

8 กันยายน 2547

**บมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT)**

 ใหม่ : ซื้อลงทุน  
 เดิม : ซื้อลงทุน

**กลุ่มขนส่ง**
**ภาษีโรงเรือน และข้อกีดกันของ IATA ยังถ่วงราคาหุ้น**
**ราคา**

48.75 บาท

**ราคาเป้าหมาย**

60.00 บาท

หลังจากที่เราได้สอบถามไปยังผู้บริหาร บมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT) เกี่ยวกับกรณีที่มีข่าวว่า กทม. เรียกเก็บภาษีโรงเรือนและที่ดินส่วนที่ค้างชำระจำนวนประมาณ 1,234.60 ล้านบาท ซึ่งเงินจำนวนนี้ AOT มองว่าเป็นการประเมินที่ไม่เหมาะสมเนื่องจากการประเมินค่าภาษีดังกล่าวเป็นการคิดทับซ้อนจากรายได้ค่าเช่า และรายได้ส่วนแบ่งผลประโยชน์ ซึ่งทาง AOT มองว่าควรจะเรียกเก็บจากรายได้ค่าเช่าเพียงอย่างเดียว ดังนั้นจึงได้ยื่นเรื่องให้คณะกรรมการพิจารณาชี้ขาดการยุติในการดำเนินคดีแพ่งของส่วนราชการ และหน่วยงานที่เกี่ยวข้อง ซึ่งปัจจุบันอยู่ระหว่างการพิจารณาชี้ขาด และคาดว่าผลการตัดสินคงจะยึดเชื้อไปถึงปี 2548

อย่างไรก็ตาม AOT ได้บันทึกรายการดังกล่าวรวมทั้งค่าปรับอีกจำนวน 121 ล้านบาทเป็นหนี้สินอื่น ๆ และกันเงินสำรองไว้แล้วเต็มจำนวนแล้ว ผู้บริหารยังให้ความเห็นว่าหากต้องจ่ายภาษีตามที่ กทม. เรียกเก็บจริงคงต้องผลกระทบบางส่วนให้กับผู้ประกอบการ และคงต้องรอให้มีการทยอยจ่ายเป็นงวด ๆ ไป เพื่อไม่ให้กระทบกับกระแสเงินสดของบริษัทฯ

เรามองเห็นเกี่ยวกับประเด็นดังกล่าวว่าหากมีการเรียกเก็บค่าธรรมเนียมเต็มจำนวนจริง AOT ก็มีความสามารถที่จะจ่ายได้เนื่องจาก ณ สิ้นไตรมาส 3/47 (มิ.ย. 47) บริษัทมีเงินสดสุทธิถึง 6,146 ล้านบาท ซึ่งไม่น่าจะส่งผลกระทบต่อการทำงานของบริษัทยามากนัก

อีกประเด็นที่ส่งผลกระทบต่อราคาหุ้นคือ การกีดกันจาก IATA ในการขึ้นค่าธรรมเนียมลงจอดอากาศยาน 20% ซึ่ง IATA ถือว่าเป็นกลุ่มพันธมิตรสายการบินที่มีอิทธิพลพอสมควร อย่างไรก็ตามในสมมติฐานของเราไม่ได้รวมการปรับขึ้นค่าธรรมเนียมลงจอดอากาศยาน 20% ในเดือน ต.ค. 47 นี้อยู่แล้ว แต่ประมาณการปรับขึ้นเพียง 15% ใน ต.ค. 48 ซึ่งจะได้ราคาเหมาะสมของหุ้นที่ 60 บาท/หุ้น

นักวิเคราะห์: ดาวดี ธีรภักดิ์กุล

Tel : 0-2658-6300 Ext. 1470

Daowadee.t@kimeng.co.th

**Figure 1 : Scenario analysis**

	Property tax due		No property tax	
	Landing fee up 20%	No landing fee rise (Worst case)	Landing fee up 20% (Best case)	No landing fee rise
<b>Fair value (Bt/share)</b>	63.00	57.50	66.00	<b>60.00</b>

Source: KELIVE Research estimates.

