

ท่าอากาศยานไทย

บริษัท ท่าอากาศยานไทย
จำกัด (มหาชน)

AOT

Bloomberg AOT TB
Reuters AOT.BK

innovest^x
บริษัทหลักทรัพย์ในกลุ่ม SCBX

ประเด็นบวกสะท้อนในราคาหุ้นแล้ว รอจุดเข้าซื้อที่ดีกว่า

แม้ความชัดเจนเรื่องการปรับขึ้นค่า PSC เป็น 1,120 บาทสำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศ (+390 บาท) และการแก้ไขสัญญาสัมปทานดิวตี้ฟรีที่ออกมาดีกว่าคาดเล็กน้อย ทำให้เราปรับประมาณการกำไรปกติปี FY2569-2570 ของ AOT เพิ่มขึ้น 29% และ 47% แต่เราเชื่อว่าราคาหุ้นที่ปรับตัวขึ้น 29% ในช่วง 3 เดือนที่ผ่านมาได้สะท้อนประเด็นบวกเหล่านี้ไปมากแล้ว ณ valuation ปัจจุบัน เรามองว่า risk/reward ไม่น่าสนใจ เราคงคำแนะนำเชิงกลยุทธ์ 3 เดือนสำหรับ AOT ไว้ที่ UNDERPERFORM โดยคาดว่าจะมีโอกาสที่ราคาหุ้นจะมีการปรับฐานหลังจากเหตุการณ์เหล่านี้ได้ข้อสรุป ซึ่งน่าจะเป็นโอกาสที่ดีกว่าในการเข้าสะสมหุ้น ราคาเป้าหมายของเราปรับเพิ่มขึ้นเป็น 46 บาท (จาก 35 บาท) อ้างอิง PE 29 เท่า

ปรับขึ้นค่า PSC เป็น 1,120 บาทสำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศ (+390 บาท) แต่คงค่า PSC สำหรับผู้โดยสารในประเทศไว้ที่ 130 บาท – สูงกว่ากรณีฐานของเรา เมื่อวันที่ 3 ธ.ค. คณะกรรมการการบินพลเรือน (กบร.) ได้อนุมัติการปรับขึ้นค่า PSC สำหรับท่าอากาศยานภายใต้การบริหารของ AOT 6 แห่ง โดยปรับขึ้นค่า PSC สำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศเป็น 1,120 บาท (+390 บาท จาก 730 บาท) แต่คงค่า PSC สำหรับผู้โดยสารในประเทศไว้ที่ 130 บาท เราคาดว่าน่าจะมีผลบังคับใช้ภายในเดือน เม.ย. 2569 (4 เดือนหลังลงนาม) การปรับขึ้นค่า PSC ครั้งนี้สูงกว่าสมมติฐานกรณีฐานของเราที่คาดว่าจะปรับขึ้น 100 บาทสำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศ และ 30 บาทสำหรับผู้โดยสารในประเทศ ในขณะที่เมื่อเปรียบเทียบกับท่าอากาศยานในภูมิภาคเดียวกัน ค่า PSC ใหม่ก็ยังต่ำกว่าสิงคโปร์ แต่สูงกว่าประเทศที่ค่อนข้างใกล้เคียงกัน เช่น มาเลเซีย ออสเตรเลีย และเวียดนาม ในระยะถัดไป เรามองว่าปัจจัยสำคัญที่ต้องติดตาม คือ ความอ่อนไหวของปริมาณผู้โดยสาร เราประเมินว่าการปรับขึ้นค่า PSC ครั้งนี้จะทำให้ค่าโดยสารไป-กลับรวมรวมทั้งหมดเพิ่มขึ้น 2-7% สำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศ (อ้างอิงจากข้อมูลของ AAV และ THAI) ซึ่งผลกระทบต่อความต้องการเดินทาง (หากมี) คาดจะเกิดในกลุ่มเส้นทางบินระยะสั้น เพราะมีความอ่อนไหวต่อราคามากกว่า

การแก้ไขสัญญาสัมปทานดิวตี้ฟรี ผลการแก้ไขดีกว่าที่เราคาดเล็กน้อย จากผลตอบแทนขั้นต่ำ (minimum Guarantee: MG) ที่สนามบินสุวรรณภูมิที่ลดน้อยลงกว่าคาด เมื่อวันที่ 3 ธ.ค. AOT ประกาศมติที่ประชุมบอร์ดเกี่ยวกับการแก้ไขสัญญาสัมปทานดิวตี้ฟรีกับกลุ่มคิง เพาเวอร์ โดยปรับค่า MG ต่อผู้โดยสารขาออกระหว่างประเทศสำหรับสนามบินสุวรรณภูมิลดลง 37% เป็น 232.9 บาท ซึ่งสูงกว่าสมมติฐานของเราที่ 195 บาท อยู่ 20% แต่ปรับค่า MG สำหรับ 3 สนามบินภูมิภาคลดลง 30% เป็น 129.67 บาท ซึ่งต่ำกว่าสมมติฐานของเราที่ 163 บาท อยู่ 21% เราประเมินว่าค่า MG ที่ปรับลดลงมานี้สะท้อนอัตราส่วนแบ่งรายได้ (revenue sharing) รวบรวม 21% ซึ่งลดลงจาก 35% เมื่ออิง MG ระดับสูงเดิม ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่กลุ่มคิง เพาเวอร์ จะสามารถดำเนินธุรกิจต่อไปได้ ในรายละเอียดอื่นๆ คือ การแก้ไขในส่วนของการหาราคาเดิมนั้น MG อัตราส่วนแบ่งรายได้ (revenue sharing) ที่คงไว้ที่ 20% แต่เพิ่มการคิดอัตราส่วน 35% sharing ในส่วนของมูลค่าค่าซื้อต่อผู้โดยสาร (Spending per head) ที่สูงกว่าที่กำหนดไว้ และการขยายระยะเวลาสัญญาสัมปทาน เราประเมินว่าไม่ได้มีนัยยะสำคัญต่อประมาณการของเราเหมือนเช่น MG สำหรับสัญญาสัมปทานดิวตี้ฟรีสนามบินดอนเมือง เราคาดว่าไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างเป็นนัยยะสำคัญ เพราะ MG ไม่สูงเหมือนสนามบินสุวรรณภูมิและ 3 สนามบินภูมิภาค (รายละเอียดใน Figure 2-3)

ราคาหุ้นปัจจุบันสะท้อนประเด็นบวกไปมาก เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรปกติของ AOT ขึ้น 29% ในปี FY2569 และ 47% ในปี FY2570 โดยหลักเป็นผลมาจากการปรับขึ้นค่า PSC เราปรับราคาเป้าหมายเพิ่มขึ้นเป็น 46 บาท (จาก 35 บาท) อ้างอิงค่ากลาง PE ของหุ้นกลุ่มเดียวกันในตลาดภูมิภาคที่ 29 เท่า เราให้คำแนะนำเชิงกลยุทธ์ระยะ 3 เดือนที่ UNDERPERFORM สำหรับ AOT เนื่องจากเราเชื่อว่าราคาตลาดปัจจุบันสะท้อนความคาดหวังที่สูงต่อผลการปรับขึ้นค่า PSC ไปแล้ว เราคาดว่าราคาหุ้นจะมีการปรับฐานหลังจากเหตุการณ์เหล่านี้ได้ข้อสรุป ซึ่งจะเป็นโอกาสที่ดีกว่าในการเข้าสะสม

ความเสี่ยง ภาวะเศรษฐกิจโลกที่ชะลอตัวจะทำให้ความต้องการเดินทางลดลง และความกังวลเกี่ยวกับธุรกิจสัมปทาน ความเสี่ยงด้าน ESG คือ ปัญหาสิ่งแวดล้อม (E) และปัญหาทางสังคม เช่น ความปลอดภัย (S)

Forecasts and valuation

Year to 30 Sep	Unit	2024	2025	2026F	2027F	2027F
Revenue	(Btmn)	67,121	66,679	73,900	86,902	91,812
EBITDA	(Btmn)	39,040	38,303	42,973	53,596	57,271
Core profit	(Btmn)	19,515	18,526	22,172	30,257	32,609
Reported profit	(Btmn)	19,182	18,125	22,172	30,257	32,609
Core EPS	(Bt)	1.37	1.30	1.55	2.12	2.28
DPS	(Bt)	0.79	0.81	0.93	1.27	1.37
P/E, core	(x)	34.8	36.6	30.6	22.4	20.8
EPS growth, core	(%)	111.0	(5.1)	19.7	36.5	7.8
P/BV, core	(x)	5.5	5.2	4.8	4.3	3.9
ROE	(%)	16.4	14.3	16.1	20.0	19.5
Dividend yield	(%)	1.7	1.7	2.0	2.7	2.9
EBITDA growth	(%)	66.0	(1.9)	12.2	24.7	6.9

