

Fundamental Story

Airports of Thailand Pcl (AOT TB) - SELL

Analyst Meeting

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

ข้อมูลที่ได้จากการประชุมนักวิเคราะห์เป็นบวก

- AOT ตั้งเป้าการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารรวมที่ 7% y-y ในปี FY26F
 - การเติบโตได้แรงหนุนจากเที่ยวบินจากอินเดียและยุโรป
 - จะมีการทบทวนผลการเจรจา กับ KP ในวันศุกร์นี้
 - การปรับขึ้น PSC จะสรุปผลในวันที่ 3 ธันวาคม
- กำไร 4QFY25 ของ AOT ออกมาดีกว่าคาด โดยมีปัจจัยหนุนจากค่าใช้จ่ายพนักงานที่ลดลง 13% y-y และ 15% q-q จากการจ่ายโบนัสตามผลงานที่ลดลง ส่งผลให้มีการกลับรายการสำรองโบนัสในไตรมาสนี้
 - AOT ตั้งเป้าอัตราการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารรวมที่ 7% y-y ในปี FY26F (ปีบัญชีสิ้นสุดเดือนกันยายน) (เทียบกับการเติบโต 7% y-y ในเดือนตุลาคม 2025 และ 0.4% y-y ระหว่างวันที่ 1-22 พฤศจิกายน 2025) ซึ่งสูงกว่าประมาณการของเราที่ 4% y-y โดย AOT ตั้งเป้าการเติบโตของผู้โดยสารระหว่างประเทศที่ 8% y-y และภายในประเทศที่ 7% y-y ในปี FY26F
 - สล๊อตเที่ยวบินฤดูหนาวของ AOT (ปลายต.ค. 2025-ปลายมี.ค. 2026) เพิ่มขึ้น 17% y-y แม้ว่าการเติบโตจริงอาจต่ำกว่านี้ เนื่องจากสามารถยกเลิกสล๊อตได้โดยไม่มีค่าปรับจนถึงสี่สัปดาห์ก่อนวันเดินทาง การเพิ่มขึ้นส่วนใหญ่เกิดจากเที่ยวบินจากอินเดียและยุโรป AOT เชื่อว่าความตึงเครียดระหว่างจีน-ญี่ปุ่นจะช่วยกระตุ้นจำนวนผู้โดยสารจีนของบริษัทได้
 - การเจรจากับคิงเพาเวอร์เกี่ยวกับการปรับแก้สัญญาสัมปทานดิฟฟิเคิลตี้ฟรีได้ข้อสรุปเป็นส่วนใหญ่แล้ว โดย AOT จะนำผลการเจรจาเสนอต่อคณะกรรมการในวันศุกร์นี้ หากได้รับอนุมัติ สัญญาใหม่อาจมีผลบังคับใช้ในเดือนธันวาคมนี้ ปัจจุบันเรคาดว่ารายได้ประกันขั้นต่ำที่สนามบินสุวรรณภูมิจะลดลงมาอยู่ที่ราว 7 พันลบ. ต่อปี จาก 1.5 หมื่นลบ. เมื่อคิงเพาเวอร์ชนะการประมูลในปี 2019
 - การปรับขึ้น PSC คาดว่าจะได้ข้อสรุปภายในวันที่ 3 ธันวาคม 2025 ซึ่งเป็นวันที่คณะกรรมการการบินพลเรือนจะประชุมกัน หากได้รับอนุมัติ AOT จะต้องประกาศการเปลี่ยนแปลงต่อสาธารณะเป็นเวลา 4 เดือนก่อนที่อัตรา PSC ใหม่จะมีผลบังคับใช้ AOT ได้นำเสนอทางเลือกสองแบบต่อคณะกรรมการ ได้แก่ 1) ปรับขึ้น PSC สำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศและภายในประเทศทั้งคู่ และ 2) ปรับขึ้นในอัตราที่มากกว่าเฉพาะผู้โดยสารระหว่างประเทศ ปัจจุบันเรคาดว่าการปรับขึ้น PSC อยู่ที่ 100 บาทต่อผู้โดยสาร ทั้งผู้โดยสารระหว่างประเทศและภายในประเทศ
 - เรายังคงแนะนำ “ขาย” AOT เนื่องจากกังวลว่า 1) การฟื้นตัวของการท่องเที่ยวยังช้าจากแรงกดดันของค่าเงินบาทที่แข็งขึ้น การแข่งขันที่เพิ่มขึ้น และนโยบายส่งเสริมการท่องเที่ยวภายในประเทศของจีน 2) ประโยชน์จากการปรับขึ้น PSC จะถูกลดทอนบางส่วนจากการลดลงของรายได้ประกันขั้นต่ำของคิงเพาเวอร์ และ 3) มูลค่าหุ้นค่อนข้างแพง ที่ PE ปี FY26F ที่ราว 31 เท่า

Key Valuations

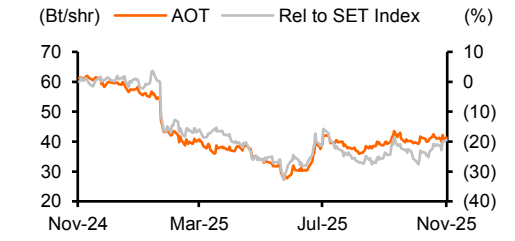
Y/E Sep (Bt m)	2025A	2026F	2027F	2028F
Revenue	67,136	70,043	76,743	80,735
Net profit	18,125	19,437	23,427	25,180
Norm net profit	18,705	19,437	23,427	25,180
Norm EPS (Bt)	1.3	1.4	1.6	1.8
Norm EPS gr (%)	(4.2)	3.9	20.5	7.5
Norm PE (x)	31.5	30.3	25.2	23.4
EV/EBITDA (x)	15.4	14.3	12.3	11.4
P/BV (x)	4.5	4.2	3.9	3.7
Div. yield (%)	2.0	2.0	2.4	2.6
ROE (%)	14.7	14.4	16.2	16.2
Net D/E (%)	(13.9)	(20.6)	(23.8)	(27.2)

Source: Thanachart estimates

Stock Data

Closing price (Bt)	41.25
Target price (Bt)	32.00
Market cap (US\$ m)	18,142
Avg daily turnover (US\$ m)	37.0
12M H/L price (Bt)	62.00/27.25

Price Performance



Source: Bloomberg

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดย บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ซึ่งมีธนาคารทหารไทยธนชาติเป็นธนาคารพาณิชย์ ขนาดใหญ่เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ในสัดส่วนร้อยละ 99.97 รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลงแก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

This report is prepared and issued by Thanachart Securities Public Company Limited (TNS) which is owned 99.97% by TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) as a resource only for clients of TNS, TMBThanachart Bank Public Company Limited (TTB) 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: ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TTB เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 99.97 ใน TNS ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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 แอดวานซ์อินโฟร์เซอร์วิส์ จำกัด (มหาชน) (ADVANC) ครั้งที่ 1/2568 ชุดที่ 1” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”

หมายเหตุ: * “บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจัดจำหน่าย “หุ้นกู้ของบริษัท พีทีที โกลบอล เคมิคอล จำกัด (มหาชน) (PTTGC) ครั้งที่1/2568” ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)”