

BUY (Unchanged)

Change in Numbers

TP: Bt 83.00

(From: Bt 69.00)

18 APRIL 2022

Upside : 23.4%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

ได้ประโยชน์ที่สุดจากการกลับมาเปิดประเทศ

ด้วย 90% ของรายได้เชื่อมโยงกับจำนวนผู้โดยสาร และค่าใช้จ่าย 70% เป็นค่าใช้จ่ายคงที่ AOT จึงเป็นผู้ได้ประโยชน์โดยตรงและมากที่สุดจากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยวไทย นอกจากนี้ ด้วยรายได้ประกันขั้นต่ำจากสัมปทานพื้นที่ปลอดอากรใหม่ที่สูงขึ้น 2.7 เท่า เราจึงคาดว่ากำไรจะสูงเป็นประวัติการณ์ในปี FY24F แนะนำ "ซื้อ" ราคาเป้าหมายใหม่ที่ 83 บาท



SAKSID PHADTHANANARAK

662 - 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ได้ประโยชน์โดยตรงที่สุดจากการฟื้นตัวของนักท่องเที่ยว

เรายังคงแนะนำ "ซื้อ" AOT 1) เราเชื่อว่ารัฐบาลกำลังจะดำเนินการเปิดประเทศสำหรับนักท่องเที่ยวต่างชาติภายใน 2Q22F 2) AOT ได้ประโยชน์โดยตรงที่สุดด้วยดำเนินการบริหารสนามบินที่ใหญ่ที่สุดในประเทศไทย และ 90% ของรายได้ทั้งหมดเชื่อมโยงกับจำนวนผู้โดยสาร 3) บริษัท ยังได้ประโยชน์จากการมี operating leverage สูง เนื่องจาก 70% ของต้นทุนทั้งหมดเป็นต้นทุนคงที่ 4) อัตราส่วนหนี้สินสุทธิต่อทุนของ AOT อยู่ที่เพียง 0.2 เท่า แม้ว่าจะมีวิกฤตโควิดในสองปีที่ผ่านมา และเราคาดว่าบริษัท จะกลายเป็นบริษัทที่มีเงินสดสุทธิได้ในปี FY24F (สิ้นสุดในเดือนก.ย.2024F) และ 5) เราคาดว่ากำไรจะสถิติสูงเป็นประวัติการณ์ในปี FY24F แม้จำนวนนักท่องเที่ยวจะอยู่ที่ 90% ของระดับปี 2019 ทั้งนี้เนื่องมาจากรายได้ประกันขั้นต่ำในสัมปทานพื้นที่ปลอดอากรใหม่ที่สูงกว่าสัมปทานเดิม 2.7 เท่า

ปรับราคาเป้าหมายขึ้นเป็น 83 บาท

แม้ว่าเราจะปรับลดสมมติฐานผู้โดยสารของในปี FY22-24F ลงเพื่อสะท้อนความขัดแย้งระหว่างรัสเซีย-ยูเครน และความล่าช้าในการเปิดประเทศของจีน แต่ด้วยพฤติกรรมของผู้เดินทางทั่วโลกแม้จะมีผลกระทบใหญ่ทำให้เราเชื่อว่าเราให้สมมติฐานในระยะยาวที่เป็นลบเกินไป ก่อนหน้านี้เราสมมติให้จำนวนนักท่องเที่ยวที่มายังประเทศเติบโตเพียงระดับปกติของธุรกิจหลังจำนวนผู้โดยสารกลับมาสู่ระดับปี 2019 Exhibit 1-3 แสดงสมมติฐานใหม่ของเราเกี่ยวกับแนวโน้มการเติบโตในระยะยาวที่สูงขึ้น สมมติฐานใหม่ของเราทำให้ประมาณการกำไรในระยะใกล้ลดลง แต่กำไรในระยะยาวสูงขึ้นซึ่งส่งผลให้ราคาเป้าหมายของเรา ซึ่งปรับมาใช้ปีฐานปี FY23F สูงขึ้นเป็น 83 บาท (จาก 69 บาท)

ฐานกำไรหลังโควิดจบลง

AOT ให้สัมปทานพื้นที่ปลอดอากรใหม่แก่คิงเพาเวอร์ในปี FY19 ซึ่งตกลงที่จะจ่ายรายได้ประกันขั้นต่ำต่อผู้โดยสารระหว่างประเทศให้แก่ AOT ในอัตราที่สูงกว่าสัมปทานเดิม 2.7 เท่า แต่อย่างไรก็ตามเนื่องจากวิกฤตโควิด AOT ได้ยกเว้นการประกันขั้นต่ำจนถึงเดือนมี.ค.2023 ภายใต้สมมติฐานจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศของเราที่ 50% ของระดับก่อนเกิดโควิดในปี FY23F, 90% ในปี FY24F และ 107% ในปี FY25F เราคาดว่า AOT จะมีกำไร 4 พันลบ. ในปี FY23F, 27 พันลบ. ในปี FY24F (ทำสถิติสูงสุดใหม่) และ 35 พันลบ. ในปี FY25F และ ROE เพิ่มขึ้นจาก 4% ในปี FY23F เป็น 24-27% ในปี FY24-25F

