

BUY (Unchanged)

TP: Bt 69.00 (Unchanged)

8 DECEMBER 2021

Change in Numbers

Upside : 11.3%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

โอกาสในการเข้าซื้อ

หุ้น AOT ได้รับผลกระทบอีกครั้งจากความกังวลเรื่องโอไมครอน ด้วยการขยายมาตรการช่วยเหลือของ AOT แม้เราจะปรับกำไรปี FY22-24F ลง แต่เราปรับ Capex ลง สะท้อนโครงการขยายสนามบินที่ล่าช้า ทำให้ราคาเป้าหมายของเราคงเดิมที่ 69 บาท เรายังคงมองว่า AOT เป็นผู้เล่นที่ดีที่สุดเมื่อโควิด-19 สิ้นสุดลงในปีที่สุด แนะนำ "ซื้อ"



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ขยายมาตรการช่วยเหลือ

ราคาหุ้น AOT ปรับตัวลง 7% ใน 8 วันทำการ นอกจากความกังวลต่อโควิดสายพันธุ์ใหม่แล้ว (โอไมครอน) เราเชื่อว่าเป็นเพราะการขยายมาตรการช่วยเหลือของ AOT สำหรับผู้ประกอบการในสนามบินออกไปยังเดือนมี.ค. 2023 แทนแผนเดิมที่จะสิ้นสุดเดือนมี.ค.2022 มาตรการดังกล่าว ได้แก่ การยกเว้นและให้ส่วนลดค่าเช่าสำนักงานและทรัพย์สินของรัฐ ค่าบริการอาคาร ค่าบริการในการขึ้นลงและค่าบริการที่เก็บอากาศยาน และที่สำคัญที่สุด คือ ค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต่ำจากคิง เพาเวอร์ ผู้รับสัมปทานปลอดอากร ส่งผลให้เราปรับลดคาดการณ์ผลการดำเนินงานจากขาดทุน 6 พันลบ. เป็นขาดทุน 1 หมื่นลบ. ในปี FY22F และ 50% ในปี FY23F และ 6% ในปี FY24F แต่ด้วยสมมติฐานค่าใช้จ่ายลงทุนของเราที่ลดลง 28-47% ในปี FY22-24F จากสมมติฐานเดิมที่มากเกินไป ทำให้ราคาเป้าหมายตาม DCF (ปีฐาน FY22F) ของเรายังคงอยู่ที่ 69 บาท/หุ้น

การวิเคราะห์สถานการณ์กรณีผู้โดยสารเปลี่ยนแปลง

เรากังวลต่อการระบาดของโอไมครอนไปทั่วโลก ซึ่งอาจกระทบต่อนโยบายการเปิดประเทศของรัฐบาล และทำให้การฟื้นตัวของผู้โดยสารของ AOT ล่าช้าออกไป อย่างไรก็ตามเราเชื่อว่าสมมติฐานผู้โดยสารระหว่างประเทศของเรายังคงเป็นระดับที่เป็นไปได้ที่ 16% ของระดับก่อนเกิดโควิดสำหรับปี FY22F (เทียบกับเป้าของ AOT ที่ 31%), 65% ในปี FY23F (เทียบกับ AOT ที่ 78%) และ 97% ในปี FY24F (เทียบกับ AOT ที่ 104%) นอกจากนี้เรายังได้ทำการวิเคราะห์สถานการณ์ใน Exhibit 4 เพื่อแสดงผลกระทบจากการเปลี่ยนแปลงผู้โดยสารระหว่างประเทศที่มีต่อกำไรของ AOT และราคาเป้าหมายของเรา เราคาดว่ากำไรของ AOT จะลดลง 1.5% หากผู้โดยสารระหว่างประเทศลดลง 1% จากกรณีฐานของเรา

คงคำแนะนำ "ซื้อ"

แม้จะมีแนวโน้มเป็นลบในระยะสั้น แต่เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" AOT 1) เรายังคงคาดว่าอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทยจะค่อยๆ ฟื้นตัว และ AOT ซึ่งเป็นผู้บริหารสนามบินผูกขาดรายใหญ่ที่สุด เป็นผู้ที่ได้รับประโยชน์โดยตรงและสูงที่สุดจากการฟื้นตัวของอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของไทย 2) แม้สมมติให้ผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT ในปี FY24F อยู่ที่ 97% ของระดับปี FY19 แต่เราคาดว่ากำไรปี FY24F จะสูงกว่ากำไรปี FY19 รวบรวม 26% โดยได้แรงหนุนจากค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต่ำจากคิง เพาเวอร์ที่สูงกว่า 2.7 เท่า และ 3) เราคาดว่าราคาหุ้นจะฟื้นตัวหากโอไมครอนไม่รุนแรง หรือมีวัคซีนให้บริการ ซึ่ง Moderna คาดไว้ในเดือนมี.ค.2022

