

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 69.00

(From: Bt 72.00)

19 MAY 2021

Upside : 13.6%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

ฟื้นตัวล่าช้าออกไป

แม้รัฐบาลจะมีแผนการเปิดประเทศอีกครั้งในเดือนม.ค.ปีหน้า แต่โควิด-19 ระลอกใหม่ทำให้เรากังวลต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวในการเดินทาง ปัจจุบันเราสมมติให้ผู้โดยสารฟื้นตัวสู่ระดับปี FY19 ช้าออกไปยังปี FY24F แม้จะมีปรับราคาเป้าหมายลงเหลือ 69 บาท แต่เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” AOT เนื่องจากเรายังคงมองว่าเป็นตัวเล่นที่ดีที่สุดเมื่อโควิด-19 จบลง



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ผู้โดยสารฟื้นตัวสู่ระดับปี FY19 ในปี FY24F

แม้ว่ารัฐบาลจะยังคงมีแผนที่จะยกเลิกข้อกำหนดการกักกันสำหรับนักท่องเที่ยวต่างชาติที่ได้รับวัคซีนที่เดินทางมาภูเก็ตใน 3Q21 อีก 5 จังหวัดใน 4Q21 และทุกจังหวัดในเดือนม.ค.2022 แต่การระบาดของโควิด-19 ระลอกใหม่ และกระบวนการรับวัคซีนที่ช้า ทำให้เรากังวลต่อความเชื่อมั่นของนักท่องเที่ยวในการเดินทาง ปัจจุบันเราสมมติให้การฟื้นตัวของผู้โดยสารสู่ระดับปี FY19 ล่าช้าออกไปยังปี FY24F แทนคาดการณ์เดิมในปี FY23F (ดู Exhibit 1-2) นอกจากนี้เรายังรวม 1) ค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นเนื่องจาก IFRS 16 และ 2) งบใช้จ่ายลงทุนที่ลดลง 4-25% ในปี FY21-23F เนื่องจากเราสมมติให้โครงการขยายสนามบินล่าช้าไป 2 ปี ดังนั้นการปรับลดประมาณการกำไรของเราทำให้ราคาเป้าหมายของเราลดลงเหลือ 69 บาท/หุ้น จาก 72 บาท ราคาเป้าหมายใหม่ของเรายังเป็นฐาน FY22F แล้ว (งบการเงินของ AOT สิ้นงวดเดือนกันยายน)

คงคำแนะนำ “ซื้อ”

แต่อย่างไรก็ตาม เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” AOT เนื่องจาก 1) ความเสี่ยงนี้ดูเหมือนจะสะท้อนไปในราคาหุ้นแล้ว เนื่องจากราคาหุ้นลดลง 13% จากจุดสูงสุดในปีนี้หลังมีการระบาดโควิด-19 ระลอกที่สาม 2) AOT ซึ่งเป็นผู้ผูกขาดการให้บริการสนามบินรายใหญ่ที่สุดยังคงได้ประโยชน์โดยตรงและมากที่สุดจาก operating-leverage เมื่ออุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทยพลิกฟื้น และ 3) แม้ว่าสมมติให้มีผู้โดยสารระหว่างประเทศเพียง 75% ของปี FY19 แต่เราคาดว่ากำไรของ AOT จะฟื้นตัวกลับสู่ระดับปี FY19 ในปี FY23F เนื่องจากรายได้สัมปทานที่เพิ่มขึ้นจากการกลับมาใช้ประโยชน์รายได้ขึ้นต่ำสำหรับสัมปทานคิวตี้ฟรีใหม่ในเดือนเม.ย.2022 และ 4) หากรัฐบาลสามารถทำตามแผนการเปิดประเทศ เราคาดว่าราคาหุ้นจะเริ่มตอบสนองต่อข่าวเชิงบวกนี้ในปลายปี 2021