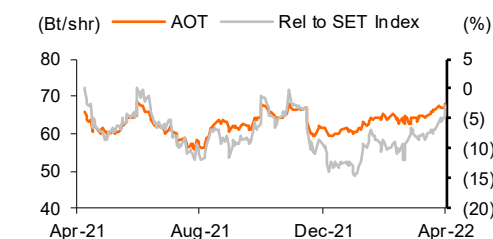
ความคืบหน้าของโครงการ Airport City

ปัจจุบัน AOT กำลังคัดเลือกผู้ประกอบการเอกชนเพื่อลงทุนและพัฒนาที่ดินเปล่า 563 เอเคอร์ รอบสนามบินสุวรรณภูมิภายใต้โครงการที่เกี่ยวข้องกับสนามบิน เช่น โรงแรม โลจิสติกส์พาร์ค ศูนย์การค้า และสถานพยาบาล แม้ว่าจะใช้เวลาอย่างน้อยสี่ปีในการพัฒนา แต่เรามองบวกต่อโครงการนี้เนื่องจากตำแหน่งของประเทศไทยในอุตสาหกรรมการท่องเที่ยวของโลก เราคาดว่าจะมี upside ต่อราคาเป้าหมายของเรา 1.3-2.4 บาทต่อหุ้น

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,086	12,782	39,924	72,385
Net profit	(16,322)	(13,554)	4,109	26,864
Norm profit	(15,319)	(13,554)	4,109	26,864
Consensus NP	—	(8,463)	11,973	28,101
Diff frm cons (%)	—	na	(65.7)	(4.4)
Prev. Norm profit	—	(10,056)	11,727	30,924
Chg frm prev (%)	—	na	(65.0)	(13.1)
Norm EPS (Bt)	(1.1)	(0.9)	0.3	1.9
Norm EPS grw (%)	na	na	na	553.7
Norm PE (x)	na	na	233.8	35.8
EV/EBITDA (x)	na	na	45.1	19.0
P/BV (x)	8.6	9.7	9.4	8.1
Div yield (%)	0.0	0.0	0.3	1.7
ROE (%)	na	na	4.1	24.3
Net D/E (%)	(6.9)	16.2	16.5	(5.9)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 18-Apr-22 (Bt)	67.25
Market Cap (US\$ m)	28,540.8
Listed Shares (m shares)	14,285.70
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	55.7
12M Price H/L (Bt)	68.50/55.75
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

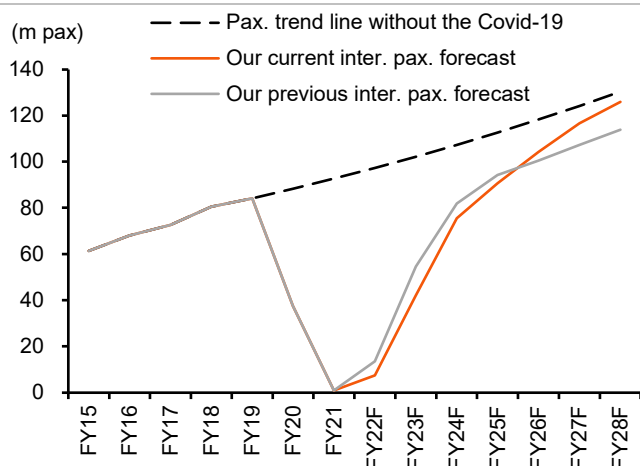
รายงานฉบับนี้จัดทำโดยบริษัทหลักทรัพย์ธนาชาติ จำกัด (มหาชน) โดยจัดทำขึ้นบนพื้นฐานของแหล่งข้อมูลที่เชื่อถือได้ที่ได้รับมาและพิจารณาแล้วว่าน่าเชื่อถือ ทั้งนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อให้การเผยแพร่ข้อมูลแก่นักลงทุนและใช้เป็นข้อมูลประกอบการตัดสินใจซื้อขายหลักทรัพย์ แต่ไม่ได้มีเจตนาชี้แนะหรือเชิญชวนให้ซื้อหรือขายหรือประกันราคาหลักทรัพย์แต่อย่างใด ทั้งนี้รายงานและความเห็นในเอกสารฉบับนี้อาจมีการเปลี่ยนแปลงแก้ไขได้ หากข้อมูลที่ได้รับมาเปลี่ยนแปลงไป การนำข้อมูลที่ใช้ปรากฏอยู่ในเอกสารฉบับนี้ ไม่ว่าทั้งหมดหรือบางส่วนไปทำซ้ำ ดัดแปลง แก้ไข หรือนำออกเผยแพร่แก่สาธารณชน จะต้องได้รับความยินยอมจากบริษัทก่อน