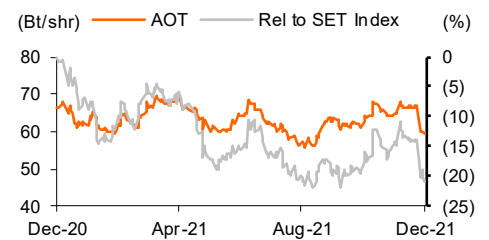
โครงการ Airport city เป็น upside

AOT ได้ปลดล็อกกระบวนการทางกฎหมายเพื่อใช้พื้นที่ 563 เอเคอร์ รอบท่าอากาศยานสุวรรณภูมิ เพื่อรองรับโครงการ Airport City แล้ว บริษัทฯ กำลังคัดเลือกผู้ประกอบการเอกชนมาลงทุนและพัฒนาโครงการที่เกี่ยวข้องกับสนามบิน เช่น โรงแรม โลจิสติกส์พาร์ค ศูนย์การค้า และสถานพยาบาล อย่างไรก็ตาม การพัฒนาน่าจะใช้เวลาอย่างน้อยสี่ปี สมมติให้ส่วนแบ่งรายได้อยู่ที่ 15% และ occupancy อยู่ที่ 75% เราคาดว่าจะมี upside จากราคาเป้าหมายของเราราว 1.3-2.4 บาท/หุ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,086	17,422	48,910	76,180
Net profit	(16,322)	(10,056)	11,727	30,924
Norm profit	(15,319)	(10,056)	11,727	30,924
Consensus NP	—	(6,025)	14,171	27,163
Diff frm cons (%)	—	na	(17.2)	13.8
Prev. Norm profit	—	(6,041)	23,518	32,948
Chg frm prev (%)	—	na	(50.1)	(6.1)
Norm EPS (Bt)	(1.1)	(0.7)	0.8	2.2
Norm EPS grw (%)	na	na	na	163.7
Norm PE (x)	na	na	75.5	28.6
EV/EBITDA (x)	na	470.0	29.3	15.9
P/BV (x)	7.9	8.7	8.0	6.9
Div yield (%)	0.0	0.0	0.8	2.1
ROE (%)	na	na	11.0	25.9
Net D/E (%)	(6.9)	14.6	9.2	(10.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 8-Dec-21 (Bt)	62.00
Market Cap (US\$ m)	26,456.6
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	52.0
12M Price H/L (Bt)	69.75/55.75
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

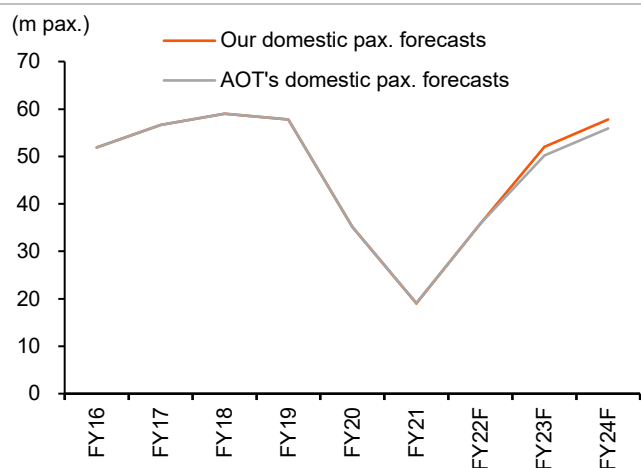
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้วัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่ผู้ลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลไปปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