กลับมาใช้ประโยชน์รายได้ขึ้นต่ำในเดือนเม.ย.2022

เนื่องจากโควิด-19 AOT จึงเลื่อนการเรียกเก็บประกันรายได้ขึ้นต่ำสำหรับสัมปทานคิวตี้ฟรีจนถึงเดือนมี.ค.2022 แม้ว่าเราคาดว่าจะการฟื้นตัวของผู้โดยสารจะล่าช้าออกไป แต่เราไม่คาดว่า AOT จะขยายมาตรการช่วยเหลือหากประเทศไทยเปิดให้นักท่องเที่ยวต่างชาติที่ได้รับวัคซีนเข้ามายังประเทศอีกครั้งในเดือนม.ค.2022 นอกจากนี้การประกันรายได้ขึ้นต่ำจะขึ้นอยู่กับจำนวนคนที่ต่อผู้โดยสาร นั่นหมายความว่ายังมีผู้โดยสารน้อยเท่าไรการประกันรายได้ขึ้นต่ำก็จะยิ่งต่ำลงเท่านั้น การประกันรายได้ขึ้นต่ำภายใต้สัมปทานคิวตี้ฟรี ณ สนามบินสุวรรณภูมิในปัจจุบันอยู่ที่ 233 บาทต่อผู้โดยสารระหว่างประเทศ เทียบกับ 97 บาท ภายใต้สัญญาปีก่อนหน้านี้ที่สิ้นสุดในปี FY19

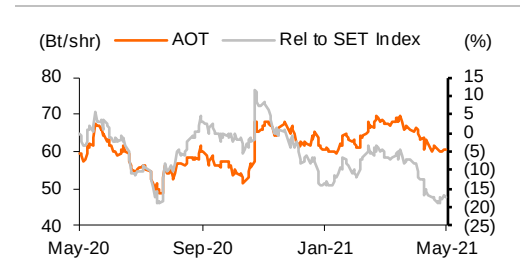
การขาดเงินสดในระยะสั้นไม่ใช่เรื่องน่ากังวล

การขาดทุนอย่างต่อเนื่องในปี FY22F ที่ทำให้ AOT ขาดเงินสดในปีหน้า (เทียบกับเงินสด 2.6 หมื่นลบ. ณ สิ้น 2QFY21) ไม่ใช่เรื่องน่ากังวลสำหรับเราแต่อย่างใด เนื่องจากเราไม่คาดว่า AOT จะประสบปัญหาในการขอสินเชื่อหรือออกหุ้นในปีหน้า (สูงสุด 2.5 หมื่นลบ. ตามแผนของ AOT) เนื่องจากมีสถานะเป็นเงินสดสุทธิในปัจจุบัน และสร้าง EBITDA ได้ 4.3-5.5 หมื่นลบ. หลังการฟื้นตัวของผู้โดยสารในปี FY23-24F

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	31,179	8,161	23,607	66,430
Net profit	4,321	(13,979)	(6,041)	23,518
Norm profit	5,403	(13,979)	(6,041)	23,518
Consensus NP	—	(11,072)	9,589	27,826
Diff frm cons (%)	—	na	na	(15.5)
Prev. Norm profit	—	(10,975)	20,237	33,122
Chg frm prev (%)	—	na	na	(29.0)
Norm EPS (Bt)	0.4	(1.0)	(0.4)	1.6
Norm EPS grw (%)	(78.0)	na	na	na
Norm PE (x)	160.6	na	na	36.9
EV/EBITDA (x)	79.1	na	165.6	20.0
P/BV (x)	6.1	6.6	6.6	5.8
Div yield (%)	0.3	0.0	0.0	1.6
ROE (%)	3.6	na	na	16.8
Net D/E (%)	(22.7)	(11.0)	(1.3)	(4.8)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 19-May-21 (Bt)	60.75
Market Cap (US\$ m)	27,579.0
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	50.3
12M Price H/L (Bt)	69.75/49.00
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

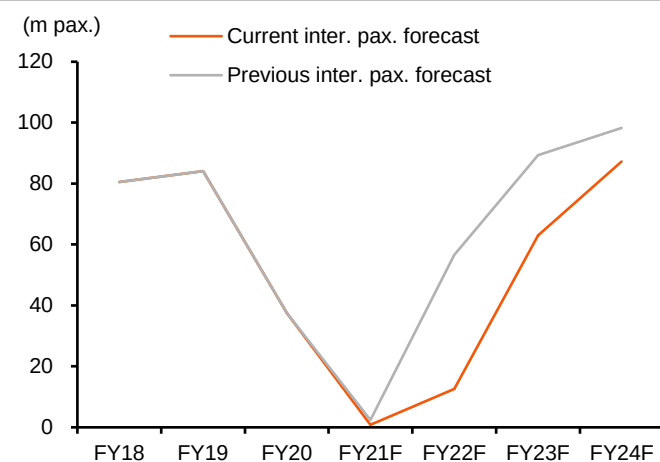
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและเป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณะ จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน

Ex 1: Key Assumption Changes

	FY21F	FY22F	FY23F
International passengers (m pax.)			
New	0.8	12.6	63.0
Old	2.4	56.5	89.3
Change (%)	(66.7)	(77.7)	(29.5)
Domestic passengers (m pax.)			
New	21.4	42.6	55.5
Old	35.9	54.3	56.2
Change (%)	(40.4)	(21.5)	(1.2)
Capex (Bt bn)			
New	18.0	22.2	20.1
Old	18.8	29.6	23.7
Change (pp)	(4.3)	(25.0)	(15.2)

