

Fundamental Story

Airports of Thailand Pcl (AOT TB) - SELL

Analyst Meeting

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

สรุปประเด็นสำคัญจากการประชุมนักวิเคราะห์

- KPD ได้ขอหารือกับ AOT เกี่ยวกับความเป็นไปได้ในการยกเลิก...
 - ...สัญญาสัมปทานดิวตี้ฟรีในสนามบินทุกแห่งของ AOT
 - AOT จะใช้เวลาประมาณ 2 เดือนในการหาทางออกหรือแนวทางแก้ไข
 - ในมุมมองของเรา ทางเลือกทั้งหมดที่เป็นไปได้ล้วนเป็นลบต่อ AOT
- เราเข้าร่วมประชุมนักวิเคราะห์ของ AOT เมื่อวานนี้ และรู้สึกว่าประเด็นสำคัญของการประชุมนั้นค่อนข้างเป็นลบ
 - AOT ยืนยันว่า บริษัท คิง เพาเวอร์ ดิวตี้ฟรี (KPD) ได้ยื่นหนังสือถึง AOT เพื่อขอหารือเกี่ยวกับความเป็นไปได้ในการยกเลิกสัญญาสัมปทานดิวตี้ฟรีที่สนามบินสุวรรณภูมิ ดอนเมือง ภูเก็ต เชียงใหม่ และหาดใหญ่ จุดประสงค์ของการหารือคือเพื่อหาแนวทางที่ KPD จะสามารถ 1) ดำเนินธุรกิจดิวตี้ฟรีต่อไปได้ 2) บรรลุข้อตกลงรูปแบบอื่นๆ และ/หรือ 3) ยุติสัญญา AOT จะจัดตั้งคณะทำงานและว่าจ้างที่ปรึกษาภายนอกเพื่อศึกษาทางเลือกที่เป็นไปได้ และมีแผนจะสรุปแนวทางภายใน 60 วัน
 - AOT ไม่ได้ให้แนวทางหรือทางเลือกที่เป็นไปได้ใดๆ ในขณะนี้ แต่เราเชื่อว่าทางเลือกมีไม่มากนัก ซึ่งได้แก่ การลดรายได้ประกันขั้นต่ำ, การปรับเป็นรูปแบบแบ่งรายได้โดยไม่มีการรับประกันรายได้ขั้นต่ำ, หรือการยกเลิกสัญญาเพื่อเปิดโอกาสให้ผู้ประกอบการรายใหม่เข้ามา ทั้งหมดนี้ในมุมมองของเราเป็นลบต่อ AOT เนื่องจากจะกระทบต่อกำไรของบริษัทฯ
 - AOT และสำนักงานการบินพลเรือนแห่งประเทศไทย (กพท.) มีแผนจะสรุปผลการศึกษาแบบใหม่ของค่าธรรมเนียมโดยสารผู้โดยสาร (PSC) ให้แล้วเสร็จก่อนที่ AOT จะยื่นขอขึ้นค่า PSC ต่อรัฐบาลในเดือนกันยายน
 - 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
 - เนื่องจากความเสี่ยงยังคงอยู่ในระดับสูง เราจึงคงคำแนะนำ “ขาย”

Key Valuations

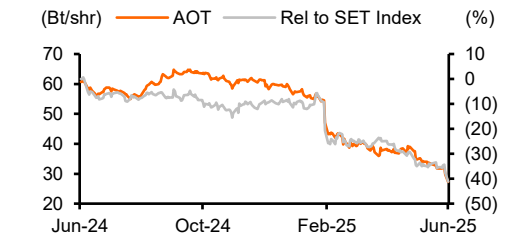
Y/E Sep (Bt m)	2024A	2025F	2026F	2027F
Revenue	67,121	67,274	70,819	74,559
Net profit	19,182	18,150	19,518	21,024
Norm net profit	19,515	18,150	19,518	21,024
Norm EPS (Bt)	1.4	1.3	1.4	1.5
Norm EPS gr (%)	111.0	(7.0)	7.5	7.7
Norm PE (x)	19.9	21.4	19.9	18.5
EV/EBITDA (x)	9.7	9.8	9.1	8.4
P/BV (x)	3.1	3.0	2.8	2.6
Div. yield (%)	2.9	2.8	3.0	3.2
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)	27.25
Target price (Bt)	30.00
Market cap (US\$ m)	11,985
Avg daily turnover (US\$ m)	43.3
12M H/L price (Bt)	64.75/27.25

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 ถือหุ้นรวมกันทั้งทางตรงและทางอ้อมใน 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 การจัดทำทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุ่ศิริเลิศ 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 การจัดทำทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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 การจัดทำทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว 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 การจัดทำทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”