

BUY (Unchanged)

TP: Bt 85.00 (From: Bt 83.00)

29 JUNE 2022

Change in Numbers

Upside : 18.1%

Airports of Thailand Pcl (AOT TB)

ฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

เนื่องจากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของผู้โดยสาร เราคาดว่ากรยกเว้นการเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำสำหรับผู้ประกอบการพื้นที่ปลอดอากรจะสิ้นสุดในเดือนมี.ค.2023 ซึ่งไม่เพียงแต่จะทำให้กำไรของ AOT ในปี FY23F พลิกฟื้นเท่านั้น แต่ยังทำให้สถิติสูงสุดใหม่ในปี FY24-25F อีกด้วย เราปรับเพิ่มกำไรของเรา และคงคำแนะนำ “ซื้อ” ราคาเป้าหมายที่ 85 บาท



SAKSID PHADTHANANARAK

662 – 779 9112

saksid.pha@thanachartsec.co.th

ผู้โดยสารฟื้นตัวอย่างรวดเร็ว

บทวิเคราะห์นี้เป็นส่วนหนึ่งของบทวิเคราะห์กลุ่มขนส่งทางอากาศของไทย “เปิดน่านฟ้า” วันที่ 29 มิถุนายน 2022 ผู้โดยสารระหว่างประเทศของ AOT อยู่ที่ 5% ของระดับปี FY19 ใน 1HFY22F (รอบปีบัญชีของ AOT สิ้นสุดในเดือนกันยายน) ตัวเลขดังกล่าวเพิ่มขึ้นเป็น 13% ในเดือนเมษายน, 22% ในเดือนพฤษภาคม และ 28% ในเดือนนี้ เราคาดว่าตัวเลขจะเร่งตัวขึ้นอีกตั้งแต่เดือนกรกฎาคมหลังนโยบายเปิดประเทศเต็มรูปแบบ และเราคาดว่าฟื้นตัวอย่างรวดเร็วอยู่ที่ 14/55/94% ของระดับปี FY19 ในปี FY22-24F อย่างไรก็ตาม ตัวเลขของเรายังคงเป็นระดับที่ระมัดระวังมากกว่าที่ AOT ซึ่งคาดว่าจะอยู่ที่ 15/58/101% ในปี FY22-24F สมมติฐานของเราอิงจากจำนวนนักท่องเที่ยวที่ยังมีประเทศที่ 7/26/39 ล้านคน ในปี 2022-24F เทียบกับ 40 ล้านคน ในปี 2019

รายได้สัมปทานเพิ่มขึ้นอย่างมาก

เนื่องจากวิกฤตโควิด AOT จึงยกเว้นการเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำสำหรับผู้ประกอบการร้านค้าปลอดอากรจนถึงเดือนมีนาคม 2023 แต่เนื่องจากการฟื้นตัวอย่างแข็งแกร่งของผู้โดยสาร เราจึงไม่คาดว่า AOT จะขยายระยะเวลาการยกเว้นและจะเริ่มเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำที่ 233 บาท ต่อผู้โดยสารระหว่างประเทศที่สนามบินสุวรรณภูมิตั้งแต่เดือนเมษายน 2023 เพิ่มขึ้นจาก 97 บาท ในปี FY19 ดังนั้นแม้ว่าผู้โดยสารระหว่างประเทศจะยังไม่กลับมาสู่ระดับปี FY19 แต่เราคาดว่ากำไรของ AOT จะอยู่ที่ 6/28 พันลบ. ในปี FY23-24F เทียบกับ 25 พันลบ. ในปี FY19 จากนั้น เมื่อผู้โดยสารระหว่างประเทศถึงระดับ 108% ของระดับปี FY19 ในปี FY25F เราคาดว่ากำไรของ AOT อยู่ที่ 35 พันลบ. หรือ 143% ของระดับปี FY19

