

บมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT)

4QFY20: ตลาดสะท้อนภาพการฟื้นตัวไปหมดแล้ว

ผลการดำเนินงานปี FY20 ไม่เป็นปัจจัยหนุนราคาหุ้น เนื่องจากเราและตลาดได้สะท้อนการฟื้นตัวของปริมาณการจราจรไปแล้ว ซึ่งสอดคล้องกับการคาดการณ์ของ AOT อย่างไรก็ดีตาม มาตรการช่วยเหลือผู้ประกอบการของ AOT จะขยายไปจนถึง FY21 และสัญญาใหม่ที่ทำร่วมกับ King Power จะเริ่มมีผลบังคับใช้ในเดือน เม.ย. 2022 และจะอิงตามจำนวนผู้โดยสารที่เกิดขึ้นจริงแทนเงื่อนไขเดิมคงคำแนะนำ ขาย ราคาเป้าหมายที่ 57.00 บาท

4QFY20 RESULTS

| Year end 30 Sep (Btm) | 4QFY20 | yoy % chg | Comments |
|--------------------------------|---------------|---------------|--|
| Aeronautical Revenue | 666 | -92.1 | 3-fold qoq improvement due to a 4x fold qoq rise in pax throughput |
| Non- Aeronautical Revenue | 1,187 | -82.3 | Concession rev -89% following adoption of relief measures for operators. |
| Total operating revenue | 1,853 | -87.8 | |
| EBIT | -4,798 | -177.5 | Staff cost declined 42%, but rose 122% qoq, impairment loss of Bt1.2b |
| EBITDA | -3,416 | -144.5 | |
| EBIT Margin (%) | n.a. | n.a. | |
| PBT | -4,711 | -172.6 | |
| Net income | -3,728 | -172.9 | 24% higher qoq |

Source: AOT, UOB Kay Hian

RESULTS

• กำไรปี FY20 เป็นไปตามที่ตลาดคาด โดยผลขาดทุนใน 4QFY20 มากกว่า 3QFY20 เราไม่แปลกใจต่อผลขาดทุนใน 4QFY20 เนื่องจากจำนวนผู้โดยสารใน 4QFY20 ของบมจ.ท่าอากาศยานไทย (AOT) ลดลง 78% yoy ขณะที่ ปรับตัวดีขึ้นถึง 4 เท่าจากไตรมาสก่อน (qoq) แต่ผลขาดทุนใน 4QFY20 ของ AOT ยังคงสูงกว่าใน 3QFY20 และขาดทุนสูงที่สุดสำหรับปี FY20 ซึ่งเป็นผลมาจาก : 1) ค่าใช้จ่ายด้านพนักงานที่เพิ่มขึ้น 1,000 ลบ. qoq และ 2) ผลขาดทุนจากการด้อยค่าสินทรัพย์ที่ท่าอากาศยานหาดใหญ่ นอกจากนี้รายได้ค่าสัมปทานยังลดลง 82% yoy เนื่องจากเปลี่ยนไปเรียกเก็บเฉพาะผลประโยชน์ตอบแทนรายเดือนเป็นร้อยละหรือ เปอร์เซนต์ของรายได้ และยกเว้นการเรียกเก็บค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต่ำ โดยคาดว่า จะยังเก็บเป็นเปอร์เซนต์ไปจนถึงเดือน มี.ค. 22 รายได้จากธุรกิจร้านค้าปลอดอากร (duty-free) ของ King Power ลดลง 54% yoy เป็น 4,100 ลบ. ซึ่งเมื่อรวมกับส่วนลด 50% สำหรับค่าธรรมเนียมในการขึ้น-ลงของอากาศยาน (Landing Charge) และค่าเช่าสำนักงาน รายได้ที่ไม่เกี่ยวกับกิจการการบินลดลง 82% AOT ไม่ได้ประกาศจ่ายเงินปันผลครั้งสุดท้าย (รายละเอียดเพิ่มเติมหน้า 2)

KEY FINANCIALS

| Year to 30 Sep (Btm) | 2019 | 2020 | 2021F | 2022F | 2023F |
|-------------------------------|--------|--------|---------|--------|--------|
| Net turnover | 62,783 | 31,179 | 19,148 | 52,144 | 61,119 |
| EBITDA | 36,367 | 9,328 | 815 | 28,637 | 33,762 |
| Operating profit | 30,515 | 3,886 | (4,956) | 22,707 | 27,649 |
| Net profit (rep./act.) | 25,026 | 4,321 | (3,130) | 19,106 | 23,550 |
| Net profit (adj.) | 24,421 | 5,407 | (3,048) | 19,347 | 23,832 |
| EPS (Bt) | 1.7 | 0.4 | (0.2) | 1.4 | 1.7 |
| PE (x) | 39.2 | 177.0 | n.a. | 49.5 | 40.2 |
| P/B (x) | 6.2 | 6.7 | 6.9 | 6.0 | 5.6 |
| EV/EBITDA (x) | 25.4 | 99.2 | 1,136.1 | 32.3 | 27.4 |
| Dividend yield (%) | 1.6 | 0.0 | 0.0 | 1.0 | 1.5 |
| Net margin (%) | 39.9 | 13.9 | (16.3) | 36.6 | 38.5 |
| Net debt/(cash) to equity (%) | (40.4) | (22.8) | (18.2) | (18.0) | (25.2) |
| Interest cover (x) | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. | n.a. |
| ROE (%) | 16.8 | 2.9 | n.a. | 12.9 | 14.3 |
| Consensus net profit | - | - | (2,614) | 16,176 | 25,750 |
| UOBKH/Consensus (x) | - | - | 1.17 | 1.20 | 0.93 |