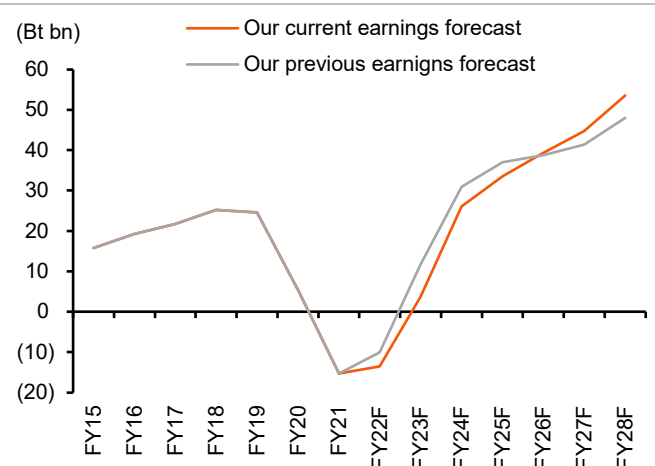
Ex 1: Key Assumption Changes

	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
International passengers (m pax.)					
New	37.5	1.0	7.5	42.0	75.5
Old			13.5	54.6	81.9
Change (%)			(44.6)	(23.0)	(7.8)
Domestic passengers (m pax.)					
New	35.2	19.1	30.1	46.3	57.8
Old			35.8	52.0	57.8
Change (pp)			(16.1)	(11.1)	-
Normalized earnings (Bt bn)					
New	5.4	(15.3)	(13.9)	4.1	26.9
Old			(10.0)	11.7	30.9
Change (pp)			na	(65.0)	(13.1)

Source: Company data, Thanachart estimates

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

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 3: Our Current Earnings Forecasts Vs. Previous Ones

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: IATA's Passenger Forecasts

Share of 2019 (%)	2021	2022	2023	2024	2025
Industry-wide	47	83	94	103	111
International	27	69	82	92	101
Domestic	61	93	103	111	118
Asia Pacific	40	68	84	97	109
Europe	40	86	96	105	111
North America	56	94	102	107	112

Source: IATA as of March 2022

Ex 5: Thailand's Entry Requirements

Measure	Mar-22	Apr-22	Plans in May-22	Plans in Jun-22
1. Registration	Thailand Pass	Thailand Pass	Thailand Pass	canceled
2. 72 hours before the arrival day	RT-PCR test	canceled	canceled	canceled
3. On the arrival day				
3.1 Test & Go	RT-PCR test	RT-PCR test	Prof. ATK	Prof. ATK
3.2 Sandbox	RT-PCR test	RT-PCR test	Prof. ATK	Prof. ATK
3.3 Quarantine	RT-PCR test	RT-PCR test	RT-PCR test	RT-PCR test
4. Five days after the arrival day				
4.1 Test & Go	Self-ATK	Self-ATK	canceled	canceled
4.2 Sandbox	Self-ATK	Self-ATK	canceled	canceled
4.3 Quarantine	RT-PCR test	RT-PCR test	RT-PCR test	RT-PCR test

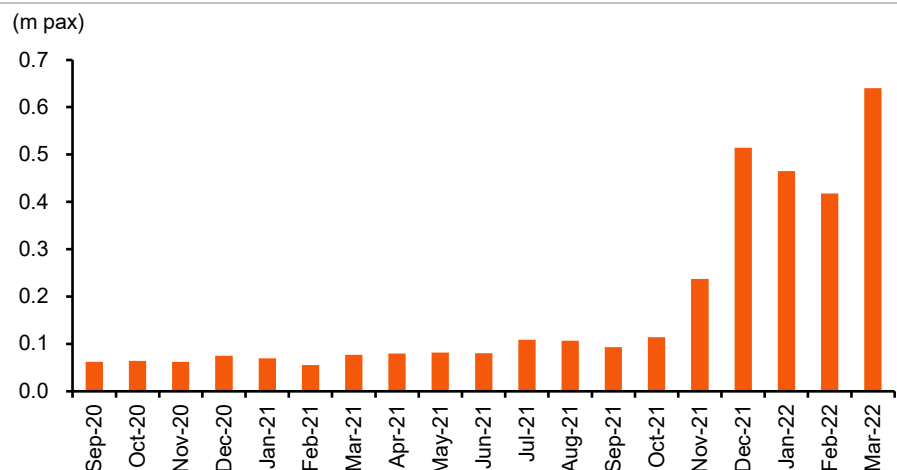
Sources: Naewna Newspaper, Thanachart compilation