ปรับเพิ่มประมาณการกำไร

เนื่องจากการฟื้นตัวอย่างรวดเร็วของผู้โดยสาร เราจึงปรับประมาณการกำไรของ AOT ขึ้น 37.5% ในปี FY23-24F และปรับราคาเป้าหมาย (ปีฐาน FY23F) เป็น 85 บาท (จาก 83 บาท) คุณสมบัติฐานใหม่ของเราใน Exhibit 1 เรายังคงแนะนำ “ซื้อ” AOT เนื่องจาก 1) เป็นหุ้นขนาดใหญ่และได้ประโยชน์โดยตรงจากการกลับมาเปิดประเทศอย่างเต็มรูปแบบ ซึ่งราคาหุ้นยังไม่ขยับขึ้นมากนัก 2) ปัจจัยผลักดันถัดไปมาจากกลับมาเก็บรายได้ประกันขั้นต่ำในเดือนเมษายน 2023 และ 3) ในฐานะที่เป็นธุรกิจที่มี operating leverage สูง และรายได้สัมปทานต่อผู้โดยสารที่สูงขึ้น กำไรของ AOT จึงสามารถก้าวข้ามระดับปี FY19 ได้อย่างง่ายดายในปี FY24F และสูงขึ้นไปอีกมากในปี FY25F

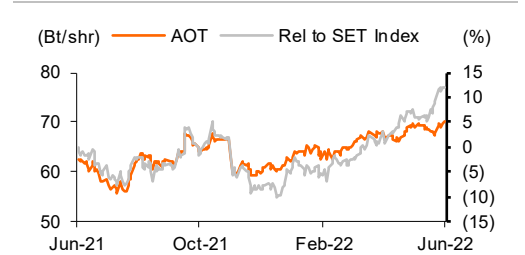
ซื้อขายที่มูลค่าที่เหมาะสม

ในฐานะที่เป็นประตูสู่ประเทศไทย ซึ่งธุรกิจมีลักษณะผูกขาด AOT ซื้อขายที่ PE เฉลี่ย 5 ปีที่ 40 เท่า ในปี FY15-19 เทียบกับ 37/29 เท่า ในปี FY24-25F ซึ่งเราเชื่อว่า PE ที่สูงนั้นสมเหตุสมผล เนื่องจากการฟื้นตัวของกำไรในปีหน้า และเติบโตไปอีกที่ 401/24% ในปี FY24-25F และให้ ROE เพิ่มขึ้นเป็น 25/27% ในปี FY24-25F จาก 6% ในปี FY23F เทียบกับ 17% ในปี FY19 ความสามารถในการทำกำไรที่สูงขึ้นเป็นผลมาจากผลตอบแทนต่อผู้โดยสารที่สูงขึ้นภายใต้สัมปทานปลอดอากรใหม่

COMPANY VALUATION

Y/E Sep (Bt m)	2021A	2022F	2023F	2024F
Sales	7,086	14,870	42,465	74,290
Net profit	(16,322)	(12,079)	5,630	28,213
Norm profit	(15,319)	(12,079)	5,630	28,213
Consensus NP	—	(9,689)	11,465	27,930
Diff frm cons (%)	—	na	(50.9)	1.0
Prev. Norm profit	—	(13,554)	4,109	26,864
Chg frm prev (%)	—	na	37.0	5.0
Norm EPS (Bt)	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0
Norm EPS grw (%)	na	na	na	401.1
Norm PE (x)	na	na	182.7	36.5
EV/EBITDA (x)	na	na	44.3	19.6
P/BV (x)	9.2	10.3	9.9	8.4
Div yield (%)	0.0	0.0	0.3	1.6
ROE (%)	na	na	5.5	24.9
Net D/E (%)	(6.9)	12.1	13.9	(8.1)

PRICE PERFORMANCE



COMPANY INFORMATION

Price as of 28-Jun-22 (Bt)	72.00
Market Cap (US\$ m)	29,302.3
Listed Shares (m shares)	14,285.7
Free Float (%)	30.0
Avg Daily Turnover (US\$ m)	52.0
12M Price H/L (Bt)	70.25/55.75
Sector	Transportation
Major Shareholder	Ministry of Finance 70%

Sources: Bloomberg, Company data, Thanachart estimates

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์
ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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