Source: AOT, Bloomberg, UOB Kay Hian

SELL

(Maintained)

| | |
|---------------|---------|
| Share Price | Bt67.00 |
| Target Price | Bt57.00 |
| Upside | -14.9% |
| (Previous TP) | Bt50.00 |

COMPANY DESCRIPTION

AOT operates six of the 38 airports in Thailand, but collectively these six airports account for 83% of the total pax throughput.

STOCK DATA

| | |
|---------------------------------|-------------|
| GICS sector | Industrials |
| Bloomberg ticker: | AOT TB |
| Shares issued (m): | 14,285.7 |
| Market cap (Btm): | 957,141.9 |
| Market cap (US\$m): | 31,550.3 |
| 3-mth avg daily t'over (US\$m): | 68.4 |

Price Performance (%)

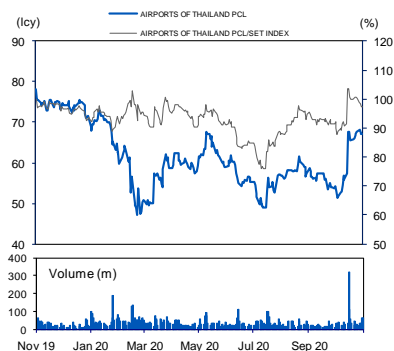
52-week high/low Bt78.25/Bt47.00

| 1mth | 3mth | 6mth | 1yr | YTD |
|------|------|------|--------|-------|
| 24.1 | 17.5 | 15.5 | (16.8) | (9.8) |

Major Shareholders

| | % |
|--------------------------|------|
| Finance Ministry | 70.0 |
| Thai NVDR Co Ltd | 4.5 |
| FY21 NAV/Share (Bt) | 9.74 |
| FY21 Net Cash/Share (Bt) | 1.77 |

PRICE CHART



Source: Bloomberg

ANALYST(S)

K Ajith
+65 6590 6627
ajith@uobkayhian.com

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลที่ได้ปรากฏและเชื่อว่าน่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลใดๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการดังกล่าวที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

Company Results

Monday, 30 November 2020

- กระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) เป็นบวกในปีนี้ แต่เงินสดคงเหลือปลายงวด (Ending cash) ลดลง 41% yoy AOT สร้างกระแสเงินสดจากการดำเนินงาน (OCF) ได้จำนวน 247 ลบ.ในปีนี้ โดยพลิกจากขาดดุลที่ 5,470 ลบ.ใน 3QFY20
- รายได้ค่าสัมปทานลดลง 82% yoy ใน 4QFY20 สะท้อนจาก : 1) มาตรการช่วยเหลือผู้ประกอบการในเดือน ก.พ.ที่ผ่านมา โดยยกเว้นการเรียกเก็บค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต้น 2) ส่วนลด 20% สำหรับสัญญาที่มีผลตอบแทนคงที่ และ 3) จำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศ และจำนวนผู้โดยสารทั้งหมดลดลง 99% yoy และ 96% yoy ตามลำดับ นอกจากนี้ การดำเนินการตามสัญญาใหม่ที่ทำร่วมกับ King Power ยังถูกเลื่อนออกไปอีก 1 ปี เนื่องจากค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต้น (Minimum Guarantee) ใหม่จะเป็นไปในทิศทางเดียวกันกับจำนวนผู้โดยสารที่ลดลง จนกว่าปริมาณการจราจรจะสูงกว่าคาด
- ระยะเวลาเก็บหนี้สำหรับปี FY20 เพิ่มขึ้นเป็น 46.7 วันจาก 32.8 วัน ณ สิ้นไตรมาส 3Q20 ซึ่งตอกย้ำความเครียดมากขึ้นในกลุ่มสายการบิน และร้านค้าเชิงพาณิชย์ ลูกหนี้การค้าโดยรวมเพิ่มขึ้น 52% yoy แต่ยังไม่รวมการตั้งสำรองหนี้เสียจำนวน 1,100 ลบ.ที่ AOT รับรู้ในระหว่างงวด โดยลูกหนี้ 1 ใน 3 มีอายุมากกว่า 6 เดือนเทียบกับ 20% ณ สิ้นไตรมาส 3QFY20

