

AIRPORTS OF THAILAND PLC. (AOT TB)

INITIATION REPORT

報告日期:2017.11.13

報告人:邱柏雅

投資建議與結論

AOT營運的6座機場皆為泰國境內與國際線重要交通樞紐，6座營運的機場當中即包含曼谷兩座國家門戶BKK與DMK機場。雖在2009年經歷全球性衰退，AOT營收首次出現負成長，股價大幅下跌。後跟隨全球景氣復甦，且在近兩年營收皆為雙位數成長FY2015 +17% YoY、FY2016 +16% YoY，自FY2012以來營業利益率亦大幅躍升，FY2012 营益率 37%，近年來營益率維持在50%上下，營運績效大幅提升，故就基本面的角度而言，AOT表現穩健。

分析其營收貢獻主要來自BKK與DMK兩座機場，成長動能來自廉價航空的興起、中國遊客的入境與泰國旅客的出境人數增長。惟去年2016年8月泰國政府打擊中國零團費旅行團影響與該年10月泰國國喪期間，中國旅客入境數大減，連帶影響入境泰國國際旅客數量。此外近期的風險事件，如泰國罷工、曼谷水災、軍政府政變等等，對旅客人次亦造成一定衝擊。但基於經營與財務營收等基本面的分析角度而言，上述風險事件的出現可視作一個較佳的進場時機點，故根據分析結果給出買入建議，進場限價THB\$ 63、出場目標價格THB\$ 76，獲利空間預估 15-30%。

公司介紹

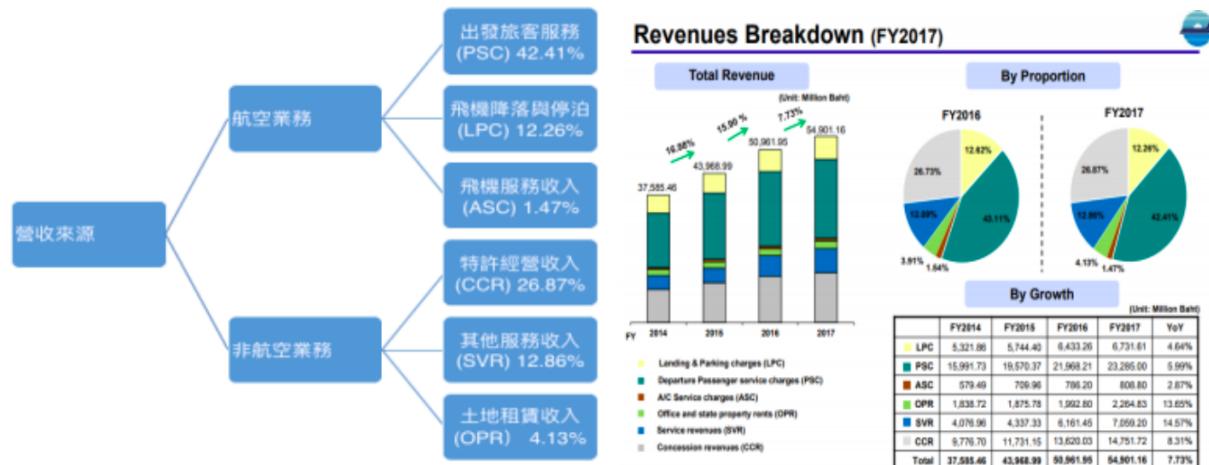
AOT TB: 泰國最大航空營運商

AOT為泰國機場營運商、上市國營機構，業務包含機場經營以及小部分飯店營運。泰國境內一共有38座機場，其中6座最主要的國際機場皆由AOT經營：曼谷國際機場(BKK)、廊曼國際機場(DMK)、普吉機場(HKT)、清邁機場(CNX)、合艾機場(HDY)、清萊機場(CEI)。其餘32座機場為其他營運機構持有，且普遍規模較小，地理位置皆在二、三線城市；民航局28座、泰國皇家海軍1座以及Bangkok Airways Company 3座。AOT於2004年3月11日掛牌上市，然超過七成的股份由泰國財政部擁有，僅三成左右才在市場上自由流通。官方表示股利發放政策視每年資本支出計畫調整，以不低於25%為目標，過去五年股利發放率約43 - 55%，股息殖利率約2 - 3%之間。

主要業務介紹

AOT經營6座泰國的國際機場，佔泰國整體航運交通市佔的82%，其中AOT囊括了泰國所有國際航線的服務供給，在國內航運服務供給也佔7成左右，其餘國內航線市佔才分由泰國國內其他零星機場營運商營運。AOT所營運的機場中，包含泰國最主要的兩座國際機場，曼谷國際機場(BKK)以及廊曼國際機場(DMK)；相當於台灣的桃園國際機場以及高雄小港國際機場。除了上述這兩座國家國門機場外，AOT同時營運泰國熱門旅遊勝地普吉島的普吉機場(HKT)。就世界機場排名而言，由於曼谷為全球第9大熱門旅遊城市，每年除了有將近四千萬國際旅客造訪外，曼谷也是鄰國

