

# Fundamental Story

## Airports of Thailand Pcl (AOT TB) - BUY

News Update

Saksid Phadthanarak | Email: saksid.pha@thanachartsec.co.th

### กังวลความเสี่ยงด้านเครดิตของคิงเพาเวอร์

- คิงเพาเวอร์เลื่อนจ่ายเงินให้ AOT ออกไป 18 เดือน
  - คิงเพาเวอร์สร้างกำไรให้ AOT ราว 50% ของกำไรของ AOT
  - ผู้โดยสารระหว่างประเทศคาดว่าจะเติบโต 31% y-y ในเดือนเม.ย.-ต.ค. 2025
  - PSC ใหม่มีแนวโน้มที่จะได้ข้อสรุปภายในเดือนกรกฎาคม 2025
- ราคาหุ้นของ AOT ลดลง 14% เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมา เนื่องจากความกังวลของตลาดเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านเครดิตของคิงเพาเวอร์ เนื่องจากผู้บริหารของ AOT ได้กล่าวในที่ประชุมกับนักวิเคราะห์ว่า คิงเพาเวอร์ ขอเลื่อนการชำระรายได้ประกันขั้นต่ำระหว่างเดือนสิงหาคม 2024 ถึงกุมภาพันธ์ 2025 เนื่องจากปัญหาสภาพคล่อง ส่งผลให้บัญชีลูกหนี้การค้าระยะยาวของ AOT เพิ่มขึ้นจาก 2 พันลบ. ใน 1QFY24 เป็น 6 พันลบ. ใน 1QFY25 การชำระเงินที่ล่าช้าออกไปจะมีการคิดค่าปรับ 18% แต่คิงเพาเวอร์กำลังเจรจากับ AOT เพื่อขอลดค่าปรับให้เหลือ 9%
- เนื่องจากธุรกิจของคิงเพาเวอร์ยังคงดำเนินไปตามปกติ และบัญชีของบริษัทฯ กับธนาคารยังคงถูกจัดประเภทเป็นเงินกู้ปกติ และการชำระเงินที่เลื่อนออกไปได้รับการคุ้มครองเต็มจำนวนผ่านการค้ำประกันจากธนาคาร AOT จึงไม่ได้ตั้งสำรองในกรณีนี้
- ในมุมมองของเรา แม้ว่าเราจะกังวลเกี่ยวกับความเสี่ยงด้านเครดิตของคิงเพาเวอร์ เนื่องจากสร้างกำไรให้ราว 50% ของกำไรของ AOT แต่เรายังคงไม่คาดว่าจะมีการผิดนัดชำระหนี้ เนื่องจากเราคาดว่าธุรกิจจะฟื้นตัวต่อเนื่องไปพร้อมกับการเติบโตของผู้โดยสารที่แข็งแกร่งของ AOT (ดูรายละเอียดเพิ่มเติมด้านล่าง) อย่างไรก็ตาม เราได้ทำการวิเคราะห์ sensitivity analysis ของกำไรของ AOT ในกรณีที่ได้รับรายได้ประกันขั้นต่ำที่ต่ำลงจากการให้สัมปทานพื้นที่ปลอดอากรและพื้นที่เชิงพาณิชย์ (ดู Exhibit 1)
- ในการประชุม AOT ยังคาดว่าจะการฟื้นตัวของผู้โดยสารจะยังคงแข็งแกร่งต่อเนื่องไปใน 2HFY25 โดยใน 4MFY25 จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศเติบโตขึ้น 23% y-y และเพิ่มขึ้นเป็น 101% ของระดับในช่วง 4MFY19 สำหรับตารางบินในช่วงฤดูร้อน (30 มี.ค. 2025 – 25 ต.ค. 2025) AOT คาดว่าจำนวนเที่ยวบินเติบโต 27% y-y จากสายการบินที่ได้ทำการจองเวลาจอดเครื่องบินแล้ว และคาดว่าจะมีการเติบโตของจำนวนผู้โดยสาร 31% y-y (ดู Exhibit 2-4)
- สำหรับโครงสร้างค่าบริการผู้โดยสาร (PSC) ใหม่ AOT น่าจะประชุมกับสำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (CAAT) ภายในสิ้นเดือนนี้เพื่อหารือเกี่ยวกับผลการศึกษาโครงสร้าง PSC ใหม่ของประเทศไทยโดยบุคคลที่สาม ทั้ง AOT และ CAAT ตกลงที่จะสรุปขั้นสุดท้ายเกี่ยวกับ PSC ใหม่ภายในเดือนกรกฎาคม 2025 นอกจากนี้ เรายังทำการวิเคราะห์ sensitivity analysis ของกำไรของ AOT จากการปรับขึ้น PSC ใน Exhibit 5 อีกด้วย

