



**BUALUANG
SECURITIES**

25 มิถุนายน 2555

ท่าอากาศยานไทย

แนวโน้มอัปเดตต่อกำไรสุทธิ

Transportation
(Airport)
Neutral

ประเด็นการลงทุน: ประเด็นหลักจากการประชุมนักวิเคราะห์เมื่อวันศุกร์ที่ผ่านมาได้ยืนยันมุมมองเชิงบวกของเราต่อตัวเลขการจราจรทางอากาศในปี 2555 นอกจากนี้จะมีแนวโน้มอัปเดตต่อกำไรสุทธิหากมีการปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมผู้โดยสารและ/หรือมีการย้ายสายการบินต้นทุนต่ำไปที่สนามบินดอนเมืองแทน ดังนั้นเรามองว่ามีโอกาสที่หุ้นจะปรับขึ้นไปซื้อขายที่ระดับมูลค่าสูงขึ้น ปัจจุบันหุ้นซื้อขายที่ PBV ปี 2555 เท่ากับ 1.1 เท่า (สูงกว่าค่าเฉลี่ยระยะยาวอยู่ 0.9 เท่าของส่วนเบี่ยงเบนมาตรฐาน) ซึ่งต่ำกว่าค่าเฉลี่ยภูมิภาคที่ 1.3 เท่า

ตัวเลขการจราจรทางอากาศเติบโตแข็งแกร่ง YoY ในไตรมาส 3/55: แม้ว่าตัวเลขการจราจรทางอากาศในไตรมาส 3/55 น่าจะปรับตัวลดลง QoQ เนื่องจากปัจจัยทางฤดูกาล แต่แนวโน้มการเติบโต YoY ยังแข็งแกร่งนับตั้งแต่ต้นไตรมาสจนถึงปัจจุบัน จำนวนผู้โดยสารปรับตัวเพิ่มขึ้น 12% YoY ในขณะที่จำนวนเที่ยวบินเพิ่มขึ้น 8% YoY ในช่วงเดือน เม.ย.-พ.ค. นอกจากนี้ตัวเลขการจราจรทางอากาศที่สนามบินสุวรรณภูมิในช่วง 1-17 มิ.ย. ได้ปรับตัวเพิ่มขึ้นต่อเนื่อง YoY โดยการเติบโตของจำนวนผู้โดยสารระหว่างประเทศอยู่ที่ 14% และผู้โดยสารในประเทศอยู่ที่ 36% แม้ว่าจะมีการปิดรันเวย์เพื่อการซ่อมบำรุง ดังนั้นกำไรหลักในไตรมาส 3/55 น่าจะยังคงขยายตัวอย่างแข็งแกร่ง YoY อย่างไรก็ตามให้สังเกตว่าค่าใช้จ่ายพิเศษที่เกิดขึ้นจากการซ่อมแซมสนามบินดอนเมืองอาจกดดันกำไรสุทธิในไตรมาส 3/55

การปรับเพิ่มค่าธรรมเนียมผู้โดยสารอยู่ระหว่างดำเนินการ: AOT ได้เสนอขออนุมัติปรับเพิ่มอัตราค่าธรรมเนียมผู้โดยสารไปยังคณะกรรมการการบินพลเรือน (จาก 700 บาทเป็น 800 บาท สำหรับผู้โดยสารระหว่างประเทศและจาก 100 เป็น 150 บาทสำหรับผู้โดยสารในประเทศ) ซึ่งอาจได้รับการอนุมัติในไตรมาส 4/55 ผู้บริหารคาดว่าจะเริ่มบังคับใช้อัตราค่าธรรมเนียมใหม่ในไตรมาส 4/56 (สิ้นรอบบัญชีเดือน ก.ย.) หากได้รับการอนุมัติ ซึ่งล่าช้ากว่าที่คาดไว้เบื้องต้นในไตรมาส 3/56 เล็กน้อย

มีอัปเดตต่อกำไรสุทธิจากการย้ายสายการบินต้นทุนต่ำไปยังสนามบินดอนเมือง: บริษัทได้เสนอโครงการจูงใจ (ส่วนลดในการขึ้นลงอากาศยานและลงจอดและค่าเช่า) ให้สายการบินต้นทุนต่ำย้ายกลับไปใช้สนามบินดอนเมือง ผู้บริหารให้แนวทางว่ากำไรสุทธิจะลดลง 245 ล้านบาทในช่วงปี 2556-58