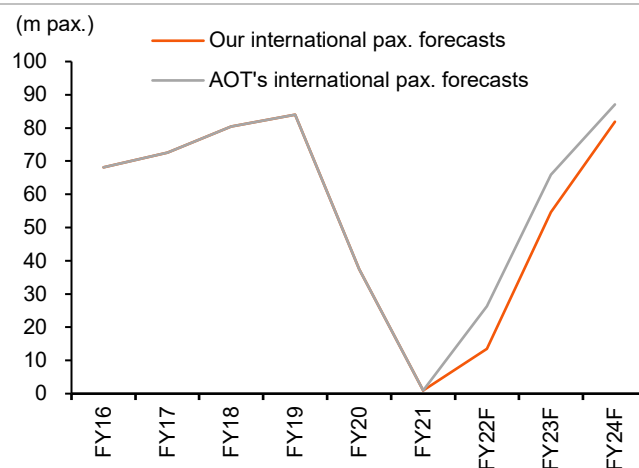
Ex 1: Key Assumption Changes

	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
Concession revenue (Bt bn)					
New	8.2	1.4	4.6	16.2	29.6
Old			6.5	23.9	31.8
Change (%)			(29.5)	(32.2)	(6.8)
Gross margin (%)					
New	44.9	(156.7)	(18.0)	53.7	67.4
Old			9.1	61.7	67.8
Change (pp)			na	(7.9)	(0.4)
Capex (Bt bn)					
New	11.5	11.1	15.9	20.3	8.4
Old			22.2	20.1	15.9
Change (pp)			(28.2)	0.7	(46.9)

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: Our Domestic Pax. Assumptions Vs. AOT's

Sources: Company data, Thanachart estimates

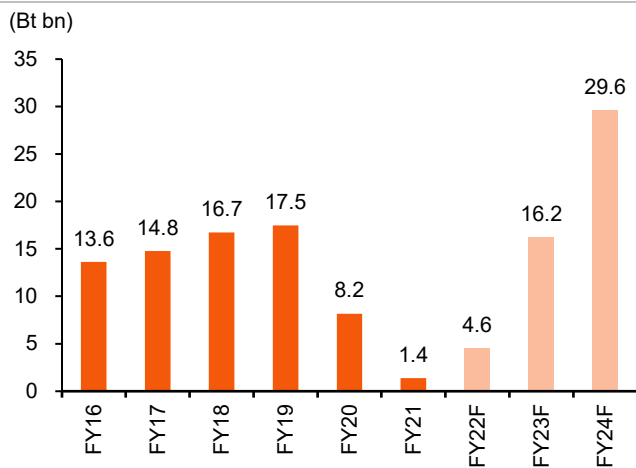
Ex 3: Our International Pax. Assumptions Vs. AOT's

Sources: Company data, Thanachart estimates

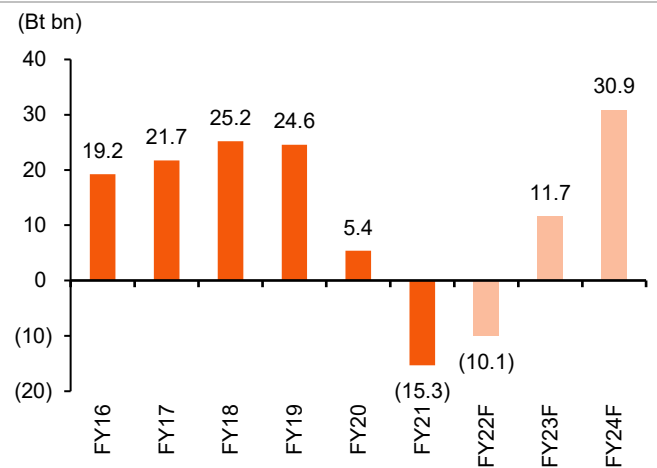
Ex 4: Sensitivity Analysis Of AOT's Earnings To Changes In International Pax.

	EPS in 2022F (Bt)	EPS in 2023F (Bt)	PE in 2022F (x)	Valuation (Bt)
Our base case				
International pax. (m pax.)	13.5	54.6	81.9	
AOT's earnings (Bt/share)	(0.7)	0.8	2.2	69.0
+10% international pax. from the base case				
International pax. (m pax.)	14.8	60.0	90.1	
AOT's earnings (Bt/share)	(0.7)	1.0	2.4	75.0
-10% international pax. from the base case				
International pax. (m pax.)	12.1	49.1	73.7	
AOT's earnings (Bt/share)	(0.7)	0.7	1.9	61.0
-20% international pax. from the base case				
International pax. (m pax.)	10.8	43.7	65.5	
AOT's earnings (Bt/share)	(0.7)	0.5	1.7	54.0