Note: * Test & Go program for fully-vaccinated tourists who want to travel all over Thailand

* Sandbox program for fully-vaccinated tourists who want to stay 5 days in sandbox areas

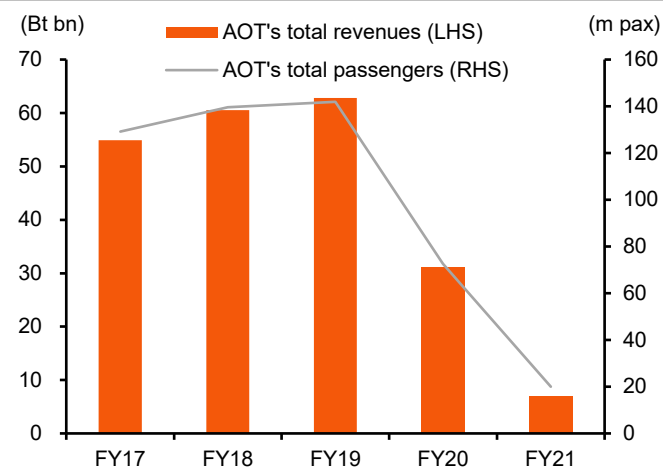
* Quarantine program for unvaccinated tourists and quarantine period is cut from 10 days to 5 days in April

Ex 6: AOT's Monthly International Passengers



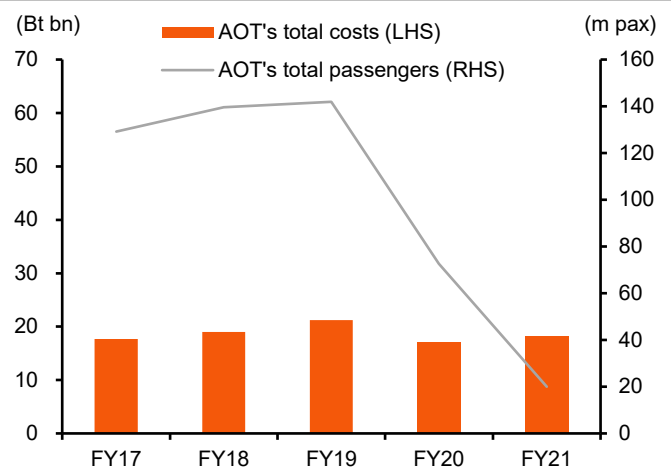
Source: Company data

Ex 7: AOT's Total Revenues Vs. Total Passengers

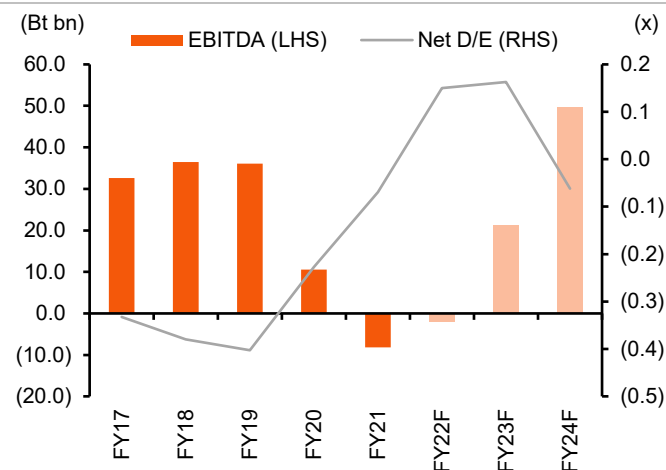


Source: Company data

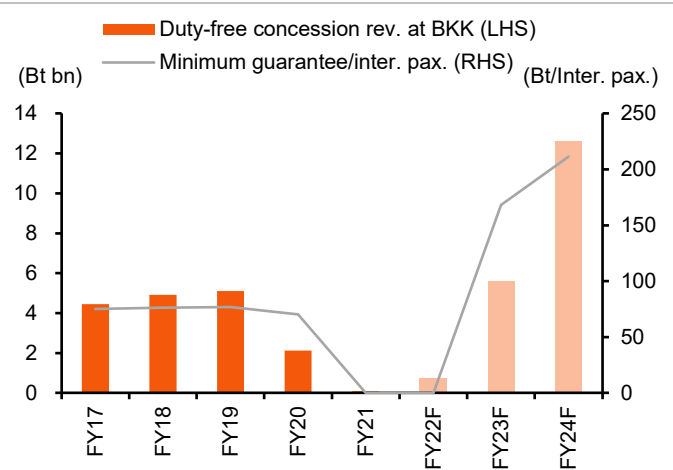
Ex 8: AOT's Total Costs Vs. Total Passengers