BUALUANG RESEARCH

สุพพดา ศรีสุข
suppata@bualuang.co.th
+662 618 1343

คำแนะนำพื้นฐาน: **ซื้อเก็งกำไร**
เป้าหมายพื้นฐาน: 68.00 บาท
ราคา (22/06/12): 58.00 บาท

Key Ratios & Statistics

Market cap				Bt82.86bn
12-mth price range				Bt34.50/Bt62.75
12-mth avg daily volume				Bt194.55m
# of shares (m)				1428.6
Est. free float (%)				30.0
Foreign limit (%)				30.0
Share price perf. (%)	1M	3M	12M	
Relative to SET	(0.6)	4.5	54.3	
Absolute	13	13	66.9	

Financial summary

FY Ended 30 Sep	2011	2012E	2013E	2014E
Revenues (Btm)	28,641	29,498	31,668	33,658
Net profit (Btm)	2,528	5,965	6,188	6,551
EPS (Bt)	1.77	4.18	4.33	4.59
BLS/Consensus (x)	n.m.	1.05	0.90	n.m.
EPS growth (%)	+23.98%	+135.93%	+3.74%	+5.86%
Core profit (Btm)	4,758	5,123	6,188	6,551
Core EPS (Bt)	3.33	3.59	4.33	4.59
Core EPS growth (%)	+155.40%	+7.67%	+20.79%	+5.86%
PER (x)	32.8	13.9	13.4	12.6
Core PER (x)	17.4	16.2	13.4	12.6
EV/EBITDA (x)	9.3	8.5	8.2	8.5
PBV (x)	1.1	1.1	1.1	1.0
Dividend (Bt)	0.89	2.10	2.18	2.31
Dividend yield (%)	1.5	3.6	3.8	4.0
ROE (%)	3.6	8.1	8.1	8.2
Net gearing (x)	0.8	0.8	0.8	0.9

CG Rating - 2011



Company profile

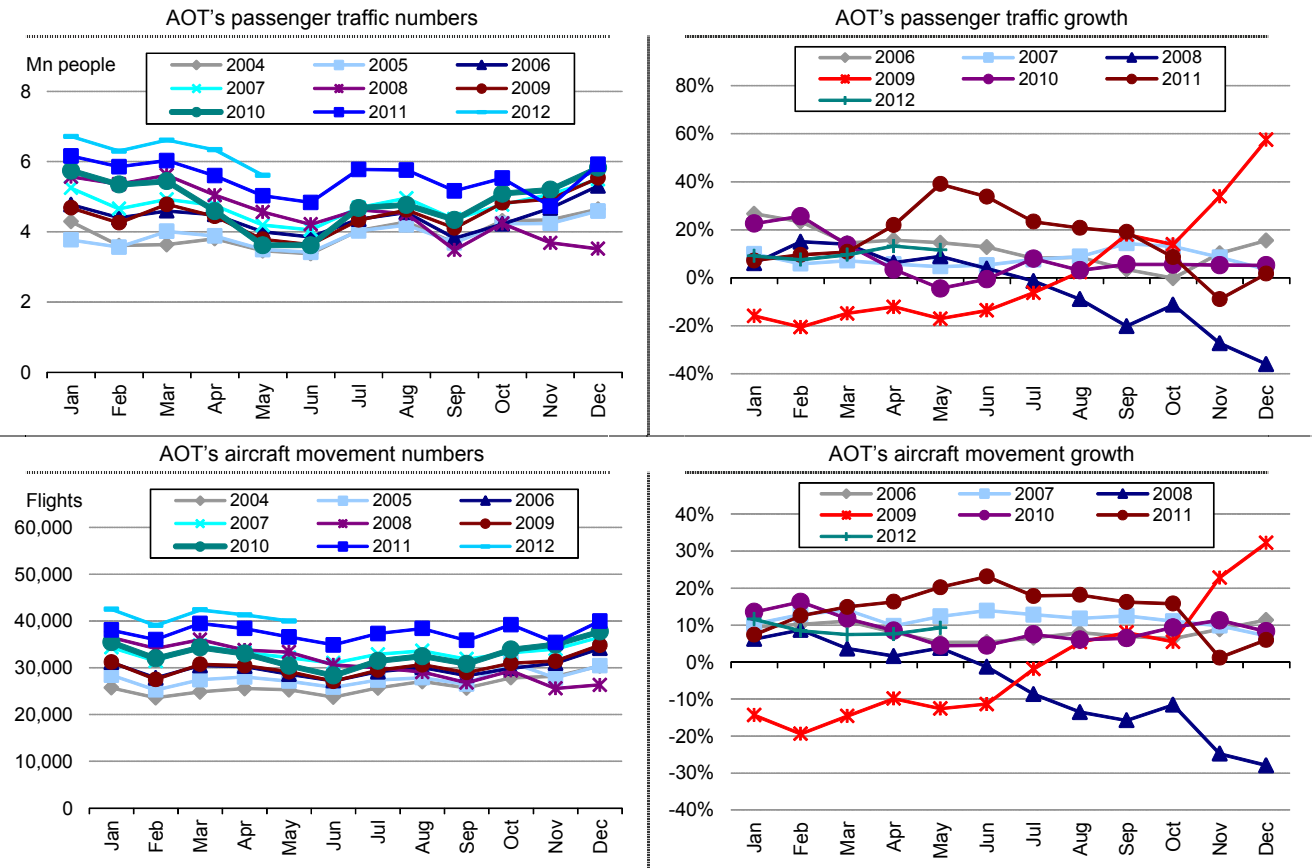
Airports of Thailand (AOT) has six international airports under its administration—Don Muang International Airport, Chiang Mai International Airport, Hat Yai International Airport, Phuket International Airport, Chiang Rai International Airport and Suvarnabhumi International Airport.