Sources: Thanachart estimates

Ex 5: AOT's Concession Revenue

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: AOT's Earnings

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 7: Sensitivity Analysis Of Our TP To The Airport City Project

Airport City Project	Total raw land (sqm)	75% Being developed (sqm)	Rent/month (Bt/sqm/month)	Total revenue (Bt m/year)	Revenue sharing (%)	Revenue to AOT (Bt m/year)	After tax earnings (Bt m/year)	Addition to TP (Bt/share)
Scenario 1: Bt500/sqm. rent	2,278,380	1,708,785	500	10,253	15	1,538	1,230	1.3
Scenario 2: 20% higher rent	2,278,380	1,708,785	600	12,303	15	1,846	1,476	1.5
Scenario 3: 40% higher rent	2,278,380	1,708,785	700	14,354	15	2,153	1,723	1.8
Scenario 4: 60% higher rent	2,278,380	1,708,785	800	16,404	15	2,461	1,969	2.0
Scenario 5: 80% higher rent	2,278,380	1,708,785	900	18,455	15	2,768	2,215	2.2
Scenario 6: 100% higher rent	2,278,380	1,708,785	1,000	20,505	15	3,076	2,461	2.4

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 8: AOT's Airport City Project



Source: Company data

Ex 9: 12-month DCF-based TP Calculation Using A Base Year Of FY23F

(Bt m)	FY23F	FY24F	FY25F	FY26F	FY27F	FY28F	FY29F	FY30F	FY31F	FY32F	FY33F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	28,059	52,107	59,508	67,524	72,192	81,747	88,277	95,047	101,923	109,298	116,760	—
Free cash flow	8,442	36,992	33,379	27,032	17,465	29,243	43,909	70,423	75,864	81,699	87,642	2,145,577
PV of free cash flow	7,344	30,003	24,809	18,655	11,191	17,395	24,251	36,115	34,584	34,424	34,138	521,604
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments	971,744											
Net debt (FY21)	(7,838)											
Minority interest	1,078											
Equity value	978,504											
# of shares (m)	14,286											
Equity value/share (Bt)	69											

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 10: Valuation Comparison With Regional Peers

Name	BBG code	Country	EPS growth		— PE —		— P/BV —		EV/EBITDA		— Div yield —	
			22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)	22F (x)	23F (x)	22F (%)	23F (%)
Sydney Airport	SYD AU	Australia	na	363.5	269.4	58.4	34.7	76.6	36.3	24.1	1.7	3.8
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	91.8	na	na	25.7	0.9	0.8	15.7	8.2	0.3	2.1
Shenzhen Airport Co	000089 CH	China	392.2	52.9	38.8	25.4	1.2	1.2	15.7	12.6	0.7	1.1
Xiamen Int'l Airport	600897 CH	China	109.1	na	10.1	na	1.1	na	4.2	na	2.9	na
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	na	296.8	122.1	30.8	3.1	2.9	62.1	23.3	0.1	0.9
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	na	76.8	19.4	11.3	1.3	1.2	13.6	10.6	0.1	2.4
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	53.8	na	na	153.0	3.1	3.0	309.7	19.2	0.0	0.2
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	40.8	15.3	17.1	14.9	3.4	3.2	10.6	9.8	3.7	4.2
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	na	234.6	114.4	34.4	2.8	2.6	27.9	16.7	0.1	2.0
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	na	na	na	75.5	8.7	8.0	470.0	29.3	0.0	0.8
Average			137.5	173.3	84.5	47.7	6.0	11.1	96.6	17.1	1.0	1.9

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS

Based on 8 Dec 2021 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

COMPANY DESCRIPTION

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

Source: Thanachart

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริหารท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค
- อุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในประเทศไทยอีกด้วย

CONSENSUS COMPARISON

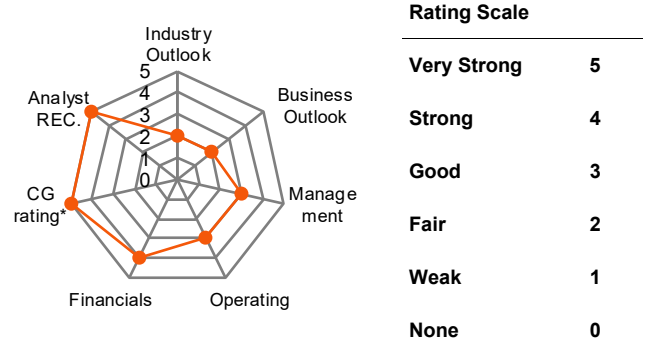
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	70.39	69.00	-2%
Norm profit 22F (Bt m)	(6,025)	(10,056)	na
Norm profit 23F (Bt m)	14,171	11,727	-17%
Consensus REC	BUY: 16	HOLD: 6	SELL: 5

