บมจ. ท่าอากาศยานไทย (AOT)

ไตรมาส 1/59: ผลประกอบการดีแต่ yield ต่ำกว่าผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี

AOT รายงานผลประกอบการที่ดีในไตรมาส 1/59 โดยกำไรสุทธิเพิ่มขึ้น 18% yoy อย่างไรก็ดี แหล่งสร้างรายได้หลักของ AOT ยังขึ้นอยู่กับนักท่องเที่ยวจีนซึ่งเป็นประเทศเดียวจากตลาดหลัก 4 แห่งที่จำนวนนักท่องเที่ยวเพิ่มขึ้น นอกจากนี้ dividend yield ในปี 59 ของ AOT ที่ 1.9% ต่ำกว่าผลตอบแทนของพันธบัตรรัฐบาลไทยระยะเวลา 10 ปี คงคำแนะนำ ขาย ด้วยราคาเป้าหมายที่ 338.00 บาท

1QFY16 RESULTS

Year To 30 Sep (Btm)	1Q16	yoy % chg	Comments
Aeronautical Rev	6,831.8	8.8	Growth lower than pax throughput (+11.7%)
Non- Aeronautical Rev	4,982.3	16.9	Concession rev rose 19%; service rev rose 18%.
Total operating revenue	11,814.1	12.1	
EBIT	5,880.3	19.0	Rev growth of 12% while opex only grew 6%.
EBITDA	7,460.8	16.1	
EBIT Margin (%)	49.8	2.9	
PBT	5,864.9	16.5	
Net income	4,626.0	18.2	
Core net income	4,632.4	22.4	

Source: AOT, UOB Kay Hian

ผลประกอบการ

- **กำไรสุทธิไตรมาส 1/59 เพิ่มขึ้น 18% yoy มากกว่าที่ตลาดคาดว่าจะเติบโตขึ้นที่ 13.5%** กำไรสุทธิของ AOT ในไตรมาส 1/59 คิดเป็น 24% ของประมาณการรวมทั้งปีของเรา top-line โตขึ้น 12% yoy โดยมาจากรายได้สัมปทานและบริการเป็นหลัก ด้านปัจจัยหนุนกำไรจากการดำเนินงานมาจาก operating leverage เนื่องจากการเติบโตของรายได้มากกว่าของ opex ที่ขยายตัวขึ้นเพียงแค่ 6% yoy ด้านค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภคลดลง 1% yoy จากต้นทุนพลังงานที่ลดลง ในขณะเดียวกัน ค่าใช้จ่ายในการจ้าง outsource และพนักงานเพิ่มขึ้นแค่ 4% และ 6% ตามลำดับ
- **การเติบโตของการบินต่ำกว่าการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารรวม (+11.7%)** ด้วยสาเหตุหลักจาก traffic ในประเทศที่เพิ่มขึ้นซึ่งมีอัตราค่าบริการผู้โดยสารขาออก (Passenger service charge) ต่ำกว่าของต่างประเทศ
- **รายได้ที่ไม่ใช่ด้านการบินมีปัจจัยหนุนจากระบบ APPS** AOT เริ่มใช้ระบบตรวจสอบและคัดกรองผู้โดยสารล่วงหน้า (APPS) เมื่อวันที่ 1 ธ.ค.58 ซึ่งเป็นระบบที่ให้ข้อมูลเกี่ยวกับผู้โดยสารขาเข้าและเพื่อคัดกรองผู้โดยสารก่อนที่จะเข้าประเทศ แต่ถึงขณะนี้ ยังไม่มีความชัดเจนว่าหน่วยงานใดจะเป็นผู้รับผิดชอบค่าใช้จ่ายของระบบใหม่ที่เกิดขึ้น อย่างไรก็ดี ระบบ APPS ใหม่ทำให้รายได้บริการเพิ่มขึ้น 18% yoy ซึ่งมากกว่าอัตราการเติบโตของผู้โดยสารที่โตขึ้น 12% yoy