COMPANY UPDATE

ภายใต้สถานการณ์เลวร้ายสุดคือไม่มีจำนวนผู้โดยสารเพิ่มขึ้นสำหรับความสามารถในการรองรับผู้โดยสารที่วางลงที่สนามบินสุวรรณภูมิ ซึ่งตัวเลขดังกล่าวต่ำกว่าประมาณการของเราที่คาดว่ากำไรสุทธิจะลดลงถึง 900 ล้านบาท ทั้งนี้สนามบินดอนเมืองจะเริ่มเปิดใช้อีกครั้งอย่างไม่เป็นทางการในเดือน ส.ค. และคาดว่าจะเริ่มให้บริการอย่างเต็มรูปแบบได้ในเดือน ต.ค.

หากสายการบินต้นทุนต่ำย้ายไปทั้งหมด กำลังการรองรับผู้โดยสารที่สนามบินสุวรรณภูมิจะเพิ่มขึ้น 11 ล้านคน ซึ่งทำให้ความเป็นไปได้ว่ากำไรสุทธิที่เพิ่มขึ้นจากการใช้สนามบินสุวรรณภูมิส่วนที่วางลงไปรองรับผู้โดยสารเพิ่มจะมีผลมากกว่าผลกระทบจากการให้ส่วนลดที่สนามบินดอนเมือง ทั้งนี้สนามบินดอนเมืองมีแนวโน้มที่จะรองรับผู้โดยสารได้เพิ่มเติมอีก 21.5 ล้านคน หลังจากสายการบินต้นทุนต่ำย้ายไป ซึ่งแผนดังกล่าวจะช่วยลดงบลงทุนที่จะต้องใช้งบถึง 1.2 หมื่นล้านบาทในการสร้างอาคารผู้โดยสารในประเทศเพิ่มเติมที่สนามบินสุวรรณภูมิ

