin	29.8%	40.3%	36.8%	37.3%	40.2%
Depreciation & amortization	8,870	11,404	12,460	13,097	13,938
EBITDA	23,230	38,427	37,046	39,194	44,804
% EBITDA margin	48.3%	57.3%	55.4%	56.0%	58.4%
Non-operating income	294	613	1,144	1,306	1,473
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(2,890)	(2,757)	(2,461)	(2,348)	(2,223)
Pre-tax profit	11,763	24,879	23,270	25,056	30,115
Income tax	2,235	4,903	4,654	5,011	6,023
After-tax profit	9,528	19,976	18,616	20,045	24,092
% net margin	19.8%	29.8%	27.8%	28.6%	31.4%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(1)	0	0	0
Minority interests	(281)	(460)	(580)	(608)	(666)
Extraordinary items	(457)	(333)	0	0	0
NET PROFIT	8,791	19,182	18,036	19,437	23,427
Normalized profit	9,247	19,515	18,036	19,437	23,427
EPS (Bt)	0.6	1.3	1.3	1.4	1.6
Normalized EPS (Bt)	0.6	1.4	1.3	1.4	1.6

We expect AOT's earnings to recover in FY26-27F, given...

...a fall in KP's minimum guaranteed payment being offset by the hikes in PSCs

BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
ASSETS:					
Current assets:	19,014	30,224	35,085	41,981	47,696
Cash & cash equivalent	6,095	18,541	25,010	31,470	38,370
Account receivables	12,184	10,767	9,159	9,595	8,410
Inventories	0	0	0	0	0
Others	735	916	916	916	916
Investments & loans	13	52	52	52	52
Net fixed assets	122,876	126,123	124,289	126,042	130,929
Other assets	53,708	49,750	52,599	52,859	53,130
Total assets	195,611	206,150	212,025	220,934	231,807
LIABILITIES:					
Current liabilities:	23,293	23,363	23,669	24,036	23,950
Account payables	2,086	1,767	2,458	2,547	2,667
Bank overdraft & ST loans	2,697	198	1,091	946	775
Current LT debt	1,516	617	534	347	142
Others current liabilities	16,994	20,781	19,586	20,196	20,365
Total LT debt	1,646	835	800	809	805
Others LT liabilities	58,494	55,553	53,595	53,325	53,055
Total liabilities	83,433	79,751	78,064	78,170	77,810
Minority interest	1,713	2,166	2,746	3,353	4,019
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Share premium	12,568	12,568	12,568	12,568	12,568
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	771	498	498	498	498
Retained earnings	82,841	96,881	103,864	112,059	122,626
Shareholders' equity	110,465	124,233	131,215	139,410	149,978
Liabilities & equity	195,611	206,150	212,025	220,934	231,807

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Earnings before tax	11,763	24,879	23,270	25,056	30,115
Tax paid	(2,235)	(3,638)	(5,289)	(4,651)	(6,109)
Depreciation & amortization	8,870	11,404	12,460	13,097	13,938
Chg In working capital	(7,369)	1,098	2,298	(347)	1,305
Chg In other CA & CL / minorities	9,119	4,878	1,840	2,530	2,422
Cash flow from operations	20,148	38,621	34,579	35,685	41,671
Capex	(16,042)	(14,651)	(10,625)	(14,850)	(18,825)
Right of use	3,211	3,160	300	300	300
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	0	(39)	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(5,333)	(4,904)	(7,506)	(3,110)	(3,007)
Cash flow from investments	(18,164)	(16,434)	(17,831)	(17,660)	(21,532)
Debt financing	(62)	(4,327)	775	(323)	(380)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(18)	(5,151)	(11,054)	(11,242)	(12,859)
Warrants & other surplus	368	(263)	0	0	0
Cash flow from financing	288	(9,742)	(10,279)	(11,565)	(13,239)
Free cash flow	4,107	23,970	23,954	20,835	22,846

We assume AOT's capex at Bt264bn over the next 10 years for its capacity expansion