STOCK IMPACT

- การพัฒนาวัคซีนไม่สามารถชดเชยรายได้ที่ไม่เกี่ยวกับกิจการการบิน สถานการณ์ COVID-19 เปลี่ยนแปลงรูปแบบการจับจ่ายสินค้าอย่างเห็นได้ชัด และเราเชื่อว่าส่งผลต่อการจับจ่ายสินค้าปลอดอากร (duty-free) ในอนาคตด้วย สำหรับ จีน ซึ่งเป็นตลาดใหญ่สำหรับการจับจ่ายสินค้าปลอดอากร (duty-free) กำลังกระตุ้นให้มีการใช้จ่ายในประเทศมากขึ้น และได้เปิด Hainan เป็นศูนย์กลางปลอดอากร ดังนั้น เราจึงเชื่อว่าแม้หลัง COVID-19 การใช้จ่ายใน duty-free จะไม่กลับสู่ระดับเดิม และ AOT อาจไม่ได้รับประโยชน์จากค่าผลประโยชน์ตอบแทนขั้นต้น (MAG) ที่สูงจาก King Power (ยกเว้นการเรียกเก็บ MAG จนถึงเดือน มี.ค.22) ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อผลการจ่ายเงินปันผล เนื่องจากการจ่ายเงินปันผลของ AOT อิงจากรายได้ที่ไม่เกี่ยวกับกิจการการบิน
- จำนวนผู้โดยสารจะฟื้นตัวเต็มที่ภายในปี FY23 เราได้สมมติฐานว่าจำนวนผู้โดยสารของ AOT ในปี FY21, FY22 และ FY23 จะอยู่ที่ประมาณ 45%, 76% และ 100% ของจำนวนผู้โดยสารในปี FY19 ตามลำดับ ดังนั้น เราจึงคาดว่ารายได้ที่เกี่ยวกับกิจการการบินจะฟื้นตัวกลับสู่ระดับก่อนเกิด COVID-19 ภายในปี FY23

EARNINGS REVISION/RISK

- ประเมินการกำไรปี FY21 ของเรายังไม่เปลี่ยนแปลง เราปรับประมาณการกำไรปี FY21 ขึ้น 5.9% การติดเชื้อ COVID-19 ระลอกที่สอง และความล่าช้าในการยอมรับวัคซีนเป็นความเสี่ยงหลัก

VALUATION/RECOMMENDATION

- คงคำแนะนำ ชาย แต่เราปรับราคาเป้าหมายของเราขึ้นจาก 50.00 บาทเป็น 57.00 บาท เนื่องจากเราปรับสมมติฐานอัตราผลตอบแทน (ROIC) ในระยะยาวขึ้นจาก 20.8% เป็น 21.7% นอกจากนี้ เรายังเปลี่ยนการประเมินมูลค่ายุติธรรม (fair value) เป็นปี FY23 (จาก FY22) จากมูลค่ายุติธรรม (fair value) ของเรา AOT จะทำการซื้อขายที่กำไรปี FY22 ที่ 42.6 เท่า

SHARE PRICE CATALYST

- การกระจาย และการยอมรับวัคซีน COVID-19 ในวงกว้าง

4QFY20 OPERATING STATISTICS

| (Bt) | 4QFY20 | yoy % chg |
|------------------------------|--------|-----------|
| Total AOT throughput | 7.5 | -78.0 |
| PSC per pax | 52.3 | -72.3 |
| Concession rev per pax | 59.1 | -51.7 |
| Aeronautical rev per pax | 88.9 | -64.1 |
| Non-Aeronautical rev per pax | 158.6 | -19.5 |
| Total rev per pax (Bt) | 247.5 | -44.3 |
| EBIT per pax (Bt) | -478.4 | -391.3 |
| EBITDA per pax (Bt) | -456.3 | -302.7 |
| EBITDA (1-t) per pax | -326.3 | -275.9 |
| Op cost per pax (Bt) | 888.3 | 237.7 |
| Op Breakeven throughput (%) | 358.9 | 506.7 |

Source: AOT, UOB Kay Hian

ASSUMPTIONS

| (yoy % chg) | FY21 | FY22F | FY23F |
|------------------------|-------|-------|-------|
| Visitor arrivals | -57.0 | 290.0 | 34.0 |
| Pax throughput | -21.1 | 93.2 | 27.1 |
| Aircraft movement | -11.1 | 78.9 | 18.8 |
| Concession rev per pax | -7.5 | 61.1 | -22.2 |

Source: AOT, UOB Kay Hian

VALUATION

| | |
|------------------------|---------|
| Sustainable ROIC | 21.7% |
| WACC | 6.9% |
| Terminal Growth Rate | 3.8% |
| Derived EV (Btm) | 778,822 |
| Add cash less MI (Btm) | 41,632 |
| Equity value (Btm) | 820,454 |
| Value per share (Bt) | 57.0 |

Source: UOB Kay Hian