

Fundamental Story

Airports Of Thailand (AOT TB) - SELL, Price Bt37.50, TP Bt30.00

Results Comment

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

กำไร 2QFY25 อ่อนแอ เป็นไปตามคาด

- AOT รายงานกำไรปกติใน 2QFY25 ที่ 5.2 พันลบ. ลดลง 12% y-y และ 4% q-q ผลการดำเนินงานเป็นไปตามที่เราคาด กำไรที่ลดลงเป็นผลจากรายได้ที่อ่อนแอ และผลของ operating leverage ผลการดำเนินงาน 1HFY25 คิดเป็น 58% ของประมาณการทั้งปีของเรา

■ ไตรมาส 3 โดยปกติเป็นช่วงโลว์ซีซั่นของการท่องเที่ยว เราจึงคาดว่ากำไรจะลดลง y-y และ q-q โดยจำนวนนักท่องเที่ยวระหว่างประเทศในเดือนเมษายน 2025 เพิ่มขึ้นเพียง 0.6% y-y หรือคิดเป็น 89% ของระดับในปี FY19

■ เราปรับลดคำแนะนำหุ้น AOT เป็น “ขาย” เนื่องจาก 1) เรากังวลต่อแนวโน้มการเติบโตของนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ชะลอตัว จากการแข่งขันที่รุนแรงในเอเชียและนโยบายส่งเสริมการท่องเที่ยวภายในประเทศของรัฐบาลจีน 2) ความเสี่ยงจากการที่รายได้ประกันขั้นต่ำ (minimum guarantee) อาจต่ำกว่าคาด จากปัญหาสภาพคล่องของ King Power 3) ด้วย EPS ที่เติบโตเฉลี่ยที่เพียง 3% ในปี FY25-27F การซื้อขายที่ PE ที่ 30 เท่าในปี FY25F จึงไม่น่าสนใจ

■ รายได้ของ AOT ใน 2QFY25 ลดลง 2% y-y โดยมีรายละเอียดดังนี้:

1) รายได้จากค่าบริการผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 14% y-y จากจำนวนผู้โดยสารภายในประเทศที่เพิ่มขึ้น 7% y-y และผู้โดยสารระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น 8% y-y

2) รายได้จากค่าบริการขึ้นลงและจอดอากาศยานเพิ่มขึ้น 6% y-y โดยจำนวนเที่ยวบินภายในประเทศเพิ่มขึ้น 10% y-y และเที่ยวบินระหว่างประเทศเพิ่มขึ้น 12% y-y

3) อย่างไรก็ตาม รายได้จากสัมปทานลดลง 19% y-y เนื่องจากการเรียกคืนพื้นที่เชิงพาณิชย์และดิวตี้ฟรีบางส่วน

■ ต้นทุนรวมเพิ่มขึ้น 7% y-y ใน 2QFY25 สาเหตุหลักมาจากการใช้จ่ายในการซ่อมบำรุงและค่าเสื่อมราคาที่เพิ่มขึ้น

■ อัตรากำไรขั้นต้นจึงลดลงมาอยู่ที่ 58% ใน 2QFY25 เทียบกับ 61% ใน 2QFY24

Income Statement			Concession revenue		
Yr-end Sep (Bt m)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Revenue	18,234	16,405	16,774	17,664	17,906
Gross profit	11,176	9,341	9,248	10,382	10,385
SG&A	3,007	3,041	3,236	3,000	3,158
Operating profit	8,168	6,299	6,013	7,382	7,228
EBITDA	10,979	9,171	8,916	10,370	10,210
Other income	109	228	213	218	337
Other expense	0	0	0	0	0
Interest expense	710	682	672	627	635
Profit before tax	7,567	5,845	5,554	6,973	6,930
Income tax	1,504	1,175	1,076	1,415	1,567
Equity & invest. income	(0)	(0)	(0)	1	0
Minority interests	(188)	(55)	(98)	(167)	(173)
Extraordinary items	(90)	(52)	(108)	(47)	(136)
Net profit	5,785	4,563	4,272	5,344	5,053
Normalized profit	5,875	4,615	4,380	5,391	5,190
EPS (Bt)	0.40	0.32	0.30	0.37	0.35
Normalized EPS (Bt)	0.41	0.32	0.31	0.38	0.36

