

# Fundamental Story

Airports Of Thailand (AOT TB) - BUY, Price Bt66.50, TP Bt69.00

Results Comment

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

## 4QFY21 ขาดทุนมากกว่าคาด

- AOT รายงานขาดทุนจากการดำเนินงาน 4.2 พันลพ. ใน 4QFY21 (รอบปีบัญชีสิ้นสุดในเดือนกันยายน) เทียบกับขาดทุน 2.6 พันลพ. ใน 4QFY20 และขาดทุน 4 พันลพ. ใน 3QFY21 ผลขาดทุนสูงกว่าที่เราคาดไว้ ขาดทุนที่สูงขึ้น y-y ส่วนใหญ่เกิดจากค่าเสื่อมราคาที่สูงขึ้นเนื่องจากวิธีบัญชี IFRS 16 ในขณะที่ขาดทุนที่สูงขึ้น q-q เกิดจากการบันทึกค่าเสื่อมราคาย้อนหลัง
- แม้ว่าเราจะเห็นความเสี่ยงต่อคาดการณ์ของเราในปี FY22F แต่ AOT ยังคงเป็น Top Pick ของเรา เนื่องจาก 1) AOT ได้ประโยชน์โดยตรงที่สุด และมี operating leverage สูงเมื่อการท่องเที่ยวของไทยฟื้นตัว 2) แม้ว่าจะมีผู้โดยสารประมาณ 85% ของระดับก่อนเกิดโควิด-19 ในปี FY19 แต่เราคาดว่ากำไรจะฟื้นตัวกลับมาที่ระดับปี FY19 เนื่องจากรายได้ที่ไม่ใช่ด้านการบิน (nonaeronautical) ที่เพิ่มขึ้นจากสัญญาสัมปทานปลอดอากรฉบับใหม่ และ 3) เราเห็น upside จากราคาเป้าหมายจากการดำเนินโครงการ Airport City
- รายได้รวมของ AOT ใน 4QFY21 ลดลง 21% y-y เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารที่ลดลง 87% y-y (ส่วนใหญ่มาจากผู้โดยสารภายในประเทศซึ่งลดลง 91% y-y) จากมาตรการล็อกดาวน์จากโควิด-19
- ค่าใช้จ่ายในการดำเนินงานรวมเพิ่มขึ้น 35% y-y ใน 4QFY21 สาเหตุหลักมาจากค่าเสื่อมราคาเพิ่มขึ้น 94% y-y ตามมาตรฐานทางการเงิน IFRS 16
- ค่าใช้จ่าย SG&A ลดลง 13% y-y ใน 4QFY21 เนื่องจากค่าสาธารณูปโภคและการเอาท์ซอร์ซิ่งที่ลดลง ขณะที่ดอกเบี้ยจ่ายเพิ่มขึ้น 402% y-y เนื่องจาก IFRS 16
- ความเสี่ยงหลัก: การฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวที่ช้าและความผันผวนของเศรษฐกิจโลกเป็นปัจจัยเสี่ยงสำคัญต่อประมาณการกำไรของเรา

Income Statement	Concession revenue					
	Yr-end Sep (Bt m)	4QFY20	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21
Revenue		1,853	2,176	1,778	1,667	1,465
<b>Gross profit</b>		<b>(1,917)</b>	<b>(2,264)</b>	<b>(2,536)</b>	<b>(2,683)</b>	<b>(3,618)</b>
SG&A		1,665	1,597	1,485	1,576	1,441
Operating profit		(3,582)	(3,861)	(4,020)	(4,259)	(5,059)
<b>EBITDA</b>		<b>(2,200)</b>	<b>(1,710)</b>	<b>(1,913)</b>	<b>(2,168)</b>	<b>(2,381)</b>
Other income		163	212	125	117	177
Other expense		0	0	0	0	0
Interest expense		148	748	743	740	742
<b>Profit before tax</b>		<b>(3,567)</b>	<b>(4,397)</b>	<b>(4,639)</b>	<b>(4,882)</b>	<b>(5,624)</b>
Income tax		(973)	(945)	(923)	(885)	(1,421)
Equity & invest. income		(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Minority interests		9	9	6	33	2
Extraordinary items		(1,143)	1	66	(114)	(956)
<b>Net profit</b>		<b>(3,728)</b>	<b>(3,442)</b>	<b>(3,644)</b>	<b>(4,078)</b>	<b>(5,157)</b>
<b>Normalized profit</b>		<b>(2,585)</b>	<b>(3,443)</b>	<b>(3,710)</b>	<b>(3,965)</b>	<b>(4,201)</b>
EPS (Bt)		(0.26)	(0.24)	(0.26)	(0.29)	(0.36)
Normalized EPS (Bt)		(0.18)	(0.24)	(0.26)	(0.28)	(0.29)