造訪東協的重要交通樞紐，故曼谷機場同時也是世界最繁忙機場的之一，年間旅客吞吐量約1億3千萬人次，東協區域內繁忙程度僅次於新加坡的樟宜機場。而對於機場營運的營收而言，造訪人次為首列的重要貢獻因子。



進一步分析營收組成成份，可粗分為航空以及非航空業務。就營收貢獻角度分析，出發旅客服務（對機場出入關的人次收費）、飛機降落與停泊、特許經營收入（對免稅店店家的租金跟營運分紅）以及其他服務收入（登機服務、機場廣播等等），即佔整體營收的八至九成，故後續的分析將主要聚焦在這前幾項營收貢獻業務。

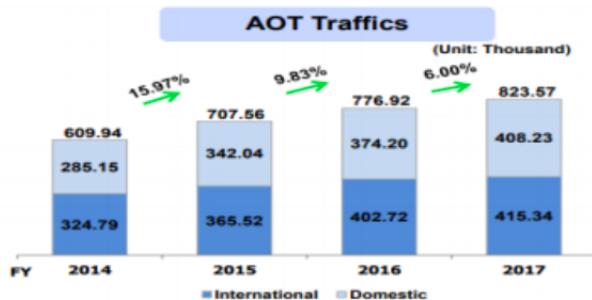
項目	單位	標準	價格 (Baht)	Remark
航空業務	降落與停泊 Landing & Parking	出發旅客服務收費 Departure Passenger Service Charges (PSC)	Baht/人	International Passenger: 700 Domestic Passenger: 100
		Landing	Baht/航班重量 (噸)	Up to 10: 1,150 Over 10 up to 50: 1,150 + 135 per tonne or part thereof over 10 tonnes Over 50 up to 100: 6,550 + 155 per tonne or part thereof over 50 tonnes Over 100: 14,300 + 175 per tonne or part thereof over 100 tonnes
		Parking	Baht/航班重量 (噸)	Up to 50: 880 Over 50 up to 100: 880 + 14 per tonne or part thereof over 50 tonnes Over 100: 1,580 + 7 per tonne or part thereof over 100 tonnes
		Aircraft Service Charges	Baht/航班重量 (噸)	0-150: 2,000 Over 150 but not exceeding 300: 2,800 Over 300: 4,000
		特許經營權收費 Concession	Baht/人	Estimated ASP 644 *20% concession rate
	其他服務 Service	n/a	n/a	n/a
		辦公室與國有財產租賃 Office & State Property Rents	n/a	n/a

營收組成與成長動能分析

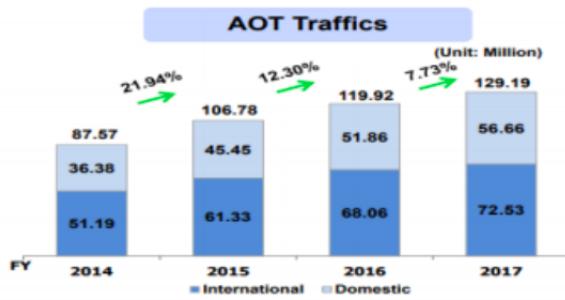
BKK、DMK兩座機場佔AOT整體機場營運吞吐量的7至8成

航運使用人次量而言，每年泰國機場的進出人次約1億3千萬人次、航班量約年80萬班機左右。國際航班與國內航班的運輸量約各佔一半，惟對國際航班的旅客服務費用為國內航班的7倍。此外，不論在人次以及航班量，BKK、DMK這兩座機場已佔機場吞吐量的7至8成左右。

■ AOT Aircraft Movement



■ AOT Passenger Movement



近年來由於廉價航空的興起，使得AOT營運的機場造訪人數持續增加。透過數據的分析以及觀察，可以發現相較於傳統航空公司的旅客量與航班量成長停滯，廉價航空近年不論在航班數或是乘客數皆有雙位數的增長。AOT統計其6座機場整體吞吐量數據，當中旅客人次成長率年比FY2017 +7.73%YoY、航班量成長率年比為FY2017 +6.00% YoY，過去五年平均成長速率約5%。除了廉價航空的興起，中國大陸近年興起的海外旅遊，也使造訪泰國的人次逐年攀升，且購買力強大亦大幅提升免稅商店的營收成長。除了入站的造訪之外，出訪的泰國本地人也是另一觀察重點。泰國近幾年的中產崛起，使泰國的境外遊旅客自2011年起逐年攀升，2017年泰國境外遊旅客人數達到992萬，泰國出境旅客佔所有國際航班人次的比例也由原先的10%攀升至25%。目前泰國人均GDP約USD 5,908，根據統計隨著國民所得的提高，出國觀光等娛樂消費也將走入生活，故將有機會進一步提高出站服務的人次增長，推升AOT的營收成長。