KEY FINANCIALS

Year to 30 Sep (Btm)	2014	2015	2016F	2017F	2018F
Net turnover	37,585	43,969	49,071	52,605	56,233
EBITDA	20,570	26,302	30,989	33,233	35,283
Operating profit	14,920	20,114	24,703	27,331	28,681
Net profit (rep./act.)	12,220	18,729	20,206	22,360	23,622
Net profit (adj.)	12,029	18,548	19,842	21,996	23,258
EPS (Bt)	8.4	13.0	13.9	15.4	16.3
PE (x)	43.8	28.4	26.6	24.0	22.7
P/B (x)	5.4	4.9	4.4	4.0	3.6
EV/EBITDA (x)	26.6	20.8	17.7	16.5	15.5
Dividend yield (%)	0.9	1.8	1.9	1.7	1.8
Net margin (%)	32.5	42.6	41.2	42.5	42.0
Net debt/(cash) to equity (%)	28.4	26.4	16.9	14.4	20.9
Interest cover (x)	47.9	79.6	288.0	2,785.2	n.a.
ROE (%)	13.0	18.2	17.7	17.9	17.1
Consensus net profit	-	-	18,803	21,664	24,231
UOBKH/Consensus (x)	-	-	1.06	1.02	0.96

Source: AOT, Bloomberg, UOB Kay Hian

ขาย

(Maintained)

ราคาปัจจุบัน	369.00 บาท
ราคาเป้าหมายปี'59	338.00 บาท
Upside	-8.4%
(ราคาเป้าหมายเดิม	277.00 บาท)

รายละเอียดบริษัทฯ

ควบคุมท่าอากาศยานจำนวน 6 จาก 38 แห่ง ในประเทศไทย ซึ่งคิดเป็น 83% ของจำนวนผู้โดยสารทั้งหมด

STOCK DATA

GICS sector	Industrials
Bloomberg ticker:	AOT TB
Shares issued (m):	1,428.6
Market cap (Btm):	527,142.3
Market cap (US$m):	14,790.8
3-mth avg daily t'over (US$m):	27.6

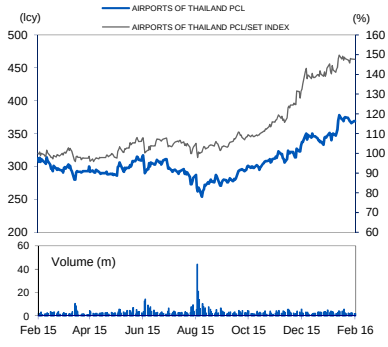
Price Performance (%)

52-week high/low Bt378.00/Bt254.00

1mth	3mth	6mth	1yr	YTD
6.6	18.6	30.4	18.3	6.6

Major Shareholders	%
Finance Ministry	70.0
Thai NVDR Co Ltd	4.5
FY16 NAV/Share (Bt)	83.06
FY16 Net Debt/Share (Bt)	14.60

PRICE CHART



Source: Bloomberg

นักวิเคราะห์

Research Team

02-659-8154

Thailand_research@uobkayhian.co.th

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำของสงวนสิทธิ์ในการปรับเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน

- ....รายได้สัมปทานเพิ่มขึ้นจากจำนวนผู้โดยสาร อัตราส่วนแบ่งรายได้และค่าใช้จ่ายเงินต่อผู้โดยสารที่มากขึ้น รายได้สัมปทานเพิ่มขึ้น 19% yoy เนื่องจากโดยปกติแล้ว AOT จะปรับเพิ่มสัดส่วนของส่วนแบ่งรายได้สัมปทานกับผู้ประกอบการ duty free ที่ปีละ 1ppt นอกจากนี้ การใช้จ่ายเงินต่อผู้โดยสารเพิ่มขึ้น 6% yoy จากการใช้จ่ายเงินของนักท่องเที่ยวจีนที่มากขึ้นหนุนจากจำนวนนักท่องเที่ยวจีนที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยที่เพิ่มขึ้น 20% yoy และ 29% yoy ในเดือน พ.ย. และ ธ.ค.58 ตามลำดับ
- **FCF พุ่งขึ้น 115% yoy ในไตรมาส 1/59 อยู่ที่ 4,100 ล้านบาท** แม้กระแสเงินสดจากการดำเนินงานเติบโตขึ้น 29% yoy แต่ capex ลดลงอย่างมีนัยสำคัญซึ่งทำให้ free cash flow ดีขึ้น

ผลกระทบในอนาคต

- **นักท่องเที่ยวจากประเทศจีนเป็นประเทศเดียวที่เติบโตขึ้น** นักท่องเที่ยวจากประเทศจีน ยุโรป อาเซียนและญี่ปุ่นคิดเป็นประมาณ 76% จำนวนนักท่องเที่ยวรวมที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยจากตลาดหลักทั้ง 4 แห่ง มีเพียงนักท่องเที่ยวจากประเทศจีนเพียงประเทศเดียวที่เติบโตขึ้นอย่างมากซึ่งเป็นแหล่งสร้างรายได้หลักให้กับ AOT ทั้งนี้ การท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยคาดว่าจะจำนวนนักท่องเที่ยวที่เดินทางเข้ามายังประเทศไทยในปี 59 จะอยู่ที่ประมาณ 32 ล้านคน (โตขึ้น 7-8%) ดังนั้น เราจึงคาดว่าจำนวนผู้โดยสารของ AOT จะขยายตัวขึ้น 8% ในปี 59
- **หุ้น AOT แพงกว่าพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี** หุ้น AOT มี dividend yield ในปี 59 ที่ 1.9% (payout ratio อยู่ที่ 50%) ซึ่งผลตอบแทนต่ำกว่าพันธบัตรรัฐบาลระยะเวลา 10 ปี