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี FY22-23F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราได้รวมการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่ล่าช้าออกไปในประมาณการ
- แต่ราคาเป้าหมายของเราต่ำกว่าตลาดเพียง 2% เนื่องจากเรายังคงมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาวของ AOT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Source: Thanachart; *CG Rating

W — Weakness

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

T — Threat

- ธุรกิจท่าอากาศยานมีการแข่งขันรุนแรง ท่าอากาศยานหลายแห่งในเอเชียกำลังลดค่าธรรมเนียม เพื่อดึงดูดสายการบิน
- การระบาดของโรคเป็นปัจจัยเสี่ยงกดดันอุตสาหกรรม

RISKS TO OUR INVESTMENT CASE

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

Source: Thanachart

INCOME STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	31,179	7,086	17,422	48,910	76,180
Cost of sales	17,194	18,186	20,559	22,632	24,858
Gross profit	13,985	(11,100)	(3,137)	26,278	51,322
% gross margin	44.9%	-156.7%	-18.0%	53.7%	67.4%
Selling & administration expenses	8,870	6,099	6,620	7,826	9,142
Operating profit	5,115	(17,199)	(9,757)	18,452	42,180
% operating margin	16.4%	-242.7%	-56.0%	37.7%	55.4%
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	12,168	12,473
EBITDA	10,556	(8,172)	1,917	30,620	54,653
% EBITDA margin	33.9%	-115.3%	11.0%	62.6%	71.7%
Non-operating income	1,951	630	543	550	588
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(646)	(2,973)	(3,508)	(3,914)	(3,443)
Pre-tax profit	6,419	(19,542)	(12,723)	15,088	39,325
Income tax	1,038	(4,173)	(2,545)	3,018	7,865
After-tax profit	5,381	(15,369)	(10,178)	12,071	31,460
% net margin	17.3%	-216.9%	-58.4%	24.7%	41.3%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(0)	0	0	0
Minority interests	22	50	123	(344)	(536)
Extraordinary items	(1,083)	(1,003)	0	0	0
NET PROFIT	4,321	(16,322)	(10,056)	11,727	30,924
Normalized profit	5,403	(15,319)	(10,056)	11,727	30,924
EPS (Bt)	0.3	(1.1)	(0.7)	0.8	2.2
Normalized EPS (Bt)	0.4	(1.1)	(0.7)	0.8	2.2

We expect AOT's EBITDA to turn positive in FY22F...

...and jump to Bt31-55bn in FY23-24F...

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

BALANCE SHEET

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
ASSETS:					
Current assets:	50,491	21,499	29,701	25,851	39,933
Cash & cash equivalent	43,558	17,103	20,000	20,000	35,000
Account receivables	3,225	3,637	8,942	5,092	4,174
Inventories	0	0	0	0	0
Others	3,709	759	759	759	759
Investments & loans	648	6	6	6	6
Net fixed assets	110,130	112,157	118,967	129,634	128,138
Other assets	12,290	61,424	58,555	55,694	52,848
Total assets	173,559	195,086	207,228	211,186	220,925
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,333	13,610	23,564	22,418	20,011
Account payables	1,809	930	1,051	1,550	2,384
Bank overdraft & ST loans	0	27	0	0	0
Current LT debt	2,848	3,159	11,991	10,351	7,117
Others current liabilities	10,677	9,495	10,522	10,516	10,510
Total LT debt	8,245	6,080	23,078	19,923	13,699
Others LT liabilities	6,949	61,974	57,343	57,049	56,755
Total liabilities	30,527	81,664	103,985	99,390	90,465
Minority interest	796	1,078	955	1,299	1,835
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	500	837	837	837	837
Retained earnings	114,882	84,653	74,597	82,806	100,935
Shareholders' equity	142,236	112,344	102,288	110,497	128,625
Liabilities & equity	173,559	195,086	207,228	211,186	220,925