Source: InnovestX Research

Tactical: UNDERPERFORM (3-month)

Stock data

Last close (Dec 3) (Bt)	47.50
Target price (Bt)	46.00
Mkt cap (Btbn)	678.57

12-m high / low (Bt)	62 / 26.8
Avg. daily 6m (US\$m)	39.45
Foreign limit / actual (%)	30 / 7
Free float (%)	30.0
Outstanding Short Position (%)	0.75

Share price performance

(%)	1M	3M	12M
Absolute	15.9	29.3	(23.4)
Relative to SET	18.9	27.7	(12.6)

INVX core earnings vs consensus

Earnings vs consensus	FY26F	FY27F
Consensus (Bt mn)	19,021	22,674
INVX vs Consensus (%)	16.6	33.4

Earnings momentum	YoY	QoQ
INVX 1QFY26F core earnings	Down	Up

2024 Sustainability/2023 ESG Score

SET ESG Ratings	A
-----------------	---

Bloomberg ESG Score and Rank in the sector		
ESG Score and Rank	4.68	4/28
Environmental Score and Rank	4.56	6/28
Social Score and Rank	3.84	7/28
Governance Score and Rank	6.15	1/28

Source: SET, InnovestX Research, Bloomberg Finance L.P.

นักวิเคราะห์

ระวีณัฐ ปิยะเจริญกิจ

นักวิเคราะห์การลงทุนอาวุโสอาวุโส

ด้านหลักทรัพย์

0-2793-9008

raweenuch.p@innovestx.co.th

จุดเด่น

AOT เป็นผู้ประกอบธุรกิจท่าอากาศยานรายใหญ่ที่สุดในประเทศไทย โดยผู้โดยสารทางอากาศ -90% เดินทางผ่านท่าอากาศยานของบริษัท AOT ประกอบกิจการท่าอากาศยานหลัก 2 แห่งในกรุงเทพฯ (ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ และท่าอากาศยานดอนเมือง) และท่าอากาศยานภูมิภาค 4 แห่งในจุดหมายปลายทางที่สำคัญ (ภูเก็ต เชียงใหม่ หาดใหญ่ และเชียงใหม่)

แนวโน้มธุรกิจ

พัฒนาการที่เกิดขึ้นเมื่อวันที่ 3 ธ.ค. 2568 ได้เน้นย้ำถึงปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ 2 ประการ ได้แก่ การปรับขึ้นค่า PSC สำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศเป็น 1,120 บาท (+390 บาท; ขณะที่ผู้โดยสารในประเทศคงเดิมที่ 130 บาท) และการแก้ไขสัญญาสัมปทานดิวตี้ฟรี การปรับค่า PSC ถือเป็นปัจจัยขับเคลื่อนหลักสำหรับการเติบโตของกำไรปกติของ AOT ซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ 20% ในปี FY2569 และ 36% ในปี FY2570 เงินทุนเหล่านี้จะถูกนำไปใช้เพื่อรองรับการขยายสนามบินในระยะยาว โดย AOT มีแผนเพิ่มขีดความสามารถในการรองรับผู้โดยสารรวมทั้งหมดของท่าอากาศยานทั้ง 6 แห่ง จาก 116 ล้านคน เป็น ~250 ล้านคนต่อปี ภายในปี 2575 นอกจากนี้ยังมี upside จากท่าอากาศยานใหม่อีก 2 แห่งที่อยู่ระหว่างการศึกษความเป็นไปได้ ในขณะที่ AOT มีเป้าหมายที่จะยกระดับท่าอากาศยานสุวรรณภูมิให้ติดอันดับ 1 ใน 20 ท่าอากาศยานที่ดีที่สุดในโลกภายใน 5 ปีข้างหน้า (จากอันดับที่ 58 ในปี 2567) ผ่านการขยายขีดความสามารถและยกระดับประสบการณ์ของผู้โดยสาร

Bullish views	Bearish views
1. AOT จะได้รับประโยชน์จากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมท่องเที่ยวไทยเป็นรายแรก เนื่องจากสถานะทางการเงินที่แข็งแกร่งจะช่วยสนับสนุนธุรกิจ	1. ความเร็วที่จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศจะฟื้นตัวสู่ระดับก่อนเกิดโควิด-19 อาจได้รับผลกระทบจากการแข่งขันระดับสูงจากประเทศอื่นๆ ที่มีการดึงดูดนักท่องเที่ยวเข้าประเทศเช่นเดียวกัน
2. กลยุทธ์ระยะยาวเพื่อสร้างสมดุลระหว่างธุรกิจด้านการบินและธุรกิจที่ไม่เกี่ยวกับการบิน	2. ความกังวลเกี่ยวกับบัญชีลูกหนี้ที่สูงจากมาตรการช่วยเหลือผู้รับสัมปทาน

ปัจจัยกระตุ้นที่สำคัญ

ปัจจัย	อีเวนต์	ผลกระทบ	ความคิดเห็น
โมเมนตัมกำไร	1QFY69 (ต.ค.-ธ.ค. 2568)	-YoY, +QoQ	เราคาดว่ากำไรปกติ 1QFY69 ของ AOT จะลดลง YoY (จากรายได้ส่วนแบ่งผลประโยชน์ที่ลดลง) แต่เพิ่มขึ้น QoQ จากปัจจัยฤดูกาล

Sensitivity Analysis

เปรียบเทียบกับสมมติฐานของเรา	สมมติฐานของเรา	ผลกระทบต่อประมาณการกำไรปี FY2569	ผลกระทบต่อราคาเป้าหมาย (บาท/หุ้น)
จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น 1%	78.9 ล้านคนในปี FY2569	1%	0.5

มุมมองของเราเกี่ยวกับ ESG

AOT ให้ความสำคัญกับการดำเนินธุรกิจภายใต้แนวคิดการพัฒนาที่ยั่งยืนอย่างชัดเจนภายใต้แผนแม่บทด้านการพัฒนาที่ยั่งยืน เรามองว่าประเด็นสำคัญด้าน ESG สำหรับ AOT คือประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E) และประเด็นด้านสังคม เช่น ความปลอดภัย (S) AOT ได้ดำเนินนโยบายการบริหารจัดการพลังงาน และตั้งเป้าบรรลุเป้าหมายคาร์บอนเป็นกลางภายในปี 2573 และปล่อยก๊าซคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2575 ความปลอดภัยและการรักษาความปลอดภัยในท่าอากาศยานเป็นประเด็นสำคัญที่ AOT มุ่งมั่นดำเนินงานให้สอดคล้องตามมาตรฐานที่เกี่ยวข้องทั้งในระดับประเทศและระดับสากล

ESG Ratings and Indices

Bloomberg ESG Financial Materiality Score 4.68 (2023)		CG Rating DJSI SETESG SET ESG Ratings				
Rank in Sector	4/28	AOT	5	Yes	Yes	A

Source: Thai Institute of Directors and SET

ประเด็นด้านสิ่งแวดล้อม (E)

- AOT ตั้งเป้าบรรลุเป้าหมายคาร์บอนเป็นกลางภายในปี 2573 และปล่อยก๊าซคาร์บอนสุทธิเป็นศูนย์ภายในปี 2575
- AOT ดำเนินงานโครงการ Airport Carbon Accreditation (ACA) เพื่อติดตามการปล่อยก๊าซเรือนกระจกของท่าอากาศยาน ทั้ง 6 แห่ง โดยมีท่าอากาศยานที่ได้รับการรับรองในระดับ 3 Optimization จำนวน 5 แห่ง และได้รับการรับรองในระดับ 1 Mapping จำนวน 1 แห่ง ซึ่งแสดงถึงการเก็บข้อมูลและการดำเนินการลดการปล่อยก๊าซเรือนกระจกตลอดห่วงโซ่อุปทาน โดยทุกท่าอากาศยานได้จัดทำและดำเนินงานตามแผนการจัดการคาร์บอน (Carbon Management Plan)
- ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิได้ติดตั้งโซลาร์เซลล์ขนาด 4.4 เมกะวัตต์บนหลังคาอาคารผู้โดยสาร และมีแผนติดตั้งเพิ่มอีก 32.41 เมกะวัตต์บนหลังคาอาคารต่างๆ รวมถึงบนพื้นน้ำในเขตท่าอากาศยานสุวรรณภูมิสำหรับท่าอากาศยานอีก 5 แห่งอยู่ระหว่างการศึกษาความเหมาะสมในการติดตั้ง

ประเด็นด้านสังคม (S)