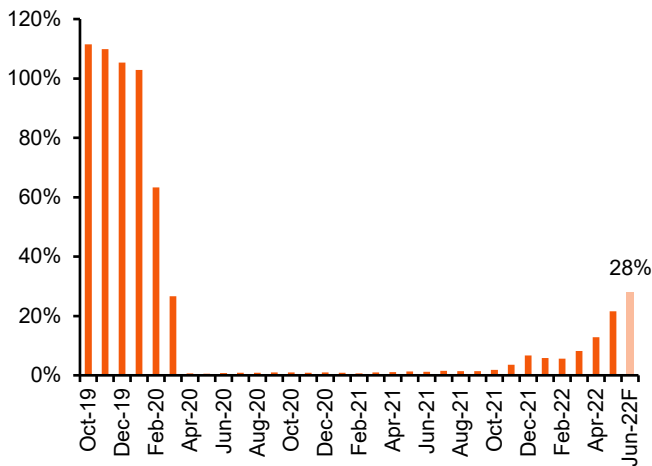


Ex 1: Key Assumption Changes

	FY20	FY21	FY22F	FY23F	FY24F
International passengers (m)					
New	37.5	1.0	11.8	46.2	79.0
Old			7.5	42.0	75.5
Change (%)			57.3	10.0	4.6
Domestic passengers (m)					
New	35.2	19.1	33.0	47.2	56.6
Old			30.1	46.3	57.8
Change (pp)			9.6	1.9	(2.1)
Normalized earnings (Bt bn)					
New	5.4	(15.3)	(12.1)	5.6	28.2
Old			(13.9)	4.1	26.9
Change (pp)			na	37.0	5.0

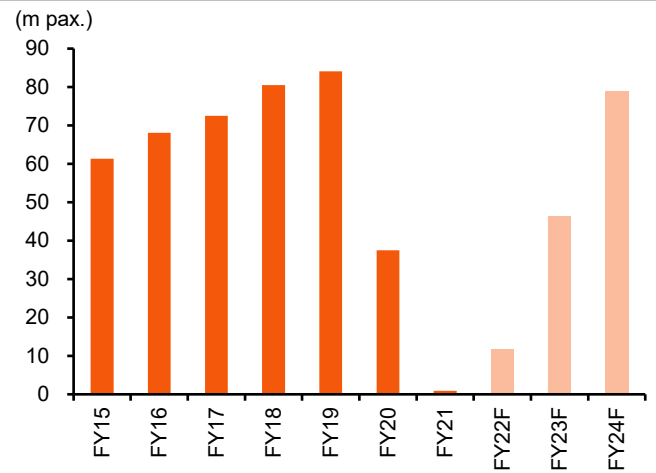
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 2: AOT's Inter. Pax. As % Of The FY19 Level



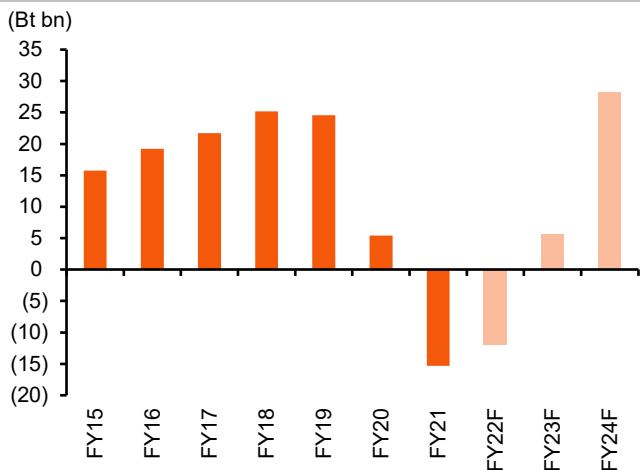
Source: Company data

Ex 3: AOT's Yearly Inter. Pax.



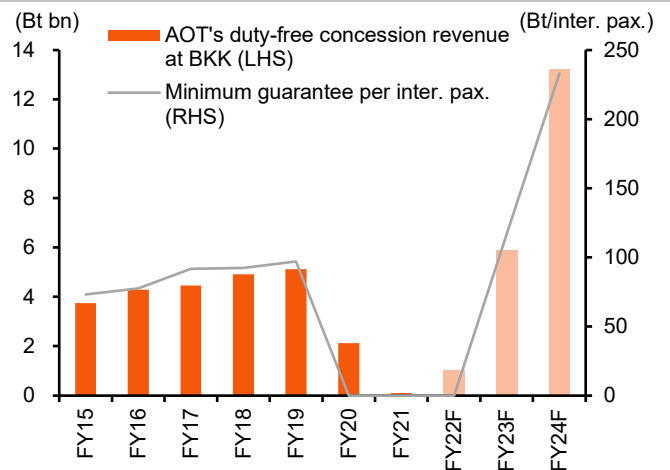
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 4: AOT's Earnings



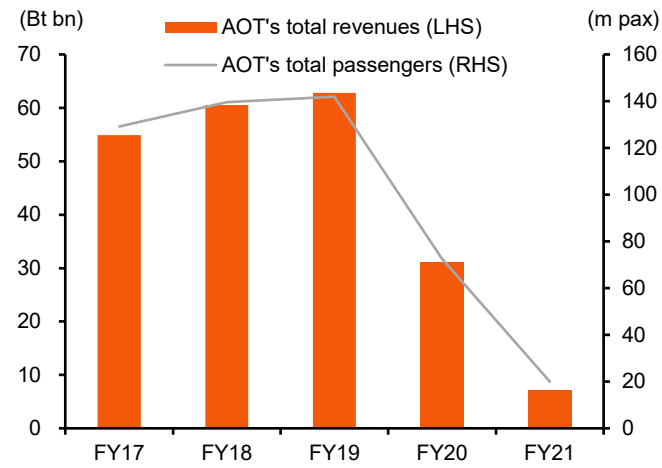
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 5: AOT's Duty-free Minimum Guarantee Per Inter. Pax.