AOT รายงานจำนวนผู้โดยสารรวมประจำเดือน ก.ค. เติบโตถึง 37.24% yoy เป็น 4 ล้านคน และจำนวนเที่ยวบินเติบโต 35.84% yoy เป็น 25,679 เที่ยวบิน เนื่องจากปีที่แล้วได้รับผลกระทบจากโรคซาร์ส ซึ่งเรากว่าในไตรมาส 4/47 (ก.ค. - ก.ย.) จะมีจำนวนผู้โดยสารและจำนวนเที่ยวบินมากกว่าในไตรมาสก่อนหน้า

Figure 2: AOT passenger and aircraft traffic volume

MONTH	Total passengers (mn)			Total aircraft movements (flight)		
	FY2003	FY2004	Growth (%yoy)	FY2003	FY2004	Growth (%yoy)
Oct.	3,283,263	3,401,092	3.59	21,175	21,554	1.79
Nov.	3,317,093	3,545,418	6.88	21,505	22,276	3.59
Dec.	3,625,594	3,998,607	10.29	23,185	24,549	5.88
<b>1Q (Oct. – Dec.)</b>	<b>10,225,950</b>	<b>10,945,117</b>	<b>7.03</b>	<b>65,865</b>	<b>68,379</b>	<b>3.82</b>
Jan.	3,647,834	4,291,946	17.66	23,377	25,704	9.95
Feb.	3,518,605	3,605,545	2.47	21,325	23,577	10.56
Mar.	3,330,671	3,631,913	9.04	22,354	24,817	11.02
<b>2Q (Jan.-Mar.)</b>	<b>10,497,110</b>	<b>11,529,404</b>	<b>9.83</b>	<b>67,056</b>	<b>74,098</b>	<b>10.50</b>
<b>1H (Oct.-Mar.)</b>	<b>20,723,060</b>	<b>22,474,521</b>	<b>8.45</b>	<b>132,921</b>	<b>142,477</b>	<b>7.19</b>
Apr.	2,215,764	3,801,077	71.55	19,572	25,540	30.49
May.	1,863,374	3,459,203	85.64	17,057	25,292	48.28
Jun.	2,413,555	3,375,781	39.87	16,161	23,733	46.85
<b>3Q (Apr. – Jun.)</b>	<b>6,492,693</b>	<b>10,636,061</b>	<b>63.82</b>	<b>52,790</b>	<b>74,565</b>	<b>41.25</b>
<b>9M (Oct-Jun)</b>	<b>24,802,198</b>	<b>33,110,795</b>	<b>21.66</b>	<b>169,550</b>	<b>217,042</b>	<b>16.87</b>
Jul.	2,943,383	4,039,465	37.24	18,904	25,679	35.84
Aug.	3,381,135	-	-	20,660	-	-
Sep.	2,985,557	-	-	19,630	-	-
<b>4Q (Jul.- Sep.)</b>	<b>9,310,075</b>	<b>4,039,465</b>	<b>N.A.</b>	<b>59,194</b>	<b>25,679</b>	<b>N.A.</b>
<b>TOTAL</b>	<b>36,525,828</b>	<b>37,150,260</b>	<b>N.A.</b>	<b>244,905</b>	<b>242,721</b>	<b>N.A.</b>

Source: Technical Division, AOT.

เราจะไม่ปรับประมาณการ โดยคงกำไรปกติปีนี้ (ก.ย. 47) ไว้ที่ 5,501 ล้านบาท (3.85 บ./หุ้น) ราคาหุ้นปัจจุบันซื้อขายที่ PER ปี 47 เท่ากับ 15.5 เท่า และ P/BV ที่ 1.2 เท่า เราประเมินราคาหุ้นด้วยวิธีคิดลดกระแสเงินสดภายใต้สมมติฐานเดิมคือไม่จ่ายค่าภาษีโรงเรือนและไม่ปรับขึ้นค่าจอดอากาศยาน 20% ในปี 47 แต่ปรับขึ้น 15% ในปี 48 ดังนั้นยังคงราคาเหมาะสมสำหรับ AOT ไว้ที่ 60 บาท/หุ้น ซึ่งยังมีส่วนต่างอยู่ถึง 23% คงคำแนะนำ "ซื้อลงทุน"