- ความปลอดภัยและการรักษาความปลอดภัยในท่าอากาศยานเป็นประเด็นสำคัญที่ AOT มุ่งมั่นดำเนินงานให้สอดคล้องตามมาตรฐานที่เกี่ยวข้องทั้งในระดับประเทศและระดับสากล AOT กำหนดให้มีการตรวจสอบด้านการรักษาความปลอดภัยของ International Civil Aviation Organization: ICAO ในโครงการ Universal Security Audit Programme - Continuous Monitoring Approach (USAP-CMA)

ประเด็นด้านธรรมาภิบาล (G)

- ในปี 2567 AOT ได้รับการประกาศให้เป็นสมาชิกความยั่งยืนดัชนีดาวโจนส์ หรือ Dow Jones Sustainability Indices (DJSI) ในกลุ่มดัชนีโลก (DJSI World) ต่อเนื่องเป็นปีที่ 6 และกลุ่มตลาดเกิดใหม่ (Emerging Market) ต่อเนื่องกันเป็นปีที่ 10 ในกลุ่มอุตสาหกรรมคมนาคมและโครงสร้างพื้นฐานทางคมนาคม (TRA: Transportation and Transportation Infrastructure)
- ณ วันที่ 30 กันยายน 2567 คณะกรรมการ AOT ประกอบด้วยกรรมการจำนวน 14 คน เป็นผู้หญิงจำนวน 3 คน (21% ของทั้งหมด) โดยในจำนวนนี้มีกรรมการอิสระจำนวน 7 คน (50% ของทั้งหมด) ซึ่งเกินกว่า 1 ใน 3 ของจำนวนกรรมการทั้งหมด
- ประธานกรรมการไม่ใช่กรรมการอิสระ
- กลุ่มผู้ถือหุ้นใหญ่มีจำนวนหุ้นราว 70% ของจำนวนทุนจดทะเบียนที่เรียกชำระแล้ว

ESG Financial Materiality Score and Disclosure

	2023	2024
ESG Financial Materiality Score	4.68	—
Environment Financial Materiality Score	4.56	—
Emissions Reduction Initiatives	Yes	Yes
Climate Change Policy	Yes	Yes
Energy Efficiency Policy	Yes	Yes
GHG Scope 1 ('000 metric tonnes)	2.94	—
GHG Scope 2 Location-Based ('000 metric tonnes)	—	—
Total Energy Consumption ('000 MWh)	974.74	—
Environmental Supply Chain Management	Yes	Yes
Social Financial Materiality Score	3.84	—
Human Rights Policy	Yes	Yes
Consumer Data Protection Policy	Yes	Yes
Quality Assurance and Recall Policy	Yes	Yes
Health and Safety Policy	Yes	Yes
Employee Training (hours)	28,844	14,649
Lost Time Incident Rate (per 100 employees)	0.08	0.09
Women in Workforce (%)	40.55	39.91
Employee Turnover (%)	0	—
Governance Financial Materiality Score	6.15	—
Board Size (persons)	13	14
Number of Independent Directors (persons)	9	7
Number of Non Executive Directors on Board (persons)	12	13
Number of Women on Board (persons)	3	3

Source: Bloomberg Finance L.P.

Disclaimer

การให้คะแนน ESG ของ Bloomberg จะประเมินบริษัทตามระดับการจัดการ ESG ที่สำคัญทางการเงินเฉพาะอุตสาหกรรม โดยมีคะแนนที่สำคัญทางการเงิน 4 ด้าน คือ คะแนนรวม ESG คะแนนด้านสิ่งแวดล้อม สังคม และการกำกับดูแล โดยคำนวณในช่วง 0 ถึง 10 โดย 10 คือดีที่สุด หากต้องการดูวิธีการเพิ่มเติมดูได้ที่หัวข้อ ESG ใน Bloomberg

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY September 30	Unit	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F
Total revenue	(Btmn)	7,086	16,560	48,141	67,121	66,679	73,900	86,902	91,812
Cost of goods sold	(Btmn)	(22,718)	(24,688)	(30,911)	(36,749)	(38,436)	(40,153)	(42,570)	(44,312)
Gross profit	(Btmn)	(15,632)	(8,128)	17,230	30,373	28,244	33,747	44,333	47,500
SG&A	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Other income	(Btmn)	630	313	294	613	1,710	1,072	1,390	1,469
Interest expense	(Btmn)	(2,973)	(2,930)	(2,890)	(2,757)	(2,515)	(2,493)	(2,481)	(2,481)
Pre-tax profit	(Btmn)	(19,542)	(12,954)	11,763	24,879	23,745	28,261	38,462	41,438
Corporate tax	(Btmn)	4,173	2,888	(2,235)	(4,903)	(4,787)	(5,652)	(7,692)	(8,288)
Equity a/c profits	(Btmn)	(0)	(0)	0	(1)	(3)	7	9	9
Minority interests	(Btmn)	50	(112)	(281)	(460)	(429)	(443)	(521)	(551)
Core profit	(Btmn)	(15,319)	(10,178)	9,248	19,515	18,526	22,172	30,257	32,609
Extra-ordinary items	(Btmn)	(1,003)	(909)	(457)	(333)	(401)	0	0	0
Net Profit	(Btmn)	(16,322)	(11,088)	8,791	19,182	18,125	22,172	30,257	32,609
EBITDA	(Btmn)	(7,541)	(1,092)	23,524	39,040	38,303	42,973	53,596	57,271
Core EPS (Bt)	(Bt)	(1.07)	(0.71)	0.65	1.37	1.30	1.55	2.12	2.28
Net EPS (Bt)	(Bt)	(1.14)	(0.78)	0.62	1.34	1.27	1.55	2.12	2.28
DPS (Bt)	(Bt)	0.00	0.00	0.36	0.79	0.81	0.93	1.27	1.37

Balance Sheet

FY September 30	Unit	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F
Total current assets	(Btmn)	21,499	8,476	19,014	30,224	37,330	49,185	71,712	84,235
Total fixed assets	(Btmn)	112,157	115,705	122,876	126,123	124,281	125,513	126,244	126,475
Total assets	(Btmn)	195,086	183,813	195,611	206,150	209,932	221,870	238,605	250,003
Total loans	(Btmn)	9,266	6,880	5,859	1,650	1,023	1,023	1,023	1,023
Total current liabilities	(Btmn)	13,610	14,495	23,293	23,363	24,586	26,011	28,468	29,571
Total long-term liabilities	(Btmn)	6,080	3,314	1,646	835	399	798	798	798
Total liabilities	(Btmn)	81,664	81,294	83,433	79,751	77,091	73,735	73,517	70,461
Paid-up capital	(Btmn)	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Total equity	(Btmn)	113,421	102,519	112,178	126,399	132,841	143,119	160,073	174,527
BVPS (Bt)	(Bt)	7.86	7.09	7.73	8.70	9.16	9.88	11.07	12.08

Cash Flow Statement

FY September 30	Unit	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F
Core Profit	(Btmn)	(15,319)	(10,178)	9,248	19,515	18,526	22,172	30,257	32,609
Depreciation and amortization	(Btmn)	9,027	8,932	8,870	11,404	12,042	12,219	12,652	13,352
Operating cash flow	(Btmn)	(2,291)	2,387	16,873	41,056	21,697	35,388	42,780	43,416
Investing cash flow	(Btmn)	7,173	(3,025)	(11,559)	(13,128)	(8,719)	(12,301)	(6,861)	(12,227)
Financing cash flow	(Btmn)	(1,067)	(114)	(3,020)	(15,533)	(1,026)	(13,323)	(13,303)	(18,154)
Net cash flow	(Btmn)	3,816	(751)	2,293	12,396	11,951	9,764	22,616	13,034

Key Financial Ratios

FY September 30	Unit	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F
Gross margin	(%)	(220.6)	(49.1)	35.8	45.3	42.4	45.7	51.0	51.7
Operating margin	(%)	(220.6)	(49.1)	35.8	45.3	42.4	45.7	51.0	51.7
EBITDA margin	(%)	(106.4)	(6.6)	48.9	58.2	57.4	58.1	61.7	62.4
EBIT margin	(%)	(233.8)	(60.5)	30.4	41.2	39.4	41.6	47.1	47.8
Net profit margin	(%)	(230.4)	(67.0)	18.3	28.6	27.2	30.0	34.8	35.5
ROE	(%)	(11.9)	(9.4)	8.6	16.4	14.3	16.1	20.0	19.5
ROA	(%)	(8.3)	(5.4)	4.9	9.7	8.9	10.3	13.1	13.3
Net D/E	(x)	(0.1)	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.4)	(0.4)
Interest coverage	(x)	2.5	0.4	(8.1)	(14.2)	(15.2)	(17.2)	(21.6)	(23.1)
Debt service coverage	(x)	(2.2)	(0.3)	4.3	(34.6)	(30.2)	(21.0)	(26.4)	(28.2)
Payout Ratio	(%)	0.0	0.0	58.5	58.8	63.8	60.0	60.0	60.0