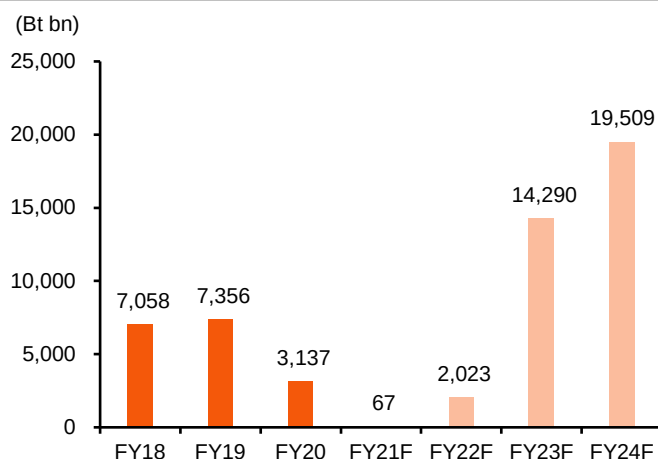
Source: Thanachart estimates

Ex 2: Our Current Vs. Previous Inter. Pax. Forecasts



Sources: Company data, Thanachart estimates

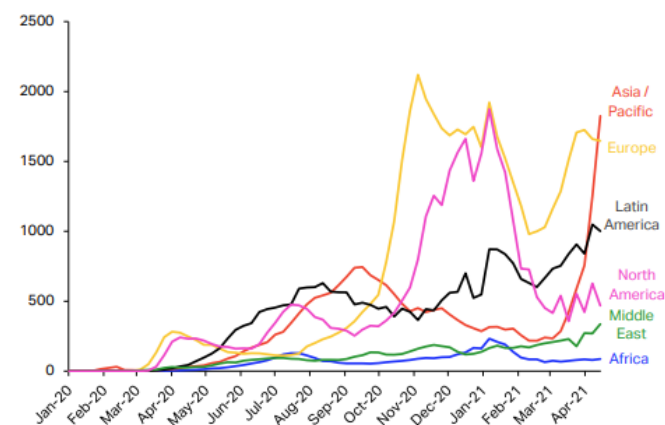
Ex 3: Duty-free & Commercial Concession Revenue At SIA



Sources: Company data, Thanachart estimates

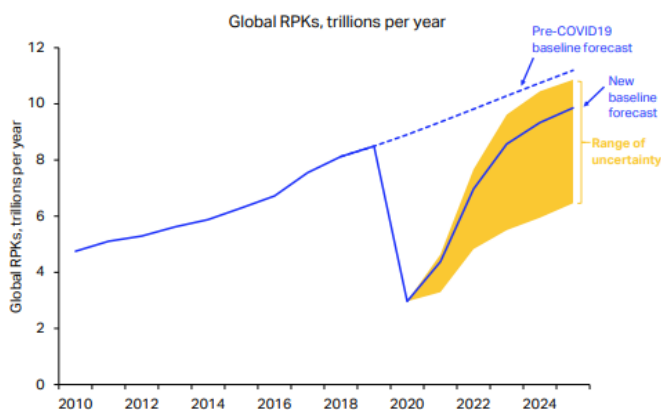
Ex 4: Global new daily COVID-19 cases have risen

New COVID-19 cases per week (000's)