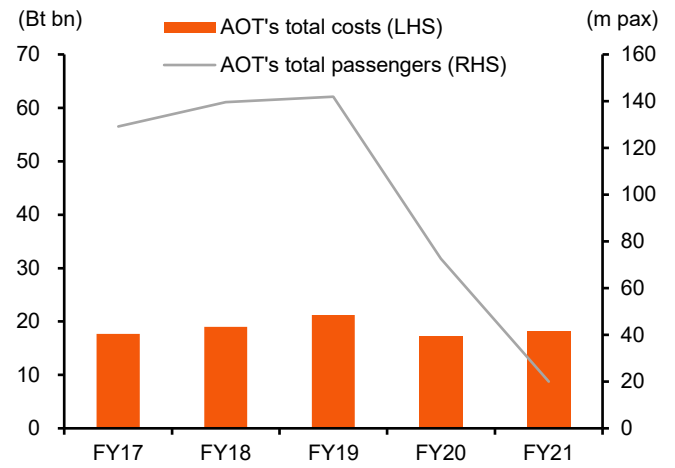
Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 6: 90% of AOT's Revenues Are Linked To Passengers



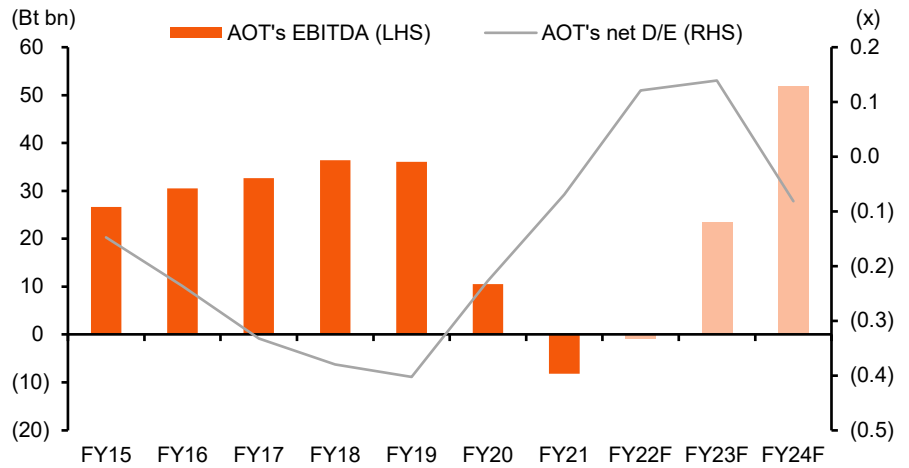
Sources: Company data

Ex 7: 70% of AOT's Costs Are Fixed



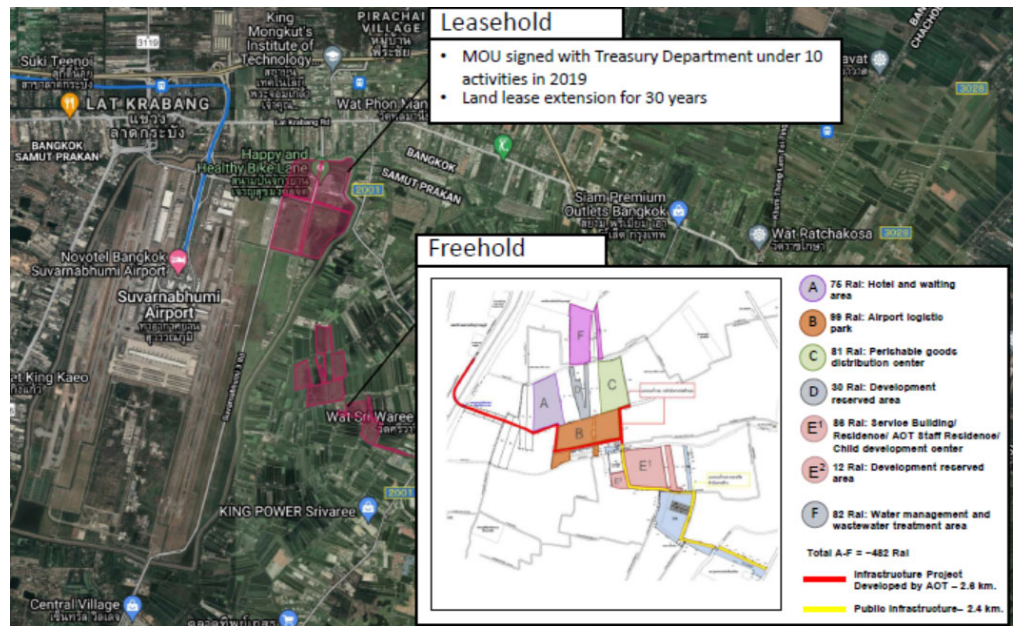
Sources: Company data

Ex 8: AOT's EBITDA Vs. Net D/E Ratio



Sources: Company data, Thanachart estimates

Ex 9: AOT's Airport City Project



Source: Company data

Ex 10: 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	FY34F	Terminal value
EBITDA excl. depreciation from right of use	21,003	49,325	57,389	65,928	74,525	88,032	94,742	101,344	108,593	116,402	124,818	133,171	—
Free cash flow	(1,104)	34,374	35,577	33,426	30,692	49,457	68,320	67,995	78,035	80,526	83,545	94,203	2,515,996
PV of free cash flow	(1,101)	29,895	28,479	24,844	21,181	31,685	40,640	37,554	38,480	36,701	35,201	36,694	661,628
Risk-free rate (%)	2.5												
Market risk premium (%)	8.0												
Beta	0.9												
WACC (%)	7.2												
Terminal growth (%)	2.0												
Enterprise value - add investments	1,226,893												
Net debt (FY22F)	12,241												
Minority interest	973												
Equity value	1,213,679												
# of shares (m)	14,286												
Equity value/share (Bt)	85.0												