Balance Sheet	Concession revenue					
	Yr-end Sep (Bt m)	4QFY20	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21
Cash & ST investment		43,558	33,416	26,117	22,038	17,103
A/C receivable		3,225	3,897	4,109	3,479	3,637
Inventory		0	0	0	0	0
Other current assets		3,709	2,843	721	777	759
Investment		722	1,030	1	1	6
Fixed assets		110,130	110,387	110,301	110,352	112,157
Other assets		12,215	56,039	59,225	60,588	61,424
<b>Total assets</b>		<b>173,559</b>	<b>207,613</b>	<b>200,475</b>	<b>197,235</b>	<b>195,086</b>
S-T debt		2,848	3,540	3,206	3,332	3,186
A/C payable		1,809	733	1,017	797	930
Other current liabilities		10,677	7,259	6,287	6,720	9,495
L-T debt		8,245	7,455	6,757	6,341	6,080
Other liabilities		6,949	59,748	60,649	61,578	61,974
Minority interest		796	1,032	1,030	998	1,078
<b>Shareholders' equity</b>		<b>142,236</b>	<b>127,847</b>	<b>121,529</b>	<b>117,470</b>	<b>112,344</b>
Working capital		1,417	3,164	3,093	2,682	2,707
Total debt		11,093	10,995	9,963	9,673	9,266
<b>Net debt</b>		<b>(32,465)</b>	<b>(22,422)</b>	<b>(16,154)</b>	<b>(12,364)</b>	<b>(7,838)</b>

Sources: Company data, Thanachart estimates

Income Statement	12M as					
	(Bt m)	q-q%	y-y%	% 2021F	2021A	2022F
Revenue		(12)	(21)	87	7,086	23,607
<b>Gross profit</b>		<b>na</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(11,100)</b>	<b>2,151</b>
SG&A		(9)	(13)	100	6,099	7,554
Operating profit		na	na	na	(17,199)	(5,403)
<b>EBITDA</b>		<b>na</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(8,172)</b>	<b>5,231</b>
Other income		51	9	66	630	770
Other expense						
Interest expense		0	402	105	2,973	2,897
<b>Profit before tax</b>		<b>na</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(19,542)</b>	<b>(7,530)</b>
Income tax		na	na	na	(4,173)	(1,506)
Equity & invest. income						
Minority interests		(94)	(77)	860	50	(17)
Extraordinary items		na	na	na	(1,003)	0
<b>Net profit</b>		<b>na</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(16,322)</b>	<b>(6,041)</b>
<b>Normalized profit</b>		<b>na</b>	<b>na</b>	<b>na</b>	<b>(15,319)</b>	<b>(6,041)</b>
EPS (Bt)		na	na	na	(1.14)	(0.42)
Normalized EPS (Bt)		na	na	na	(1.07)	(0.42)

Financial Ratios	4QFY20					
	(%)	4QFY20	1QFY21	2QFY21	3QFY21	4QFY21
Sales growth		(87.8)	(86.5)	(85.1)	26.3	(20.9)
Operating profit growth		na	na	na	na	na
EBITDA growth		na	na	na	na	na
Norm profit growth		na	na	na	na	na
Norm EPS growth		na	na	na	na	na
Gross margin		(103.4)	(104.0)	(142.7)	(161.0)	(246.9)
Operating margin		(193.3)	(177.4)	(226.2)	(255.5)	(345.3)
EBITDA margin		(118.8)	(78.6)	(107.6)	(130.1)	(162.5)
Norm net margin		(139.5)	(158.2)	(208.7)	(237.9)	(286.7)
D/E (x)		0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Net D/E (x)		(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
Interest coverage (x)		(15)	(2)	(3)	(3)	(3)
Interest rate		5.3	27.1	28.4	30.2	31.3
Effective tax rate		27.3	21.5	19.9	18.1	25.3
ROA		(5.9)	(7.2)	(7.3)	(8.0)	(8.6)
ROE		(7.2)	(10.2)	(11.9)	(13.3)	(14.6)

## Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข 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:

บริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ทำหน้าที่เป็นผู้ดูแลสภาพคล่อง (Market Maker) และผู้ออกใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ (Derivative Warrants) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 136 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2111A, ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C2112A, AOT16C2112A, AOT16C2202A, BAM16C2112A, BANP16C2112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2111A, BCH16C2111B, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BCPG16C2111A, BEC16C2202A, BGRI16C2112A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C2111A, CHG16C2112A, CHG16C2202A, COM716C2112A, COM716C2203A, CPAL16C2111A, CPAL16C2112A, CPAL16C2203A, CPF16C2112A, CPN16C2202A, DELT16C2112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C2111A, DOHO16C2112A, DOHO16C2202A, DTAC16C2112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C2112A, GULF16C2202A, GUNK16C2112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C2112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C2112A, IVL16C2111A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2111A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2111A, KBAN16C2111B, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C2112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C2112A, MINT16C2112A, MINT16C2203A, MTC16C2112A, MTC16C2202A, OR16C2112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C2112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C2112A, PTTE16C2203A, PTTG16C2111A, RBF16C2112A, RBF16C2202A, RS16C2112A, RS16C2201A, S5016C2112A, S5016C2112B, S5016C2112C, S5016C2112D, S5016C2203A, SAWA16C2112A, SAWA16C2202A, SCB16C2111A, SCB16C2112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C2112A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2111A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C2112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2111A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BCPG, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, DELTA, DOHOME, DTAC, EA, ESSO, GLOBAL, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, HMPRO, INTUCH, IRPC, IVL, JAS, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, LH, MAJOR, MEGA, MINT, MTC, OR, PTG, PTL, PTT, PTTEP, PTTGC, RBF, RS, SAWAD, SCB, SCC, SCGP, SPALI, SPRC, SET50, STA, STEC, STGT, SYNTEC, TASC, TOP, TRUE, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

**หมายเหตุ:** บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI  
บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 20.1 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

บริษัททนชนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลีสซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรสมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทนชนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS  
**หมายเหตุ:** \* บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นางอศวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS

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

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