Main Assumptions

FY September 30	Unit	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	FY2026F	FY2027F	FY2028F
Total passengers	(mn)	20.0	46.7	100.1	119.3	125.7	129.4	135.9	142.7
- International	(mn)	1.0	13.9	53.9	72.7	76.3	78.6	82.6	86.7
- Domestic	(mn)	19.1	32.8	46.2	46.6	49.3	50.8	53.4	56.0
Total passenger growth	(%)	(72.5)	133.3	114.3	19.2	5.3	3.0	5.0	5.0
- International	(%)	(97.5)	1,360.3	287.9	34.8	5.0	3.0	5.0	5.0
- Domestic	(%)	(45.8)	72.0	40.8	1.0	5.8	3.0	5.0	5.0

Financial statement

Profit and Loss Statement

FY September 30	Unit	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
Total revenue	(Btmn)	15,708	18,234	16,405	16,774	17,664	17,906	15,343	15,766
Cost of goods sold	(Btmn)	(8,547)	(9,264)	(9,252)	(9,686)	(9,503)	(9,685)	(9,764)	(9,484)
Gross profit	(Btmn)	7,161	8,970	7,153	7,089	8,161	8,221	5,579	6,282
SG&A	(Btmn)	0	0	0	0	0	0	0	0
Other income	(Btmn)	62	109	228	213	218	337	716	439
Interest expense	(Btmn)	(692)	(710)	(682)	(672)	(627)	(635)	(626)	(627)
Pre-tax profit	(Btmn)	5,913	7,567	5,845	5,554	6,973	6,930	4,790	5,052
Corporate tax	(Btmn)	(1,148)	(1,504)	(1,175)	(1,076)	(1,415)	(1,567)	(831)	(974)
Equity a/c profits	(Btmn)	(0)	(0)	(0)	(0)	1	0	(2)	(2)
Minority interests	(Btmn)	(119)	(188)	(55)	(98)	(167)	(173)	(30)	(59)
Core profit	(Btmn)	4,645	5,875	4,615	4,380	5,391	5,190	3,928	4,018
Extra-ordinary items	(Btmn)	(82)	(90)	(52)	(108)	(47)	(136)	(63)	(155)
Net Profit	(Btmn)	4,563	5,785	4,563	4,272	5,344	5,053	3,865	3,863
EBITDA	(Btmn)	9,424	11,087	9,399	9,129	10,588	10,547	8,424	8,744
Core EPS (Bt)	(Bt)	0.33	0.41	0.32	0.31	0.38	0.36	0.27	0.28
Net EPS (Bt)	(Bt)	0.32	0.40	0.32	0.30	0.37	0.35	0.27	0.27

Balance Sheet

FY September 30	Unit	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
Total current assets	(Btmn)	19,359	22,407	26,526	30,224	26,103	21,261	29,110	37,330
Total fixed assets	(Btmn)	123,329	124,176	124,676	126,123	125,896	125,214	125,381	124,281
Total assets	(Btmn)	194,348	195,726	198,541	206,150	203,867	198,460	203,676	209,932
Total loans	(Btmn)	7,473	5,693	2,110	1,650	1,453	1,403	1,279	1,023
Total current liabilities	(Btmn)	20,424	21,176	19,806	23,363	19,370	20,317	21,480	24,586
Total long-term liabilities	(Btmn)	1,470	1,250	1,078	835	794	627	623	399
Total liabilities	(Btmn)	77,584	78,159	76,473	79,751	72,273	73,059	74,401	77,091
Paid-up capital	(Btmn)	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Total equity	(Btmn)	116,763	117,568	122,067	126,399	131,594	125,401	129,275	132,841
BVPS (Bt)	(Bt)	8.05	8.09	8.40	8.70	9.06	8.62	9.05	9.30

Cash Flow Statement

FY September 30	Unit	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
Core Profit	(Btmn)	4,645	5,875	4,615	4,380	5,391	5,190	3,928	4,018
Depreciation and amortization	(Btmn)	2,819	2,810	2,872	2,903	2,988	2,982	3,008	3,065
Operating cash flow	(Btmn)	6,733	10,209	11,525	12,589	5,750	9,399	6,714	7,475
Investing cash flow	(Btmn)	(4,150)	(2,477)	(3,213)	(3,287)	(2,396)	(2,780)	(3,389)	(923)
Financing cash flow	(Btmn)	(4,114)	(7,164)	(3,591)	(664)	(6,285)	(11,613)	(203)	(836)
Net cash flow	(Btmn)	(1,531)	567	4,721	8,638	(2,931)	(4,994)	3,122	5,716

Key Financial Ratios

FY September 30	Unit	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
Gross margin	(%)	45.6	49.2	43.6	42.3	46.2	45.9	36.4	39.8
Operating margin	(%)	45.6	49.2	43.6	42.3	46.2	45.9	36.4	39.8
EBITDA margin	(%)	60.0	60.8	57.3	54.4	59.9	58.9	54.9	55.5
EBIT margin	(%)	42.1	45.4	39.8	37.1	43.0	42.2	35.3	36.0
Net profit margin	(%)	29.0	31.7	27.8	25.5	30.3	28.2	25.2	24.5
ROE	(%)	16.2	20.1	15.4	14.1	16.7	16.2	12.3	12.3
ROA	(%)	9.5	12.0	9.4	8.7	10.5	10.3	7.8	7.8
Net D/E	(x)	0.0	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage	(x)	(13.6)	(15.6)	(13.8)	(13.6)	(16.9)	(16.6)	(13.5)	(14.0)
Debt service coverage	(x)	11.7	27.7	(22.2)	(19.5)	(22.9)	(23.9)	(18.2)	(18.6)

Key statistics

FY September 30	Unit	1QFY24	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25	3QFY25	4QFY25
Total passengers	(mn)	28.9	32.3	28.9	29.2	34.9	34.8	28.8	28.7
- International	(mn)	16.9	19.9	17.8	18.1	20.9	21.5	17.1	17.2
- Domestic	(mn)	12.0	12.4	11.1	11.1	14.0	13.3	11.7	11.6
Total passenger growth	(%)	25.5	22.3	16.0	13.6	20.8	7.6	(0.3)	(1.4)
- International	(%)	53.9	42.5	27.5	20.4	23.4	7.8	(3.6)	(5.0)
- Domestic	(%)	(0.4)	(0.4)	1.4	3.9	17.0	7.2	4.9	4.6

Figure 1: ค่า PSC ของสนามบินประเทศอื่นๆ ในภูมิภาค

PSC สำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศขาออก (บาท)	
AOT ปัจจุบัน	730
AOT - คาดการณ์ปรับขึ้นค่า PSC จะมีผลบังคับใช้ในเดือนเม.ย. 2569	1,120
สิงคโปร์ - ชางจี	-1,288
มาเลเซีย	-344-502
ฮ่องกง	-827
เวียดนาม	-250-800