BKK、DMK兩座機場佔AOT整體機場營運特許經營收入的8至9成

分析AOT旗下6座機場的特許經營貢獻，BKK機場佔65%(免稅店 31%、零售&飲料 15%、其他19%)、DMK 機場佔 20%(免稅店12%、零售&飲料2%、其他 6%)，其他四座機場特許經營合計佔營收14%。特許經營收入除了受到造訪人次的供給影響外，還需考量其與運營商的分紅比例。由於特許經營的契約一般為10年期以上之長型契約，故相較於造訪人次，分紅比例波動較不頻繁。目前AOT的特許經營分紅比例約17%，對比臨近其他國際機場特許經營分紅比例45%而言仍然偏低(北京首都機場 47%、廣州白雲機場 42%、香港國際機場 45%)，故外界普遍認為有相當的成長空間。加上近日DMK公佈其特許經營合約即將在後年初到期，並預計於明年初進入新一輪的協商，目前市場共識其分紅比例可能上調至20-22%。

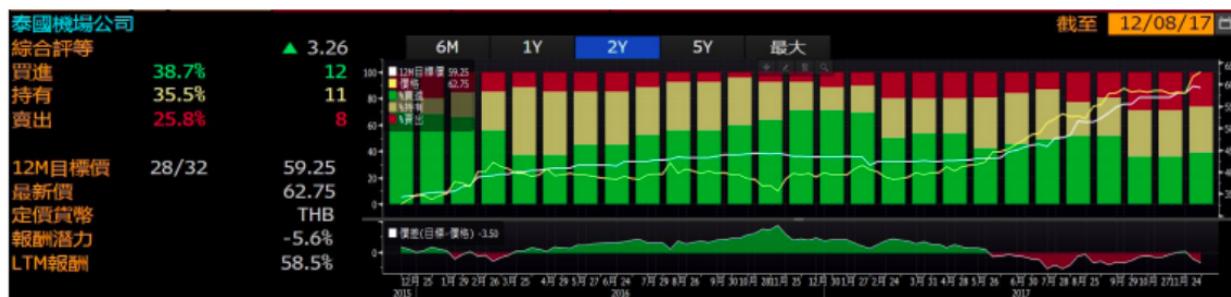
	AOT 航班量			
	國際		國內	
	一般航空	LCC	一般航空	LCC
航班量佔比	35%	16%	18%	32%
增長率 YoY	-0%	11%	0%	15%
	AOT 旅客量			
	國際		國內	
	一般航空	LCC	一般航空	LCC
旅客量佔比				
增長率 YoY	4%	14%	4%	12%

■ 入境泰國外國旅客佔比排名與年增率

Tourist arrivals	% share	y-o-y growth
China	28.3%	1.1%
Malaysia	9.5%	-3.4%
Korea	4.9%	15.2%
Laos	4.6%	11.9%
Japan	4.4%	6.0%
India	4.0%	16.5%
Russia	3.4%	24.9%
USA	2.9%	9.1%
Vietnam	2.8%	11.7%
Singapore	2.8%	5.2%