Figure 3: Earnings summary

(Oct-Sep)	2001/02	2002/03	2003/04F	2004/05F	#2005/06F	2006/07F	2007/08F
Sales (Btmn)	12,058	12,000	13,066	13,926	20,081	21,145	22,265
EBITDA (Btmn)	8,666	7,724	8,644	9,104	12,793	13,568	14,396
Normalised earnings (Btmn)	7,504	4,386	5,501	5,629	3,911	4,417	5,179
Earnings (Btmn)	7,455	3,808	4,501	5,629	3,911	4,417	5,179
EPS (Bt)	12.97	3.81	3.15	3.94	2.74	3.09	3.63
PER (x)*	3.8	12.8	15.5	12.4	17.8	15.8	13.4
EV/EBITDA (x)*	2.9	7.2	11.9	14.8	10.5	9.3	8.4
Free cash flow (Btmn)	(194)	(6,729)	(40,995)	(31,621)	3,290	10,830	9,231
CF/share (Bt)	13.7	8.4	6.0	5.0	8.3	9.0	7.9
BVPS (Bt)	51.6	37.7	41.1	44.2	46.0	48.4	51.2
P/BV (x)*	0.9	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
DPS (Bt)	0.00	0.95	0.80	1.00	0.70	0.79	0.92
Dividend yield (%)	0.0%	2.0%	1.6%	2.1%	1.4%	1.6%	1.9%
Debt/equity (x)	0.4	0.5	0.7	1.2	1.2	1.2	1.1
Net debt/equity (X)	cash	0.2	0.6	1.0	1.0	0.8	0.7
ROA (%)	16.8%	14.8%	5.3%	4.5%	2.6%	2.8%	3.2%
ROE (%)	26.8%	11.3%	9.3%	9.2%	6.1%	6.6%	7.3%

Source: AOT and KELIVE Research estimates

Note: \* Base on price Bt48.75

# Suvarnabhumi International Airport operate

### สาขากรุงเทพฯ

#### สำนักงานใหญ่

สำนักงานใหญ่เออีซีวี ทาวเวอร์ ชั้น 8-10  
540 ถนนเพลินจิต แขวงลุมพินี  
เขตปทุมวัน กรุงเทพฯ 10330  
โทร 0-2658-6300  
โทรสาร 0-2658-6301

#### สาขาพารุท

125 อาคารดิโอดัสยามพลาซ่า ชั้น 3 ถนน  
พารุท แขวงวังบูรพาภิรมย์ เขตพระนคร  
กรุงเทพฯ 10200  
โทร 0-2225-0242  
โทรสาร 0-2225-0523

#### สาขาเอ็มโพเรียม

622 อาคารเอ็มโพเรียม ชั้น 14  
ถนนสุขุมวิท แขวงคลองตัน เขตคลองเตย  
กรุงเทพฯ 10110  
โทร 0-2664-9800  
โทรสาร 0-2664-9811

#### สาขายาวราช

215 อาคารแกรนด์ไฮเวย์ ชั้น 4  
ถนนยาวราช แขวงสัมพันธวงศ์  
เขตสัมพันธวงศ์ กรุงเทพฯ 10100  
โทร 0-2622-9412  
โทรสาร 0-2622-9383

#### สาขาทวนอินทร์

1201/114 ซอยลาดพร้าว 94 (ปีนิมิต)  
ถนนศรีวิภา แขวงวังทองหลาง  
เขตวังทองหลาง กรุงเทพฯ 10310  
โทร 0-2935-6111  
โทรสาร 0-2935-6070

#### สาขานครราชสีมา 1

154/1 อาคารราชสิมาเซ็นเตอร์ ชั้น 3  
ห้อง 3B ถนนมัสดี อำเภอเมือง  
จังหวัดนครราชสีมา 30000  
โทร (044) 269-400  
โทรสาร (044) 269-410

#### สาขาชลบุรี

57/1-2 ถนนพาสเตอร์  
ตำบลบางปลาสร้อย อำเภอเมืองชลบุรี  
จังหวัดชลบุรี 20000  
โทร (038) 792-479  
โทรสาร (038) 792-493

#### สาขาสมุทรสงคราม

74/27-28 ซ.บางจะเกร็ง 4 ถนนพระราม 2 ต.  
แม่กลอง อ.เมือง จ.สมุทรสงคราม 75000  
โทร. (034) 724-062 ถึง 67  
โทรสาร (034)-724-068

#### สาขาภูเก็ต

22/39-40 อาคารราชนิเวศพลาซ่า  
ถนนหลวงพ่อดำ เขตเมืองเก่า  
อำเภอเมืองภูเก็ต จังหวัดภูเก็ต 83000  
โทร (076) 355-730-6  
โทรสาร (076) 355-737

#### สาขาโศก

159 อาคารเสริมมิตร ชั้น 25  
ซอยสุขุมวิท 21 ถนนโศก แขวงคลองเตย  
เหนือ เขตวัฒนา กรุงเทพฯ 10110  
โทร 0-2665-7000  
โทรสาร 0-2665-7050