การปรับกำไรสุทธิ/ปัจจัยเสี่ยง

- **เราปรับเพิ่มประมาณการกำไรสุทธิในปี 59 และ 60 ขึ้น 5.5% และ 5.3% ตามลำดับ**เพื่อสะท้อนรายได้บริการที่เพิ่มขึ้น ค่าใช้จ่ายพนักงานที่ลดลงและค่าใช้จ่ายสาธารณูปโภคที่ต่ำลง

คำแนะนำ

- **คงคำแนะนำ ขาย แต่ปรับเพิ่มราคาเป้าหมายขึ้นจาก 277.00 บาทเป็น 338.00 บาท** เนื่องจากเราปรับเพิ่ม PE เป็น 23 เท่าจาก 17 เท่าหลังประมาณการการเติบโตไว้ที่ 5%

เหตุการณ์สำคัญที่อาจส่งผลต่อราคาหุ้น

- ไม่มี เนื่องจากเรารวมการเติบโตของจำนวนนักท่องเที่ยวอิงจากการคาดการณ์ของการท่องเที่ยวแห่งประเทศไทยในประมาณการของเราแล้ว

P/B CHART

Source: DataStream, UOB Kay Hian

OPERATING STATS

	1Q16	yoy % chg
Total AOT throuput (m)	28.9	11.7
PSC per pax	175.1	-2.6
Concession rev per pax	111.2	6.4
Aeronautical rev per pax	236.2	-2.6
Non-Aeronautical rev per pax	172.2	4.7
Total rev per pax (Bt)	408.4	0.4
EBIT per pax (Bt)	203.7	6.6
EBITDA per pax (Bt)	257.9	3.9
EBITDA (1-t) per pax	215.4	5.0
Op cost per pax (Bt)	205.1	-5.1
Op Breakeven throughput (%)	50.2	-5.5

Source: UOB Kay Hian, AOT

ASSUMPTIONS

	FY15	FY16E	FY17E
Visitor arrivals (m)	29.8	32.2	34.8
yoy% chg	21.7	8.0	8.0
Pax throughput (M)	106.8	119.1	129.1
yoy% chg	21.9	11.6	8.4
Aircraft movement	353,701	393,213	422,680
yoy% chg	16.0	11.2	7.5
Concession revenue per pax (Bt)	109.9	111.7	110.8
yoy% chg	-1.6	1.6	-0.8

Source: UOB Kay Hian, AOT

VALUATION

	Btm	BT($) Per share
NPV of OCF	202,836	142
NPV of Capex	-96,105	-67
NPV of terminal value	390,798	274
Enterprise value	497,529	348
Less Net (Debt) Cash	8,006	6
DCF-based fair value	505,535	354
Long term sustainable growth rate		5
Cost of equity		8
Fair PE multiple		22.7
PE-derived value		322
Average of DCF and PE fair value		338

Source: UOB Kay Hian

รายงานฉบับนี้จัดทำขึ้นโดยข้อมูลเท่าที่ปรากฏและเชื่อว่าเป็นที่น่าเชื่อถือได้แต่ไม่ถือเป็นการยืนยันความถูกต้องและความสมบูรณ์ของข้อมูลนั้นๆ โดยบริษัทหลักทรัพย์ ยูโอบี เคย์ เฮียน (ประเทศไทย) จำกัด (มหาชน) ผู้จัดทำขอสงวนสิทธิ์ในการปรับเปลี่ยนแปลงความเห็นหรือประมาณการณ์ต่างๆที่ปรากฏในรายงานฉบับนี้ โดยไม่ต้องแจ้งล่วงหน้า รายงานฉบับนี้มีวัตถุประสงค์เพื่อใช้ประกอบการตัดสินใจของนักลงทุน โดยไม่ได้เป็นการชี้นำชักชวนให้นักลงทุนทำการซื้อหรือขายหลักทรัพย์ หรือตราสารทางการเงินใดๆ ที่ปรากฏในรายงาน