Source: Company data

Ex 9: AOT's EBITDA Vs. Net D/E Ratio

Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 10: Duty-free Minimum Guarantee Per Inter. Pax.

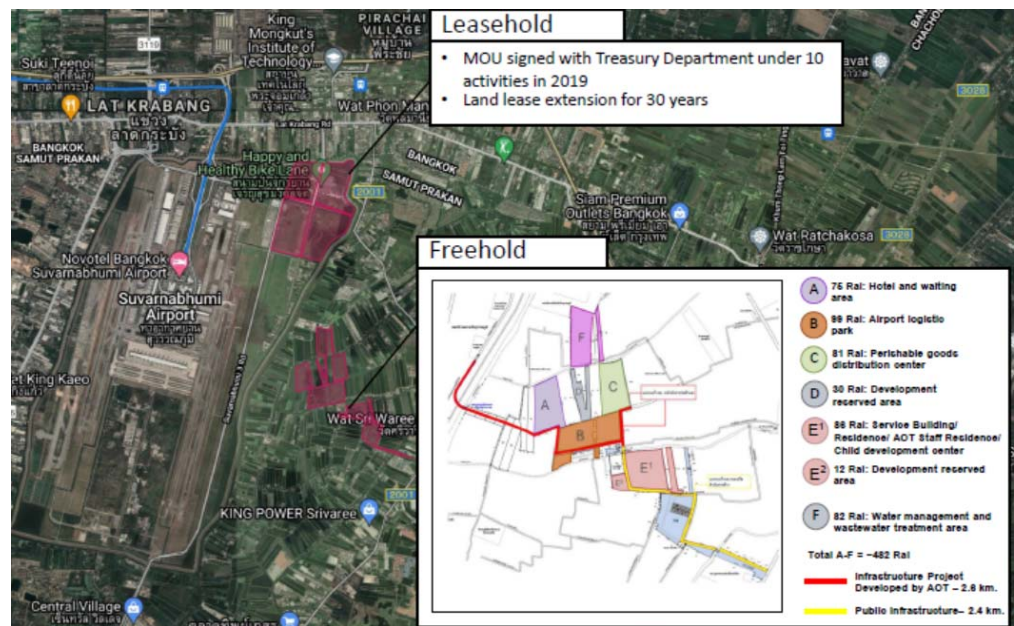
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 11: 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 12: Airport City Project



Source: Company data

Ex 13: 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	19,122	47,712	57,207	64,960	73,365	86,287	93,488	107,445	115,118	123,380	132,280	—
Free cash flow	83	32,929	31,550	25,147	18,462	33,065	48,559	78,571	85,120	91,776	98,940	2,464,589
PV of free cash flow	83	28,639	25,255	18,691	12,741	21,183	28,885	43,396	41,974	41,829	41,688	648,109
Risk-free rate (%)	2.5											
Market risk premium (%)	8.0											
Beta	0.9											
WACC (%)	7.2											
Terminal growth (%)	2.0											
Enterprise value - add investments		194,194										
Net debt (FY22F)		16,135										
Minority interest		988										
Equity value		1,177,071										
# of shares (m)		14,286										
Equity value/share (Bt)		83										

Sources: Company data, Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 14: 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 (%)
Beijing Capital Int'l	694 HK	China	42.4	na	na	51.3	0.9	0.9	na	10.4	0.0	0.9
Shenzhen Airport Co	000089 CH	China	na	215.7	85.9	27.1	1.2	1.2	18.7	14.3	0.5	1.0
Xiamen Int'l Airport	600897 CH	China	16.3	86.6	24.9	13.4	1.2	1.3	5.5	5.6	3.4	5.7
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	na	na	na	38.7	3.5	3.3	79.2	22.3	2.6	3.3
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	80.6	116.6	34.4	15.3	1.2	1.1	14.3	11.2	0.1	1.4
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	43.6	100.0	na	na	3.4	3.3	na	22.7	0.0	0.2
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	23.7	12.8	16.8	14.9	3.0	2.8	10.6	9.6	3.7	3.9
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	na	259.5	149.7	41.3	3.1	3.0	35.2	20.1	0.0	1.7
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	na	na	na	233.8	9.7	9.4	na	45.1	0.0	0.3
Average			41.3	131.9	62.3	54.5	3.0	2.9	27.3	17.9	1.1	2.0