#### สาขาศรีนครินทร์

1145 หมู่ที่ 5 อาคารเอกโพธิ์ทาวเวอร์ ชั้น 3  
ถนนศรีนครินทร์ ตำบลสำโรงเหนือ  
อำเภอเมืองสมุทรปราการ  
จังหวัดสมุทรปราการ 10270  
โทร 0-2758-7003  
โทรสาร 0-2758-7248

#### สาขาทีวเจอร์ พาร์ค รังสิต

ศูนย์การค้า ทีวเจอร์ พาร์ค รังสิต ห้อง 118  
ชั้น 1 F เลขที่ 161 ม.2 ถ.พหลโยธิน ต.ประชาธิ  
ธาภิรักษ์ อ.ธัญบุรี จ.ปทุมธานี 12130  
โทร 0-2958-0591  
โทรสาร 0-2958-0590

#### สาขานิยะ

52 อาคารนิยะพลาซ่า 20 ถนนสีลม แขวงสุริ  
ยวงศ์ เขตบางรัก กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2231-2700  
โทรสาร 0-2231-2349-50

#### สาขาค้างจังหวัด

##### สาขาเชียงใหม่ 1

244 อาคารสำนักงาน ชั้น 2-3  
ถนนวิภาวดี ตำบลหายยา อำเภอเมืองเชียงใหม่  
จังหวัดเชียงใหม่ 50100  
โทร (053) 284-000  
โทรสาร (053) 284-019

##### สาขานครราชสีมา 2

อาคารสำนักงานชั้น 7 เดอะมอลล์นครราชสีมา  
1242/2 ถนนมิตรภาพ ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมือง จังหวัดนครราชสีมา 30000  
โทร (044) 288-455  
โทรสาร (044) 288-466

#### สาขาระยอง

180/1-2 อาคารสามัคคี ชั้น 2  
ถนนสุขุมวิท ตำบลเชิงเนิน  
อำเภอเมืองระยอง จังหวัดระยอง 20110  
โทร (038) 862-022-9  
โทรสาร (038) 862-043

#### สาขาหาดใหญ่ 1

1,3,5 ถนนจุฬาลักษณ์ 3  
ตำบลหาดใหญ่ อำเภอหาดใหญ่  
จังหวัดสงขลา 90110  
โทร (074) 346-400  
โทรสาร (074) 239-509

#### สาขาอุไรประเทศ

44/4 อาคารราชพัสดุ ถนนบำรุงราษฎร์  
ตำบลอุไรประเทศ อำเภออุไรประเทศ  
จังหวัดสระแก้ว 27120  
โทร (037) 226-347-8  
โทรสาร (037) 226-346

#### สาขาญาติ

56 อาคารญาติ ชั้น 3 ห้อง 3/1  
ถนนสีลม แขวงสุริยวงศ์ เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2231-2700  
โทรสาร 0-2231-2463, 231-2576

#### สาขางามวงศ์วาน

30/39-50 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์งามวงศ์  
วาน ชั้น 14 ถนนงามวงศ์วาน ตำบลบางเขน  
อำเภอเมืองนนทบุรี  
จังหวัดนนทบุรี 11000  
โทร 0-2550-0577  
โทรสาร 0-2550-0566

#### สาขาท่าพระ

99 อาคารสำนักงานเดอะมอลล์ ท่าพระ ชั้น  
14 ถนนรัชดาภิเษก-ท่าพระ แขวงบุคคโล เขต  
ธนบุรี กรุงเทพฯ 10600  
โทร 0-2876-6500  
โทรสาร 0-2876-6531

#### สาขาปิ่นเกล้า

7/129 อาคารเซ็นทรัลปิ่นเกล้า ชั้น 3 ห้อง 302  
ถนนบรมราชชนนี แขวงอรุณอมรินทร์  
เขตบางกอกน้อย กรุงเทพฯ 10700  
โทร 0-2884-9847  
โทรสาร 0-2884-6920

#### สาขาเชียงใหม่ 2

201/3 ถนนพหลโยธิน ตำบลหายยา  
อำเภอเมืองเชียงใหม่ จังหวัดเชียงใหม่ 50100  
โทร (053) 284-138  
โทรสาร (053) 284-138

#### สาขาสุรินทร์

137/7 ถนนศรีรัฐ ตำบลในเมือง อำเภอเมือง  
สุรินทร์ จังหวัดสุรินทร์ 32000  
โทร (044) 519-370  
โทรสาร (044) 519-476

#### สาขาจันทบุรี

203 ชั้น 2 ธนาคารนครหลวงไทย  
ถนนพลาซ่า ตำบลลาด อำเภอมืองจันทบุรี  
จังหวัดจันทบุรี 22000  
โทร (039) 346-626-30  
โทรสาร (039) 346-631