VALUATION

FY ending Sep	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Normalized PE (x)	59.9	28.4	30.7	28.5	23.6
Normalized PE - at target price (x)	49.4	23.4	25.3	23.5	19.5
PE (x)	63.0	28.9	30.7	28.5	23.6
PE - at target price (x)	52.0	23.8	25.3	23.5	19.5
EV/EBITDA (x)	23.8	14.0	14.3	13.4	11.5
EV/EBITDA - at target price (x)	19.7	11.5	11.7	10.9	9.4
P/BV (x)	5.0	4.5	4.2	4.0	3.7
P/BV - at target price (x)	4.1	3.7	3.5	3.3	3.0
P/CFO (x)	27.5	14.3	16.0	15.5	13.3
Price/sales (x)	11.5	8.2	8.3	7.9	7.2
Dividend yield (%)	0.9	2.0	2.0	2.1	2.5
FCF Yield (%)	0.7	4.3	4.3	3.8	4.1
(Bt)					
Normalized EPS	0.6	1.4	1.3	1.4	1.6
EPS	0.6	1.3	1.3	1.4	1.6
DPS	0.4	0.8	0.8	0.8	1.0
BV/share	7.7	8.7	9.2	9.8	10.5
CFO/share	1.4	2.7	2.4	2.5	2.9
FCF/share	0.3	1.7	1.7	1.5	1.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
Growth Rate					
Sales (%)	190.7	39.4	(0.4)	4.8	9.6
Net profit (%)	na	118.2	(6.0)	7.8	20.5
EPS (%)	na	118.2	(6.0)	7.8	20.5
Normalized profit (%)	na	111.0	(7.6)	7.8	20.5
Normalized EPS (%)	na	111.0	(7.6)	7.8	20.5
Dividend payout ratio (%)	58.5	58.8	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	52.1	58.0	55.3	55.8	57.7
Operating margin (%)	29.8	40.3	36.8	37.3	40.2
EBITDA margin (%)	48.3	57.3	55.4	56.0	58.4
Net margin (%)	19.8	29.8	27.8	28.6	31.4
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.0)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
Interest coverage - EBIT (x)	5.0	9.8	10.0	11.1	13.9
Interest coverage - EBITDA (x)	8.0	13.9	15.1	16.7	20.2
ROA - using norm profit (%)	4.9	9.7	8.6	9.0	10.3
ROE - using norm profit (%)	8.7	16.6	14.1	14.4	16.2
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	9.0	17.0	14.6	14.8	16.7
- asset turnover (x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
- operating margin (%)	30.4	41.2	38.5	39.1	42.1
- leverage (x)	1.8	1.7	1.6	1.6	1.6
- interest burden (%)	80.3	90.0	90.4	91.4	93.1
- tax burden (%)	81.0	80.3	80.0	80.0	80.0
WACC (%)	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
ROIC (%)	11.2	19.7	18.3	19.2	22.4
NOPAT (Bt m)	11,631	21,697	19,669	20,878	24,693
invested capital (Bt m)	110,228	107,342	108,630	110,043	113,331

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

ESG Information - Third Party Terms

www.Settrade.com

SETTRADE: You acknowledge that the use of data, information or service displayed and/or contained in this website may require third party's data, content or software which is subject to the terms of third party provider. By accessing and/or using of such certain data, you acknowledge and agree to comply with and be bound by the applicable third party terms specified below.

ESG Scores by Third Party data from www.SETTRADE.com

1. MSCI (CCC- AAA)
2. ESG Book (0-100)
3. Refinitiv (0-100)
4. S&P Global (0-100)
5. Moody's ESG Solutions (0-100)
6. SET ESG Rating (BBB-AAA)

SETESG Index (SETESG)

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

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

SET ESG Index (SET ESG)

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

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

ESG Book's Disclaimer

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

MSCI ESG Research LLC

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

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

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

The Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)

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

S&P Global Market Intelligence

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

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

Moody's ESG Solutions

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Refinitiv ESG

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

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

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

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

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

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

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

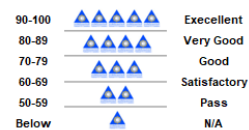
You represent to us that you are lawfully able to enter into these Terms of Use. If you are accepting these Terms of Use for and on behalf of an entity such as the company you work for, you represent to us that you have legal authority to bind that entity.

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

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

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

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



Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุน และใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน 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.

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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้” ของบริษัท เมืองไทย แคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 4/2568 ชุดที่ 1-3 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

Thanachart Research Team

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

Data Support Team

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

Thanachart Securities Pcl.

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