Balance Sheet				Concession revenue	
Yr-end Sep (Bt m)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Cash & ST investment	5,132	9,853	18,541	15,621	10,563
A/C receivable	16,211	16,039	10,767	9,362	9,545
Inventory	357	302	399	600	605
Other current assets	708	332	518	520	549
Investment	38	37	52	53	88
Fixed assets	124,176	124,676	126,123	125,896	125,214
Other assets	49,105	47,301	49,750	51,815	51,896
Total assets	195,726	198,541	206,150	203,867	198,460
S-T debt	4,443	1,032	815	659	777
A/C payable	1,113	890	7,175	991	6,641
Other current liabilities	15,620	17,883	15,373	17,720	12,900
L-T debt	1,250	1,078	835	794	627
Other liabilities	55,733	55,590	55,553	52,109	52,115
Minority interest	2,011	2,066	2,166	2,128	2,288
Shareholders' equity	115,557	120,001	124,233	129,466	123,112
Working capital	15,456	15,451	3,991	8,971	3,509
Total debt	5,693	2,110	1,650	1,453	1,403
Net debt	561	(7,743)	(16,891)	(14,167)	(9,159)

Income Statement		6M as			
(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2025F	FY25F	FY26F
Revenue	1	(2)	53	67,274	70,819
Gross profit	0	(7)	55	37,755	40,213
SG&A	5	5	48	12,782	13,700
Operating profit	(2)	(12)	59	24,973	26,513
EBITDA	(2)	(7)	55	37,432	39,609
Other income	55	210	60	928	1,026
Other expense					
Interest expense	1	(11)	51	2,463	2,352
Profit before tax	(1)	(8)	59	23,437	25,187
Income tax	11	4	64	4,687	5,037
Equity & invest. income					
Minority interests	na	na	57	(600)	(632)
Extraordinary items	na	na	na	0	0
Net profit	(5)	(13)	57	18,150	19,518
Normalized profit	(4)	(12)	58	18,150	19,518
EPS (Bt)	(5)	(13)	57	1.27	1.37
Normalized EPS (Bt)	(4)	(12)	58	1.27	1.37

Financial Ratios					
(%)	2QFY24	3QFY24	4QFY24	1QFY25	2QFY25
Sales grow th	65.8	26.6	9.2	12.5	(1.8)
Operating profit grow th	165.7	30.0	16.8	12.8	(11.5)
EBITDA grow th	109.5	30.7	19.5	10.8	(7.0)
Norm profit grow th	206.0	41.9	20.4	16.1	(11.7)
Norm EPS grow th	206.0	41.9	20.4	16.1	(11.7)
Gross margin	61.3	56.9	55.1	58.8	58.0
Operating margin	44.8	38.4	35.8	41.8	40.4
EBITDA margin	60.2	55.9	53.2	58.7	57.0
Norm net margin	32.2	28.1	26.1	30.5	29.0
D/E (x)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Net D/E (x)	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage (x)	15	13	13	17	16
Interest rate	43.1	70.0	143.0	161.6	177.9
Effective tax rate	19.9	20.1	19.4	20.3	22.6
ROA	12.0	9.4	8.7	10.5	10.3
ROE	20.4	15.7	14.3	17.0	16.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะชน 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 และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TCAP) ถือหุ้น 89.97% ในบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP ยังเป็นผู้ถือหุ้น 100% ในบริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดย TCAP และ Thanachart SPV1 Co. Ltd ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

หมายเหตุ: บริษัทธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 89.97 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 24.42 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

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

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

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่1/2568 ชุดที่1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่1-3") ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"

หมายเหตุ: * "บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ ของบริษัท เมืองไทยแคปปิตอล จำกัด (มหาชน) (MTC) ครั้งที่ 3/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2572, 2573, 2575 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)"