### Key Valuations

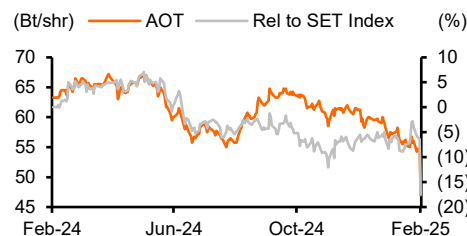
Y/E Sep (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue	67,121	73,703	80,718	86,213
Net profit	19,182	23,041	26,804	29,372
Norm net profit	19,515	23,041	26,804	29,372
Norm EPS (Bt)	1.4	1.6	1.9	2.1
Norm EPS gr (%)	111.0	18.1	16.3	9.6
Norm PE (x)	34.4	29.1	25.0	22.9
EV/EBITDA (x)	17.0	14.7	12.8	11.6
P/BV (x)	5.4	4.9	4.5	4.1
Div. yield (%)	0.8	2.1	2.4	2.6
ROE (%)	16.6	17.6	18.7	18.8
Net D/E (%)	(13.4)	(22.6)	(30.6)	(33.1)

Source: Thanachart estimates

### Stock Data

Closing price (Bt)	47.00
Target price (Bt)	70.00
Market cap (US\$ m)	19,971
Avg daily turnover (US\$ m)	32.1
12M H/L price (Bt)	67.25/47.00

### Price Performance



Source: Bloomberg

# Fundamental Story

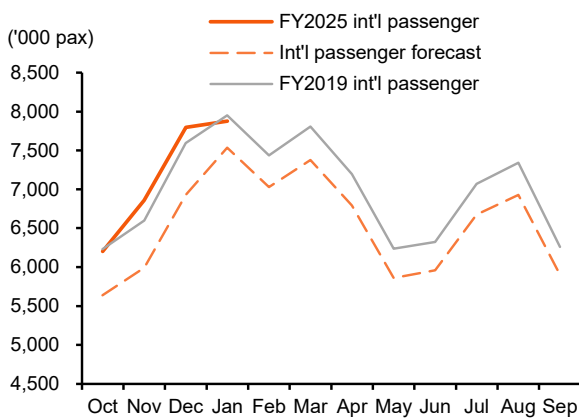
- เนื่องจากเราไม่คิดว่าคิงเพาเวอร์จะผิบนัดชำระหนี้ เราจึงยังคงประมาณการการเติบโตของกำไรของ AOT ไว้ที่ 18/16% y-y ในปี FY25-26F แม้เราจะเห็นว่าความเสี่ยงด้านเครดิตที่เพิ่มขึ้นของคิงเพาเวอร์ ซึ่งอาจส่งผลให้การประเมินมูลค่าของ AOT ลดลงส่งผลให้เราต้องทบทวนราคาเป้าหมายปัจจุบันของเราที่ 70 บาทต่อหุ้น แต่เราเชื่อว่าการที่ราคาหุ้นของ AOT ลดลง 22% จากจุดสูงสุดในปีนี้ได้สะท้อนข่าวร้ายแล้ว เราจึงยังคงคำแนะนำ “ซื้อ”

**Ex 1: A Sensitivity Analysis of AOT's Earnings On A Change In King Power's Minimum Guaranteed Revenue**

	King Power's MAG (Bt m)			AOT's Earnings (Bt m)			Target Price (Bt/share)
	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	
Our base case	14,445	15,966	16,973	23,041	26,804	29,372	70
10% lower	13,001	14,370	15,276	21,939	25,555	28,017	67
20% lower	11,556	12,773	13,579	20,836	24,307	26,662	64
30% lower	10,112	11,176	11,881	19,734	23,058	25,307	61
40% lower	8,667	9,580	10,184	18,632	21,809	23,953	58