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS

Based on 18 Apr 2022 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

THANACHART'S SWOT ANALYSIS

S — Strength

- AOT ดำเนินธุรกิจให้บริการท่าอากาศยานที่มีลักษณะผูกขาด
- เนื่องจากเป็นรัฐวิสาหกิจ การดำเนินงาน และการเงินของบริษัทฯ จึงได้รับการสนับสนุนจากรัฐบาล

O — Opportunity

- ประเทศไทยเป็นหนึ่งในแหล่งท่องเที่ยวที่ได้รับความนิยมจากนักท่องเที่ยวมากที่สุด
- เศรษฐกิจที่เติบโตแข็งแกร่งในเอเชีย-แปซิฟิก กำลังผลักดันอุตสาหกรรมท่องเที่ยวในภูมิภาค
- อุตสาหกรรมด้านสุขภาพของไทยยังช่วยผลักดันการท่องเที่ยวเชิงการแพทย์และสุขภาพในประเทศไทยอีกด้วย

CONSENSUS COMPARISON

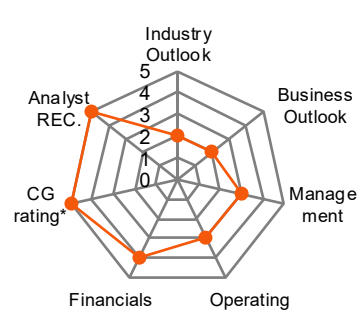
	Consensus	Thanachart	Diff
Target price (Bt)	70.59	83.00	18%
Norm profit 22F (Bt m)	(8,463)	(13,554)	na
Norm profit 23F (Bt m)	11,973	4,109	-66%
Consensus REC	BUY: 18	HOLD: 5	SELL: 3

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี FY22-23F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราได้รวมการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่ล่าช้าในประมาณการ
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 18% เนื่องจากเรายังคงมองบวกต่อการเติบโตในระยะยาวของ AOT

Sources: Bloomberg consensus, Thanachart forecasts

COMPANY RATING



Rating Scale

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

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 อาจส่งผลกระทบต่ออย่างมากต่อการดำเนินการเติบโตของผู้โดยสารของเรา
- 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	12,782	39,924	72,385
Cost of sales	17,194	18,186	20,907	22,826	24,760
Gross profit	13,985	(11,100)	(8,125)	17,098	47,625
% gross margin	44.9%	-156.7%	-63.6%	42.8%	65.8%
Selling & administration expenses	8,870	6,099	6,391	8,783	10,858
Operating profit	5,115	(17,199)	(14,516)	8,314	36,767
% operating margin	16.4%	-242.7%	-113.6%	20.8%	50.8%
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	13,369	13,491
EBITDA	10,556	(8,172)	(2,842)	21,683	50,258
% EBITDA margin	33.9%	-115.3%	-22.2%	54.3%	69.4%
Non-operating income	1,951	630	543	550	588
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(646)	(2,973)	(3,081)	(3,377)	(3,138)
Pre-tax profit	6,419	(19,542)	(17,055)	5,488	34,216
Income tax	1,038	(4,173)	(3,411)	1,098	6,843
After-tax profit	5,381	(15,369)	(13,644)	4,390	27,373
% net margin	17.3%	-216.9%	-106.7%	11.0%	37.8%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(0)	0	0	0
Minority interests	22	50	90	(281)	(509)
Extraordinary items	(1,083)	(1,003)	0	0	0
NET PROFIT	4,321	(16,322)	(13,554)	4,109	26,864
Normalized profit	5,403	(15,319)	(13,554)	4,109	26,864
EPS (Bt)	0.3	(1.1)	(0.9)	0.3	1.9
Normalized EPS (Bt)	0.4	(1.1)	(0.9)	0.3	1.9

We expect AOT's EBITDA to turn positive in FY23F...

...and jump to Bt50bn in FY24F...