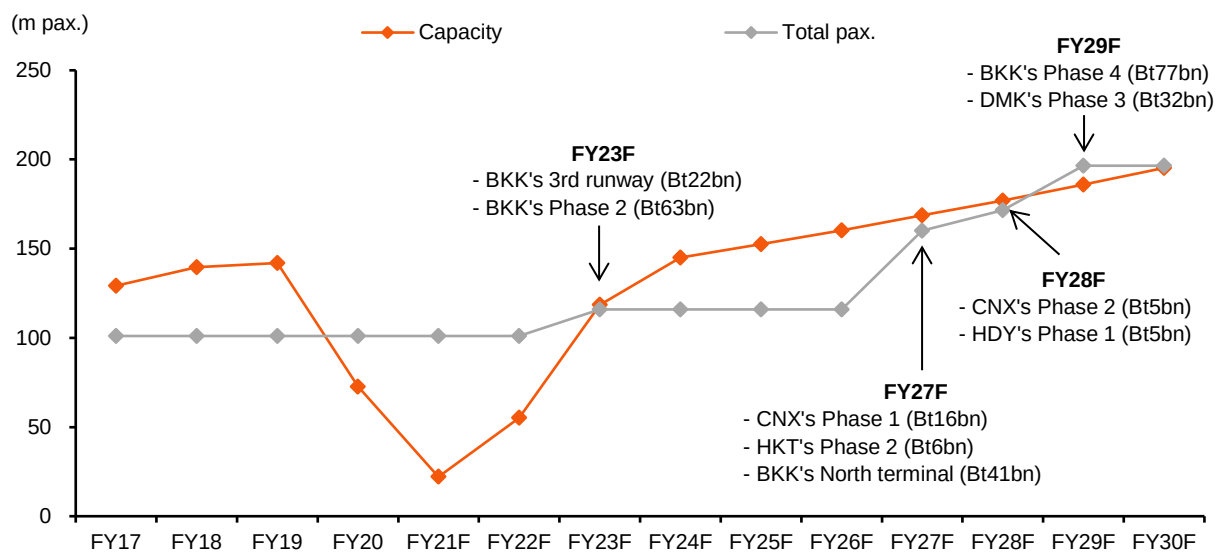
Source: ECDC

Ex 5: IATA Forecast RPKs Recovery To 2019 Level In 2024



Source: IATA

Ex 6: AOT's Capacity Vs. Total Passengers

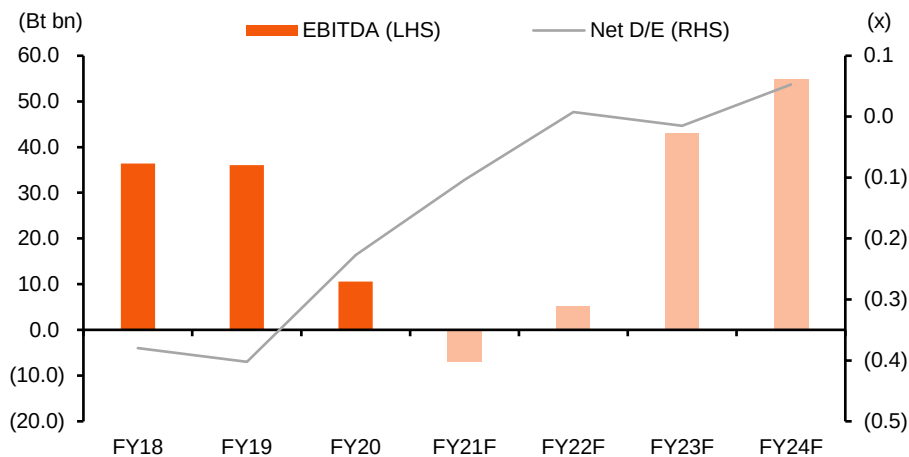


Sources: Company data, Thanachart estimates

Note: BKK - Suvarnabhumi Airport, DMK - Don Muang International Airport, CNX - Chiang Mai International Airport

HKT - Phuket International Airport, HDY - Had Yai International Airport

Ex 7: AOT's EBITDA Vs. Net D/E Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY22F

(Bt m)	FY22F	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	5,208	42,971	54,788	59,404	67,666	72,621	82,048	88,101	94,597	101,557	109,029	—
Free cash flow	(17,074)	12,500	29,010	20,868	13,511	22,367	38,705	65,075	70,155	75,643	81,533	2,097,627
PV of free cash flow	(17,027)	10,873	23,529	15,510	9,324	14,332	23,024	35,942	35,977	34,483	34,354	551,610
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	975,220											
Net debt (FY21F)	(14,477)											
Minority interest	790											
Equity value	988,907											
# of shares (m)	14,286											
Equity value/share (Bt)	69.0											

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 9: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		PE		P/BV		EV/EBITDA		Div yield	
			21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F	21F	22F
			(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)	(x)	(x)	(%)	(%)
Sydney Airport	SYD AU	Australia	na	120.3	84.8	38.4	20.0	46.7	22.8	18.0	3.6	5.7
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	69.9	na	na	29.2	1.0	1.0	48.1	10.5	0.3	1.7
Shenzhen Airport Co	000089 CH	China	na	36.0	36.8	27.1	1.4	1.3	21.6	15.4	0.6	0.8
Xiamen Int'l Airport	600897 CH	China	133.2	9.7	12.8	11.7	1.3	1.2	5.8	5.5	2.5	2.6
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	na	na	na	33.9	3.1	2.9	na	22.6	0.0	0.7
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	78.5	na	na	23.7	1.5	1.4	29.9	13.6	0.0	1.2
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	71.2	na	na	69.4	2.5	2.5	47.8	14.3	0.2	0.4
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	81.8	52.5	30.6	20.1	3.0	2.8	15.9	11.7	2.1	3.1
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	na	na	na	51.5	2.8	2.7	34.7	18.9	0.0	1.3
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	na	na	na	na	6.6	6.6	na	165.6	0.0	0.0
Average			86.9	54.6	41.3	33.9	4.3	6.9	28.3	29.6	0.9	1.8