Sources: Thanachart estimates

Valuation Comparison

Ex 11: 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	30.0	98.6	na	na	1.1	1.0	na	14.4	0.0	0.7
Shenzhen Airport Co	000089 CH	China	(20.1)	9.6	5.5	5.0	0.5	0.5	3.8	3.5	5.7	6.3
Xiamen Int'l Airport	600897 CH	China	110.1	47.0	16.0	10.9	1.2	1.1	5.9	4.3	3.1	4.5
Shanghai Int'l Airport	600009 CH	China	19.8	na	na	65.9	4.2	3.9	na	27.1	0.0	0.5
Fraport Frankfurt Airport	FRA GR	Germany	90.6	127.7	29.2	12.5	1.1	1.0	15.0	11.6	0.0	1.3
Japan Airport Terminal	9706 JP	Japan	97.8	na	na	58.5	3.3	2.9	25.6	13.8	0.1	0.6
Grupo Aeroportuario	ASURB MM	Mexico	36.3	11.8	15.5	13.9	3.0	2.8	9.9	9.1	3.7	4.2
SATS Ltd	SATS SP	Singapore	348.6	149.5	49.1	19.8	2.7	2.5	20.3	12.2	1.2	2.9
Airports of Thailand*	AOT TB	Thailand	na	na	na	182.7	10.3	9.9	na	44.3	0.0	0.3
Average			89.1	74.0	23.1	46.2	3.0	2.8	13.4	15.6	1.5	2.4

Source: Bloomberg

Note: * Thanachart estimates using normalized EPS

Based on 28 Jun-22 closing prices

กรุณาอ่านรายงานฉบับสมบูรณ์ ในรายงานฉบับภาษาอังกฤษ

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)	73.81	85.00	15%
Norm profit 22F (Bt m)	(9,689)	(12,079)	na
Norm profit 23F (Bt m)	11,465	5,630	-51%
Consensus REC	BUY: 17	HOLD: 7	SELL: 2

HOW ARE WE DIFFERENT FROM THE STREET?