Figure 1: AOT's monthly traffic numbers



Source: Company, Bualuang Research

Figure 2: Sector comparisons

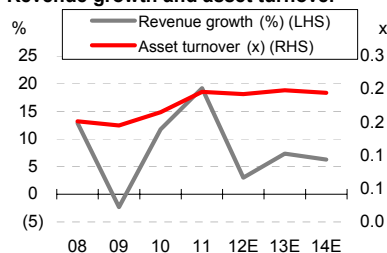
	Bloomberg Code	Price (local curr.)	Market Cap (US\$ equivalent)	PER (x) FY12	PER (x) FY13	EPS Growth (%) FY12	EPS Growth (%) FY13	PBV (x) FY12	PBV (x) FY13	ROE (%) FY12	ROE (%) FY13	Div Yield (%) FY12	Div Yield (%) FY13
Auckland International Airport	AIA NZ	NZD2.42	2,514.63	23.4	22.0	n.a.	+6.8	1.3	1.3	5.6	6.0	3.8	4.1
Shanghai International Airport	600009 CH	CNY12.60	3,814.02	13.8	11.3	+15.6	+22.7	1.4	1.3	10.7	11.4	1.0	1.2
Beijing Capital Int'l Airport	694 HK	HKD4.61	2,572.83	17.1	13.8	+23.9	+24.1	1.3	1.3	8.1	9.0	2.6	3.0
Hainan Meilan Int'l Airport	357 HK	HKD4.42	269.53	8.1	7.0	+11.2	+15.4	0.8	0.8	12.5	12.1	5.4	6.8
Guangzhou Baiyun Int'l Airport	600004 CH	CNY6.85	1,237.45	10.1	8.8	+15.4	+15.6	1.1	1.0	10.9	11.3	5.3	5.8
Shenzhen Airport	000089 CH	CNY4.17	1,107.20	8.6	13.0	+11.6	-34.0	1.0	0.9	11.3	6.9	1.0	0.5
Xiamen Airport	600897 CH	CNY13.19	617.06	11.1	9.7	+8.2	+14.3	1.8	1.5	16.6	16.1	0.8	0.8
Malaysia Airports Holding	MAHB MK	MYR5.60	2,123.41	14.1	16.5	+18.1	-14.6	1.6	1.5	11.4	9.6	3.8	3.7
Airports of Thailand	AOT TB	Bt58.00	2,609.67	13.9	13.4	+135.9	+3.7	1.1	1.1	3.6	8.1	1.5	3.6
Simple average				13.4	12.8	30.0	6.0	1.3	1.2	10.1	10.0	2.8	3.3

Notes: Prices as at 22/06/12

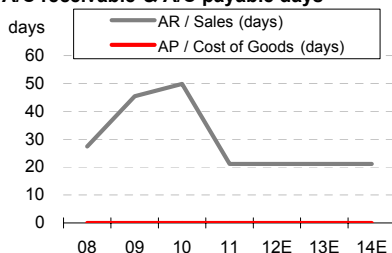
Sources: Bloomberg, Bualuang Research estimates