Source: InnovestX Research

Figure 2: การแก้ไขสัญญาสัมปทานตัวที่ 1 ของ AOT

ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ	ก่อนแก้ไข	หลังแก้ไข	vs. Base case ของเรา
1. Minimum guarantee (MG)	371 บาท/ผู้โดยสารระหว่างประเทศขาออก	232.90 บาท/ผู้โดยสารระหว่างประเทศขาออก (ลดลง 37%)	เราคาด 194.7 บาท/ผู้โดยสารระหว่างประเทศขาออก (สูงกว่าเราคาด 20%)
2. การเพิ่มขึ้นของ MG	อัตราดอกเบี้ยของผู้โดยสารบวกอัตราเงินเฟ้อของปีก่อนหน้า	5% ต่อปี	ไม่เป็นนัยยะสำคัญต่อประมาณการแต่ละแผน
3. ส่วนแบ่งรายได้ (Revenue sharing)	20% ของมูลค่าซื้อต่อผู้โดยสาร (Spending per head)	ไม่เปลี่ยนแปลง	เป็นไปตามคาด
4. Upside ส่วนเพิ่มบน revenue sharing	ไม่มี	35% บนส่วนที่เกินจาก Spending per head ที่กำหนดที่ 1,500 บาท/คน ในปัจจุบันคือราว 1,160 บาท/คน	Upside บนส่วนที่เกินจาก Spending per head ที่กำหนดต่ำกว่าเราคาดแต่ไม่เป็นนัยยะสำคัญ เพราะเราประเมินว่า Upside นี้ไม่มากและจะเกิดในช่วงใกล้สัญญา (เมื่ออัตราการเติบโตของ Spending per head ที่ 5% ต่อปี)
5. ระยะเวลาสัญญา	1 เม.ย. 2566 - 31 มี.ค. 2576	ขยายออกไปอีก 2 ปี เพื่อให้ครอบคลุมระยะเวลาที่ AOT จะมีการปิดพื้นที่ในระหว่างที่มีการก่อสร้างขยายอาคาร ซึ่งจะทำให้ AOT รักษาความต่อเนื่องของธุรกิจในการขยายการขยายปิดซ่อมแซมอาคาร ผู้โดยสารหลังปัจจุบัน	ไม่เป็นนัยยะสำคัญต่อประมาณการ เพราะจะเป็นช่วงที่มีพื้นที่น้อยลงจากการปิดพื้นที่
ท่าอากาศยาน ดอนเมือง	ก่อนแก้ไข	หลังแก้ไข	vs. Base case ของเรา
1. Minimum guarantee (MG)	ไม่เปิดเผย	39,187.76 บาท/ตร.ม./เดือน (คาดลดลงไม่มาก เพราะ MG ไม่สูงเหมือนอีก 2 สัญญา)	คาดไม่แตกต่างอย่างมีนัยยะสำคัญ
2. การเพิ่มขึ้นของ MG	อิงตามอัตราการฟื้นตัวของผู้โดยสารระหว่างประเทศ (ปีฐาน = ปี FY2562) ในปัจจุบันอัตราการฟื้นตัวคือ 70%	หากการฟื้นตัวของจำนวนผู้โดยสารกลับมาเกิน 100% เมื่อเทียบกับปีฐาน MG จะกลับไปเท่าอัตราเดิมก่อนการแก้ไข	เป็นไปตามคาด
3. ส่วนแบ่งรายได้ (Revenue sharing)	20% ของมูลค่าซื้อต่อผู้โดยสาร (Spending per head)	ไม่เปลี่ยนแปลง	เป็นไปตามคาด
4. Upside ส่วนเพิ่มบน revenue sharing	ไม่มี	ไม่มี	เป็นไปตามคาด
5. ระยะเวลาสัญญา	1 ต.ค. 2565 - 31 มี.ค. 2576	อาจจะมีการขยายระยะเวลาไปอีก 2 ปี ขึ้นอยู่กับการเปิดดำเนินการอาคารผู้โดยสาร 3	ไม่เป็นนัยยะสำคัญต่อประมาณการ
ท่าอากาศยานภูเก็ต (ภูเก็ต, เชียงใหม่, หาดใหญ่)	ก่อนแก้ไข	หลังแก้ไข	vs. Base case ของเรา
1. Minimum guarantee (MG)	185 บาท/ผู้โดยสารระหว่างประเทศขาออก	129.67 บาท/ผู้โดยสารระหว่างประเทศขาออก (ลดลง 30%)	เราคาด 163.2 บาท/ผู้โดยสารระหว่างประเทศขาออก (ต่ำกว่าเราคาด 21%)
2. การเพิ่มขึ้นของ MG	อัตราดอกเบี้ยของผู้โดยสารบวกอัตราเงินเฟ้อของปีก่อนหน้า	5% ต่อปี เริ่มคิดในปี 2573	ไม่เป็นนัยยะสำคัญต่อประมาณการแต่ละแผน
3. ส่วนแบ่งรายได้ (Revenue sharing)	20% ของมูลค่าซื้อต่อผู้โดยสาร (Spending per head)	ไม่เปลี่ยนแปลง	เป็นไปตามคาด
4. Upside ส่วนเพิ่มบน revenue sharing	ไม่มี	35% บนส่วนที่เกินจาก Spending per head ที่กำหนดซึ่งยังไม่ได้เปิดเผย	Upside บนส่วนที่เกินจาก Spending per head ที่กำหนดต่ำกว่าเราคาดแต่ไม่เป็นนัยยะสำคัญ เพราะเราประเมินว่า Upside นี้ไม่มากและจะเกิดในช่วงท้ายสัญญา
5. ระยะเวลาสัญญา	1 เม.ย. 2566 - 31 มี.ค. 2576	ไม่เปลี่ยนแปลง	เป็นไปตามคาด

Source: AOT and InnovestX Research

เมื่อวันที่ 3 ธ.ค. AOT ประกาศว่าที่ประชุมบอร์ดได้มีมติอนุมัติการแก้ไขสัญญาตั๋วฟรี 3 สัญญา กับกลุ่มคิง เพาเวอร์ โดยมีประเด็นสำคัญ คือ:

- 1) การปรับลดผลตอบแทนขั้นต่ำ (Minimum Guarantee: MG) ต่อผู้โดยสารระหว่างประเทศขาออก: สนามบินสุวรรณภูมิลดลงจาก 371 บาท เป็น 232.9 บาท (-37%) และ 3 สนามบินภูมิภาคจาก 185 บาท เป็น 129.67 บาท (-30%) เมื่อเทียบกับสมมติฐานของเราที่สนามบินสุวรรณภูมิต่ำกว่า base case ของเรา (ที่ 194.7 บาท, สูงกว่าคาด 20%) แต่ที่ 3 ท่าภูมิภาคต่ำกว่า base case ของเรา (ที่ 163.2 บาท, ต่ำกว่าคาด 21%) เราประเมินว่าค่า MG ที่ปรับลดลงมานี้สะท้อนอัตราส่วนแบ่งรายได้ (revenue sharing) ราย 21% ซึ่งลดลงจาก 35% เมื่ออิง MG ระดับสูงเดิม ซึ่งเรามองว่าเป็นระดับที่กลุ่มคิง เพาเวอร์ จะสามารถดำเนินธุรกิจต่อได้
- 2) การเพิ่มขึ้นของ MG อยู่ที่ 5% ต่อปี เทียบกับปัจจุบันที่คิดจากอัตราการเติบโตของผู้โดยสารบวกอัตราเงินเฟ้อของปีปฏิทินก่อนหน้า เรามองว่าระดับการเพิ่มขึ้นของ MG ไม่ได้เปลี่ยนแปลงอย่างเป็นนัยยะสำคัญ แต่จะผันผวนน้อยลง
- 3) การแก้ไขสัญญานี้ เรามองว่าเป็นการปรับลดผลตอบแทนช่วงสั้น (ลด MG) และไปเพิ่มผลตอบแทนระยะยาวของสัญญาแทน โดย AOT คง revenue sharing ไว้ที่ 20% แต่เพิ่มการคิดอัตราส่วนแบ่งรายได้ 35% sharing ในส่วนของมูลค่าซื้อต่อผู้โดยสาร (Spending per head) ที่สูงกว่าที่กำหนดไว้ที่ 1,500 บาท/คน (ในปัจจุบันคือราว 1,160 บาท/คน) ของสัญญาที่สนามบินสุวรรณภูมิ ประเด็นของการเพิ่มการคิดอัตราส่วนแบ่งรายได้ 35% sharing ต่ำกว่าที่เราคาด แต่จะไม่เป็นนัยยะสำคัญ เมื่ออิงการเติบโตของ Spending per head ที่ 5% ต่อปี Spending per head จะเกิน 1,500 บาท/คน ในช่วงใกล้จบสัญญา
- 4) สัญญาสัมปทานตั๋วฟรีสนามบินดอนเมือง เราคาดว่าไม่ได้มีการเปลี่ยนแปลงอย่างเป็นนัยยะสำคัญ เพราะ MG ไม่สูงเหมือนสนามบินสุวรรณภูมิและ 3 สนามบินภูมิภาค
- 5) ระยะเวลาสัญญาสัมปทานตั๋วฟรีที่สนามบินสุวรรณภูมิขยายเพิ่มอีก 2 ปี เพื่อให้สอดคล้องกับการขยายสนามบิน เรามองไม่มีนัยยะสำคัญต่อประมาณการ เพราะจะเป็นช่วงที่มีพื้นที่น้อยลงจากการปิดพื้นที่ ในขณะที่สัญญาสัมปทานตั๋วฟรีที่สนามบินดอนเมืองอาจจะมีการขยายระยะเวลาไปอีก 2 ปี ขึ้นอยู่กับการเปิดดำเนินงานอาคารผู้โดยสารหลังที่ 3
- 6) อ้างอิงการประชุมนักวิเคราะห์ล่าสุด AOT เผยว่าแนวทางการแก้ไขสัญญาสัมปทานได้ผ่านการเจรจากับกลุ่มคิง เพาเวอร์แล้ว เราคาดว่า AOT จะเริ่มบันทึกรายได้จากสัญญาสัมปทานตั๋วฟรีตามการแก้ไขในปีบัญชี FY2569 ซึ่งจะส่งผลให้รายได้สัมปทานลดลง 12% YoY