- ประเมินการกำไรในปี FY22-23F ของเรต่ำกว่าตลาด เนื่องจากเราได้รวมการฟื้นตัวของผู้โดยสารที่ล่าช้าในประมาณการ
- แต่ราคาเป้าหมายของเราสูงกว่าตลาด 15% 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	14,870	42,465	74,290
Cost of sales	17,194	18,186	19,886	22,928	24,766
Gross profit	13,985	(11,100)	(5,016)	19,537	49,524
% gross margin	44.9%	-156.7%	-33.7%	46.0%	66.7%
Selling & administration expenses	8,870	6,099	7,584	9,342	11,143
Operating profit	5,115	(17,199)	(12,600)	10,195	38,380
% operating margin	16.4%	-242.7%	-84.7%	24.0%	51.7%
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	13,369	13,491
EBITDA	10,556	(8,172)	(926)	23,564	51,871
% EBITDA margin	33.9%	-115.3%	-6.2%	55.5%	69.8%
Non-operating income	1,951	630	393	500	525
Non-operating expenses	0	0	0	0	0
Interest expense	(646)	(2,973)	(3,023)	(3,284)	(2,985)
Pre-tax profit	6,419	(19,542)	(15,229)	7,411	35,920
Income tax	1,038	(4,173)	(3,046)	1,482	7,184
After-tax profit	5,381	(15,369)	(12,184)	5,929	28,736
% net margin	17.3%	-216.9%	-81.9%	14.0%	38.7%
Shares in affiliates' Earnings	(0)	(0)	0	0	0
Minority interests	22	50	105	(299)	(523)
Extraordinary items	(1,083)	(1,003)	0	0	0
NET PROFIT	4,321	(16,322)	(12,079)	5,630	28,213
Normalized profit	5,403	(15,319)	(12,079)	5,630	28,213
EPS (Bt)	0.3	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0
Normalized EPS (Bt)	0.4	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0

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

...and jump to a record high of Bt28bn 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	24,833	25,180	34,830
Cash & cash equivalent	43,558	17,103	20,000	20,000	30,000
Account receivables	3,225	3,637	4,074	4,421	4,071
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	202,361	209,314	213,603
LIABILITIES:					
Current liabilities:	15,333	13,610	15,347	14,535	14,855
Account payables	1,809	930	1,017	1,570	2,375
Bank overdraft & ST loans	0	27	0	0	0
Current LT debt	2,848	3,159	4,836	3,470	2,985
Others current liabilities	10,677	9,495	9,495	9,495	9,495
Total LT debt	8,245	6,080	27,405	31,230	16,916
Others LT liabilities	6,949	61,974	58,371	58,071	57,771
Total liabilities	30,527	81,664	101,123	103,836	89,542
Minority interest	796	1,078	973	1,272	1,794
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	72,574	76,515	94,576
Shareholders' equity	142,236	112,344	100,265	104,206	122,266
Liabilities & equity	173,559	195,086	202,361	209,314	213,603

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)	(15,229)	7,411	35,920
Tax paid	(1,038)	4,173	3,046	(1,482)	(7,184)
Depreciation & amortization	5,441	9,027	11,674	13,369	13,491
Chg In working capital	656	(1,290)	(350)	206	1,155
Chg In other CA & CL / minorities	(12,961)	4,573	2,400	2,280	2,166
Cash flow from operations	(1,483)	(3,058)	1,540	21,784	45,548
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	(6,004)	(2,580)	(2,466)
Cash flow from investments	(12,423)	(7,825)	(21,619)	(22,555)	(10,596)
Debt financing	(2,462)	(2,001)	22,975	2,460	(14,799)
Capital increase	0	0	0	0	0
Dividends paid	(14,999)	(2,714)	0	(1,689)	(10,153)
Warrants & other surplus	(985)	(10,856)	0	0	0
Cash flow from financing	(18,446)	(15,571)	22,975	771	(24,952)
Free cash flow	(12,984)	(14,113)	(14,375)	1,509	37,118

We assume AOT's capex at Bt169bn over FY22-31F for its capacity expansion

VALUATION

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Normalized PE (x)	190.4	na	na	182.7	36.5
Normalized PE - at target price (x)	224.7	na	na	215.7	43.0
PE (x)	238.1	na	na	182.7	36.5
PE - at target price (x)	281.0	na	na	215.7	43.0
EV/EBITDA (x)	94.4	na	na	44.3	19.6
EV/EBITDA - at target price (x)	112.0	na	na	52.2	23.2
P/BV (x)	7.2	9.2	10.3	9.9	8.4
P/BV - at target price (x)	8.5	10.8	12.1	11.7	9.9
P/CFO (x)	(693.8)	(336.3)	667.9	47.2	22.6
Price/sales (x)	33.0	145.2	69.2	24.2	13.8
Dividend yield (%)	0.3	0.0	0.0	0.3	1.6
FCF Yield (%)	(1.3)	(1.4)	(1.4)	0.1	3.6
(Bt)					
Normalized EPS	0.4	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0
EPS	0.3	(1.1)	(0.8)	0.4	2.0
DPS	0.2	0.0	0.0	0.2	1.2
BV/share	10.0	7.9	7.0	7.3	8.6
CFO/share	(0.1)	(0.2)	0.1	1.5	3.2
FCF/share	(0.9)	(1.0)	(1.0)	0.1	2.6