Financial tables

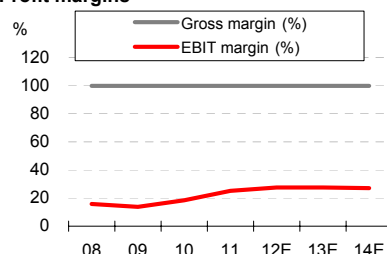
Revenue growth and asset turnover



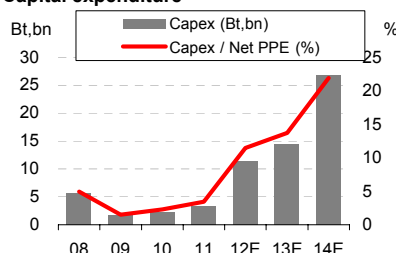
A/C receivable & A/C payable days



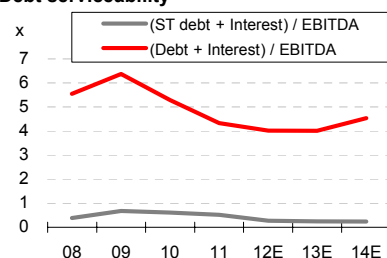
Profit margins



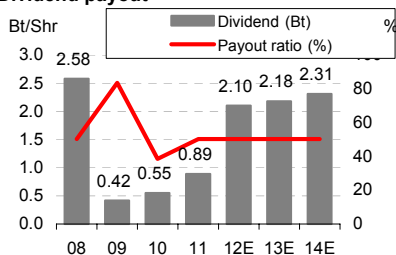
Capital expenditure



Debt serviceability



Dividend payout



	2010	2011	2012E	2013E	2014E
PROFIT & LOSS (Btm)					
Revenue	24,033	28,641	29,498	31,668	33,658
Operating expenses	(19,630)	(21,433)	(21,378)	(22,910)	(24,538)
EBIT	4,403	7,208	8,120	8,758	9,119
Interest expense	(2,390)	(2,224)	(2,564)	(2,523)	(2,607)
Other income/exp.	624	913	1,050	1,203	1,361
EBT	2,637	5,897	6,607	7,438	7,874
Corporate tax	(801)	(1,182)	(1,713)	(1,488)	(1,575)
After-tax net profit (loss)	1,836	4,714	4,894	5,950	6,299
Minority interest	27	44	229	238	252
Equity earnings from affiliates	(135)	0	0	0	0
Extra items	312	(2,230)	842	0	0
Net profit (loss)	2,039	2,528	5,965	6,188	6,551
Reported EPS	1.43	1.77	4.18	4.33	4.59
Fully diluted EPS	1.43	1.77	4.18	4.33	4.59
Core net profit	1,863	4,758	5,123	6,188	6,551
Core EPS	1.30	3.33	3.59	4.33	4.59
EBITDA	12,028	15,073	16,577	17,526	18,759

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
KEY RATIOS					
Revenue growth (%)	11.8	19.2	3.0	7.4	6.3
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA margin (%)	50.0	52.6	56.2	55.3	55.7
Operating margin (%)	18.3	25.2	27.5	27.7	27.1
Net margin (%)	8.5	8.8	20.2	19.5	19.5
Core profit margin (%)	7.8	16.6	17.4	19.5	19.5
ROA (%)	1.4	1.7	3.9	3.9	3.8
ROCE (%)	1.5	1.9	4.3	4.3	4.2
Asset turnover (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
Current ratio (x)	2.0	1.9	2.6	2.6	2.5
Gearing ratio (x)	0.9	0.9	0.8	0.9	1.0
Interest coverage (x)	1.8	3.2	3.2	3.5	3.5

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
BALANCE SHEET (Btm)					
Cash & Equivalent	3,519	5,179	6,598	6,260	5,664
Accounts receivable	3,284	1,660	1,710	1,836	1,951
Inventory	254	313	312	335	359
PP&E-net	99,433	98,134	99,360	105,002	122,127
Other assets	13,867	20,510	21,536	22,613	23,743
Total assets	141,589	150,599	155,557	163,388	182,555
Accounts payable	799	1,042	1,039	1,114	1,193
ST debts & current portion	4,997	5,518	1,862	1,862	1,862
Long-term debt	56,196	57,514	62,218	65,907	80,695
Other liabilities	1,370	4,241	4,453	4,676	4,910
Total liabilities	71,743	78,322	80,080	84,591	100,244
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
Retained earnings	42,577	45,113	48,075	51,148	54,401
Shareholders' equity	69,656	72,132	75,102	78,184	81,446
Minority interests	190	146	375	613	865
Total Liab.&Shareholders' equity	141,589	150,599	155,557	163,388	182,555

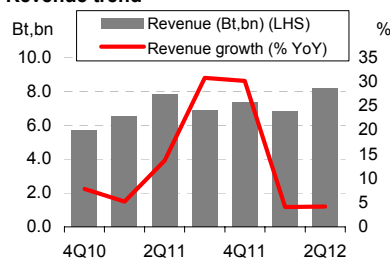
	2010	2011	2012E	2013E	2014E
CASH FLOW (Btm)					
Net income	2,039	2,528	5,965	6,188	6,551
Depreciation and amortization	7,625	7,866	8,457	8,769	9,640
Change in working capital	4,906	2,483	294	290	321
FX, non-cash adjustment & others	1,629	3,849	(5,001)	(1,605)	(1,749)
Cash flows from operating activities	16,199	16,726	9,716	13,641	14,763
Capex (Invest)/Divest	(2,252)	(3,393)	(11,413)	(14,410)	(26,765)
Others	(6,590)	(4,010)	(1,026)	(1,077)	(1,131)
Cash flows from investing activities	(8,843)	(7,403)	(12,439)	(15,487)	(27,896)
Debt financing (repayment)	(6,585)	(6,877)	5,414	4,511	15,653
Equity financing	0	0	0	0	0
Dividend payment	(600)	(786)	(1,273)	(3,003)	(3,115)
Others	0	0	0	0	0
Cash flows from financing activities	(7,185)	(7,662)	4,141	1,508	12,538
Net change in cash	172	1,661	1,418	(338)	(595)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Free cash flow (Btm)	13,947	13,333	(1,698)	(769)	(12,002)
FCF per share (Bt)	9.76	9.33	(1.19)	(0.54)	(8.40)