...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	27,319	24,915	39,725
Cash & cash equivalent	43,558	17,103	20,000	20,000	35,000
Account receivables	3,225	3,637	6,560	4,156	3,966
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	128,434	125,919
Other assets	12,290	61,424	58,555	55,694	52,848
Total assets	173,559	195,086	204,847	209,049	218,498
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,333	13,610	23,946	24,725	22,404
Account payables	1,809	930	1,069	1,563	2,374
Bank overdraft & ST loans	0	27	0	0	0
Current LT debt	2,848	3,159	12,355	12,646	9,520
Others current liabilities	10,677	9,495	10,522	10,516	10,510
Total LT debt	8,245	6,080	23,780	24,339	18,323
Others LT liabilities	6,949	61,974	57,343	57,049	56,755
Total liabilities	30,527	81,664	105,069	106,114	97,482
Minority interest	796	1,078	988	1,269	1,778
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	71,100	73,976	91,548
Shareholders' equity	142,236	112,344	98,790	101,667	119,238
Liabilities & equity	173,559	195,086	204,847	209,049	218,498

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)	(17,055)	5,488	34,216
Tax paid	(1,038)	4,173	3,411	(1,098)	(6,843)
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	13,369	13,491
Chg In working capital	656	(1,290)	(2,784)	2,898	1,001
Chg In other CA & CL / minorities	(12,961)	4,573	3,427	2,274	2,160
Cash flow from operations	(1,483)	(3,058)	(1,327)	22,931	44,025
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)	26,869	850	(9,143)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(14,999)	(2,714)	0	(1,233)	(9,292)
Warrants & other surplus	(985)	(10,856)	0	0	0
Cash flow from financing	(18,446)	(15,571)	26,869	(382)	(18,435)
Free cash flow	(12,984)	(14,113)	(17,242)	2,656	35,595

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

VALUATION

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	177.8	na	na	233.8	35.8
Normalized PE - at target price (x)	219.4	na	na	288.5	44.1
PE (x)	222.4	na	na	233.8	35.8
PE - at target price (x)	274.4	na	na	288.5	44.1
EV/EBITDA (x)	87.9	na	na	45.1	19.0
EV/EBITDA - at target price (x)	109.3	na	na	55.5	23.5
P/BV (x)	6.8	8.6	9.7	9.4	8.1
P/BV - at target price (x)	8.3	10.6	12.0	11.7	9.9
P/CFO (x)	(648.0)	(314.1)	(724.1)	41.9	21.8
Price/sales (x)	30.8	135.6	75.2	24.1	13.3
Dividend yield (%)	0.3	0.0	0.0	0.3	1.7
FCF Yield (%)	(1.4)	(1.5)	(1.8)	0.3	3.7
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	(1.1)	(0.9)	0.3	1.9
EPS	0.3	(1.1)	(0.9)	0.3	1.9
DPS	0.2	0.0	0.0	0.2	1.1
BV/share	10.0	7.9	6.9	7.1	8.3
CFO/share	(0.1)	(0.2)	(0.1)	1.6	3.1
FCF/share	(0.9)	(1.0)	(1.2)	0.2	2.5

Sources: Company data, Thanachart estimates

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(50.3)	(77.3)	80.4	212.3	81.3
Net profit (%)	(82.7)	na	na	na	553.7
EPS (%)	(82.7)	na	na	na	553.7
Normalized profit (%)	(78.0)	na	na	na	553.7
Normalized EPS (%)	(78.0)	na	na	na	553.7
Dividend payout ratio (%)	62.8	0.0	0.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.9	(156.7)	(63.6)	42.8	65.8
Operating margin (%)	16.4	(242.7)	(113.6)	20.8	50.8
EBITDA margin (%)	33.9	(115.3)	(22.2)	54.3	69.4
Net margin (%)	17.3	(216.9)	(106.7)	11.0	37.8
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.4	0.4	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.1)	0.2	0.2	(0.1)
Interest coverage - EBIT (x)	7.9	na	na	2.5	11.7
Interest coverage - EBITDA (x)	16.3	na	na	6.4	16.0
ROA - using norm profit (%)	2.9	na	na	2.0	12.6
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	na	4.1	24.3
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.6	na	na	4.4	24.8
- asset turnover (x)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.3
- operating margin (%)	22.7	na	na	22.2	51.6
- leverage (x)	1.3	1.4	1.9	2.1	1.9
- interest burden (%)	90.9	117.9	122.0	61.9	91.6
- tax burden (%)	83.8	na	na	80.0	80.0
WACC (%)	7.2	7.2	7.2	7.2	7.2
ROIC (%)	4.7	(15.7)	(11.1)	5.8	24.8
NOPAT (Bt m)	4,288	(17,199)	(11,613)	6,652	29,414
invested capital (Bt m)	109,771	104,506	114,925	118,652	112,081

Sources: Company data, Thanachart estimates

We do not expect AOT to face any financial difficulties...