Figure 3: สมมติฐานที่สำคัญและการปรับประมาณการกำไรของ AOT

	FY2568	FY2569F			FY2570F		
		เดิม	ปรับใหม่	เปลี่ยนแปลง	เดิม	ปรับใหม่	เปลี่ยนแปลง
ค่า PSC สำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศ (บาท/ผู้โดยสารขาออก)	730	830	1,120	35%	830	1120	35%
ค่า PSC สำหรับผู้โดยสารในประเทศ (บาท/ผู้โดยสารขาออก)	130	160	130	-19%	160	130	-19%
จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศ (ล้านคน)	76.3	78.6	78.6	0%	82.6	82.6	0%
จำนวนผู้โดยสารภายในประเทศ (ล้านคน)	49.3	50.8	50.8	0%	53.4	53.4	0%
รายได้จากผู้โดยสาร (ล้านบาท)	26,311	29,442	33,849	15%	33,048	42,303	28%
รายได้ส่วนแบ่งผลประโยชน์ (ล้านบาท)	21,352	17,157	18,719	9%	18,217	19,962	10%
รายได้รวม (ล้านบาท)	66,679	66,674	73,900	11%	73,265	86,902	19%
กำไรปกติ (ล้านบาท)	18,526	17,193	22,172	29%	20,540	30,257	47%

Source: InnovestX Research

Figure 4: Valuation summary (price as of Dec 3, 2025)

	Rating	Price (Bt/Sh)	Target (Bt/Sh)	ETR (%)	P/E (x)			EPS growth (%)			P/BV (x)			ROE (%)			Div. Yield (%)			EV/EBITDA (x)		
					24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F	24A	25F	26F
AAV	Neutral	1.16	1.20	3.4	5.1	20.7	8.1	n.m.	(75)	156	1.3	1.1	1.0	30	6	13	0.0	0.0	0.0	5.7	7.0	5.9
AOT	Underperform	47.50	46.00	(1.5)	34.8	36.6	30.6	111	(5)	20	5.5	5.2	4.8	16	14	16	1.7	1.7	2.0	18.3	18.5	16.0
THAI	Neutral	8.80	10.50	22.9	n.m.	8.0	8.6	(57.0)	(77.9)	(7.0)	0.8	3.5	2.7	1,758	53	35	0.0	3.5	2.9	1.5	4.9	5.1
Average					19.9	21.8	15.8	27.0	(52.8)	56.2	2.5	3.3	2.8	601.4	24.4	21.4	0.6	1.7	1.6	8.5	10.1	9.0

Source: InnovestX Research

ข้อสงวนสิทธิ์:

ข้อมูลในรายงานนี้เป็นข้อมูลที่มีการเปิดเผยต่อสาธารณะ ซึ่งนักลงทุนสามารถเข้าถึงได้โดยทั่วไป และเป็นข้อมูลที่เชื่อว่าน่าเชื่อถือได้ แต่ทั้งนี้ บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“บริษัท”) มิได้ยืนยันหรือรับรองถึงความถูกต้อง หรือสมบูรณ์ของข้อมูลดังกล่าวแต่อย่างใด ความคิดเห็นที่ปรากฏอยู่ในรายงานนี้เป็นเพียงการนำเสนอในมุมมองของบริษัท และเป็นความคิดเห็น ณ วันที่ที่ปรากฏในรายงานเท่านั้น ซึ่งอาจเปลี่ยนแปลงได้ภายหลังวันดังกล่าว โดยบริษัทไม่จำเป็นต้องแจ้งให้สาธารณชน หรือนักลงทุนทราบ รายงานนี้จัดทำขึ้นเพื่อเผยแพร่ข้อมูลให้แก่ผู้ลงทุนเท่านั้น บริษัทไม่รับผิดชอบต่อการนำข้อมูลหรือความคิดเห็นใดๆ ไปใช้ในทุกกรณี ดังนั้นนักลงทุนจึงควรใช้ดุลพินิจในการพิจารณาตัดสินใจก่อนการลงทุน นอกจากนี้ บริษัท และ/หรือ บริษัทในเครือของบริษัทอาจมีส่วนเกี่ยวข้องหรือผลประโยชน์ใดๆ กับบริษัทใดๆ ที่ถูกกล่าวถึงในรายงานนี้ก็ได้

บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) เป็นบริษัทย่อยที่บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่แต่เพียงผู้เดียว และธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) เป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ ข้อมูลใด ๆ ที่เกี่ยวข้องกับธนาคารฯ มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ในการเปรียบเทียบเท่านั้น

เอกสารฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด (“INVX”) ซึ่งมี บริษัท เอสซีบี เอกซ์ จำกัด (มหาชน) (“เอสซีบี เอกซ์”) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ โดยธนาคารไทยพาณิชย์ จำกัด (มหาชน) (“ธนาคารฯ”) ซึ่งเป็นบริษัทย่อยที่เอสซีบี เอกซ์ เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ เป็นที่ปรึกษาทางการเงินสำหรับธุรกรรมใด ๆ ของ บริษัทเพื่อการลงทุนในสิทธิการเข้าซื้อหลักทรัพย์ แอล เอช โอเทล ความเห็น ข่าวกวีจีย บกวิเคราะห ราคาค่า ความ การคาดการณ์ การประเมิน และ/หรือ ข้อมูลอื่นที่ระบุในเอกสารฉบับนี้ (“ข้อมูล”) มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้เป็นข้อมูลทั่วไปเท่านั้น และไม่อาจตีความได้ว่าเป็นการให้คำแนะนำแก่บุคคลใดๆ หรือเป็นการเสนอซื้อ หรือเสนอขาย หรือชักชวนให้เสนอซื้อหรือเสนอขายหลักทรัพย์ โดย INVX และ/หรือกรรมการ พนักงาน และลูกจ้างของ INVX ย่อมไม่จำเป็นต้องรับผิดชอบต่อความเสียหายใดๆ ทั้งความเสียหายทางตรง ความเสียหายทางอ้อม ความเสียหายจากการผิดสัญญา หรือความเสียหายอันสืบเนื่อง อันเป็นผลมาจากการใช้หรือการเชื่อถือต่อการใช้ข้อมูล ทั้งนี้ รวมถึงแต่ไม่จำกัดเพียงการสูญเสียผลกำไร นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ ประกอบข้อมูลและความเห็นอื่นๆ รวมถึงพิจารณาความหมายของข้อมูลในการตัดสินใจลงทุน ข้อมูลในเอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ INVX เห็นว่าน่าเชื่อถือ โดย INVX ไม่รับรองถึงความถูกต้อง สมบูรณ์ และ/หรือ ครบถ้วนของข้อมูลดังกล่าว

INVX สงวนสิทธิ์ในการใช้ดุลพินิจของตนเองแต่เพียงผู้เดียวในการแก้ไขเพิ่มเติมข้อมูลเป็นครั้งคราวโดยไม่ต้องบอกกล่าว เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนดเท่านั้น และห้ามมิให้มีการทำซ้ำ ดัดแปลง เผยแพร่ ขาย จำหน่าย พิมพ์ซ้ำ ส่งต่อ หรือแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ไม่ว่าในลักษณะใดๆ เว้นแต่จะได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX ก่อน

การซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น (Futures and Options) มีความเสี่ยงสูงที่อาจก่อให้เกิดผลขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ จึงไม่เหมาะสมกับบุคคลทุกคน ทั้งนี้ ก่อนการตัดสินใจซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น ท่านควรพิจารณาถึงฐานะทางการเงิน วัตถุประสงค์ในการลงทุน ประสบการณ์ในการลงทุนของท่าน ตลอดจนความเสี่ยงที่ท่านสามารถยอมรับได้อย่างรอบคอบ เนื่องจากมีความเป็นไปได้ที่ท่านอาจสูญเสียเงินลงทุนมากกว่าเงินลงทุนเริ่มแรก ท่านควรพิจารณาถึงความเสี่ยงทั้งหมดที่อาจเกิดขึ้นจากการซื้อขายฟิวเจอร์สและออปชั่น และท่านควรตัดสินใจลงทุนด้วยตนเอง และ/หรือ ในกรณีที่มิใช่ข้อสงสัย ท่านควรขอคำแนะนำจากที่ปรึกษาทางการเงินการลงทุน

เอกสารฉบับนี้จัดส่งให้แก่เฉพาะบุคคลที่กำหนด (intended recipient) เท่านั้น และห้ามมิให้ผู้ใดนำข้อมูลในเอกสารฉบับนี้ไปทำซ้ำ ส่งต่อ เผยแพร่ ขาย จำหน่าย คัดลอก นำออกแสดง หรือนำไปแสวงหาประโยชน์ในเชิงพาณิชย์ ไม่ว่าด้วยวิธีการใด ๆ โดยมิได้รับอนุญาตเป็นลายลักษณ์อักษรจาก INVX เป็นการล่วงหน้า