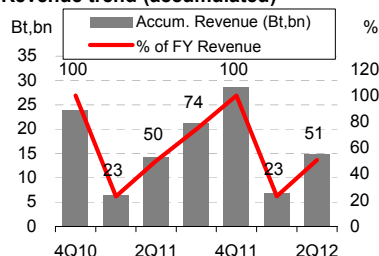
Sources: Company data, Bualuang Research estimates

Financial tables

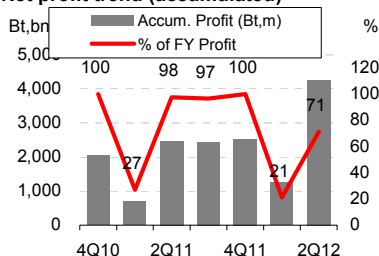
Revenue trend



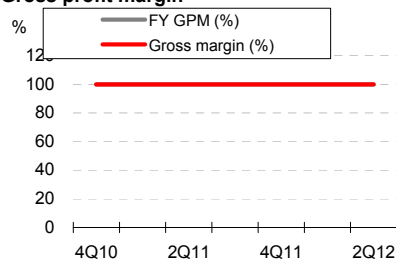
Revenue trend (accumulated)



Net profit trend (accumulated)



Gross profit margin



QUARTERLY PROFIT & LOSS (Btm)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Revenue	7,824	6,889	7,379	6,819	8,153
Operating expenses	(5,110)	(5,471)	(5,974)	(4,274)	(4,482)
EBIT	2,714	1,418	1,405	2,545	3,671
Interest expense	(554)	(550)	(545)	(535)	(517)
Other income/exp.	188	270	278	300	688
EBT	2,348	1,138	1,138	2,310	3,843
Corporate tax	(725)	(270)	146	(740)	(1,505)
After-tax net profit (loss)	1,623	868	1,284	1,570	2,337
Minority interest	9	19	5	(8)	(5)
Equity earnings from affiliates	0	0	0	0	0
Extra items	156	(914)	(1,204)	(306)	664
Net profit (loss)	1,788	(27)	84	1,257	2,996
Reported EPS	1.25	(0.02)	0.06	0.88	2.10
Fully diluted EPS	1.25	(0.02)	0.06	0.88	2.10
Core net profit	1,632	887	1,289	1,563	1,952
Core EPS	1.14	0.62	0.90	1.09	1.37
EBITDA	4,783	3,535	2,981	3,716	4,791

KEY RATIOS	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Gross margin (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
EBITDA margin (%)	61.1	51.3	40.4	54.5	58.8
Operating margin (%)	34.7	20.6	19.0	37.3	45.0
Net margin (%)	22.9	-0.4	1.1	18.4	36.8
Core profit margin (%)	20.9	12.9	17.5	22.9	23.9
BV (Bt)	53.07	53.04	50.70	51.61	52.96
ROE (%)	9.5	-0.1	0.5	6.9	16.1
ROA (%)	4.9	-0.1	0.2	3.3	8.1
Current ratio (x)	2.0	2.1	1.9	2.2	2.1
Gearing ratio (x)	0.8	0.8	0.9	0.8	0.7
Interest coverage (x)	4.9	2.6	2.6	4.8	7.1

QUARTERLY BALANCE SHEET (Btm)	2Q11	3Q11	4Q11	1Q12	2Q12
Cash & Equivalent	3,144	6,734	5,179	6,922	7,778
Accounts receivable	2,666	1,495	1,660	1,683	1,830
Inventory	255	275	313	284	252
PP&E-net	100,547	99,361	98,134	97,353	97,275
Other assets	15,912	17,809	20,510	17,140	13,229
Total assets	145,083	146,910	150,599	150,637	146,702
Accounts payable	589	729	1,042	751	609
ST debts & current portion	5,043	5,246	5,518	5,603	5,186
Long-term debt	54,139	55,687	57,514	56,868	50,752
Other liabilities	1,261	1,511	4,241	3,750	3,560
Total liabilities	69,379	71,237	78,322	77,055	71,198
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
Retained earnings	48,486	48,459	45,113	46,370	48,224
Shareholders equity	75,704	75,673	72,277	73,582	75,505
Minority interests	111	92	146	153	158
Total Liab.&Shareholders' equity	145,083	146,910	150,599	150,637	146,702