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

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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ถือและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 78 หลักทรัพย์ ได้แก่ AMAT16C2206A , AOT16C2204A , AOT16C2206A , AWC16C2207A , BAM16C2204A , BAM16C2206A , BAM16C2207A , BAM16C2207A , BANP16C2204A , BANP16C2205A , BANP16C2207A , BBL16C2204A , BCH16C2207A , BEC16C2204A , BEC16C2207A , BGRI16C2205A , BLA16C2208A , BLA16C2205A , CBG16C2204A , CBG16C2205A , CBG16C2207A , CHG16C2207A , COM716C2208A , COM716C2205A , CPAL16C2204A , CPF16C2205A , CRC16C2204A , DOHO16C2207A , EA16C2205A , EA16C2206A , EA16C2207A , GPSC16C2205A , GPSC16C2206A , GPSC16C2207A , GULF16C2205A , GULF16C2207A , GUNK16C2205A , GUNK16C2206A , GUNK16C2207A , HANA16C2204A , HANA16C2205A , HANA16C2207A , INTU16C2205A , IRPC16C2205A , IVL16C2206A , JMAR16C2205A , JMAR16C2206A , JMT16C2205A , JMT16C2207A , KBAN16C2208A , KBAN16C2204A , KBAN16C2206A , KCE16C2208A , KCE16C2204A , KCE16C2205A , KCE16C2205B , MEGA16C2207A , MINT16C2204A , MINT16C2207A , MTC16C2204A , OR16C2205A , PTT16C2205A , PTTG16C2207A , RCL16C2205A , RS16C2205A , RS16C2206A , S5016P2206A , S5016P2206B , SAWA16C2204A , SAWA16C2205A , SCC16C2204A , STEC16C2204A , SYNE16C2206A , TOP16C2206A , TRUE16C2205A , TRUE16C2205B , TTA16C2207A , TU16C2204A , WHA16C2204A (underlying securities are AMATA , AOT , AWC , BAM , BANPU , BBL , BCH , BEC , BGRIM , BLA , CBG , CHG , COM7 , CPALL , CPF , CRC , DOHOME , EA , GPSC , GULF , GUNKUL , HANA , INTUCH , IRPC , IVL , JMART , JMT , KBANK , KCE , MEGA , MINT , MTC , OR , PTT , PTTGC , RCL , RS , SAWAD , SCC , SET50 , STEC , SYNEX , TOP , TRUE , TTA , TU , WHA) . และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

หมายเหตุ: บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 100 และ TCAP เป็นผู้ถือหุ้นรายใหญ่ของบริษัทหลักทรัพย์ ธนชาติ จำกัด (มหาชน) โดยถือหุ้นในสัดส่วนร้อยละ 50.96 โดย ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP) และ บริษัท Thanachart SPV1 Co. Ltd มีสัดส่วนการถือหุ้น บริษัท ราชธานีลิซซิ่ง จำกัด (มหาชน) (THANI) ทั้งทางตรงและทางอ้อม ร้อยละ 60 และเป็นผู้ถือหุ้นใหญ่ของ THANI

บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (TCAP), ธนาคารทหารไทยธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TTB) เป็นบริษัทที่มีความเกี่ยวข้องกับบริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) โดย TCAP เป็นผู้ถือหุ้น ร้อยละ 50.96 ใน TNS และ ถือหุ้นใน TTB ร้อยละ 23 ดังนั้น การจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์ดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest)

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทุนธนชาติ จำกัด (มหาชน) TCAP มีการรวมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ ภูมิศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีการรวมการร่วมกันได้แก่นางอัครวิณี ไตรลั่นคะ ซึ่งทำหน้าที่ กรรมการตรวจสอบของ EASTW และ ทำหน้าที่ กรรมการบริษัท กรรมการบริหารของ TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS”

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

หมายเหตุ: ** “บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) ผู้จัดการการจัดจำหน่ายหุ้นกู้ 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 นิการุณ, CFA
Tel: 662-779-9199
pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

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

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน
สรชดา สรทรง
Tel: 662-779-9106
sarachada.sor@thanachartsec.co.th

พลังงาน , ปิโตรเคมี
ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ
Tel: 662-779-9110
yupapan.pol@thanachartsec.co.th

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

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

Thematic Research, กระดาษ
จักร เรืองสินภิญญา
Tel: 662-779-9104
chak.reu@thanachartsec.co.th

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

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

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

วิเคราะห์เทคนิค
ภัทรวลลีย์ หวังมั่งมาศ
Tel: 662-779-9105
pattarawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ
สิทธิเชษฐ รุ่งรัมย์พัฒน์
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, บ้านเทิง
รดา ลิ้มสุทธีวันภูมิ
Tel: 662-483-8297
rata.lim@thanachartsec.co.th

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

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

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

Data Support Team

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

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

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

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

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