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS

Based on 19 May 2021 closing prices

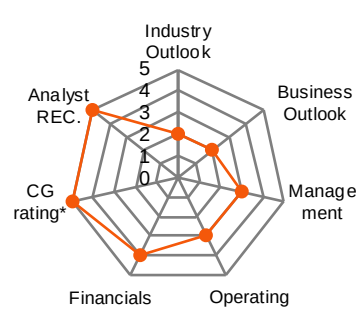
กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

บริษัท ท่าอากาศยานไทย จำกัด (มหาชน) เป็นองค์กรรัฐวิสาหกิจ และเป็นผู้นำธุรกิจบริหารท่าอากาศยานของประเทศไทย ปัจจุบัน AOT ดำเนินธุรกิจในการบริหารท่าอากาศยานนานาชาติ 6 แห่ง ได้แก่ ท่าอากาศยานดอนเมือง ท่าอากาศยานภูเก็ต ท่าอากาศยานเชียงใหม่ ท่าอากาศยานหาดใหญ่ ท่าอากาศยานเชียงราย และ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ ซึ่งทุกท่าอากาศยานให้บริการทั้งเที่ยวบินภายใน และต่างประเทศ ท่าอากาศยานสุวรรณภูมิเปิดดำเนินการเชิงพาณิชย์ในวันที่ 28 ก.ย. 2006 โดยเป็นท่าอากาศยานหลักสามารถรองรับผู้โดยสารได้ 45 ล้านคน และคลังสินค้า 3 ล้านตัน ต่อปี และภายใน 1 ชั่วโมงสามารถรองรับเที่ยวบินได้ 76 เที่ยวบิน

Source: Thanachart

COMPANY RATING



Rating Scale

Very Strong	5
Strong	4
Good	3
Fair	2
Weak	1
None	0

Source: Thanachart; *CG Rating

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค
- อุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในประเทศไทยอีกด้วย

W — Weakness

- รายได้ของ AOT มีความหลากหลายน้อย ซึ่งทำให้กำไรของบริษัทฯ แต่ละไตรมาสมีความผันผวนตามฤดูกาลท่องเที่ยว
- มีทิศทางที่ไม่ชัดเจน เนื่องจากการเปลี่ยนแปลงนโยบายของรัฐบาล ซึ่งทำให้ AOT พลาดโอกาสที่จะได้รับประโยชน์อย่างเต็มที่จากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวไทย

T — Threat

- ธุรกิจท่าอากาศยานมีการแข่งขันรุนแรง ท่าอากาศยานหลายแห่งในเอเชียกำลังลดค่าธรรมเนียม เพื่อดึงดูดสายการบิน
- การระบาดของโรคเป็นปัจจัยเสี่ยงกดดันอุตสาหกรรม

CONSENSUS COMPARISON

	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	69.76	69.00	-1%
Norm profit 21F (Bt m)	(11,072)	(13,979)	na
Norm profit 22F (Bt m)	9,589	(6,041)	na
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 5	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี FY21-23F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราได้รวมการฟื้นตัวของผู้อยู่โดยสารที่ล่าช้าออกไปในประมาณการ
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาด 1% เนื่องจากเรายังคงมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาวของ AOT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

- อุตสาหกรรมท่องเที่ยวของไทย เป็นส่วนประกอบของเศรษฐกิจโลก จึงไม่ต้องสงสัยเลยว่า การท่องเที่ยวจะได้รับผลกระทบจากความผันผวนของเศรษฐกิจโลก
- หากการระบาดของโควิด-19 ไม่ลดลงภายในสิ้นปีนี้ อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมากต่อการฟื้นตัวของผู้อยู่โดยสารของเรา
- การแทรกแซงทางการเมือง และการคอร์รัปชัน เป็นอีกปัจจัยกังวลหนึ่งของเรา เนื่องจาก AOT เป็นรัฐวิสาหกิจ การลงทุนใหญ่ๆ ของ AOT จึงยังคงต้องได้รับการอนุมัติจากคณะรัฐมนตรี ดังนั้นความล่าช้าในการอนุมัติโดยคณะรัฐมนตรีจะส่งผลกระทบต่อกำไรของ AOT