Sources: Company data, Bualuang Research

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED – DISCLAIMER

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED (BLS) is a subsidiary of BANGKOK BANK PUBLIC COMPANY LIMITED (BBL). This document is produced based upon sources believed to be reliable but their accuracy, completeness or correctness is not guaranteed. The statements or expressions of opinion herein were arrived at after due and careful consideration to use as information for investment. Expressions of opinion contained herein are subject to change without notice. This document is not, and should not be construed as, an offer or the solicitation of an offer to buy or sell any securities. The use of any information shall be at the sole discretion and risk of the user.

BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED MAY BE IN RELATIONSHIP WITH THE SECURITIES IN THIS REPORT. "Opinions, projections and other information contained in this report are based upon sources believed to be accurate including the draft prospectus, but no responsibility is accepted for any loss occasioned by reliance placed upon the contents hereof. Bualuang Securities Public Company Limited may from time to time perform investment, advisory or other services for companies mentioned in this report, as well as dealing (as principal or otherwise) in, or otherwise being interested in, any securities mentioned herein. This report does not constitute a solicitation to buy or sell any securities". Investors should carefully read details in the prospectus before making investment decision.






BUALUANG SECURITIES PUBLIC COMPANY LIMITED ACTS AS MARKET MAKER AND ISSUER OF DERIVATIVE WARRANTS on the securities ADVANC, AOT, BANPU, BAY, BCP, BEC, BGH, BH, BIGC, BJC, BLA, BTS, CPALL, CPF, DTAC, ESSO, GLOW, HMPRO, IRPC, IVL, KBANK, KK, KTB, LH, MINT, PS, PTT, PTTEP, PTTGC, SCB, SCC, SPALI, STA, TCAP, THAI, TISCO, TOP, TMB, TPIPL, TRUE, TUF. Before making an investment decision over a derivative warrant, a potential investor should carefully read the prospectus for the details of the said derivative warrant.

This research report was prepared by Bualuang Securities Public Company Limited and refers to research prepared by Morgan Stanley. Morgan Stanley does not warrant or guarantee the accuracy or completeness of its research reports. Morgan Stanley reserves copyright and other proprietary rights in the material reproduced in this report. Morgan Stanley is under no obligation to inform Bualuang Securities or you if the views or information referred to or reproduced in this research report change.

Corporate Governance Report disclaimer

The disclosure of the survey result of the Thai Institute of Directors Association ("IOD") regarding corporate governance is made pursuant to the policy of the Office of the Securities and Exchange Commission. The survey of the IOD is based on the information of a company listed on the Stock Exchange of Thailand and the Market for Alternative Investment disclosed to the public and able to be accessed by a general public investor. The result, therefore, is from the perspective of a third party. It is not an evaluation of operation and is not based on inside information.

The survey result is as of the date appearing in the Corporate Governance Report of Thai Listed Companies. As a result, the survey result may be changed after that date. Bualuang Securities Public Company Limited does not conform nor certify the accuracy of such survey result.

Score Range	Number of Logo	Description
90 – 100		Excellent
80 – 89		Very Good
70 – 79		Good
60 – 69		Satisfactory
50 – 59		Pass
Below 50	No logo given	N/A

BUALUANG RESEARCH – RECOMMENDATION FRAMEWORK

STOCK RECOMMENDATIONS

BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 12 months.

HOLD: Expected total returns of between -15% and +15% over the next 12 months.

SELL: Expected negative total returns of 15% or more over the next 12 months.

TRADING BUY: Expected positive total returns of 15% or more over the next 3 months.

SECTOR RECOMMENDATIONS

OVERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to outperform the relevant primary market index over the next 12 months.

NEUTRAL: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to perform in line with the relevant primary market index over the next 12 months.

UNDERWEIGHT: The industry, as defined by the analyst's coverage universe, is expected to underperform the relevant primary market index over the next 12 months.