Sources: Company data, Thanachart estimates

37/29x PEs in FY24-25F look attractive in our view vs. its past-5-year average of 40x in FY15-19

FINANCIAL RATIOS

FY ending Sep	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
Growth Rate					
Sales (%)	(50.3)	(77.3)	109.9	185.6	74.9
Net profit (%)	(82.7)	na	na	na	401.1
EPS (%)	(82.7)	na	na	na	401.1
Normalized profit (%)	(78.0)	na	na	na	401.1
Normalized EPS (%)	(78.0)	na	na	na	401.1
Dividend payout ratio (%)	62.8	0.0	0.0	60.0	60.0
Operating performance					
Gross margin (%)	44.9	(156.7)	(33.7)	46.0	66.7
Operating margin (%)	16.4	(242.7)	(84.7)	24.0	51.7
EBITDA margin (%)	33.9	(115.3)	(6.2)	55.5	69.8
Net margin (%)	17.3	(216.9)	(81.9)	14.0	38.7
D/E (incl. minor) (x)	0.1	0.1	0.3	0.3	0.2
Net D/E (incl. minor) (x)	(0.2)	(0.07)	0.12	0.14	(0.08)
Interest coverage - EBIT (x)	7.9	na	na	3.1	12.9
Interest coverage - EBITDA (x)	16.3	na	na	7.2	17.4
ROA - using norm profit (%)	2.9	na	na	2.7	13.3
ROE - using norm profit (%)	3.6	na	na	5.5	24.9
DuPont					
ROE - using after tax profit (%)	3.6	na	na	5.8	25.4
- asset turnover (x)	0.2	0.0	0.1	0.2	0.4
- operating margin (%)	22.7	na	na	25.2	52.4
- leverage (x)	1.3	1.4	1.9	2.0	1.9
- interest burden (%)	90.9	117.9	124.8	69.3	92.3
- 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)	(9.6)	7.2	25.8
NOPAT (Bt m)	4,288	(17,199)	(10,080)	8,156	30,704
invested capital (Bt m)	109,771	104,506	112,506	118,906	112,168

Sources: Company data, Thanachart estimates

Despite the COVID-19 crisis for two years, the balance sheet is still solid with 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) โดยปัจจุบันบริษัทเป็นผู้ออกและเสนอขาย Derivative Warrants จำนวน 77 หลักทรัพย์ ได้แก่ ADVANC16C2210A, AMAT16C2209A, AMAT16C2206A, AOT16C2209A, AOT16C2206A, AWC16C2207A, BAM16C2206A, BAM16C2207A, BANPU16C2210A, BANPU16C2207A, BANP16C2207A, BCH16C2207A, BEC16C2207A, BGRI16C2209A, BLA16C2209A, BLA16C2205A, BLA16C2208A, CBG16C2210A, CBG16C2207A, CENTEL16C2209A, CHG16C2207A, COM716C2211A, COM716C2208A, COM716C2209A, DOHO16C2207A, EA16C2206A, EA16C2207A, EA16C2209A, ESSO16C2209B, ESSO16C2209A, GPSC16C2206A, GPSC16C2207A, GPSC16C2209A, GULF16C2210A, GULF16C2207A, GUNK16C2206A, GUNK16C2207A, GUNK16C2209A, HANA16C2207A, HANA16C2209A, IVL16C2209A, IVL16C2206A, JMART16C2210A, JMART16C2206A, JMT16C2210A, JMT16C2207A, KBAN16C2206A, KBAN16C2208A, KBAN16C2209A, KCE16C2208A, KCE16C2209A, KTC16C2209A, MEGA16C2207A, MINT16C2211A, MINT16C2207A, MTC16C2209A, PTG16C2209A, PTTE16C2209A, PTTG16C2207A, RBF16C2209A, RCL16C2208A, SET5016P2209B, S5016C2206A, S5016C2209A, S5016P2206A, S5016P2206B, S5016P2209A, SAWA16C2209A, SCB16C2208A, SPRC16C2209A, STEC16C2209A, SYNE16C2206A, TOP16C2211A, TOP16C2206A, TTA16C2211A, TTA16C2207A, TTA16C2208A, TU16C2210A, WHA16C2209A (underlying securities are ADVANC, AMATA, AOT, AWC, BAM, BANPU, BCH, BEC, BGRIM, BLA, CBG, CENTEL, CHG, COM7, DOHOME, EA, ESSO, GPSC, GULF, GUNKUL, HANA, IVL, JMART, JMT, KBANK, KCE, KTC, MEGA, MINT, MTC, PTG, PTTEP, PTTGC, RBF, RCL, SET50, SAWAD, SCB, SPRC, STEC, SYNEX, TOP, TTA, TU, WHA). และบริษัทจัดทำบทวิเคราะห์ของหลักทรัพย์อ้างอิงดังกล่าว จึงมีส่วนได้ส่วนเสียหรือมีความขัดแย้งทางผลประโยชน์ (conflicts of interest) นอกจากนี้ นักลงทุนควรศึกษารายละเอียดในหนังสือชี้ชวนของใบสำคัญแสดงสิทธิอนุพันธ์ดังกล่าวก่อนตัดสินใจลงทุน