#### สาขาหาดใหญ่ 2

29 ชั้น 6 อาคารสิการ์เดินพลาซ่า  
ถนนประชาธิปไตย ตำบลหาดใหญ่  
อำเภอหาดใหญ่ จังหวัดสงขลา 90110  
โทร (074) 247-199  
โทรสาร (074) 247-701

#### สาขายะลา

18 ถนนสองพี่น้อง ตำบลสะเตง  
อำเภอเมือง จังหวัดยะลา 95000  
โทร (073) 255-493-7  
โทรสาร (073) 255-498

#### สาขาซีคอนสแควร์

904 อาคารซีคอนสแควร์ ชั้น G ห้อง 1008  
ถนนศรีนครินทร์ แขวงหนองบอน เขต  
ประเวศ กรุงเทพฯ 10260  
โทร 0-2721-9949  
โทรสาร 0-2721-8320

#### สาขาลาดพร้าว

1693 อาคารสำนักงานศูนย์การค้าเซ็น  
ทรัลพลาซ่า ลาดพร้าว ชั้น 9 ห้อง 903, 905-  
905/1 ถนนพหลโยธิน แขวงลาดพร้าว เขต  
จตุจักร กรุงเทพฯ 10900  
โทร 0-2541-1411  
โทรสาร 0-2541-1108

#### สาขางานแคว

275 หมู่ที่ 1 เดอะมอลล์บางแค ชั้น 8 ถนน  
เพชรเกษม แขวงบางแคเหนือ เขตบางแค  
กรุงเทพฯ 10160  
โทร 0-2804-4235  
โทรสาร 0-2804-4251

#### สาขาสาทรนคร

100/46 อาคารสาทรนคร ทาวเวอร์ ชั้น 24C  
ถนนสาทรเหนือ แขวงสีลม เขตบางรัก  
กรุงเทพฯ 10500  
โทร 0-2636-7550-6  
โทรสาร 0-2636-7565

#### สาขาลำปาง

48/11-12 ถนนมนตรี ตำบลสบตุ๋ย อำเภอเมือง  
ลำปาง จังหวัดลำปาง 52100  
โทร (054) 319-211  
โทรสาร (054) 319-216

#### สาขาอุบลราชธานี

187-189 ถนนอุปราชา ตำบลในเมือง อำเภอ  
เมืองอุบลราชธานี จังหวัดอุบลราชธานี 34000  
โทร (045) 265-633  
โทรสาร (045) 265-639

#### สาขาสมุทรสาคร

930/13ก ชั้น 2 ถนนเอกชัย 1  
ตำบลมหาชัย อำเภอเมืองสมุทรสาคร  
จังหวัดสมุทรสาคร 74000  
โทร (034) 811-377  
โทรสาร (034) 811-383

#### สาขาสุราษฎร์ธานี

216/3 หมู่ที่ 4 ถนนชนเกษม  
ตำบลมะขามเตี้ย อำเภอเมืองสุราษฎร์ธานี  
จังหวัดสุราษฎร์ธานี 84000  
โทร (077) 205-460  
โทรสาร (077) 205-475

“เอกสารฉบับนี้จัดทำขึ้นจากแหล่งข้อมูลที่ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) เห็นว่าน่าเชื่อถือประกอบด้วยข้อมูลที่ทันสมัยและมีความถูกต้อง เชื่อมั่นได้ และเอกสารนี้ไม่ได้จัดทำขึ้นเพื่อประโยชน์ในการใช้ข้อมูลประกอบการตัดสินใจในการลงทุนเท่านั้น มิได้มีวัตถุประสงค์เพื่อที่จะชักชวนหรือชี้นำการซื้อขายหลักทรัพย์ใด โดยเฉพาะหรือเป็นการทั่วไปแต่อย่างใด นักลงทุนพึงใช้ข้อมูลในเอกสารนี้ประกอบกับข้อมูลและความเห็นอื่น ๆ และพิจารณาของนักลงทุนในการตัดสินใจการลงทุนให้เหมาะสมแก่กรณี ทั้งนี้ความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้เป็นความเห็นส่วนตัวของผู้จัดทำ บล. กิมเอ็ง (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ตลอดจนผู้บริหารและพนักงานของบริษัทไม่จำเป็นต้องเห็นพ้องกับความเห็นที่แสดงอยู่ในเอกสารนี้ด้วยแต่อย่างใด