Sources: Company data, Thanachart estimates

CASH FLOW STATEMENT

FY ending Sep (Bt m)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Earnings before tax	6,419	(19,542)	(12,723)	15,088	39,325
Tax paid	(1,038)	4,173	2,545	(3,018)	(7,865)
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	12,168	12,473
Chg In working capital	656	(1,290)	(5,184)	4,349	1,751
Chg In other CA & CL / minorities	(12,961)	4,573	3,427	2,274	2,160
Cash flow from operations	(1,483)	(3,058)	(261)	30,862	47,844
Capex	(11,502)	(11,055)	(15,915)	(20,275)	(8,430)
Right of use	0	(35,809)	300	300	300
ST loans & investments	0	0	0	0	0
LT loans & investments	440	642	0	0	0
Adj for asset revaluation	0	0	0	0	0
Chg In other assets & liabilities	(1,361)	38,397	(7,031)	(2,574)	(2,460)
Cash flow from investments	(12,423)	(7,825)	(22,646)	(22,549)	(10,590)
Debt financing	(2,462)	(2,001)	25,803	(4,795)	(9,459)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(14,999)	(2,714)	0	(3,518)	(12,795)
Warrants & other surplus	(985)	(10,856)	0	0	0
Cash flow from financing	(18,446)	(15,571)	25,803	(8,313)	(22,254)
Free cash flow	(12,984)	(14,113)	(16,176)	10,587	39,414

Given COVID, we expect AOT's airport expansions to be delayed by one more year

VALUATION

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	163.9	na	na	75.5	28.6
Normalized PE - at target price (x)	182.4	na	na	84.1	31.9
PE (x)	205.0	na	na	75.5	28.6
PE - at target price (x)	228.1	na	na	84.1	31.9
EV/EBITDA (x)	80.8	na	470.0	29.3	15.9
EV/EBITDA - at target price (x)	90.3	na	522.2	32.5	17.8
P/BV (x)	6.2	7.9	8.7	8.0	6.9
P/BV - at target price (x)	6.9	8.8	9.6	8.9	7.7
P/CFO (x)	(597.4)	(289.6)	(3,396.6)	28.7	18.5
Price/sales (x)	28.4	125.0	50.8	18.1	11.6
Dividend yield (%)	0.3	0.0	0.0	0.8	2.1
FCF Yield (%)	(1.5)	(1.6)	(1.8)	1.2	4.4
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	(1.1)	(0.7)	0.8	2.2
EPS	0.3	(1.1)	(0.7)	0.8	2.2
DPS	0.2	0.0	0.0	0.5	1.3
BV/share	10.0	7.9	7.2	7.7	9.0
CFO/share	(0.1)	(0.2)	(0.0)	2.2	3.3
FCF/share	(0.9)	(1.0)	(1.1)	0.7	2.8

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(50.3)	(77.3)	145.9	180.7	55.8
Net profit (%)	(82.7)	na	na	na	163.7
EPS (%)	(82.7)	na	na	na	163.7
Normalized profit (%)	(78.0)	na	na	na	163.7
Normalized EPS (%)	(78.0)	na	na	na	163.7
Dividend payout ratio (%)	62.8	0.0	0.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.9	(156.7)	(18.0)	53.7	67.4
Operating margin (%)	16.4	(242.7)	(56.0)	37.7	55.4
EBITDA margin (%)	33.9	(115.3)	11.0	62.6	71.7
Net margin (%)	17.3	(216.9)	(58.4)	24.7	41.3
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.1)	0.1	0.1	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	7.9	na	na	4.7	12.3
Interest coverage - EBITDA (x)	16.3	na	0.5	7.8	15.9
ROA - using norm profit (%)	2.9	na	na	5.6	14.3
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	na	11.0	25.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.6	na	na	11.3	26.3
- asset turnover (x)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.4
- operating margin (%)	22.7	na	na	38.9	56.1
- leverage (x)	1.3	1.4	1.9	2.0	1.8
- interest burden (%)	90.9	117.9	138.1	79.4	91.9
- tax burden (%)	83.8	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	0.0	0.0	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	4.7	(15.7)	(7.5)	12.6	27.9
NOPAT (Bt m)	4,288	(17,199)	(7,806)	14,762	33,744
invested capital (Bt m)	109,771	104,506	117,357	120,771	114,441