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Sales	62,783	31,179	8,161	23,607	66,430
Cost of sales	21,215	17,194	17,657	21,456	25,465
Gross profit	41,568	13,985	(9,496)	2,151	40,965
% gross margin	66.2%	44.9%	-116.4%	9.1%	61.7%
Selling & administration expenses	11,343	8,870	6,121	7,554	9,300
Operating profit	30,225	5,115	(15,617)	(5,403)	31,665
% operating margin	48.1%	16.4%	-191.4%	-22.9%	47.7%
Depreciation & amortization	5,851	5,441	8,645	10,634	11,344
EBITDA	36,077	10,556	(6,971)	5,231	43,009
% EBITDA margin	57.5%	33.9%	-85.4%	22.2%	64.7%
Non-operating income	1,601	1,951	958	770	770
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(815)	(646)	(2,823)	(2,897)	(2,978)
Pre-tax profit	31,012	6,419	(17,482)	(7,530)	29,457
Income tax	6,389	1,038	(3,496)	(1,506)	5,891
After-tax profit	24,623	5,381	(13,985)	(6,024)	23,565
% net margin	39.2%	17.3%	-171.4%	-25.5%	35.5%
Shares in affiliates' Earnings	0	(0)	0	0	0
Minority interests	(69)	22	6	(17)	(47)
Extraordinary items	472	(1,083)	0	0	0
NET PROFIT	25,026	4,321	(13,979)	(6,041)	23,518
Normalized profit	24,554	5,403	(13,979)	(6,041)	23,518
EPS (Bt)	1.8	0.3	(1.0)	(0.4)	1.6
Normalized EPS (Bt)	1.7	0.4	(1.0)	(0.4)	1.6

Despite it being AOT's worst year, we expect negative EBITDA of only Bt7bn on low cash costs

We estimate EBITDA to recover strongly to Bt43bn in FY23F...

...driven by a passenger recovery and more duty-free concession revenue

BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
ASSETS:					
Current assets:	80,787	50,491	24,553	26,151	30,580
Cash & cash equivalent	75,909	43,558	20,000	20,000	20,000
Account receivables	3,582	3,225	844	2,442	6,872
Inventories	0	0	0	0	0
Others	1,296	3,709	3,709	3,709	3,709
Investments & loans	1,087	648	648	648	648
Net fixed assets	104,069	110,130	119,449	131,003	139,826
Other assets	12,438	12,290	12,575	12,852	13,115
Total assets	198,382	173,559	157,225	170,653	184,169
LIABILITIES:					
Current liabilities:	26,182	15,333	13,957	17,641	16,658
Account payables	1,509	1,809	1,857	2,257	2,678
Bank overdraft & ST loans	0	0	0	0	0
Current LT debt	3,181	2,848	1,418	4,696	3,287
Others current liabilities	21,492	10,677	10,682	10,688	10,693
Total LT debt	10,516	8,245	4,105	13,596	9,515
Others LT liabilities	7,145	6,949	7,279	7,551	7,809
Total liabilities	43,843	30,527	25,342	38,788	33,982
Minority interest	640	796	790	807	854
Preferreds shares	0	0	0	0	0
Paid-up capital	14,286	14,286	14,286	14,286	14,286
Share premium	12,568	12,568	12,568	12,568	12,568
Warrants	0	0	0	0	0
Surplus	809	500	500	500	500
Retained earnings	126,237	114,882	103,740	103,705	121,980
Shareholders' equity	153,899	142,236	131,093	131,058	149,333
Liabilities & equity	198,382	173,559	157,225	170,653	184,169

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Earnings before tax	31,012	6,419	(17,482)	(7,530)	29,457
Tax paid	(6,389)	(1,038)	3,496	1,506	(5,891)
Depreciation & amortization	5,851	5,441	8,645	10,634	11,344
Chg In working capital	(511)	656	2,430	(1,198)	(4,008)
Chg In other CA & CL / minorities	4,221	(13,011)	2,406	2,286	2,171
Cash flow from operations	34,186	(1,532)	(505)	5,698	33,072
Capex	(13,586)	(11,502)	(17,950)	(22,165)	(20,130)
Right of use	0	0	(300)	(300)	(300)
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	95	440	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	1,554	(1,311)	(2,069)	(2,008)	(1,909)
Cash flow from investments	(11,937)	(12,373)	(20,319)	(24,473)	(22,339)
Debt financing	(4,115)	(2,462)	(5,570)	12,769	(5,491)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(14,998)	(14,999)	2,837	6,006	(5,243)
Warrants & other surplus	(32)	(985)	0	0	0
Cash flow from financing	(19,145)	(18,446)	(2,734)	18,775	(10,734)
Free cash flow	20,599	(13,034)	(18,455)	(16,467)	12,942