© สงวนลิขสิทธิ์ 2568 บริษัทหลักทรัพย์ อินโนเวสต์ เอกซ์ จำกัด

**CG Rating 2025 Companies with CG Rating
Companies with Excellent CG Scoring**

AAI, AAV, ACE, ADB, ADVANC, AEONTS, AF, AGE, AIRA, AJ, AKP, AKR, ALLA, ALT, AMA, AMARIN, AMATA, AMATAV, AOT, AP, ARIP, ASIAN, ASIMAR, ASK, ASP, ASW, AUCT, AURA, AWC, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCPG, BDMS, BEC, BEM, BEYOND, BGC, BGRIM, BH, BIZ, BJC, BKIH, BLA, BLC, BOL, BPP, BRI, BRR, BSRC, BTG, BTS, BWG, CBG, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHG, CHOW, CIMBT, CIVIL, CK, CKP, CMC, CNT, COLOR, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, DCC, DDD, DELTA, DEMCO, DITTO, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, EGCO, EPG, ERW, ETC, ETE, FLOYD, FN, FORTH, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTI, GABLE, GC, GCAP, GFC, GFPT, GGC, GLAND, GLOBAL, GPSC, GRAMMY, GULF, GUNKUL, HANA, HARN, HENG, HMPRO, HPT, HTC, ICC, ICHI, III, ILINK, ILM, IND, INET, INSET, INSURE, IP, IRC, IRPC, IT, ITC, ITEL, ITTHI, IVL, J, JAS, JMART, JMT, JTS, KBANK, KCAR, KCC, KCE, KCG, KEX, KJL, KKP, KSL, KTB, KTC, KUMWEL, LH, LHFG, LIT, LOXLEY, LRH, LST, M, MAJOR, MALEE, MBK, MC, MEGA, MFC, MFEC, MGC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MOSHI, MSC, MST, MTC, MTI, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF*, NV, NVD, NYT, OCC, ONEE, OR, ORI, ORN, OSP, PAP, PB, PCC, PCSGH, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PJW, PL, PLANB, PLAT, PLUS, PM, PMC, PORT, PPP, PPS, PQS, PR9, PRG, PRM, PRTR, PSH, PSL, PSP, PTC, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, Q-CON, QH, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, ROCTEC, RS, RT, S, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAMART, SAMTEL, SAT, SAV, SAWAD, SC, SCAP, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SDC, SE, SEAFCO, SEAOIL, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGF, SGP, SHR, SICT, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SKY, SMP, SNC, SNRP, SNP, SO, SONIC, SPALI, SPC, SPCG, SPI, SPRC, SR, SSF, SSP, SSSC, STA, STARM, STECON, STGT, STI, SUC, SUN, SUSCO, SUTHA, SVOA, SYMC, SYNEX, SYNTec, TACC, TAN, TASCO, TBN, TCAP, TCMC, TEAMG, TEGH, TEKA, TFG, TFMAMA, TGE, TGH, THANA, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPH, TISCO, TKS, TKT, TLI, TM, TMD, TMILL, TMT, TNDT, TNITY, TNL, TOA, TOG, TOP, TPAC, TPBI, TQM, TRUBB, TRUE, TSC, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TTW, TU, TVDH, TVH, TVO, TWPC, UAC, UBE, UBIS, UP, UPF, UPOIC, UV, VGI, VIBHA, VIH, VNG, WACOAL, WGE, WHA, WHAUP, WICE, WINMED, WINNER, WP, WPH, ZEN

Companies with Very Good CG Scoring

2S, A5, ABM, ACG, ADD, AE, AH*, AIT, ALUCON, AMC, ANAN, APCO, APCS, ATP30, BA, BBIK, BC, BCP, BE8, BIG, BPS, BR, BSBM, BTC, BTW, BVG, BYD*, CFARM, CH, CIG, CM, CMAN, CMO*, COCOCO, COMAN*, CPI, CRD, CSC, DEXON, DTCENT, EAST, EKH, ESTAR, EURO, EVER, FE, FVC, GEL, HUMAN, ICN, IFS, JDF, JPARK, JSP, JUBILE, K, KGI*, KTIS, KTMS, KUN, LALIN, LANNA, LEO, LHK, LPN*, MAGURO, MATCH, MBAX, M-CHAI, MCOT, METCO, MICRO, MVP*, NC, NCH, NCL, NDR, NEO, NL, NSL, NTSC, NTV, OKJ, PATO, PDG, PEACE, PEER, PREB, PRI, PRIME, PRIN, PRINC*, PROUD, PSG, PSTC, PT, QLT, RCL, READY, RPH, SAMCO, SANKO, SAPPE, SCI, SCN, SECURE, SFT, SINO, SKE, SMT, SPA, SPVI, SRS, SUPER, SVI*, SWC, TAE, TFM, TIDLOR*, TIPCO, TITLE, TK, TKN*, TMC, TMI, TNP, TNR, TPA, TPCS, TPIPL*, TPIPP, TPS, TQR, TRP, TRT, TURTLE, TVT, UBA, UREKA, VCOM, VRANDA, WARRIX, WAVE*, WIN, XO, XPG, XYZ, ZIGA

Companies with Good CG Scoring

AHC, AIE, AMANAH, AMR, ANI, APURE, ARIN, ARROW, ASIA, ASN, AYUD, BIOTEC, BIS, BJCHI, BLAND, CAZ, CEN, CHAO, CHARAN*, CHAYO, CHIC, CHOTI, CI, CITY, CSP, CSS, CWT, DIMET*, DOD, DPAINT, DV8, EA*, EASON, ECF*, EFORL, FNS, FTE, GBX, GPI, GTB, GYT, IMH, IRCP, ITNS, IVF, JCK, KBS, KISS, KK, KWC, KWM, L&E, LDC, LEE, MCA, MEB, MEDEZE, MENA, MILL*, MITSIB, MK, MPJ, NAM, NATION, NCAP, NEX, NOVA, NPK, OGC, PACO, PANEL, PCE, PHG, PICO*, PIN, PIS, PLANET, POLY, PRAKIT, PRAPAT, PROEN, PROS, PTECH, PYLON, RAM, RJH, RML, ROCK, RPC, SAFE, SALEE, SE-ED, SIAM, SINGER, SISB, SK, SKN, SMD100, SNPS, SORKON, SPREME, SST, STANLY, STC, STPI, STX, SVR, SVT, TAKUNI, TATG, TFI, THG*, TMAN, TOPP, TPLAS, TPOLY, TRC*, TRU, TSE, TSR*, UKEM, UOBKH, VARO, VL, WFX, WIILK, WORK, YUASA, ZAA

Corporate Governance Report

The material contained in this publication is for general information only and is not intended as advice on any of the matters discussed herein. Readers and others should perform their own independent analysis as to the accuracy or completeness or legality of such information. The Thai Institute of Directors, its officers, the authors and editor make no representation or warranty as to the accuracy, completeness or legality of any of the information contained herein. By accepting this document, each recipient agrees that the Thai Institute of Directors Association, its officers, the authors and editor shall not have any liability for any information contained in, or for any omission from, this publication.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. InnovestX Securities Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการทำบัญชีและกิจการที่ส่งผลให้ลูกค้าลดผลสำรวจลง 1 ช่วงคะแนน เช่น การกระทำผิดเกี่ยวกับหลักทรัพย์ การทุจริต คอร์รัปชัน เป็นต้น ซึ่งการใช้ข้อมูล CGR ควรระมัดระวังข้อมูลดังกล่าวประกอบด้วย

* บริษัทหรือกรรมการหรือผู้บริหารของบริษัทที่มีข้อมูลเกี่ยวกับการทำบัญชีและกิจการ เช่น กรณีที่มีการฝ่าฝืนหรือละเลยการปฏิบัติตามกฎหมาย ข้อบังคับ ระเบียบ ประกาศ คำสั่ง มติคณะกรรมการ หรือข้อตกลงการจดทะเบียนหลักทรัพย์

