

Fundamental Story

Airports of Thailand Pcl (AOT TB) - SELL

News Update

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

เริ่มต้นการเจรจาต่อรองสัญญาของคิง เพาเวอร์

- KPD ขอให้ AOT เสร็จต่อรองสัญญาร้านค้าปลอดอากรใหม่
 - AOT คาดว่าจะได้ข้อสรุปภายใน 2 เดือน
 - KPD ขอให้ AOT เรียกเก็บส่วนแบ่งรายได้เพียง 20% ตั้งแต่บัดนี้เป็นต้นไป
 - ความเสี่ยงยังคงสูง คงคำแนะนำ “ขาย”
- ตามรายงานจากหนังสือพิมพ์ท้องถิ่น บริษัท คิง เพาเวอร์ ดิวตี้ฟรี (KPD) ได้ร้องขอต่อ บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) หรือ AOT เพื่อขอหารือเกี่ยวกับความเป็นไปได้ในการยุติสัญญาสัมปทานร้านค้าปลอดอากรในสนามบินภูมิภาค 3 แห่ง ได้แก่ สนามบินภูเก็ต เชียงใหม่ และหาดใหญ่ เนื่องจากจำนวนนักท่องเที่ยวลดลง การใช้จ่ายต่อหัวที่อ่อนแอ ขณะที่การจ่ายเงินประกันขั้นต่ำตามสัญญากลับเพิ่มสูงขึ้น ส่งผลให้บริษัทประสบภาวะขาดทุนอย่างมาก โดยนางสาวปวีณา รักษาการผู้อำนวยการใหญ่ของ AOT จะนำเรื่องนี้เข้าสู่การพิจารณาของคณะกรรมการในวันที่ 16 มิถุนายน 2025 และคาดว่าจะได้ข้อสรุปร่วมกับคิง เพาเวอร์ ภายในระยะเวลา 2 เดือน
- ในระหว่างช่วงการเจรจา คิง เพาเวอร์ยังได้ขอให้ AOT เรียกเก็บเพียง 20% ของรายได้โดยไม่พิจารณาจากรายได้ประกันขั้นต่ำ (ซึ่งปัจจุบันใช้วิธีคิดจากส่วนแบ่งรายได้หรือยอดรายได้ประกันขั้นต่ำ แล้วแต่จำนวนใดจะสูงกว่า)
- นอกเหนือจากสัญญาที่สนามบินทั้งสามแห่งดังกล่าวแล้ว เราเชื่อว่าคิง เพาเวอร์ต้องการเจรจาใหม่เกี่ยวกับสัญญารุขกิจดิวตี้ฟรีที่สนามบินสุวรรณภูมิด้วย ซึ่งเป็นแหล่งรายได้หลักของธุรกิจดิวตี้ฟรีของบริษัท และกำลังประสบภาวะขาดทุนอย่างมีนัยสำคัญ
- ในความเห็นของเรา เนื่องจากธุรกิจดิวตี้ฟรีเป็นธุรกิจหลักของคิง เพาเวอร์ เราไม่คิดว่าบริษัทต้องการจะยุติการดำเนินงานในส่วนนี้ แต่เชื่อว่าคิง เพาเวอร์ต้องการเจรจาเพื่อลดจำนวนรายได้ประกันขั้นต่ำตามสัญญาที่ต้องจ่ายมากกว่า ในปี FY24 AOT ได้รับรายได้ประกันขั้นต่ำตามสัญญาจากคิง เพาเวอร์รวม 1.3 หมื่นลบ. โดยแบ่งเป็น 1.1 หมื่นลบ. จากธุรกิจดิวตี้ฟรีที่สนามบินสุวรรณภูมิ และอีก 2.0 พันลบ. จากสนามบินดอนเมืองและสนามบินภูมิภาค
- เรายังไม่ได้รวมความเสี่ยงนี้เข้าไปโดยตรงในประมาณการกำไรของเรา แต่เราได้สะท้อนความเสี่ยงนี้ในการคำนวณมูลค่า DCF โดยตัดจำนวนเงิน 6.2 หมื่นลบ. ออกจากประมาณการกระแสเงินสดในอนาคตของ AOT จำนวนเงินนี้สมมติว่ามีการลดค่าตอบแทนขั้นต่ำ (MAG) ของคิง เพาเวอร์ลง 27% สำหรับทั้งสัญญาสัมปทานร้านค้าปลอดอากรและการบริหารพื้นที่เชิงพาณิชย์ ให้เหลือในระดับที่ผู้เสนอราคาต่ำสุดเคยเสนอมาเมื่อตอนที่ AOT เปิดประมูลในปี 2019 (ดูบทวิเคราะห์ “มีความเสี่ยงหลายประการ” เมื่อวันที่ 14 พฤษภาคม 2025) หากเราสมมติการลดค่าตอบแทนขั้นต่ำของคิง เพาเวอร์ลง 27% ในประมาณการกำไร จะทำให้ประมาณการกำไรของ AOT ลดลง 15% เหลือ 1.7 หมื่นลบ. (จาก 2.0 หมื่นลบ.) ในปี FY26F และเหลือ 1.8 หมื่นลบ. (จาก 2.1 หมื่นลบ.) ในปี FY27F
- เนื่องจากการเจรจาระหว่าง AOT กับคิง เพาเวอร์ยังไม่มีความชัดเจน ขณะที่ PE อยู่ที่ 26 เท่า (คำนวณจากกำไร 1.7 หมื่นลบ. ในปี FY26F) และ 24 เท่า (คำนวณจากกำไร 1.8 หมื่นลบ. ในปี FY27F) ซึ่งถือว่าไม่น่าสนใจ เราจึงยังคงคำแนะนำ “ขาย”

Key Valuations

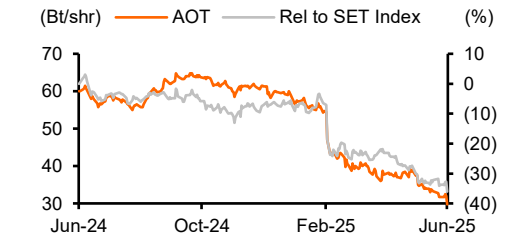
Y/E Sep (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue	67,121	67,274	70,819	74,559
Net profit	19,182	18,150	19,518	21,024
Norm net profit	19,515	18,150	19,518	21,024
Norm EPS (Bt)	1.4	1.3	1.4	1.5
Norm EPS gr (%)	111.0	(7.0)	7.5	7.7
Norm PE (x)	21.8	23.4	21.8	20.2
EV/EBITDA (x)	10.6	10.8	10.0	9.2
P/BV (x)	3.4	3.2	3.0	2.9
Div. yield (%)	2.7	2.6	2.8	3.0
ROE (%)	16.6	14.2	14.4	14.6
Net D/E (%)	(13.4)	(16.9)	(20.6)	(23.1)

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	29.75
Target price (Bt)	30.00
Market cap (US\$ m)	13,103
Avg daily turnover (US\$ m)	42.6
12M H/L price (Bt)	64.75/29.75

Price Performance



Source: Bloomberg

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ 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:

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ 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 ถือหุ้นร่วมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) อยู่ในสัดส่วนร้อยละ 60

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ 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 การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ:* “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย "หุ้นกู้ของบริษัท บ้านปู จำกัด (มหาชน) (BANPU) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1-3 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2573, 2575, 2578" ("หุ้นกู้ชุดที่ 1-3") 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)"