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

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

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท ทูนคราต จำกัด (มหาชน) TCAP มีกรรมการร่วมกันได้แก่ นายสมเจตน์ หมุศิริเลิศ ซึ่งทำหน้าที่กรรมการผู้จัดการใหญ่ของ TCAP และ ทำหน้าที่ ประธานกรรมการบริษัท และประธานกรรมการบริหาร TNS อย่างไรก็ตาม บทวิเคราะห์นี้ได้ถูกจัดทำขึ้นบนสมมติฐานของฝ่ายวิจัยของ TNS"

หมายเหตุ: * บริษัทหลักทรัพย์ธนชาติ จำกัด (มหาชน) (TNS) และ บริษัท จัดการและพัฒนาทรัพยากรน้ำภาคตะวันออก จำกัด (มหาชน) EASTW มีกรรมการร่วมกันได้แก่ 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 สหกลีดิควิปเมนท์ จำกัด (มหาชน) ครั้งที่ 1/2562 ครบกำหนดไถ่ถอนปี พ.ศ. 2565" ที่ออกโดย บริษัท สหกลีดิควิปเมนท์ 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 นิजारุณ, CFA

Tel: 662-779-9199

pimpaka.nic@thanachartsec.co.th

Strategy, ประกัน, กระดาษ

จักร เรื่องสินทรัพย์

Tel: 662-779-9104

chak.reu@thanachartsec.co.th

สาธารณูปโภค, สื่อสาร

ณัฐภาพ ประสิทธิ์สุทัศน์

Tel: 662-483-8296

nuttapop.Pra@thanachartsec.co.th

อิเล็กทรอนิกส์, อาหาร, เครื่องดื่ม, เติบเรื่อ

พัทธดนย์ บุณนาค

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, บันเทิง

รดา ลิ้มสุทธิวันภูมิ

Tel: 662-483-8297

rata.lim@thanachartsec.co.th

ธนาคาร, ธุรกิจการเงิน

สรัชดา 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

พลังงาน, ปิโตรเคมี

ยุพาพรรณ พลพรประเสริฐ

Tel: 662-779-9110

yupapan.pol@thanachartsec.co.th

นักวิเคราะห์, แพลตฟอร์ม

ลาภินี ทิพยมณฑล

Tel: 662-779-9115

lapinee.dib@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

อดิศักดิ์ ผู้พัฒนาหลักทรัพย์, CFA

Tel: 662-779-9120

adisak.phu@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เทคนิค

ภัทรวัลย์ หวังมิ่งมาศ

Tel: 662-779-9105

pattawan.wan@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์ทางเทคนิค

วิชานันท์ ชรรคมป่ารุง

Tel: 662-779-9123

witchanan.tam@thanachartsec.co.th

กลยุทธ์การลงทุน

เถลิงศักดิ์ กุเจริญไพศาล

Tel: 662-483-8304

thaloengsak.kuc@thanachartsec.co.th

วิเคราะห์เชิงปริมาณ

สิทธิเชษฐ รุ่งรัศมีพัฒน์

Tel: 662-483-8303

sittichet.run@thanachartsec.co.th

ผู้ช่วยนักวิเคราะห์-กลยุทธ์การลงทุน

นลินภรณ์ คลังเปรมจิตต์

Tel: 662-779-9107

nariporn.kla@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 ลิ้มวณิชปราวณี

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