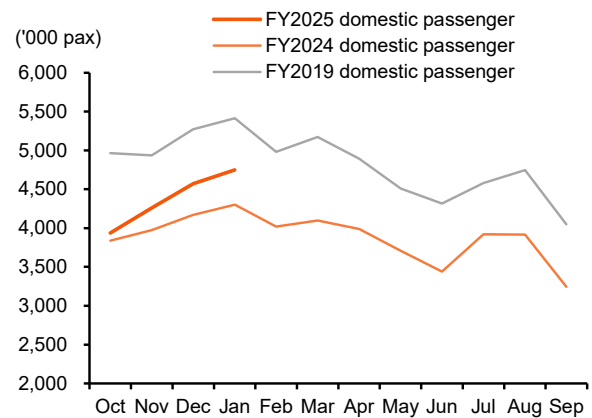
Source: Thanachart estimates

**Ex 2: AOT's International Passengers**



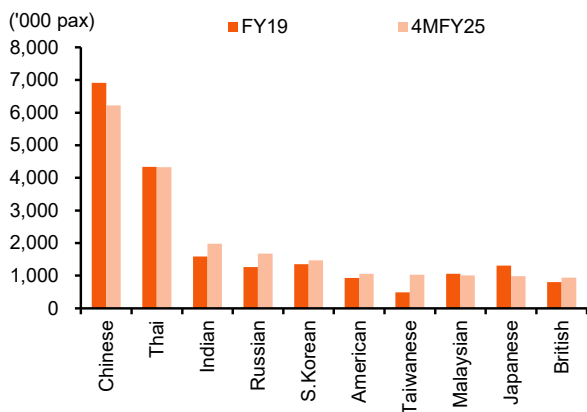
Source: Company data

**Ex 3: AOT's Domestic Passengers**



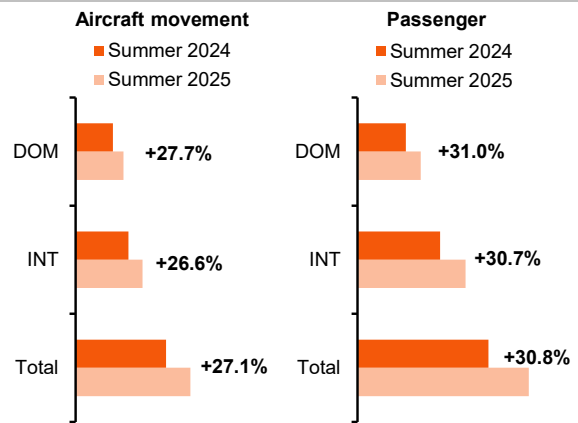
Source: Company data

**Ex 4: AOT's Inter. Pax. Breakdown In 4MFY25**



Source: Company data

**Ex 5: AOT's Forecast For Its Summer Schedule**



Source: Company data

## Fundamental Story

### Ex 6: A Sensitivity Analysis of AOT's Earnings On A Change In The Passenger Service Charges

	Inter. Pax.'s PSC (Bt/Pax.)	Total PSC (Bt m)			AOT's Earnings (Bt m)			Target Price (Bt/share)
		FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	
Our base case	700	28,238	30,992	32,859	23,041	26,804	29,372	70
7% higher	750	30,100	33,046	35,041	24,462	28,410	31,114	72
14% lower	800	31,963	35,101	37,224	25,882	30,017	32,857	75
21% lower	850	33,825	37,155	39,407	27,303	31,623	34,599	78

Source: Thanachart estimates

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) as a resource only for clients of TNS, Thanachart Capital Public Company Limited (TCAP) 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:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants และบริษัทจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.96% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นร่วมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมโรซมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกัน ได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

หมายเหตุ: \* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท ศรีสวัสดิ์ แคปปิตอล 1969 จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2570-72 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ:\* "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท กัลฟ์ เอ็นเนอร์จี ดีเวลลอปเม้นท์ จำกัด (มหาชน) (GULF) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2571 ดังนั้น การจัดทำทวีเคาระห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"