財務預估與估值

■ 過去兩年 TP 趨勢圖



項目 (THBmn : THB)	1Q FY2016	2Q FY2016	3Q FY2016	4Q FY2016	1Q FY2017	2Q FY2017	3Q FY2017	4Q FY2017	1Q FY2018 E	2Q FY2018 E	3Q FY2018 E	4Q FY2018 E	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E
營業收入	11,814.11	13,800.12	12,572.25	12,775.47	12,612.88	14,664.98	13,503.22	14,120.10	14,883.20	17,304.67	15,933.80	16,661.72	43,968.99	50,961.95	54,901.16	59,889.18	63,579.34
營業毛利	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
營業費用	5,922.68	6,842.45	6,670.83	7,171.00	6,370.93	6,613.41	6,831.61	9,208.33	7,868.75	9,148.98	8,424.20	8,809.05	23,539.20	26,606.96	29,024.28	31,663.41	33,614.40
營業淨利	5,891.44	6,957.67	5,901.42	5,604.47	6,241.95	8,051.57	6,671.61	4,911.75	7,014.45	8,155.69	7,509.60	7,852.67	20,429.79	24,354.99	25,876.88	28,225.77	29,964.94
營業外收益 (費用)	(26.55)	(97.50)	289.50	(95.95)	175.15	46.25	75.87	(350.73)	55.45	66.74	59.71	64.12	2,905.43	69.50	648.00	246.02	(129.48)
稅前損益	5,864.89	6,860.17	6,190.91	5,508.52	6,417.10	8,097.82	6,747.48	5,262.48	7,069.90	8,222.43	7,569.31	7,916.79	23,335.22	24,424.49	26,524.88	28,471.79	29,835.46
稅後損益	4,635.90	5,507.51	5,004.66	4,455.50	5,098.45	6,488.53	5,405.32	4,087.58	5,655.92	6,577.94	6,055.45	6,333.43	18,750.06	19,603.57	21,079.88	22,777.43	23,868.37
股本	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7	14285.7
稅後 EPS (損失) (THB)	0.32	0.39	0.35	0.31	0.36	0.45	0.38	0.29	0.40	0.46	0.42	0.44	1.31	1.37	1.48	1.59	1.67
ROE	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18.24%	17.05%	16.00%	-	-
ROA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.97%	11.82%	11.82%	-	-
營益率	49.87%	50.42%	46.94%	43.87%	49.49%	54.90%	49.41%	34.79%	47.13%	47.13%	47.13%	47.13%	46.46%	47.79%	47.13%	47.13%	47.13%
淨利率	39.24%	39.91%	39.81%	34.88%	40.42%	44.25%	40.03%	28.95%	39.84%	39.84%	39.84%	39.84%	42.64%	38.47%	38.40%	39.84%	39.84%
費用率	50.13%	49.58%	53.06%	56.13%	50.51%	45.10%	50.59%	65.21%	52.87%	52.87%	52.87%	52.87%	53.54%	52.21%	52.87%	52.87%	52.87%

基於上述造訪人次、航班吞吐、分紅比例與獲利前景預估，並調整財務營收模型後得到P/E倍數，認為THB\$ 62.59為合理成本價位。

Appendix: AOT旗下6座營運機場營收、利潤與成長貢獻比例

Revenue	2013	2014	2015	2016	Growth in Revenue contribution	2013	2014	2015	2016
DMK	4,053	4,661	6,827	9,717	DMK	78.4%	33.9%	41.3%	
BKK	26,555	25,811	29,291	32,085	BKK	-96.1%	54.5%	40.0%	
CNX	910	1,229	1,687	2,020	CNX	41.2%	7.2%	4.8%	
HDY	319	359	412	458	HDY	5.1%	0.8%	0.7%	
HKT	4,136	4,565	4,805	5,669	HKT	55.3%	3.8%	12.4%	
CEI	135	172	201	226	CEI	4.7%	0.5%	0.3%	
Hotel	762	861	807	847	Hotel	12.8%	-0.8%	0.6%	
Elimination	(62)	(74)	(66)	(66)	Elimination	-1.6%	0.1%	0.0%	
Total	36,807	37,582	43,965	50,956	Total	100.0%	100.0%	100.0%	

Operating profit	2013	2014	2015	2016	Growth in Op profit contribution	2013	2014	2015	2016
DMK	2,264	2,197	4,298	6,254	DMK	-23.0%	39.1%	49.1%	
BKK	11,673	10,842	13,861	15,186	BKK	-283.8%	56.1%	33.3%	
CNX	343	604	1,015	1,237	CNX	89.2%	7.6%	5.6%	
HDY	8	8	(7)	1	HDY	0.0%	-0.3%	0.2%	
HKT	3,281	3,537	3,486	3,908	HKT	87.3%	-1.0%	10.6%	
CEI	(80)	(49)	(71)	(61)	CEI	10.5%	-0.4%	0.3%	
Hotel	(6)	55	(9)	28	Hotel	20.6%	-1.2%	0.9%	
Elimination	2	0	-	-	Elimination	-0.8%	0.0%	0.0%	
Total	17,487	17,194	22,573	26,554	Total	100.0%	100.0%	100.0%	

Operating margins	2013	2014	2015	2016	Profit and loss for the year	2013	2014	2015	2016
DMK	55.9%	47.1%	63%	64%	DMK	4,254	1,683	6,235	4,947
BKK	44.0%	42.0%	47%	47%	BKK	9,438	7,256	9,216	10,690
CNX	37.7%	49.1%	60%	61%	CNX	244	475	765	970
HDY	2.5%	2.3%	-2%	0%	HDY	3	4	(14)	(4)
HKT	79.3%	77.5%	73%	69%	HKT	2,461	2,845	2,630	2,996
CEI	-59.1%	-28.5%	-35%	-27%	CEI	(67)	(105)	(136)	(76)
Hotel	-0.7%	6.4%	-1%	3%	Hotel	24	105	54	80
Elimination	-3.6%	0.0%	0%	0%	Elimination	-	-	-	-
Total	47.5%	45.8%	51%	52%	Total	16,357	12,263	18,750	19,604