Sources: Company data, Thanachart estimates

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

...given its potential strong recovery in FY24F and current low gearing

Disclaimers

รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่ดีที่สุดที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้บริการเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 129 หลักทรัพย์ ได้แก่ ACE16C2201A, ACE16C2202A, ADVA16C2201A, ADVA16C2202A, AEON16C2201A, AEON16C2201B, AMAT16C22112A, AOT16C2204A, AOT16C22112A, AOT16C2202A, BAM16C22112A, BANP16C22112A, BANP16C2201A, BANP16C2202A, BBL16C2204A, BBL16C2201A, BBL16C2203A, BCH16C2201A, BCH16C2203A, BEC16C2202A, BGRI16C22112A, CBG16C2204A, CBG16C2201A, CBG16C2202A, CHG16C22112A, CHG16C2202A, COM716C22112A, COM716C2203A, CPAL16C22112A, CPAL16C2203A, CPF16C22112A, CPN16C2202A, CRC16C2204A, DELT16C22112A, DELT16C2202A, DELT16C2203A, DOHO16C22112A, DOHO16C2202A, DTAC16C22112A, EA16C2201A, ESSO16C2202A, GLOB16C2201A, GLOB16C2203A, GPSC16C2201A, GPSC16C2201B, GPSC16C2203A, GULF16C22112A, GULF16C2202A, GUNK16C22112A, GUNK16C2201A, GUNK16C2203A, HANA16C22112A, HANA16C2202A, HMPR16C2202A, INTU16C2201A, INTU16C2202A, IRPC16C22112A, IVL16C2202A, JAS16C2202A, JMAR16C2201A, JMAR16C2202A, JMT16C2201A, JMT16C2203A, KBAN16C2201A, KBAN16C2202A, KCE16C2201A, KTC16C22112A, KTC16C2202A, LH16C2202A, MAJO16C2201A, MEGA16C22112A, MINT16C22112A, MINT16C2203A, MTC16C2204A, MTC16C22112A, MTC16C2202A, OR16C22112A, OR16C2202A, OR16C2203A, PTG16C2201A, PTG16C2202A, PTG16C2203A, PTL16C2201A, PTL16C2202A, PTL16C2202B, PTT16C22112A, PTT16C2201A, PTT16C2203A, PTTE16C22112A, PTTE16C2203A, RBF16C22112A, RBF16C2202A, RS16C22112A, RS16C2201A, S5016C22112A, S5016C22112B, S5016C22112C, S5016C22112D, S5016C2203A, S5016P2112A, S5016P2112B, S5016P2112C, S5016P2112D, S5016P2203A, SAWA16C2204A, SAWA16C22112A, SAWA16C2202A, SCB16C22112A, SCB16C2201A, SCB16C2202A, SCC16C22112A, SCC16C2201A, SCGP16C2201A, SCGP16C2202A, SPAL16C2202A, SPRC16C2201A, STA16C2203A, STA16C22112A, STA16C2201A, STEC16C2201A, STGT16C2202A, SYNE16C2202A, TASC16C2201A, TOP16C22112A, TOP16C2202A, TRUE16C2202A, TRUE16C2203A, TU16C2204A, TU16C2202A, WHA16C2202A (underlying securities are ACE, ADVANC, AEONTS, AMATA, AOT, BAM, BANPU, BBL, BCH, BEC, BGRIM, CBG, CHG, COM7, CPALL, CPF, CPN, CRC, 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, 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 ทูธนชาติ จำกัด (TCAP) ซึ่งเป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 มี สัดส่วนการถือหุ้นบริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม มากกว่าร้อยละ 56 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัททูธนชาติ 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)

บริษัททูธนชาติ จำกัด (TCAP) บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) บริษัท เอ็ม บี เค (มหาชน) (MBK) และบริษัท ปทุมไรชมิล แอนด์ แกรนารี จำกัด (มหาชน) (PRG) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมูศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมกร่วมกันได้แก่ นางอติวีณี ไตลิ่งคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

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

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

Thanachart Research Team

หัวหน้าฝ่าย

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน
นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์
Tel: 662-779-9107
naripom.kla@thanachartsec.co.th

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

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

นักวิเคราะห์, แพล

ลาภินี ทิพยมณฑล
Tel: 662-779-9115
lapinee.dib@thanachartsec.co.th

Data Support Team

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

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

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

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

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

สุจินตนา สถาพร
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