**Anti-corruption Progress Indicator
Certified (ได้สมัครรับรอง)**

2S, AAI, ACE, ADB, ADVANC, AE, AF, AH, AI, AIE, AIRA, AJ, AKP, AMA, AMANAH, AMATA, AMATAV, AP, APCS, AS, ASIAN, ASK, ASP, ASW, AWC, AYUD, B, BAFS, BAM, BANPU, BAY, BBGI, BBL, BCH, BCP, BCPG, BE8, BEC, BEYOND, BGC, BGRIM, BLA, BPP, BPS, BRI, BRR, BSBM, BTC, BTG, BTS, BWG, CAZ, CBG, CEN, CENTEL, CFRESH, CGH, CHASE, CHEWA, CHOTI, CHOW, CI, CIG, CIMBT, CM, CMC, COM7, CPALL, CPAXT, CPF, CPI, CPL, CPN, CPW, CRC, CREDIT, CSC, CV, DCC, DELTA, DEMCO, DEXON, DIMET, DMT, DOHOME, DRT, DUSIT, EASTW, ECF, EGCO, EP, EPG, ERW, ETC, ETE, FNS, FPI, FPT, FSMART, FSX, FTE, GBX, GC, GCAP, GEL, GFPT, GGC, GLOBAL, GPI, GPSC, GUNKUL, HANA, HARN, HEALTH, HENG, HMPRO, HTC, ICC, ICHI, ICN, IFS, III, ILINK, ILM, INET, INOX, INSURE, IRPC, ITC, ITEL, IVL, JAS, JMART, JR, JTS, K, KASET, KBANK, KCAR, KCE, KGEN, KGI, KKP, KSL, KTB, KTC, L&E, LANNA, LH, LHFG, LHK, LPN, LRH, M, MAJOR, MALEE, MATCH, MBAX, MBK, MC, MCOT, MEGA, MENA, META, MFC, MFEC, MINT, MODERN, MONO, MOONG, MSC, MST, MTC, MTI, NATION, NCAP, NEP, NER, NKI, NOBLE, NRF, OCC, OGC, OR, ORI, OSP, PAP, PATO, PB, PCSGH, PDG, PDJ, PG, PHOL, PIMO, PK, PL, PLANB, PLANET, PLAT, PLUS, PM, PMC, PPP, PPM, PPS, PQS, PR9, PREB, PRG, PRIME, PRINC, PRM, PROS, PRTR, PSH, PSL, PSTC, PT, PTECH, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, PYLON, Q-CON, QH, QLT, QTC, RABBIT, RATCH, RBF, RML, RS, RWI, S&J, SA, SAAM, SABINA, SAK, SAPPE, SAT, SC, SCB, SCC, SCCC, SCG, SCGD, SCGP, SCM, SCN, SEAOIL, SE-ED, SELIC, SENA, SENX, SFLEX, SGC, SGP, SIRI, SIS, SITHAI, SJWD, SKR, SMIT, SMP, SNC, SNRP, SNP, SORKON, SPACK, SPALI, SPC, SPI, SPRC, SRICHA, SSF, SSP, SSSC, SST, STA, STARM, STGT, STOWER, SUSCO, SVI, SVOA, SVT, SYMC, SYNTec, TAE, TAKUNI, TASCO, TCAP, TCMC, TEGH, TFG, TFI, TFMAMA, TGE, TGH, THANI, THCOM, THIP, THRE, THREL, TIPCO, TIPH, TISCO, TKN, TKS, TKT, TMD, TMILL, TMT, TNITY, TNL, TNP, TNR, TOG, TOP, TOPP, TPA, TPAC, TPCS, TPLAS, TRT, TRU, TRUE, TSC, TSI, TSTE, TSTH, TTA, TTB, TTCL, TU, TURTLE, TVDH, TVO, TWPC, UBE, UBIS, UEC, UKEM, UPF, UV, VCOM, VGI, VIBHA, VIH, WACOAL, WHA, WHAUP, WICE, WIILK, WPH, XO, YUASA, ZEN, ZIGA

Declared (ประกาศเจตนารมณ์)

AMARIN, ANI, APCO, ASAP, ASEFA, AUCT, AURA, B52, BKIH, CHG, DITTO, EA, EAST, EMC, ESTAR, EVER, FLOYD, GABLE, GFC, GREEN, GULF, HL, HUMAN, IP, IT, J, JDF, JMT, KCC, KJL, LDC, LIT, M-CHAI, MEDEZE, MGC, MJD, MOSHI, NSL, NTSC, PCC, PCE, PLE, PROEN, PROUD, PTC, S, SANKO, SAWAD, SCAP, SFT, SHR, SINGER, SINO, SKE, SKY, SOLAR, SONIC, SUPER, TBN, TEAMG, TMC, TMI, TPP, TQM, UOBKH, UP, UREKA, VL, VNG, WARRIX, WELL, WIN, WP

N/A

24CS, 88TH, A, A5, AAV, ABM, ACAP, ACC, ACG, ADD, ADVICE, AEONTS, AFC, AGE, AHC, AIT, AJA, AKR, AKS, ALLA, ALPHAX, ALT, ALUCON, AMARC, AMC, AMR, ANAN, AOT, APO, APP, APURE, AQUA, ARIN, ARIP, ARROW, ASIA, ASIMAR, ASN, ATLAS, ATP30, AU, BA, BBIK, BC, BCT, BDMS, BEAUTY, BEM, BGT, BH, BIG, BJC, BJCHI, BKA, BKT, BKGI, BLAND, BLC, BLESS, BLISS, BM, BOL, BR, BROCK, BSM, BSRC, BTNC, BTW, BUI, BVG, BYD, CCET, CCP, CEYE, CFARM, CGD, CH, CHAO, CHARAN, CHAYO, CHIC, CHO, CITY, CIVIL, CK, CKP, CMAN, CMO, CMR, CNT, COCOCO, COLOR, COMAN, CPANEL, CPH, CPR, CPT, CRANE, CRD, CSP, CSR, CSS, CTW, CWT, D, DCON, DDD, DHOUSE, DOD, DPAINT, DTCENT, DTIC, DV8, EASON, EFORL, EKH, ETL, EURO, F&D, FANCY, FE, FM, FMT, FN, FORTH, FTI, FVC, GENCO, GJS, GLAND, GLORY, GRAMMY, GRAND, GSTEEL, GTB, GTV, GYT, HANN, HFT, HPT, HTECH, HYDRO, I2, IDG, IHL, IIG, IMH, IND, INGRS, INSET, IRC, IRCP, IROYAL, ITD, ITNS, ITTHI, IVF, JAK, JCK, JCKH, JCT, JKN, JPARK, JSP, JUBILE, KAMART, KBS, KC, KCG, KCM, KDH, KEX, KIAT, KISS, KK, KKC, KLINIQ, KOOL, KTIS, KTMS, KUMWEL, KUN, KWC, KWI, KWM, KYE, LALIN, LEE, LEO, LOXLEY, LPH, LST, LTMH, LTS, MADAME, MAGURO, MANRIN, MASTEC, MASTER, MATI, MCA, MCS, MDX, MEB, METCO, MGI, MGT, MICRO, MIDA, MILL, MITSIB, MK, ML, MMM, MORE, MOTHER, MPJ, MRDIYT, MTW, MUD, MVP, NAM, NAT, NC, NCH, NCL, NCP, NDR, NEO, NETBAY, NEW, NEWS, NEX, NFC, NKT, NL, NNCL, NOVA, NPK, NTV, NUT, NV, NVD, NWR, NYT, OHTL, OKJ, ONEE, ONSENS, ORN, PACO, PAF, PANEL, PEACE, PEER, PERM, PF, PHG, PICO, PIN, PIS, PJW, PLT, PMTA, POLY, PORT, PPM, PRAKIT, PRAPAT, PRECHA, PRI, PRIN, PSG, PSP, PTL, QTCG, RAM, RCL, READY, RICHY, RJH, ROCK, ROCTEC, ROH, ROJNA, RP, RPC, RPH, RSP, RT, S11, SAF, SAFE, SALEE, SAM, SAMART, SAMCO, SAMTEL, SAUCE, SAV, SAWANG, SCI, SCL, SCP, SDC, SE, SEAFCO, SECURE, SEI, SGF, SHANG, SIAM, SICT, SIMAT, SISB, SK, SKIN, SKN, SLP, SMART, SMD100, SMO, SMT, SNPS, SO, SPA, SPCG, SPG, SPREME, SPVI, SQ, SR, SRS, STANLY, STC, STECH, STECON, STELLA, STI, STP, STPI, STX, SUC, SUN, SUTHA, SVR, SWC, SYNEX, TACC, TAN, TAPAC, TATG, TC, TCC, TCJ, TCOAT, TEAM, TEKA, TERA, TFM, TGPRO, TH, THAI, THANA, THE, THG, THMUI, TIDLOR, TIGER, TITLE, TK, TKC, TL, TLI, TM, TMAN, TMW, TNDT, TNH, TNPC, TOA, TPBI, TPCH, TPIPL, TPIPP, TPL, TPOLY, TPS, TQR, TR, TRC, TRITN, TRP, TRUBB, TRV, TSE, TSR, TTI, TTT, TTW, TURBO, TVH, TVT, TWP, TWZ, TYCN, UAC, UBA, UMI, UMS, UNIQ, UPOIC, UTP, UVAN, VARO, VPO, VRANDA, VS, WASH, WAVE, WFX, WGE, WINDOW, WINMED, WINNER, WORK, WSOL, XBIO, XPG, XYZ, YGG, YONG, ZAA

Explanations

Companies participating in Thailand's Private Sector Collective Action Coalition Against Corruption programme (Thai CAC) under Thai Institute of Directors (as of May 2, 2025) are categorised into: companies that have declared their intention to join CAC, and companies certified by CAC.