*Given COVID-19, we expect
AOT's airport expansions
to be delayed for two years*

VALUATION

FY ending Sep	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Normalized PE (x)	35.3	160.6	na	na	36.9
Normalized PE - at target price (x)	40.1	182.4	na	na	41.9
PE (x)	34.7	200.9	na	na	36.9
PE - at target price (x)	39.4	228.1	na	na	41.9
EV/EBITDA (x)	22.3	79.1	na	165.6	20.0
EV/EBITDA - at target price (x)	25.6	90.3	na	188.1	22.8
P/BV (x)	5.6	6.1	6.6	6.6	5.8
P/BV - at target price (x)	6.4	6.9	7.5	7.5	6.6
P/CFO (x)	25.4	(566.4)	(1,720.1)	152.3	26.2
Price/sales (x)	13.8	27.8	106.3	36.8	13.1
Dividend yield (%)	1.7	0.3	0.0	0.0	1.6
FCF Yield (%)	2.4	(1.5)	(2.1)	(1.9)	1.5
(Bt)					
Normalized EPS	1.7	0.4	(1.0)	(0.4)	1.6
EPS	1.8	0.3	(1.0)	(0.4)	1.6
DPS	1.1	0.2	0.0	0.0	1.0
BV/share	10.8	10.0	9.2	9.2	10.5
CFO/share	2.4	(0.1)	(0.0)	0.4	2.3
FCF/share	1.4	(0.9)	(1.3)	(1.2)	0.9

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
Growth Rate					
Sales (%)	3.7	(50.3)	(73.8)	189.3	181.4
Net profit (%)	(0.6)	(82.7)	na	na	na
EPS (%)	(0.6)	(82.7)	na	na	na
Normalized profit (%)	(2.5)	(78.0)	na	na	na
Normalized EPS (%)	(2.5)	(78.0)	na	na	na
Dividend payout ratio (%)	59.9	62.8	60.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	66.2	44.9	(116.4)	9.1	61.7
Operating margin (%)	48.1	16.4	(191.4)	(22.9)	47.7
EBITDA margin (%)	57.5	33.9	(85.4)	22.2	64.7
Net margin (%)	39.2	17.3	(171.4)	(25.5)	35.5
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.4)	(0.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)
Interest coverage - EBIT (x)	37.1	7.9	na	na	10.6
Interest coverage - EBITDA (x)	44.3	16.3	na	1.8	14.4
ROA - using norm profit (%)	12.7	2.9	na	na	13.3
ROE - using norm profit (%)	16.5	3.6	na	na	16.8
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	16.5	3.6	na	na	16.8
- asset turnover (x)	0.3	0.2	0.0	0.1	0.4
- operating margin (%)	50.7	22.7	na	na	48.8
- leverage (x)	1.3	1.3	1.2	1.3	1.3
- interest burden (%)	97.4	90.9	119.3	162.5	90.8
- tax burden (%)	79.4	83.8	na	na	80.0
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	26.9	4.7	(11.4)	(3.7)	19.6
NOPAT (Bt m)	23,999	4,288	(12,493)	(4,323)	25,332
invested capital (Bt m)	91,686	109,771	116,616	129,350	142,135

Sources: Company data, Thanachart estimates

We don't expect AOT to face any financial difficulties...

...given its potential strong recovery in FY23F and current low gearing

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้ มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขาย หรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไปว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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 ธนชาต จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 69 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVA16C2105A, ADVA16C2107A, AEON16C2108A, AEON16C2105A, AOT16C2106A, BAM16C2107A, BANP16C2107A, BBL16C2106A, BCH16C2109A, BDMS16C2107A, BGR16C2105A, BPP16C2106A, CBG16C2109A, CBG16C2109A, CBG16C2108A, COM716C2107A, CPAL16C2106A, CPF16C2108A, CPF16C2107A, DELT16C2109A, DELT16C2108A, EA16C2108A, EA16C2107A, GLOB16C2105A, GPSC16C2109A, GPSC16C2109A, GPSC16C2106A, GULF16C2107A, GUNK16C2108A, HANA16C2107A, IRPC16C2108A, IRPC16C2105A, IVL16C2107A, KBAN16C2109A, KBAN16C2108A, KBAN16C2107A, KCE16C2109A, KCE16C2106A, KKP16C2105A, KTC16C2105A, KTC16C2106A, MINT16C2107A, MTC16C2109A, MTC16C2108A, OR16C2108A, OR16C2106A, OR16C2107A, PRM16C2109A, PRM16C2105A, PTG16C2105A, PTG16C2107A, PTT16C2109A, PTT16C2109A, PTT16C2105A, PTTE16C2105A, PTTG16C2108A, RS16C2108A, S5016C2109A, S5016P2109A, S5016P2109A, S5016C2109A, S5016C2106B, S5016P2106C, S5016C2106A, S5016P2106A, S5016P2106B, SAWA16C2105A, SAWA16C2107A, SCB16C2106A, SCGP16C2107A, STA16C2107A, TASC16C2107A, TISC16C2105A, TQM16C2108A (underlying securities are ADVANC, AEONTS, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BDMS, BGRIM, BPP, CBG, COM7, CPALL, CPF, DELTA, EA, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IRPC, IVL, KBANK, KCE, KKP, KTC, MINT, MTC, OR, PRM, PTG, PTT, PTTEP, PTTGC, RS, SAWAD, SCB, SCGP, STA, SET50, TASCO, TISCO, TQM). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ธนชาต จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาต จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทย จำกัด (มหาชน) (TMB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TMB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัทธนชาต จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรซ์มิลล์ แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ธนชาต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หม่อศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศิณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

หมายเหตุ: ** บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) เป็นผู้จัดการการจำหน่าย หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีหลักประกัน มีผู้แทนผู้ถือหุ้นกู้ “หุ้นกู้ บริษัท สหกลีควิเบนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565” ที่ออกโดย บริษัท สหกลีควิเบนท์ จำกัด (มหาชน) (SQ) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: ** บริษัทหลักทรัพย์ธนชาต จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจำหน่ายหุ้นกู้ หุ้นกู้ชนิดระบุชื่อผู้ถือ ประเภทไม่ด้อยสิทธิ ไม่มีประกัน และมีผู้แทน ผู้ถือหุ้นกู้ของบริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) (ROJNA) ครั้งที่ 3/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2566” ที่ออกโดย บริษัท สานอุตสาหกรรมโรจนะ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงอาจมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

พิมพ์ผกา นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบโต
พัทธดนย์ บุญนาค
Tel: 662-483-8298
pattadol.bun@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน, ประกัน
สรัชดา ศรีทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
อดิศักดิ์ ผู้พัฒนทรัพย์กุล, CFA
Tel: 662-779-9120
adisak.phu@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน
เถลิงศักดิ์ คูเจริญไพศาล
Tel: 662-483-8304
thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี, กระดาษ
จักร เรืองสินัญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

อสังหาริมทรัพย์, พาณิชยกรรม
พรรณารายณ์ ดิยะพิทยารัตน์
Tel: 662-779-9109
phannarai.von@thanachartsec.co.th

ขนส่ง, รับเหมา
ศักดิ์สิทธิ์ พัฒนานารักษ์
Tel: 662-779-9112
saksid.pha@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์
Tel: 662-483-8303
sittichet.run@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร
ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุขสันต์
Tel: 662-483-8296
nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

ยานยนต์, นิคมฯ, Property Fund, REITs, บ้าน
รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

Small Cap, การแพทย์, โรงแรม
ศิริพร อรุณทัย
Tel: 662-779-9113
siriporn.aru@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค
วิชานันท์ ธรรมบำรุง
Tel: 662-779-9123
witchanan.tam@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพล
ลาภินี ทิพย์มณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

มลฤดี เพชรแสงใสกุล
Tel: 662-779-9108
monrudee.pet@thanachartsec.co.th

สุนทร รักษาวัตร
Tel: 662-779-9117
sunet.rak@thanachartsec.co.th

เกษมรัตน์ จิตกุล
Tel: 662-779-9118
kasemrat.jit@thanachartsec.co.th

สุขสวัสดิ์ ลิมาวงษ์ปรางค์
Tel: 662-779-9116
suksawat.lim@thanachartsec.co.th

วารทิพย์ รุ่งประดับวงศ์
Tel: 662-779-9114
varathip.run@thanachartsec.co.th

สุจินตนา สดภาพร
Tel: 662-779-9198
sujintana.sth@thanachartsec.co.th

Thanachart Securities Pcl.

Research Team
19 Floor, MBK Tower
444 Phayathai Road, Pathumwan Road, Bangkok 10330
Tel: 662 -779-9119
Email: thanachart.res@thanachartsec.co.th